买 入 首次

东源电器（002074）

2015 年 1 月 22 日

电力设备与新能源行业首席分析师：周旭辉
SAC 执业证书编号：S0850514060003
zxh9573@htsec.com
021-23219406
电力设备与新能源行业分析师：徐柏乔
SAC 执业证书编号：S0850513090008
xbq6583@htsec.com
021-23219171

动力锂电尽享盛宴，龙头企业高歌猛进

2015 年 1 月 21 日收盘于 18.25 元，六个月目标价 26.50 元

核心观点：

（1） 东源电器拟发行股票认购合肥国轩高科99.26%股权，国轩高科成功借壳上市，公司变身为国内最为专业的动力电池龙头企业；

（2） 新能源汽车板块迎建仓良机：受原油价格下跌、市场风格转换等因素影响，新能源汽车板块近期有所调整，我们认为油价下跌对于行业基本面影响有限，而市场情绪的影响已经有所消化。2015年是“十二五”新能源汽车销量冲关最后一年，销量一季度筑底，二季度起飞，当前是板块建仓良机；

（3） 动力锂电尽享盛宴：需求端爆棚，国内新能源汽车2014年产量达8.39万辆，同比增长近4倍，预计2015年新能源汽车将持续维持高增长，产量约达20万辆，同比增长近1.5倍，动力锂电市场规模有望再翻番，动力电池迎来行业盛宴；供给端紧缺，国内一线动力锂电存在较大供给缺口，优质产品供不应求，由于扩产和认证具备很高壁垒，这一情况到2016年之前都不会有所改变，龙头企业相机而动将尽享行业盛宴；

（4） 国轩高科是动力锂电的最优标的：公司政策把握精准，在之前行业不明朗时明辨方向，形成客户、规模、成本护城河；公司寻求商业模式创新，未来将在电动车租赁、运营开辟新天地；公司资本运作深谋远虑，为抢占先机率先借壳登陆资本市场，资本、实体共振将显著拉开与竞争对手差距。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2014-2016 年归属上市公司净利润分别为 2.58 亿元、4.61 亿元、6.19 亿元，按照此次交易完成之后股本 8.63 亿股摊薄测算，对应 EPS 分别为 0.30 元、0.53 元、0.72 元，参考锂电池行业可比公司估值，按照 2015 年 50 倍 PE，对应目标价 26.50 元。动力锂电是电动车产业链中最重要的环节，**业绩弹性远大于锂矿、材料等环节**，合肥国轩高科是最纯粹的动力锂电行业龙头。考虑公司业务纯、弹性大、竞争力强，在 A 股市场是最为稀缺的标的，首次给予“买入”评级。

风险提示。新能源汽车增长不达预期；产品价格下降；行业竞争加剧；重组未通过审核。

公司点评:

1、“变身”国内最专业的动力锂电池企业，寻求突破产能瓶颈

东源电器于 2014 年 9 月公告发行股份购买资产、向特定对象发行股份募集配套资金。东源电器拟通过发行股票的方式购买珠海国轩等 9 家企业及 43 名自然人所持有的“国轩高科”100%股权(根据最新股东大会通过修订预案,拟减少至 99.26%股权)，发行数量 4.90 亿股，发行价格为 6.84 元/股，标的资产交易价格为 33.51 亿元;

同时，东源电器公告拟向特定对象李缜、王菊芬、吴永钢、陈林芳等四名自然人发行股份募集配套资金，募集配套资金总额 8.208 亿元，拟发行股份数量为 1.2 亿股，募集配套资金将用于国轩高科投资建设年产 2.4 亿 AH 动力锂电池产业化项目、动力锂电池及其材料研发中心建设项目，有利于提高本次重组的整合绩效。

本次交易完成后，珠海国轩将直接持有上市公司 2.16 亿股股份，持股比例为 25.05%，珠海国轩（李缜直接持有珠海国轩 80.69%出资额，为珠海国轩控股股东）将成为上市公司控股股东。同时，李缜通过参与本次配套融资将直接持有上市公司 1.00 亿股股份，直接持股比例为 11.58%。本次交易完成后，李缜合计控制上市公司的股权比例为 36.63%，将成为上市公司实际控制人。交易完成后，合肥国轩高科将实现借壳上市。

