



东兴证券
DONGXING SECURITIES

进击的三元锂电巨人

——智慧能源（600869）调研简报

2016年06月28日

强烈推荐/首次

智慧能源

调研简报

报告摘要:

三元锂电池步入爆发期。三元锂电池受益于应用占比提升及新能源乘用车及专用车的放量而需求爆发，我们测算 2016 年三元锂电池的实际需求量为 11.9GWh，预计至 2020 年需求量将超过 51.3GWh，需求增速达 44.3%。当前《汽车动力电池行业规范条件》（第四批）提高汽车用动力电池准入门槛，三元锂电池的有效供给收紧，产能释放预计到 2017 年密集释放，率先实现产能释放的远东福斯特等大型主流国产电池企业将有望抢得市场先机。

公司产能优势明显，持续拓展主流车企市场。远东福斯特公司动力锂电池产能释放快速，预计年底产能预计可达 80 万支/日，2017 年预计产能达到 110 万支/日。以单条产能为 0.6~0.84GWh 测算，我们预计 2016~2017 年远东福斯特三元动力电池贡献收入预计将达到 17.9 亿元、31.8 亿元，同比增长达 4.9 倍和 77.7%。

公司产业布局进入业绩收获期，高增长有望旧貌换新颜。公司智慧能源产业链转型战略持续推进，能源互联平台搭建完善，下属的能源控制系统、动力锂电池、智能系统、电线电缆、电子商务“买卖宝”等公司协同效应明显，盈利能力及资产质量全面提升，宜能电力今年预计有望扭亏，收购的艾能电力与水木源华公司资产质量较高，运营良好预计实现业绩承诺的概率较大。

公司盈利预测及投资评级。2016 年将是公司业绩昂扬向上的起点，我们预计公司 2016~2018 年的收入为 141 亿元、156.8 亿元和 165.6 亿元，归母净利润分别为 7.5 亿元、9.1 亿元和 10.9 亿元，预计每股收益分别为 0.36 元、0.44 元和 0.53 元，对应的 PE 分别为 28X、23X 和 19X，给予强烈推荐的评级，6 个月目标价为 14 元。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	11,351.7	11,711.0	14,100.1	15,679.7	16,559.6
增长率(%)	-1.92%	3.16%	20.40%	11.20%	5.61%
净利润(百万元)	199.34	451.29	780.25	948.96	1,138.23
增长率(%)	-32.34%	126.39%	72.89%	21.62%	19.95%
净资产收益率(%)	5.87%	10.15%	14.04%	16.03%	17.87%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.36	0.44	0.53
PE	56.93	49.51	29.22	23.95	19.95
PB	3.34	5.26	4.10	3.84	3.57

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

史鑫

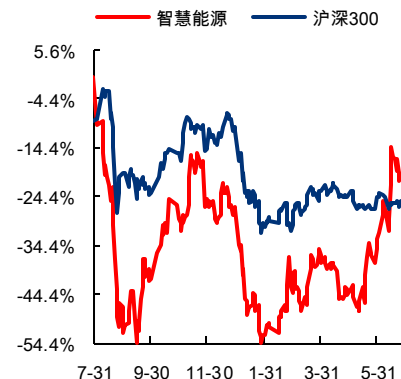
010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	10.51-26.23
总市值(亿元)	218.92
流通市值(亿元)	208.11
总股本/流通 A 股(万股)	208299/198009
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.65

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 进军新能源，深度谋发展	3
1.1 全面打造智慧能源产业链	3
1.2 业务重布局，变革增长模式	3
2. 三元动力锂电池崛起正当时	5
2.1 受益于新能源汽车结构化发展拉动	6
2.2 有效供给缩减、三元迎来黄金窗口	8
3. 产能释放增添成长动力	8
3.1 产能扩张确立先发优势	8
3.2 盈利能力提升	9
4. 盈利预测及估值	10
5. 风险提示	10

