

2016 年 01 月 18 日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) RMB 36.00

公司基本資訊

產業別	電氣設備
A 股價(2016/1/15)	29.82
深證成指(2016/1/15)	9997.93
股價 12 個月高/低	41.5/15.87
總發行股數(百萬)	876.35
A 股數(百萬)	221.54
A 市值(億元)	66.06
主要股東	珠海國軒貿易有 限責任公司 (25.19%)
每股淨值(元)	3.40
股價/賬面淨值	8.78
	一個月 三個月 一年
股價漲跌(%)	-16.7 -14.9 80.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
-	-	-

產品組合

電池組	85.32%
輸配電產品	12.79%
電芯	0.01%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	7.7%
一般法人	12.3%

股價相對大盤走勢



國軒高科 (002074.SZ)

Buy 買入

動力電池領軍企業，充分受益行業高景氣周期

結論與建議：

國家大力扶植新能源汽車產業的發展，預計 2016 年新能源汽車產量有望增長 70%，公司作為 A 股動力電池領軍企業，充分受益動力電池高景氣周期。預計公司今明兩年銷量 YOY+96%和+53%，受益于規模效應以及正極材料和隔膜是自產，公司將維持較高的毛利率。公司同時擁有磷酸鐵鋰和三元鋰電池技術，三元鋰電池將於 16 年 2 季度末投產，無懼電池技術路線之爭。同時，公司積極進行產業鏈擴展，有利于增強公司整體競爭力。

預計公司 2015、16、17 年營收分別為 27.19 億、44.79 億和 60.17 億元，淨利潤分別為 5.75 億、9.84 億和 13.34 億元，YoY 分別增長+1426%、+71%和+36%；EPS 分別為 0.67、1.14 和 1.55 元。當前股價對應 P/E 分別為 46 倍、27 倍和 20 倍。給予買入的投資建議。

- **A 股動力電池領軍企業：東源電器 2015 年發行股份購買資產并募集配套資金收購國軒高科全部股權并更名。**國軒高科是動力電池領軍企業，2015 年上半年動力電池產量在國內公司中排名第二。
- **行業空間巨大，龍頭受益更多：**從需求來看，出于環保和能源安全的考慮，國家將持續發展新能源汽車行業，目前國內新能源汽車滲透率為 2%，還有較大提升空間，預計 2016 年鋰動力電池需求有近 70%的增幅；從供給來看，預計明年下半年新建電池廠將會大量投產，屆時競爭將加劇。但品質可靠、性能良好的電池生產商會受到更多青睞。
- **產能供不應求，預計今明兩年銷售量 YOY+96%和+53%：**國軒高科目前產品供不應求，訂單已經排到了 2016 年中旬。由于公司產品性能良好、供不應求，并在不斷開拓新客戶，我們預測公司市場占有率將保持平穩增長態勢，今明兩年銷售量有望達 5.95 億、8.64 億 AH，YOY+90%和+45%。
- **毛利率不會大幅下滑：**預計 2016、2017 年電池組售價分別為 1966、1880 元/kwh，YOY-4.17%、-4.35%。通過拆解電池組的成本構成，我們預測 2016、2017 年公司電池組成本較 2015 年分別下降 0.7%和 4.2%，毛利率分別為 49.77%和 49.37%，較 2015 年的 51.46%僅有微幅下滑。
- **進軍三元鋰電池市場，積極擴展產業鏈上下游：**動力鋰電池面臨磷酸鐵鋰電池和三元鋰電池技術路線之爭，國軒高科同時擁有磷酸鐵鋰和三元鋰電池技術，可以充分適應市場變化。公司合肥三期即將投產三元鋰電池，16 年 2 季度末投產。公司積極擴建正極材料生產廠、與星源材質合資投建隔膜廠，并布局電池運營與電池回收利用領域。
- **輸配電業務平穩發展，開發大功率充電樁：**原有輸配電業務平穩發展，2015 年國家電網公司電網投資規模計劃為 4679 億，YOY+38%。公司每年有較穩定的中標金額，在總體投資額增長的大環境下，公司在國家電網中的主營業務會有穩定的保障。同時，公司正加大動力鋰電池板塊與輸變電板塊的業務整合，開發大功率充電樁，該業務有望迎來廣闊的發展空間。
- **盈利預期：**預計公司 2015、16、17 年營收分別為 27.19 億、44.79 億和 60.17 億元，淨利潤分別為 5.75 億、9.84 億和 13.34 億元，YoY 分別增長+1426%、+71%和+36%；EPS 分別為 0.67、1.14 和 1.55 元。當前股價對應 P/E 分別為 46 倍、27 倍和 20 倍。給予買入的投資建議。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015F	2016F	2017F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	29	38	575	984	1334
同比增減	%	-21.09%	29.16%	1426.34%	71.29%	35.52%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.115	0.149	0.667	1.142	1.548
同比增減	%	-21.09%	29.16%	347.99%	71.29%	35.52%
A 股市盈率(P/E)	X	267.15	206.84	46.17	26.95	19.89
股利(DPS)	RMB 元	0.150	0.100	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.49%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%