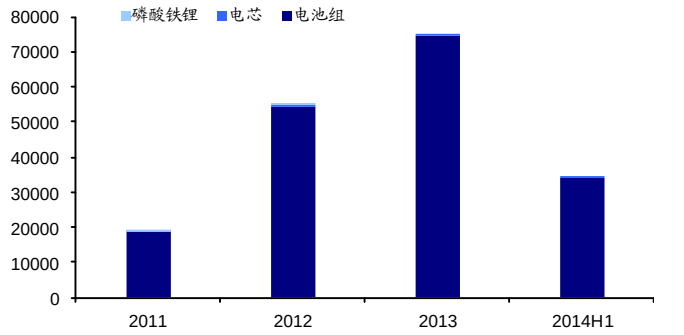
表 1 发行股份购买资产、定向增发前后股东结构变化（万股）

交易前			交易后		
股东名称	持股数量	持股比例	股东名称	持股数量	持股比例
孙益源	3235.95	12.77%	孙益源	3235.95	3.75%
南通投资	1777.32	7.01%	南通投资	1777.32	2.06%
邱卫东	774.88	3.06%	邱卫东	774.88	0.90%
			珠海国轩	21624.07	25.05%
			李缜	10000.00	11.58%
			李晨	2180.58	2.53%
			佛山照明	7268.59	8.42%
			厦门京道	4118.87	4.77%
			安徽欧擎	2422.86	2.81%
其他股东	19548.65	77.16%	其他股东	32926.42	38.14%
合计	25336.80	100.00%	**合计**	86329.55	100.00%

资料来源：公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，2014 年三季报，海通证券研究所

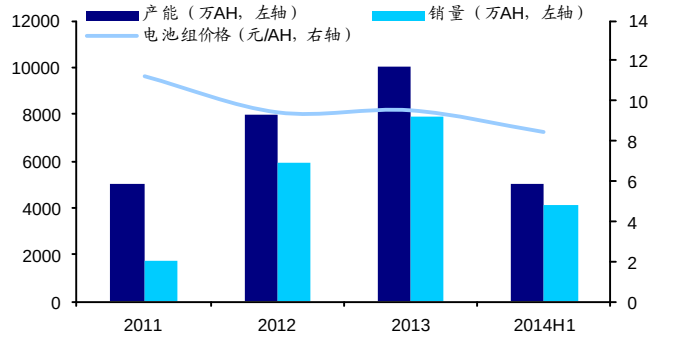
合肥国轩高科专注动力电池系列产品，主要产品包括锂离子动力电池组产品、锂离子单体电池（电芯）、磷酸铁锂正极材料等。从收入构成来看，**国轩高科 2011 年-2014 年上半年电池组业务销售收入占比始终超过 98%，是国内最为纯粹的锂电池生产企业。**

图 1 合肥国轩各项子业务收入情况（万元）



资料来源：公司关联交易报告书，海通证券研究所

图 2 合肥国轩产销情况



资料来源：公司关联交易报告书，海通证券研究所

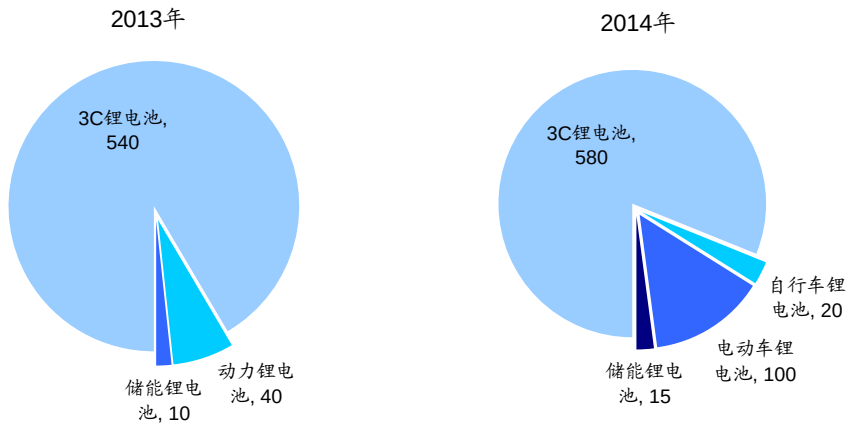
而从合肥国轩的产销情况来看，伴随着国内新能源汽车行业的高速发展，公司锂电池产能利用率持续上升，2014 年的上半年并非全年旺季，但国轩仍然接近满产，到了 2014 年下半年，新能源汽车销量节节攀升，四季度尤其火爆，**在此情况下，制约公司发展速度最大的瓶颈在于产能不足。**