表格目录

表 1:2016 年至 2020 年三元材料电池在细分车型中应用预测	7
表 2:动力电池产能及营业收入预测	9
表 3:公司盈利预测表	11

插图目录

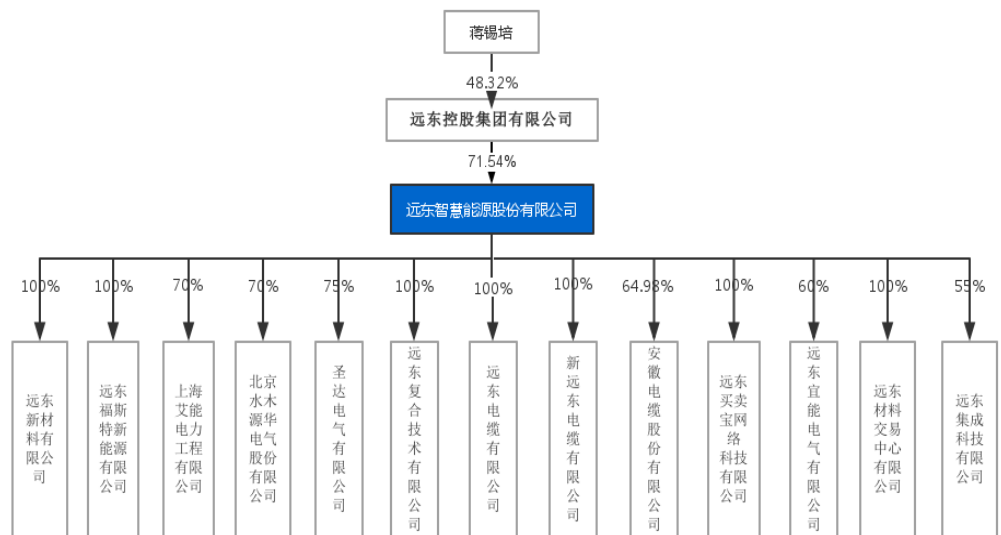
图 1:公司股权结构	3
图 2:公司营业收入及利润增长（单位：百万元）	4
图 3:产业链服务体系	5
图 4:2015 年主营业务收入结构	5
图 5:公司新业务增长快速（万元）	5
图 6:2015 年纯电动车电池应用结构	6
图 7:新能源汽车产量增长预测（万辆）	7
图 8:三元材料电池需求预测	8
图 9:远东福特营收增长趋势	9
图 10:2015 年公司客户结构	10

1. 进军新能源，深度谋发展

1.1 全面打造智慧能源产业链

远东智慧能源股份有限公司经营范围为：智慧能源和智慧城市技术、产品与服务及其互联网、物联网应用的研究、制造与销售；智慧能源和智慧城市项目规划设计、投资建设及能效管理与服务；智慧能源和智慧城市工程总承包及进出口贸易；仓储物流(不含运输、不含危险品)。2013 年以来着力业务战略转型，通过收购北京水木源华电气股份有限公司、上海艾能电力工程有限公司、远东宜能电气有限公司、远东福斯特新能源有限公司，设立远东材料交易中心、远东集成科技有限公司，投资天津中翔腾航科技股份有限公司、北京晶众智慧交通科技股份有限公司，至今已经发展为集电线电缆、电子商务、能源系统、智能系统四大业务板块的智慧能源产业链一体化服务平台。

图 1:公司股权结构

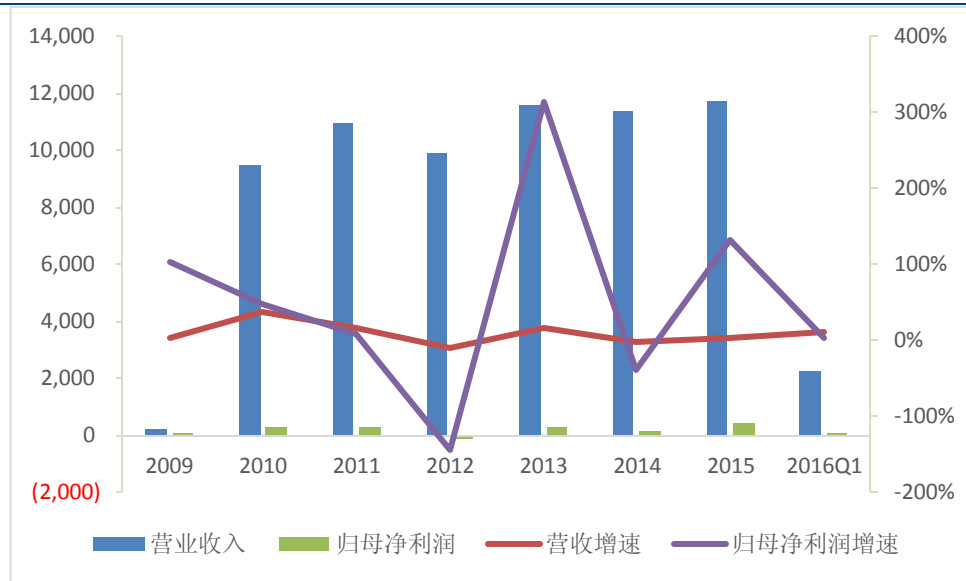


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 业务重布局，变革增长模式

公司 2015 年实现营业收入 117.11 亿元，同比增长 3.16%，归母净利润 4.22 亿元，同比增长 131.11%，毛利率 19.33%。2016 年一季度公司营收 22.43 亿元，同比增长 11.07%，归母净利润 0.87 亿元，同比增长 4.05%，销售毛利率 20.75%。