公司概況

A 股動力電池領軍企業借殼上市

東源電器主要經營輸配電器產品，主要產品有系列開關、開關櫃，變壓器，鋼結構廠房等。由於近年來我國輸配電設備行業市場競爭激烈，東源電器於 2015 年 4 月發行 4.9 億股購買合肥國軒高科動力能源股份有限公司 100% 股權並發行 1.2 億股募集配套資金 8.2 億元。公司主營業務變為鋰動力電池的生產與銷售，原有輸配電業務仍正常發展。2015 年 9 月，公司名稱變更為「國軒高科股份有限公司」，證券簡稱由「東源電器」變更為「國軒高科」。

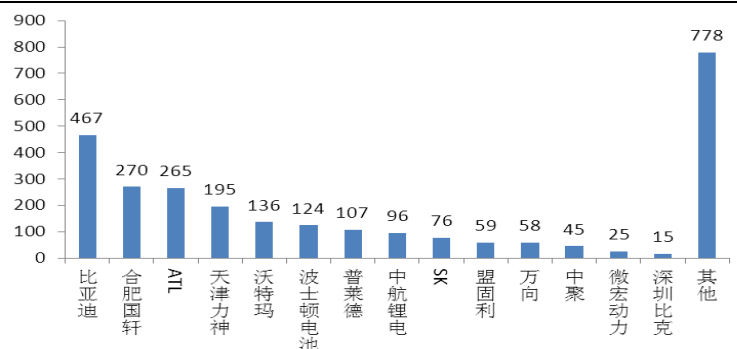
合肥國軒高科動力能源有限公司成立於 2006 年 5 月，是國內最早從事新能源汽車用鋰離子動力電池（組）自主研發、生產和銷售的企業之一。國軒高科的產品配套金龍、江淮、新大洋、北汽新能源等企業，擁有核心技術知識產權。與比亞迪電池皆自產自用相比，公司電池主要用來對外出售。根據中國化學與物理電源行業協會及公司的數據，2011 年度至 2013 年度，國軒高科生產的新能源汽車用鋰離子動力電池銷售收入在國內同行業公司中均排名第一，市場份額約為 20%（注：比亞迪等自產自用的企業不納入統計）。以產量來看，根據第一電動網統計，2015 年上半年，國軒高科動力電池產量在國內公司中排名第二，達 270Mwh，僅次於比亞迪，公司產能占國內總產能比例為 10%。