2、2015 年新能源汽车持续井喷，动力电池供不应求态势延续

根据工信部网站 1 月 9 日发布数据，2014 年 12 月新能源汽车产量为 2.72 万辆，同比增长近 3 倍；2014 年国内新能源汽车累计生产 8.39 万辆，同比增长近 4 倍；其中新能源乘用车和新能源商用车产量分别为 5.45 万辆和 2.94 万辆。纯电动乘用车生产 3.78 万辆，同比增长 3 倍，插电式混合动力乘用车生产 1.67 万辆，同比增长近 22 倍；纯电动商用车生产 1.57 万辆，同比增长近 4 倍，插电式混合动力商用车生产 1.38 万辆，同比增长 2 倍。

动力锂电池是整个锂电池行业增长的最主要动力。根据中国化学与物理电源行业协会统计数据分析，2014 年中国锂电池市场规模为 715 亿元。其中动力用锂离子电池总需求约有 120 亿元，同比增长 200%，包括自行车锂电池需求 20 亿元（300 万辆）、新能源汽车锂电池 100 亿元（按 7 万辆估算，偏保守），动力锂电池在整个锂电池的市场规模占比也从 2013 年的不足 6.8%，上升至 16.8%，相比之下 3C 锂电池市场规模仅增长 6%，动力锂电已经成为整个锂电行业的最大增长动力。我们预计 2015 年动力锂电池市场规模有望达 200 亿元以上，同比再翻番。

图 3 动力锂电成为锂电池行业市场规模增长的最主要动力（亿元）



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，海通证券研究所

主流动力电池企业供给仍存在缺口。我们预计 2015 年电动车产销量有望达 20 万辆，根据我们的测算，20 万辆电动车对于动力电池需求拉动有望再翻番。

表 2 电动车动力电池需求测算

电动车产销量	2013	2014E	2015E（假设 1）	2015E（假设 2）
大巴（万辆）	0.5	2	3	4
其他（万辆）	1.2	6.3	17	16
平均每辆车用的电池				
大巴（Ah）	62500	62500	62500	62500
其他（Ah）	9375	9375	9375	9375
合计动力电池需求				
大巴（亿 Ah）	3.1	12.5	18.75	25
其他（亿 Ah）	1.1	5.9	16	15
合计（亿 Ah）	4.3	18.4	35	40
增速	--	328%	89%	117%

资料来源：工信部网站，高工锂电，海通证券研究所

根据我们对于主流动力锂电池产能及扩张计划统计，到 2015 年底，力神、比亚迪、国轩等几家一线生产企业产能合计达 23 亿 Ah，无法满足需求爆棚，预计 2015-2016 年优质锂电池产品仍将持续供不应求的局面。

而到 2015 年底，国轩有望成为产能除比亚迪之外最大的公司，且在这些公司当中，国轩是最纯粹的动力锂电公司，业绩弹性最大。

表 3 电动车动力电池需求测算

产能（亿 Ah）	2013	2014H1	2014 年底	2015H1	2015 年底
天津力神	1	2	3	3	3
比亚迪	2	5	7	10	13
拓邦股份	0.3	0.5	0.5	1.5	1.5
多氟多	0.3	0.5	0.5	1.7	1.7
国轩	0.8	1	2	3.4	3.4
合计	**4.4**	**9**	**13**	**20**	**23**
同比增速			**195%**	**114%**	**74%**