图 2:公司营业收入及利润增长（单位：百万元）

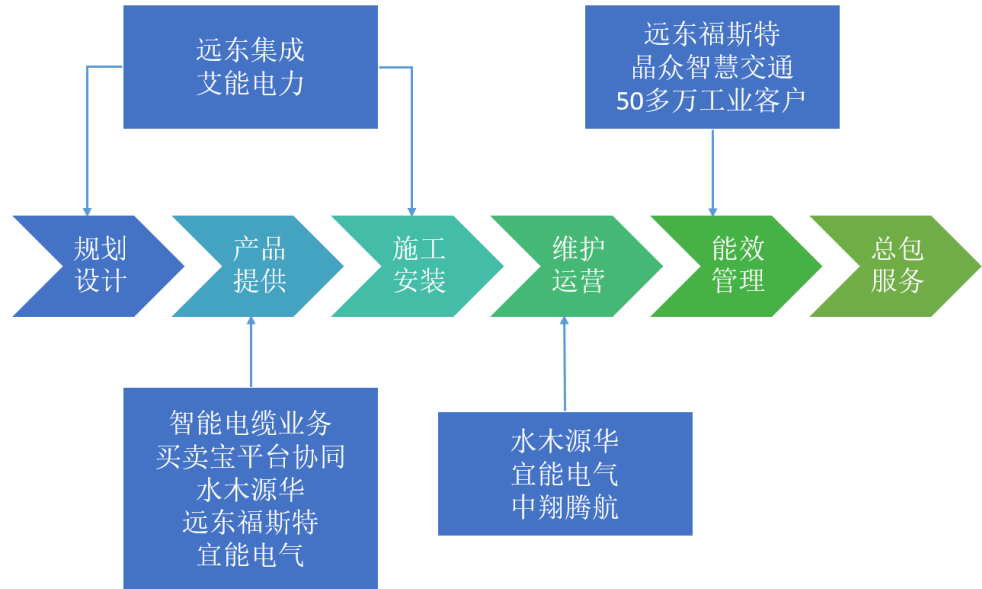


资料来源：wind、东兴证券研究所

公司重新规划产业布局，在发展传统电缆业务的基础上，积极向动力、储能电池及能源互联网方向拓展产业版图。

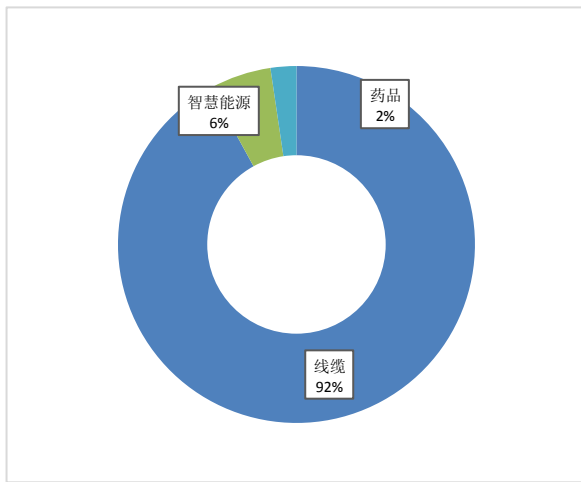
- ◆ 线缆传统业务 2015 年营收 107.46 亿元，收入占比大 92% 构成公司最主要收入来源，线缆行业竞争格局分散，毛利率较低维持在 18.6%。我们预计公司线缆业务有提升空间，主要基于两点：一是公司利用买卖宝的电气垂直平台优势，打通线上从原材料端到制造端、再到最终用户的 O2O 商业模式，扩大了线缆销售的地域性限制。二是安缆是国内少有的具备核电供应能力的企业，2015 年营收 5.9 亿元同比增长 46%，我国核电将加大电站建设规模，安缆营收增长的确定性较高。
- ◆ 能源互联网产业布局完善，涵盖电源、储能、输电、配电、售电、终端用户能效管理、节能云平台系统等环节，全产业链布局协同效应明显，利于强化盈利能力，收购艾能电力，获取送变电工程资质，公司介入能源项目的规划设计以及 EPC 领域，布局分布式发电端。收购水木源华，布局能源项目智能运维领域，艾能电力与水木源华公司运营良好，预计后续贡献业绩实现业绩承诺的概率较大。
- ◆ 远东福斯特公司集中发展动力电芯、电动汽车电池组的生产，深度卡位新能源汽车动力电源，未来兼具向储能及电池梯次回收利用领域发展的潜力，2015 年远东福斯特电池业务实现净利润 1.14 亿元，是承诺利润的 1.5 倍，并表贡献利润 2215 万元，我们预计远东福斯特在 2016~2017 年将实现营收 24.1 亿元、37.1 亿元。