圖表一：公司生產的鋰離子電池主要產品



資料來源：公司公告、群益證券

圖表二：2015 年上半年國內鋰動力電池產量 單位：Mwh



資料來源：第一電動網、群益證券

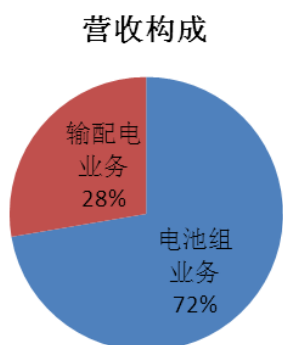
營運分析

公司當前業務分為兩部分：一部分是鋰動力電池組生產與銷售，一部分是輸配電業務。受益於新能源汽車產量的高速增長，作為鋰動力電池的領軍企業，公司的鋰電池業務高速發展，原有的輸配電業務則在比較激烈的競爭中正常經營。公司前九月實現營業收入 14.99 億元，同比增長 171%；實現歸屬於上市公司股東的淨利潤

3.32 億元，同比增長 1086%。公司業績大幅增長的主要原因是國軒高科的借殼上市增加了鋰動力電池組業務。

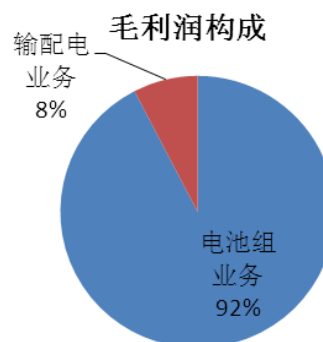
1-6 月，公司電池組業務營收 7.6 億元，毛利潤 3.92 億元；輸配電業務營收約 2.9 億元，毛利潤 0.32 億元，電池組業務貢獻了近 9 成的利潤。

圖表三:2015 年上半年公司營收構成 單位: %



資料來源：公司公告、群益證券

圖表四:2015 年上半年公司毛利潤構成 單位: %



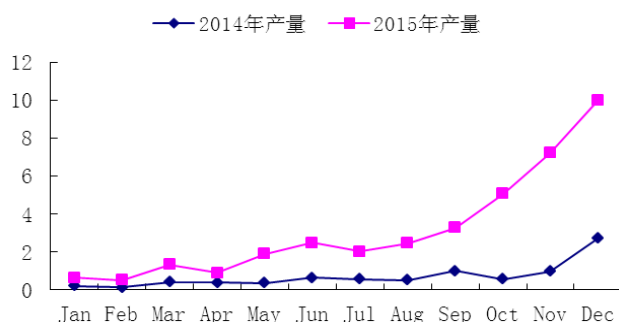
資料來源：公司公告、群益證券

電池組業務分析

受政策大力扶持，新能源汽車高速發展

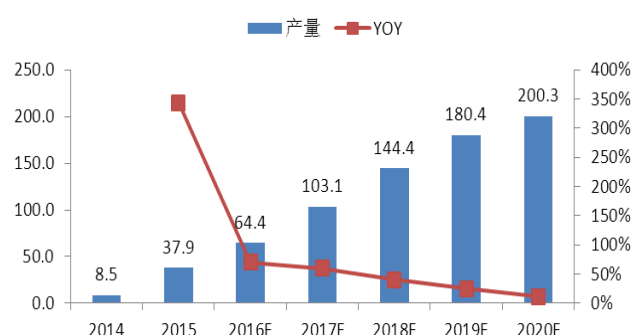
新能源汽車行業是國家重點發展的戰略性新興產業，目前處於大力推廣階段，市場規模迅速增長。依照工信部統計，2015 年我國生產新能源汽車 38 萬輛，同比增長近 4 倍。目前國內新能源汽車滲透率僅為 2%，出于環保和能源安全的考慮，國家將持續發展新能源汽車行業。我們預計 2016、2017 年銷量可望達到 64 萬、103 萬輛，YOY+70%和+60%。依照《節能與新能源汽車產業發展規劃（2012-2020 年）》，到 2020 年，純電動汽車和插電式混合動力汽車生產能力達 200 萬輛、累計產銷量超過 500 萬輛，未來還有極大的發展空間。