资料来源：工信部网站，高工锂电，海通证券研究所

动力电池融资需求值得关注。由于动力电池整体供不应求，企业扩产需求强烈，扩产过程中或有融资需要，融资有望为企业带来业绩、估值双升。

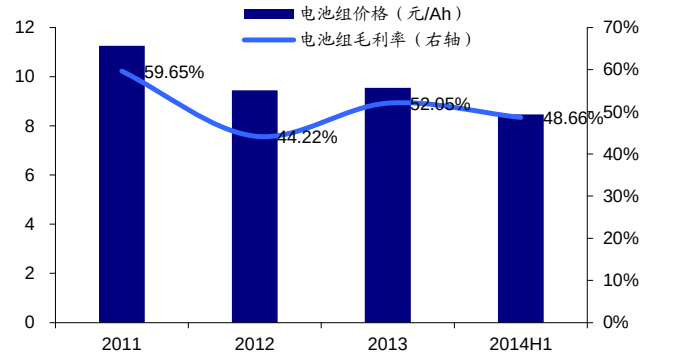
3、规模效应拉动成本下降，价格战中占据优势

电动车行业发展过程与光伏行业有一定可比性，在发展初期由于成本较高，需要国家补贴扶持才能有经济性，摆脱补贴的过程最主要依靠制造端成本逐渐下降。锂电池成本约占整个新能源汽车成本的 1/3 左右，其成本下降对于整个行业发展至关重要。国内动力锂电池相比 3C 锂电池起步略晚，规模效应是成本下降的最有效途径。

国轩高科产品价格从 2011 年 11.25 元/Ah 下降至 2014 年的 8.47 元/Ah，三年时间下降了 25%，而毛利率可以维持在 45%以上的高水平。

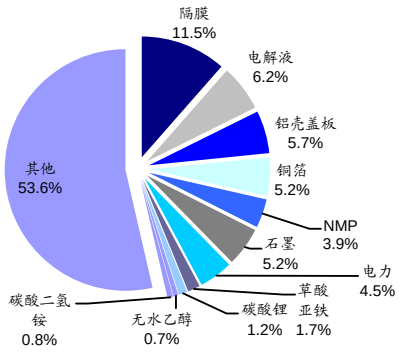
从产品成本构成来看，2014 年上半年主要原材料和能源占电池组成本的 46.4%，最主要原材料隔膜和电解液占电池组成本的 18%，2012 年以来，隔膜、电解液的价格每年下降幅度均超过 15%，但拉动成本下降的作用有限，对于锂电池来说，规模效应才是成本下降的最主要手段。

图 4 合肥国轩电池组价格、毛利率变化趋势



资料来源：公司关联交易报告书，海通证券研究所

图 5 2014 年上半年合肥国轩电池组成本构成



资料来源：公司关联交易报告书，海通证券研究所

4、坐拥地域优势，进入高端客户产业链

国轩高科地处合肥，对于攻关江淮地区客户有较大优势，近年来南京、合肥等地对于新能源汽车、电动大巴的扶持力度较大。根据《南京新能源汽车推广应用财政补贴实施细则》，纯电动乘用车、客车分别补贴 3.5 万元/辆、30 万元/辆，插电混动乘用车、客车分别补贴 2 万元/辆、15 万元/辆；而合肥市则位列国家第一批新能源汽车推广城市，至 2015 年推广目标为 5700 辆。

动力电池在产品供应方面存在一定的地域性壁垒，从公司近两年前五大客户来看，公司下游主要包括南京金龙、安徽江淮、合肥公交集团、上海大郡、山东新大洋等公司，其中大半的销售都集中在安徽（合肥）、江苏（南京）地区。另外，一线整车厂具有较高的认证壁垒，一般认证期在 2 年左右，并且一旦进入某些车型供应链，其他供应商很难再原有产品取代。

表 4 合肥国轩前五大客户情况

2014 年上半年		2013 年	
客户名称	收入占比	客户名称	收入占比
南京金龙客车制造有限公司	51.45%	合肥公交集团有限公司	37.19%
安徽江淮汽车集团有限公司下属企业	28.74%	安徽江淮汽车集团有限公司下属企业	24.61%
上海大郡动力控制技术有限公司	8.98%	国银金融租赁有限公司	12.94%
山东新大洋电动车有限公司	5.88%	河南通宇新源动力有限公司	7.79%
浙江绿巨能机电科技有限公司	1.16%	江苏省电力公司物资供应公司	4.37%
合计	**96.21%**	**合计**	**86.90%**