图 3:产业链服务体系



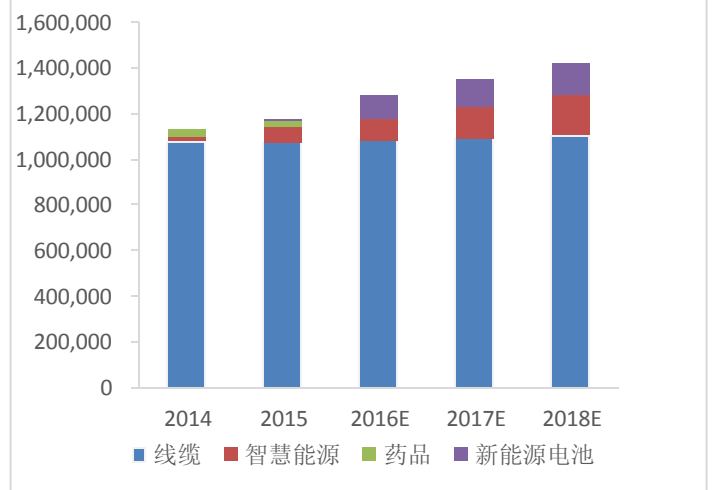
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 4:2015 年主营业务收入结构



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 5:公司新业务增长快速 (万元)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2. 三元动力锂电池崛起正当时

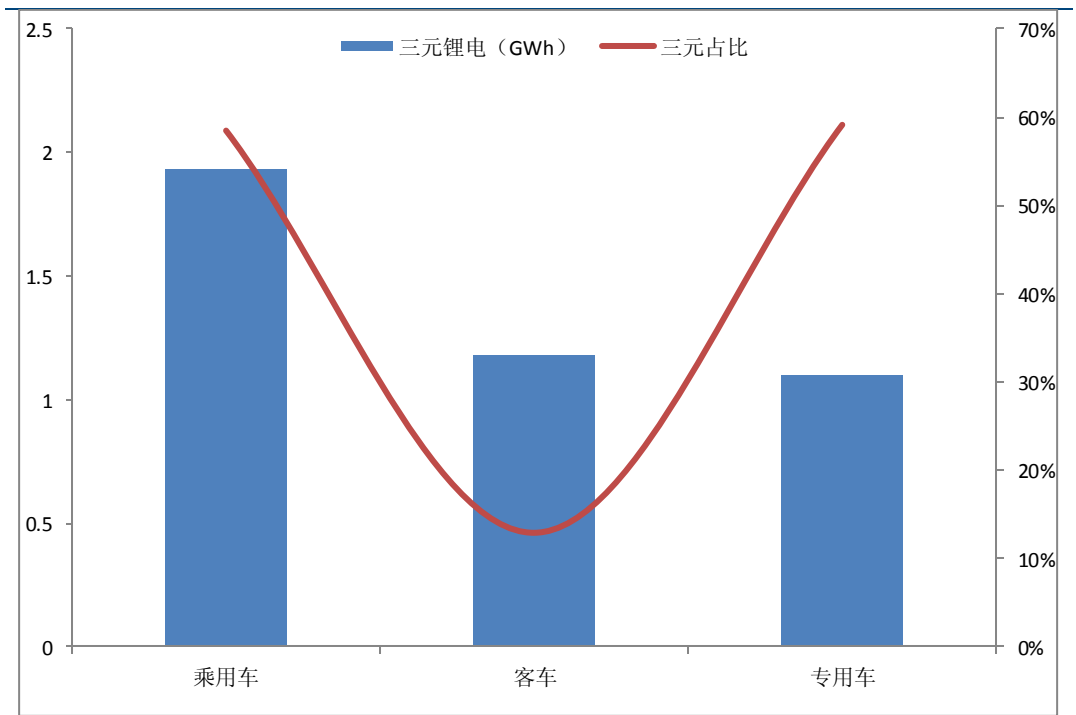
2015年12月7日公司完成对远东福斯特的100%的股权收购。远东福斯特是国内产销规模最大的18650锂离子电池生产企业,规模仅次于韩国三星和日本松下,全球排名第三。公司收购远东福斯特之后欲加大对动力型锂电池的生产,产品仍将主打三元体系、容量为2.2~2.6Ah的18650型圆柱电池。