圖表五:中國新能源汽車月度產量 單位: 萬輛



資料來源：工信部、群益證券

圖表六: 中國新能源汽車年度產量及預測 單位: 萬輛, %



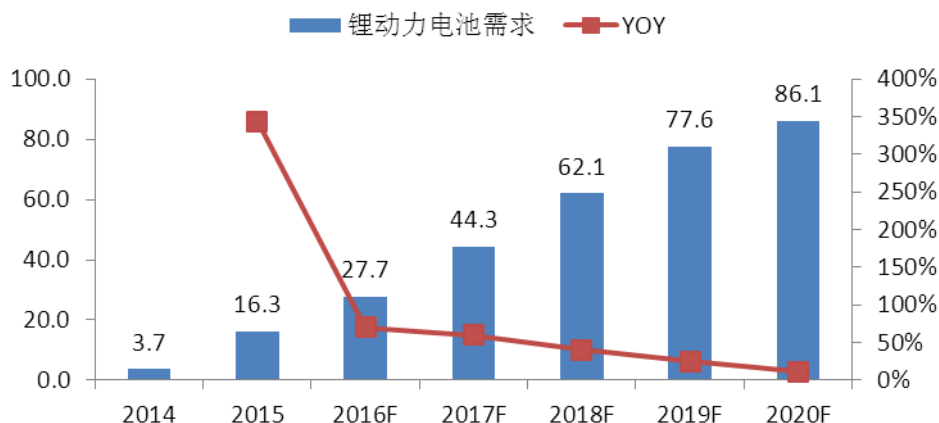
資料來源：工信部、群益證券

新能源汽車高速發展帶動鋰動力電池需求大增

目前單輛新能源汽車平均配置電池能量約為 43kwh，2015 年新能源車產量為 38 萬輛，對應動力電池需求為 16.3Gwh。結合我們對新能源汽車產量的預測，預計 2016 年、2017 年，鋰動力電池需求有望達到 27.7 Gwh 和 44.3 Gwh，YOY 分別增長 70%、60%。

圖表七：鋰動力電池需求及 YoY

單位：Gwh，%



資料來源：群益證券

未來競爭將加劇，但行業集中度將逐步提升

從供給來看，2015 年市場上有近千億資金投資建設電池廠，預計明年下半年將會逐步投產。據第一電動網統計，2016 年成規模的動力電池企業總產能合計 61Gwh，實際有效產能將達 30~37Gwh，呈現總量過剩局面。但車企會挑選品質可靠、技術能滿足需求的高品質電池生產商，生產規模小和產品質量差的電池廠將面臨洗牌的風險。同時，隨著動力電池技術標準的持續提高，對單體電池的能量密度整體安全性將有更高的要求，行業壁壘也將進一步提高。因此，未來行業發展將不斷兩極分化，行業集中度將逐步提升。強者恒強，擁有大量技術積累和資金雄厚的電池企業將會快速成長，占據行業高點。

產能及銷量：目前訂單已排到 2016 年中旬，預計今明兩年銷售量有望達到 5.36、8.22 億 AH

國軒高科現在的生產基地包括合肥老廠、合肥新廠一期和二期，以及蘇州昆山工廠和南京工廠，當前合計理論生產能力為 7.5 億 AH。由於投產時間的不同，2015 年實際可用產能為 3.27 億 AH。另有合肥三期和配套北汽新能源的青島工廠正在建設中。目前產品供不應求，訂單已經排到了 2016 年中旬。預計公司 2016、2017 年可用產能將達到 8.15 和 12.9 億 AH。由於公司產品性能良好、供不應求，並在不斷開拓新客戶，我們預測公司市場占有率將保持平穩增長態勢，綜合考慮市場容量、市占率及產能利用率，我們預測今明兩年銷售量有望達到 5.95 億、8.64 億 AH，YOY+90%和+45%。這將極大提升公司的主營業務收入和淨利潤。