资料来源：公司关联交易报告书，海通证券研究所

5、募投项目解决产能瓶颈，业绩承诺提供保障

公司此次募集配套资金将用于投资建设年产 2.4 亿 AH 动力锂电池产业化项目、动力锂电池及其材料研发中心建设项目，有利于提高本次重组的整合绩效。公司目前发展最大的瓶颈在于产能不足，募投项目将有效解决公司供给不足的问题。

表 5 合肥国轩募投项目具体情况（万元）

序号	项目	项目总投资额	建设周期
1	年产 2.4 亿 AH 动力锂电池产业化项目	67746.32	24 个月
2	动力锂电池及其材料研发中心建设项目	15383.83	24 个月
	合计	83130.15	

资料来源：公司关联交易报告书，海通证券研究所

国轩高科同时公布了业绩承诺，2014-2016 年扣非净利润不低于评估机构的预测的同期净利润数，如本次交易于 2015 年度实施完毕，即相应的盈利补偿期间为 2015-2017 年度。预计 2014-2017 年扣非净利润分别为 2.25 亿元、3.16 亿元、4.23 亿元、4.68 亿元。截止目前公司尚未发布完成交易公告，业绩补偿时间应为 2015-2017 年。

表 6 合肥国轩业绩预期及承诺补偿情况

业绩预期（万元）	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	
预测净利润	22503.68	31615.79	42310.61	46842.15	
承诺补偿股份（万股）					
实际净利润/预测净利润		**2015**	**2016**	**2017**	**合计补偿**
80%		2286.67	3212.58	4299.31	9798.55
65%		4001.67	5622.01	7523.79	17147.46
50%		5716.67	8031.44	7875.96	21624.07
30%		8003.33	11244.01	2376.72	21624.07
0%		11433.33	10190.74	-	21624.07

资料来源：公司关联交易报告书，海通证券研究所

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2014-2016 年归属上市公司净利润分别为 2.58 亿元、4.61 亿元、6.19 亿元，按照此次交易完成之后股本 8.63 亿股摊薄测算，对应 EPS 分别为 0.30 元、0.53 元、0.72 元，参考锂电池行业可比公司估值，按照 2015 年 50 倍 PE，对应目标价 26.50 元。动力锂电是电动车产业链中最重要的环节，**业绩弹性远大于锂矿、材料等环节，**合肥国轩高科是最纯粹的动力锂电行业龙头。考虑公司业务纯、弹性大、竞争力强，在 A 股市场是最为稀缺的标的，首次给予“买入”评级。

风险提示。新能源汽车增长不达预期；产品价格下降；行业竞争加剧；重组未通过审核。

表 7 可比上市公司估值对比

代码	公司	Last price	总市值（亿元）	EPS(元）			BVPS（元）	PE（x）			PB（x）
		1 月 21 日	1 月 21 日	2013	2014E	2015E	2014Q3	2013	2014E	2015E	2014Q3
002139.SZ	拓邦股份	14.75	32.21	0.19	0.32	0.56	2.46	79.50	46.50	26.44	6.01
002407.SZ	多氟多	18.95	42.18	0.07	0.11	0.34	6.51	257.81	174.49	56.02	2.91
002594.SZ	比亚迪	39.48	977.52	0.22	0.46	0.91	10.23	176.75	85.34	43.16	3.86
002466.SZ	天齐锂业	48.52	125.55	-0.51	0.36	0.74	11.48	-94.85	134.29	66.00	4.23
行业平均								**104.80**	**110.16**	**47.90**	**4.25**
002074.SZ	东源电器	18.25	46.24	0.30	0.53	0.72	1.97	**61.05**	**34.18**	**25.44**	**9.24**