2.1 受益于新能源汽车结构化发展拉动

三元动力锂电池应用提升复合产业趋势，步入长期景气周期。动力锂电池作为新能源汽车的核心动力源，产业现状呈现磷酸铁锂与三元材料（NCM、NCA）技术路线并行，且三元材料锂电池的占比持续提升，提升动能来自于两点：一是三元材料凭借高能量密度优势应用渐广，将对磷酸铁锂电池份额形成挤压，且契合《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)》提出的2020年动力电池模块的能量密度达到300Wh/kg以上，对应的单体电池能量密度至少达到330Wh/kg以上的新能源汽车产业发展规划。二是新能源汽车结构中乘用车及专用车的销量及占比的提升。

- ◆ **截至2020年三元锂电池占比将以8%的复合增速提升。**从正极材料体系结构来看，三元锂电的实际能量密度为160~190wh/kg，相比磷酸铁锂提升幅度约为23%~46%，能量密度的优势决定了其是锂电池的主流发展方向，2015年国内动力电池出货量为15.7Gwh，其中三元材料电池出货量为4.26Gwh，占比近27%，从应用方面看，乘用车的三元锂电替代较快速，2015年三元电池在乘用车上的渗透率已经达到了58.5%，在专用车上达到了59%。在北汽、宝马等主流销量车型完成了向三元锂电池的应用替换。从2016年最新的公告中103款物流车，71款采用三元材料路线，三元电池占比同比增涨7%至69%，我们预计2016~2020年三元电池的渗透率将以CAGR达8%的增长。

图 6:2015 年纯电动车电池应用结构



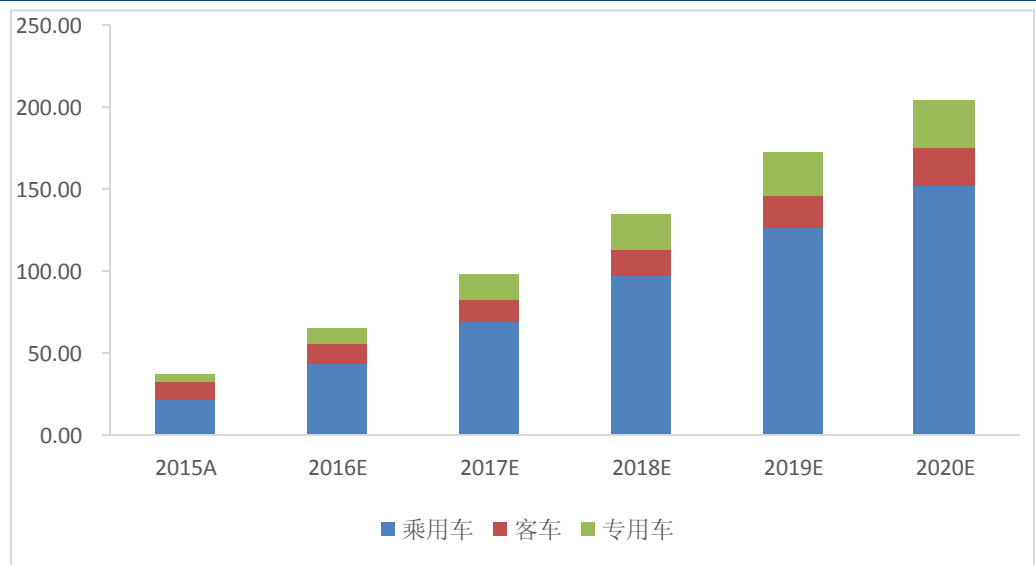
资料来源：节能与新能源汽车网、东兴证券研究所

表 1: 2016 年至 2020 年三元材料电池在细分车型中应用预测

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
乘用车	58.5%	74.2%	77.2%	81.1%	83.5%	86.0%
客车	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
专用车	59.0%	70.8%	77.9%	81.8%	84.2%	86.8%