圖表八：國軒高科當前產能及在建產能

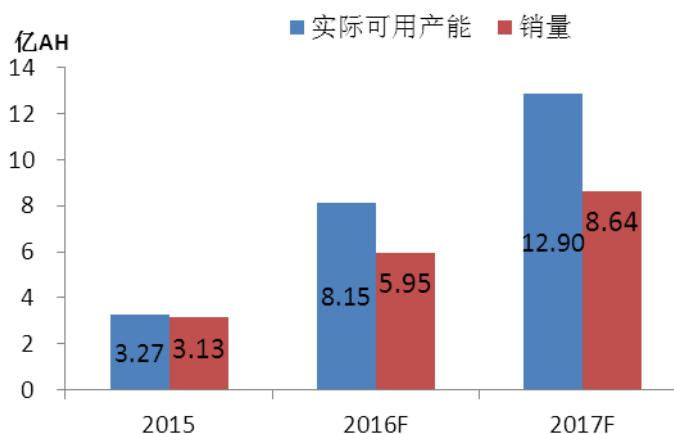
工廠	產能情況	備注
合肥老廠	1.5 億 AH	正常生產
合肥新廠一期	1 億 AH	2014 年投產
合肥新廠二期	1 億 AH	2015 年 6 月投產
蘇州昆山工廠	1 億 AH	2015 年年初投產

南京工廠	3 億 AH	2015 年 10 月投產，12 月達到設計產能
合肥新廠三期	2.4 億 AH	建設中，預計 2016 年 2 季度末投產
青島萊西工廠	10 億 AH	其中一期產能 3 億 AH，預計 2016 年 3 季度末投產

資料來源：公司公告、群益證券

圖表九：公司可用產能及銷量預測

單位：億 AH



資料來源：公司公告、群益證券

售價、成本及毛利率：預計 2016/2017 年毛利率較 2015 年分別下降 1.69pct、2.09pct

售價：2014、2015 年，公司動力鋰電池單位售價分別為 2369、2051 元/kwh。通過分析市場供需情況，我們預測 2016、2017 年單位電池組售價為 1966、1880 元/kwh，YOY-4.1%和-4.4%。

成本：隨著大宗商品價格的下跌、公司產能不斷增加帶來的規模效應以及公司向上游的擴展，構成電池成本的多數原材料呈不斷下降的趨勢。鋰電池中，正極材料成本占比最大，達 30%-40%，公司通過採購碳酸鋰、自製正極材料來降成本、保生產，隨著電池產能的擴大，公司正在廬江縣建設正極材料廠，建成後可滿足 8 億 AH 電池的生產需求；公司電解液主要供應商為廣州天賜及張家港國泰華榮，均是戰略合作關係，採購價格平穩；電池隔膜在公司成本中占比最高，達到 10%，在 2015 年上半年之前公司主要采用進口隔膜，下半年開始逐步使用國產星源材質隔膜。除簽訂長期採購合同以外，公司還與星源材質共同投資設立合肥星源新能源材料有限公司，通過專綫供貨的方式保證產品質量、降低成本。

原材料中的碳酸鋰由于需求的突然增加導致供不應求，價格有較大幅度的上漲。以 5.5 萬元/噸的價格計算，碳酸鋰在電池組總成本中占比僅為 2%。經過我們測算：即使 2016 年碳酸鋰價格為 16 萬元/噸，電池組總成本僅增長 4.82%。我們預計 2016、2017 年碳酸鋰的採購均價分別為 8 萬元/噸和 5.5 萬元/噸，計算得出電池組總成本分別較 2015 年下降 0.7%和 4.2%。

毛利率：依據上面售價、成本測算的結果，我們預測 2016、2017 年公司毛利率分別為 49.77%和 49.37%，較 2015 年分別下降 1.69pct、2.09pct，依然維持在很高