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 8 东源电器收入预测（百万元）

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
动力电池							
产能（万 Ah）					10000.00	24000.00	34000.00
销量（万 Ah）					9500.00	22800.00	32300.00
价格（元/Ah）					8.30	7.64	7.03
收入					788.50	1741.01	2269.11
成本					410.02	957.55	1248.01
收入增长率						120.80%	30.33%
毛利率					48.00%	45.00%	45.00%
传统主业							
收入	466.14	610.29	593.38	738.45	812.30	934.14	1120.97
成本	345.14	450.46	404.87	519.47	576.73	663.24	795.89
收入增长率		30.92%	-2.77%	24.45%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	25.96%	26.19%	31.77%	29.65%	29.00%	29.00%	29.00%
总计							
营业收入	**466.14**	**610.29**	**593.38**	**738.45**	**1600.80**	**2675.15**	**3390.08**
营业成本	**345.14**	**450.46**	**404.87**	**519.47**	**986.75**	**1620.79**	**2043.90**
收入增长率		**30.92%**	**-2.77%**	**24.45%**	**116.78%**	**67.11%**	**26.73%**
毛利率	**25.96%**	**26.19%**	**31.77%**	**29.65%**	**38.36%**	**39.41%**	**39.71%**

资料来源：公司 2010-2013 年年报，公司关联交易报告书，海通证券研究所

表 9 东源电器损益表预测（百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	610.29	593.38	738.45	1600.80	2675.15	3390.08
同比增长率	*30.92%*	*-2.77%*	*24.45%*	*116.78%*	*67.11%*	*26.73%*
营业成本	450.46	404.87	519.47	986.75	1620.79	2043.90
毛利率	26.19%	31.77%	29.65%	38.36%	39.41%	39.71%
营业税金及附加	2.63	3.46	4.08	4.00	6.69	8.48
销售费用	41.07	53.64	61.74	128.06	208.66	250.87
销售费用率	*6.73%*	*9.04%*	*8.36%*	*8.00%*	*7.80%*	*7.40%*
管理费用	54.33	68.75	81.21	176.09	288.92	352.57
管理费用率	*8.90%*	*11.59%*	*11.00%*	*11.00%*	*10.80%*	*10.40%*
财务费用	12.21	15.00	17.12	12.28	17.80	15.64
财务费用率	*2.00%*	*2.53%*	*2.32%*	*0.77%*	*0.67%*	*0.46%*
期间费用	107.60	137.38	160.07	316.44	515.38	619.08
期间费用率	*17.63%*	*23.15%*	*21.68%*	*19.77%*	*19.27%*	*18.26%*
资产减值损失	7.79	8.07	5.75	5.00	5.00	5.00
公允价值变动净收益	-0.10	0.06	0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.70	39.65	49.10	288.61	527.29	713.63
EBIT	61.80	62.66	71.95	305.89	550.09	734.27
增长率	*73.76%*	*1.39%*	*14.83%*	*325.17%*	*79.83%*	*33.48%*
EBIT margin	*10.13%*	*10.56%*	*9.74%*	*19.11%*	*20.56%*	*21.66%*
营业外收入	15.16	21.17	7.48	20.00	20.00	20.00
营业外支出	1.42	2.49	3.21	5.00	5.00	5.00
利润总额	55.44	58.33	53.37	303.61	542.29	728.63
增长率	*29.41%*	*5.21%*	*-8.50%*	*468.87%*	*78.61%*	*34.36%*
所得税	8.01	13.23	10.33	45.54	81.34	109.29
所得税率	*14.45%*	*22.69%*	*19.36%*	*15.00%*	*15.00%*	*15.00%*
净利润	47.43	45.10	43.04	258.07	460.95	619.33
少数股东损益	10.95	8.16	13.90	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者净利润	36.47	36.94	29.14	258.07	460.95	619.33
净利润率	*5.98%*	*6.22%*	*3.95%*	*16.12%*	*17.23%*	*18.27%*
增长率	*33.14%*	*1.27%*	*-21.11%*	*785.62%*	*78.61%*	*34.36%*
总股本（百万股）	253.37	253.37	253.37	863.30	863.30	863.30
稀释 EPS（元）	0.04	0.04	0.03	0.30	0.53	0.72

资料来源：公司 2010-2013 年年报，海通证券研究所
注：每股收益为考虑发行股份购买资产、募集资金后股本摊薄后测算

信息披露

分析师声明

周旭辉：电力设备和新能源行业首席分析师

徐柏乔：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：骆驼股份、南都电源、亿纬锂能、英威腾、汇川技术、合康变频、东方电气、阳光电源、亚玛顿、隆基股份、海润光伏、亿晶光电、晶盛机电、金风科技、东方日升、风帆股份等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。