资料来源: 东兴证券研究所

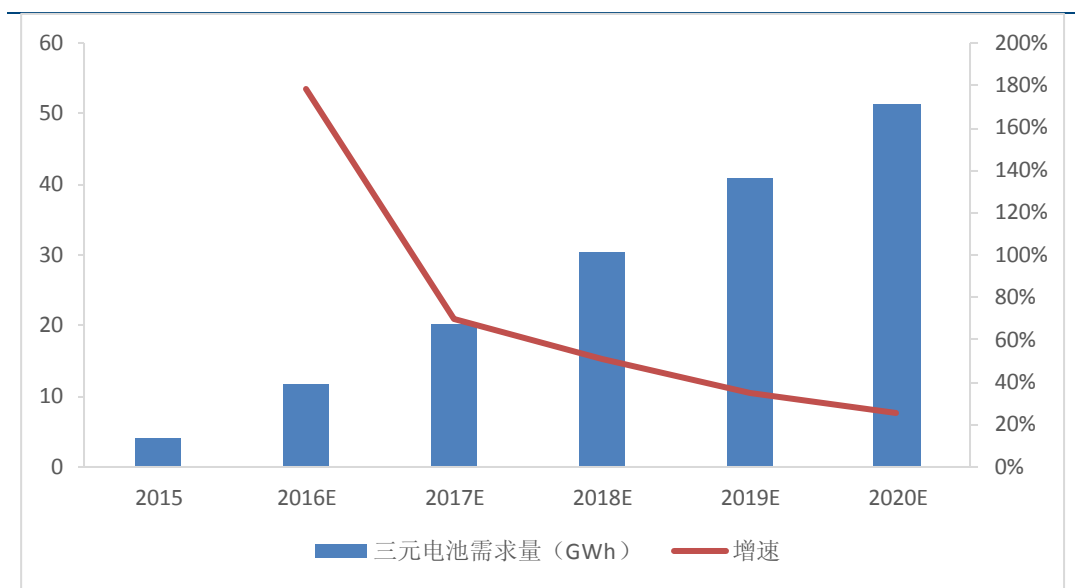
- ◆ **新能源乘用车及专用车将成为主要成长动能。**2016 年补贴新政至今未出, 但预计调整幅度较大, 在此情况下, 2016 年 1-5 月新能源汽车销售 12.6 万辆, 同比 134.1%, 新能源乘用车占比为 69%。6-8 米的客车补贴退坡幅度大叠加 2015 年基数较大的因素, 预计对客车整体增速影响较大, 2016 年新能源客车增速维持 5% 左右。预计新能源乘用车及专用车的补贴变化较小, 在此基础上我们测算新能源乘用车 2016 年销量达 43.6 万辆, 同比增涨 70%, 2016 年~2020 年新能源乘用车将实现 38% 的复合增长。预计 2016 年专用车总产量将达到 10.6 万辆, 同比增长超过 130%, 从占比的角度看, 2016 年新能源乘用车及专用车的总销量占比将提升至 82.5%。

图 7: 新能源汽车产量增长预测 (万辆)


资料来源: 中国产业信息网、东兴证券研究所

综上结合三元电池替代率提升及新能源汽车销量结构化的预测, 假设乘用车、客车、专用车的配电量 25kWh、100kWh、35kWh, 我们测算 2016 年三元锂电池的实际需求量为 11.9GWh, 不考虑客车情况下, 预计到 2020 年动力电池年需求量将超过 51.3GWh, 期间需求的年均复合增速 44.3%。

图 8:三元材料电池需求预测



资料来源：东兴证券研究所

2.2 有效供给缩减、三元迎来黄金窗口

三元格局有效供给有望集中、政策造就黄金窗口期。工信部启动的《汽车动力蓄电池行业规范条件》（第四批）提高汽车用动力电池准入门槛，优化动力锂电池产业竞争结构，本次符合规范条件企业目录于6月20日出台，远东福斯特等国产三元锂电池企业入围，三星、LG等外资企业未能进入本次规范目录。从产能情况来看，三星、LG在2016年规划产能已超到4GWh，占国内三元需求的33%，国内企业从去年开始的动力锂电池规模化扩产主要集中在磷酸铁锂电池方面，比克、天鹏、国轩等主流三元锂电池产能释放预计到2017年密集释放，率先实现产能释放的企业将有望抢得市场先机。