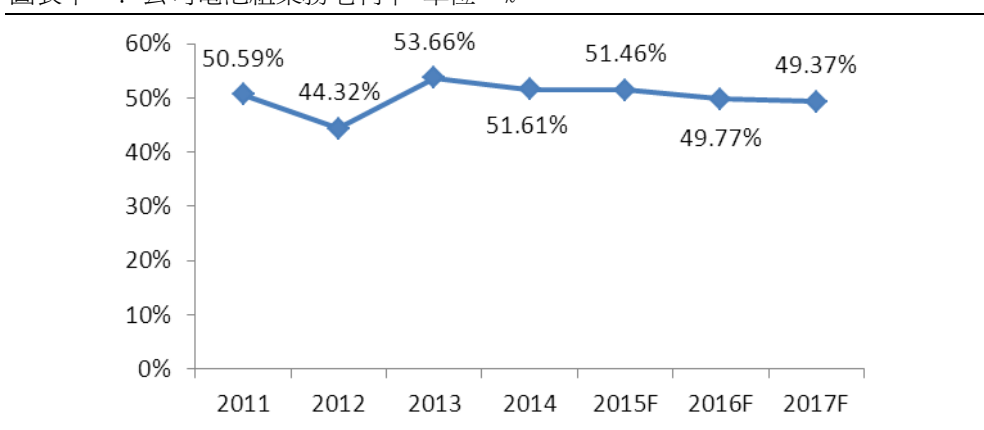
的水平。

圖表十：2016、2017 電池組成本預測

項目	2015 成本占比	2016 YOY	2016 成本	2017 YOY	2017 成本
碳酸鋰	2.0%	86%	3.7%	-31%	2.6%
電解液	6.3%	9%	6.8%	-9%	6.2%
隔膜	10.0%	-15%	8.5%	-8%	7.8%
鋁殼蓋板	6.5%	-2%	6.4%	-2%	6.2%
銅箔	6.0%	-4%	5.8%	-3%	5.6%
NMP	4.1%	-4%	3.9%	-4%	3.8%
石墨	6.0%	-3%	5.8%	-2%	5.7%
電力	5.4%	-3%	5.2%	0	5.2%
草酸亞鐵	2.1%	-1%	2.1%	-1%	2.1%
無水乙醇	0.9%	-2%	0.9%	-1.50%	0.9%
磷酸二氫鉍	0.8%	-1%	0.8%	-1%	0.8%
主要材料合計	50.1%		49.9%		46.9%
其他	49.9%	-1%	49.4%	-1%	48.9%
總成本	100.0%		99.3%		95.8%

資料來源：公司公告、群益證券

圖表十一：公司電池組業務毛利率 單位：%



資料來源：公司公告、群益證券

市場及產業鏈擴展：技術儲備完善、產業鏈拓展動作積極

市場擴展：技術儲備完善，進軍三元鋰電池

動力鋰電池面臨技術路線之爭，在國內磷酸鐵鋰較為成熟，但能量密度趨近極限，三元鋰電池可能是未來重要的技術路線，但安全、高溫性能和循環壽命較差。

圖表十二：兩種電池的優缺點對比

	三元鋰電池	磷酸鐵鋰電池
安全性（相對兩款電池）	低	高
能量密度（Wh/kg）	170-200	100-130

電池單體標稱電壓 (V)	3.8	3.2
循環壽命	低	高
價格	高	低

資料來源：公司公告、群益證券

磷酸鐵鋰循環壽命較高，安全性較好（磷酸鐵鋰是橄欖石晶型的聚陰離子結構，溫度超過 350 度時依然沒有結構塌陷），目前在國內得到了廣泛應用。但理論能量密度只能達到 150-170wh/kg，實際最高只能做到 130wh/kg。由於乘用車總體空間較小，磷酸鐵鋰電池較難解決“里程焦慮”，但對電池重量及體積敏感性較小的電動大巴和公交車領域依然有應用前景。

三元電池雖然循環壽命低（1000 次左右）、高溫性能差（溫度超過 180 度時就有安全風險），但能量密度高，隨著材料和工藝的進步，未來可能在乘用車和特種車輛上有較大的發展空間。

公司同時擁有磷酸鐵鋰和三元鋰電池技術，可以充分適應市場變化。公司新一代複合三元電池將兼顧高能量密度、高安全性能與高循環壽命。目前，合肥生產基地複合三元電池生產綫正在建設中，預計 2016 年二季度末形成產能。另外，青島萊西生產基地二期項目也將採用複合三元材料電池路綫，產品規劃為乘用車電池，公司將根據市場情況，適時推進該項目建設。

產業鏈擴展：上游擴產正極材料、薄膜，下游進軍電池運營及回收

上游：公司目前正在合肥市廬江縣建設年產 5 萬噸的正極材料廠，並入選國家專項建設基金項目。公司擬與星源材質合作共同出資建設 8000 萬 m² 鋰電池隔膜材料，其中一期在 2016 年年底達產後將滿足 1 億 AH 的隔膜需求。公司通過擴產正極材料、投建隔膜來保證質量、降低成本、保持較高毛利率。

下游：公司擬與北汽新能源和第三方設立換點模式出租車電池運營與電池回收利用合資公司，經營範圍擬包括電池租賃與運維、充換電設施建設與充換電服務、電池梯次利用研究與應用、快修維保服務與便利商業經營、新能源宣傳展示等。此外，公司擬以 21,650 萬元自有資金與國家科技成果轉化引導基金等共同設立國家科技成果轉化基金新能源汽車子基金。該基金將投資於新能源汽車上下游產業鏈的優質項目，諸如新能源汽車核心零部件、整車以及相關服務。業此舉有利於推進公司在新能源汽車領域的全產業鏈布局，增強公司整體競爭力。

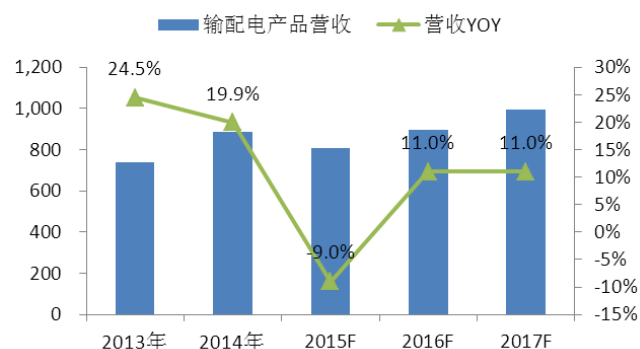
輸配電器業務分析

公司輸配電器業務的客戶以電力系統（國省網公司）為主、用電單位（企業用戶）為輔。近年來，我國電力投資總額不斷增加，但同時國家電網公司實施集中招標採購，電力系統領域的競爭比較激烈。公司參與國家電網招標的電器設備主要有 10-35kV 開關櫃和 35KV 真空斷路器，每年有比較穩定的中標金額。2015 年，國家電網公司電網投資計劃為 4679 億，YOY+38%，投資金額創歷史新高。在總體投資額增長的大環境下，公司在國家電網中的業務會有較穩定的發展。我們預測公司 2016、2017 年輸配電業務營收分別增長 11%、11%，毛利率分別為 18%、17%。

同時，公司正加大動力鋰電池板塊與輸變電板塊的業務整合，開發大功率充電樁。目前已完成產品定型、具備量產條件。2015 年 9 月，國務院常務會議要求新建住宅停車位建設或預留安裝充電設施的比例應達 100%，大型公共建築物、公共停車