3. 产能释放增添成长动力

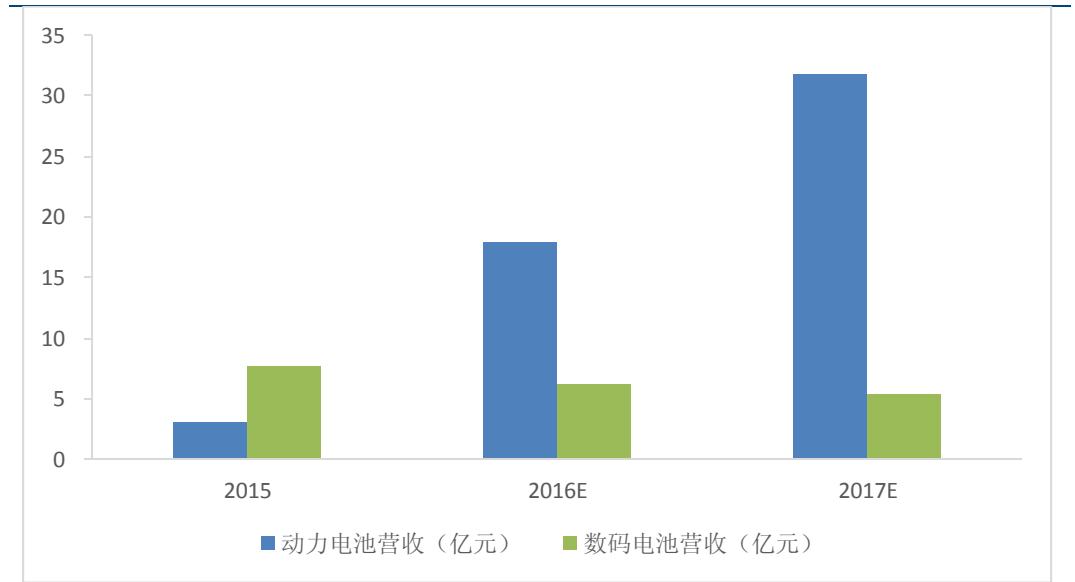
3.1 产能扩张确立先发优势

2015年远东福斯特的动力电池产能为40万支/日，2016年1月已新投产1条韩国动力生产线，预计年内将继续新增动力锂电池生产线，年底产能预计可达80万支/日，2017年预计产能达到110万支/日。单条生产线的产能预计为0.6~0.84GWh，我们预计2016~2017年远东福斯特三元动力电池贡献收入预计将达到17.9亿元、31.8亿元，同比增长达4.9倍和77.7%。

表 2:动力电池产能及营业收入预测

	预计动力产能 (万支/日)	电池容量 (Ah)	电压 (V)	单价 (元 /Wh)	产能 (GWh)	动力电池营 收 (亿元)	数码电池营 收 (亿元)	总营业收入 (亿元)
2015 年 A	40				0.55	3	7.7	10.7
2016 年 Q2	50	2.4~2.6	3.6	2.2	1.36	17.9	6.2	24.1
2016 年年末	80				2.17			
2017 年 E	110				3.1			

资料来源: 东兴证券研究所

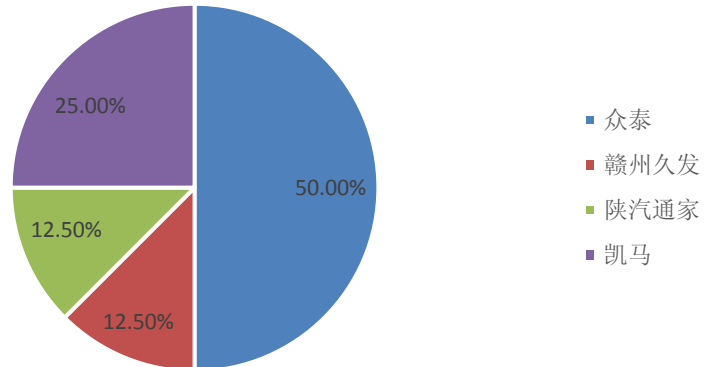
图 9:远东福斯特营收增长趋势


资料来源: 东兴证券研究所

3.2 盈利能力提升

2015 年公司与众泰、山东凯马、莱特汽车和陕汽通家、江铃等企业建立了可靠的合作关系, 公司渡过了市场开拓起步期, 未来客户群也将逐步向一流车企进军。2016 公司新增优质客户, 产品应用范围涵盖了厢旅物流车、微型车、乘用车等车型。下游多元化及优质车企销量有利于保障收入的稳增长, 公司将受益于国内车企车型销量增长的拉动, 多元化客户结构优化加速改善公司的财务状况, 公司的账期进一步缩短。

图 10:2015 年公司客户结构



资料来源：东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们认为公司未来的成长看点包括：远东福斯特三元锂电池受益于新能源乘用车及专用车的放量及客户优势，电缆业务受益于核电规划建设，有望呈增长的态势，同时公司在储能及能源互联网业务方面实现产业协同布局，收购公司的盈利能力及资产质量较高，宜能电力今年预计有望扭亏，艾能电力与水木源华公司运营良好，预计实现业绩承诺的概率较大，我们预计公司 2016~2018 年的收入为 141 亿元、156.8 亿元和 165.6 亿元，归母净利润分别为 7.5 亿元、9.1 亿元和 10.9 亿元，预计每股收益分别为 0.36 元、0.44 元和 0.53 元，对应的 PE 分别为 28X、23X 和 19X，给予强烈推荐评级，6 个月目标价为 14 元。