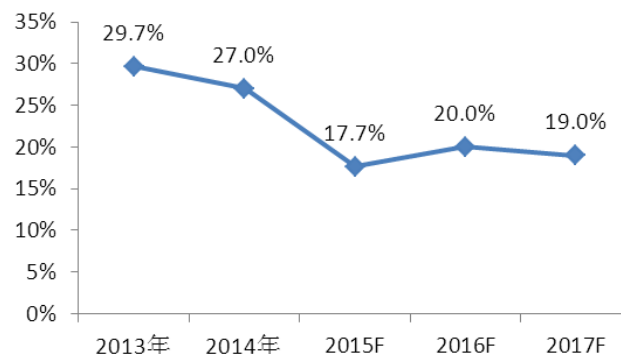
場不低于 10%；目標是 2020 年前完成 480 萬個充電樁、1.2 萬個充電站。公司與北汽新能源等車企有較好的合作關係，公司的充電樁業務將迎來廣闊的發展空間。由于 2015 年 12 月 28 日國家剛發布了充電樁新國標，需要等大約一個季度、待相關的上游廠家依據新國標準備就緒後開始大批量生產。

圖表十三：輸配電產品營收及 YOY 單位：百萬元，%



資料來源：公司公告、群益證券

圖表十四：輸配電產品毛利率 單位：%



資料來源：公司公告、群益證券

盈利預測

綜上，國家大力扶植新能源汽車產業的發展，預計 2016 年新能源汽車產量有望增長 70%，公司作為 A 股動力電池領軍企業，充分受益動力電池高景氣周期。預計公司今明兩年銷量 YOY+96%和+53%，受益于規模效應以及正極材料和隔膜是自產，公司將維持較高的毛利率。公司同時擁有磷酸鐵鋰和三元鋰電池技術，三元鋰電池將於 16 年 2 季度末投產，無懼電池技術路線之爭。同時，公司積極進行產業鏈擴展，有利于增強公司整體競爭力。

公司 1 月 11 日發布業績預告，預計 2015 全年淨利潤為 5.51~6.26 億元。我們預計公司 2015、16、17 年營收分別為 27.19 億、44.79 億和 60.17 億元，淨利潤分別為 5.75 億、9.84 億和 13.34 億元，YoY 分別增長+1426%、+71%和+36%；EPS 分別為 0.67、1.14 和 1.55 元。當前股價對應 P/E 分別為 46 倍、27 倍和 20 倍。給予買入的投資建議。

預期報酬(Expected Return: ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
營業收入	738	886	2719	4675	6236
經營成本	519	646	1508	2611	3456
營業稅金及附加	4	5	22	28	37
銷售費用	62	64	198	341	455
管理費用	81	104	273	468	624
財務費用	17	22	29	50	66
資產減值損失	6	5	22	10	10
投資收益	0	0	0	0	0
營業利潤	49	39	674	1168	1587
營業外收入	7	21	25	26	27
營業外支出	3	2	5	6	6
利潤總額	53	58	694	1188	1608
所得稅	10	11	119	203	273
少數股東損益	14	10	0	1	1
歸屬於母公司所有者的淨利潤	29	38	575	984	1334

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
貨幣資金	185	167	976	908	1130
應收帳款	401	441	1574	2031	2437
存貨	176	153	689	827	992
流動資產合計	811	812	3716	4338	5244
長期投資淨額	0	0	0	0	1
固定資產合計	379	388	969	1454	1832
在建工程	0	0	150	224	277
無形資產	53	52	204	230	260
資產總計	1266	1274	5855	7067	8439
流動負債合計	680	732	2508	2926	3377
長期負債合計	53	16	460	524	600
負債合計	733	748	2968	3450	3977
股東權益合計	532	526	2887	3617	4462
負債和股東權益總計	1266	1274	5855	7067	8439

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015F	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	141	57	209	572	894
投資活動產生的現金流量淨額	-65	-66	-296	-132	-106
籌資活動產生的現金流量淨額	12	-31	346	-508	-566
現金及現金等價物淨增加額	88	-40	260	-68	222

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。