5. 风险提示

- 1、线缆市场竞争加剧
- 2、全球宏观经济周期波动
- 3、新能源汽车市场不达预期

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	8775	8568	9042	10149	11625	营业收入	11352	11711	14100	15680	16560
货币资金	3280	2498	2820	3136	4130	营业成本	9478	9448	11283	12520	13039
应收账款	3354	3976	3863	4296	4537	营业税金及附加	32	40	47	52	58
其他应收款	432	432	520	578	611	营业费用	970	967	1170	1301	1391
预付款项	341	126	239	364	495	管理费用	352	431	494	549	596
存货	918	1133	1237	1372	1429	财务费用	236	311	131	38	3
其他流动资产	185	16	16	16	16	资产减值损失	144.02	209.06	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	3468	4595	3977	3667	3357	公允价值变动收益	-0.28	3.55	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	18	18	18	18	投资净收益	10.73	135.33	60.00	60.00	60.00
固定资产	2059.24	2140.61	#####	1676.95	1415.69	营业利润	149	444	1030	1275	1528
无形资产	322	489	440	391	342	营业外收入	99.44	124.49	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	214	190	0	0	0	营业外支出	9.42	19.42	30.00	50.00	50.00
资产总计	12243	13162	13020	13816	14982	利润总额	239	549	1040	1265	1518
流动负债合计	7992	7942	6478	6074	6760	所得税	40	97	260	316	379
短期借款	5264	3625	1224	59	0	净利润	199	451	780	949	1138
应付账款	1119	1149	1237	1372	1429	少数股东损益	17	29	31	35	41
预收款项	757	1049	1613	2240	2903	归属母公司净利润	183	422	749	914	1097
一年内到期的非	74	201	201	201	201	EBITDA	865	1441	1471	1623	1841
非流动负债合计	947	865	977	1777	1777	BPS (元)	0.18	0.21	0.36	0.44	0.53
长期借款	229	177	977	1777	1777	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	8940	8806	7455	7851	8537	成长能力					
少数股东权益	189	198	229	264	305	营业收入增长	-1.92%	3.16%	20.40%	11.20%	5.61%
实收资本 (或股	990	2083	2083	2083	2083	营业利润增长	24.96%	197.42%	132.22%	23.77%	19.79%
资本公积	1507	1036	1914	1914	1914	归属于母公司净利润	77.43%	21.98%	77.43%	21.98%	20.05%
未分配利润	451	869	981	1118	1283	获利能力					
归属母公司股东	3114	4159	5336	5702	6140	毛利率 (%)	16.51%	19.33%	19.98%	20.15%	21.26%
负债和所有者权	12243	13162	13020	13816	14982	净利率 (%)	1.76%	3.85%	5.53%	6.05%	6.87%
现金流量表					单位: 百万元	总资产净利润 (%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)						
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力						
经营活动现金流	672	1382	1908	1213	1658	资产负债率 (%)	73%	67%	57%	57%	
净利润	199	451	780	949	1138	流动比率	1.10	1.08	1.40	1.67	1.72
折旧摊销	479.75	685.94	0.00	310.12	310.12	速动比率	0.98	0.94	1.21	1.45	1.51
财务费用	236	311	131	38	3	营运能力					
应收账款减少	0	0	113	-433	-241	总资产周转率	1.02	0.92	1.08	1.17	1.15
预收帐款增加	0	0	564	627	662	应收账款周转率	4	3	4	4	4
投资活动现金流	-678	50	369	55	55	应付账款周转率	13.37	10.32	11.82	12.02	11.82
公允价值变动收	0	4	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	117	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.18	0.21	0.36	0.44	0.53
投资收益	11	135	60	60	60	每股净现金流 (最新	0.02	-0.07	0.15	0.15	0.48
筹资活动现金流	25	-1585	-1955	-952	-720	每股净资产 (最新摊	3.15	2.00	2.56	2.74	2.95
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	800	800	0	P/E	56.93	49.51	29.22	23.95	19.95
普通股增加	0	1093	0	0	0	P/B	3.34	5.26	4.10	3.84	3.57
资本公积增加	0	-471	878	0	0	EV/EBITDA	14.67	16.24	14.59	12.81	10.73
现金净增加额	19	-154	322	316	994						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

史鑫

新能源行业研究员。具备两年以上新能源产业经验，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。