

行业研究/深度研究

2017年03月12日

行业评级:

电力设备与新能源 增持(维持)  
新能源II 增持(维持)

**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

**何昕** 执业证书编号: S0570515050001  
研究员 010-56793937  
hexin6573@htsc.com

**丁宁** 010-56793941  
联系人 dingning2@htsc.com

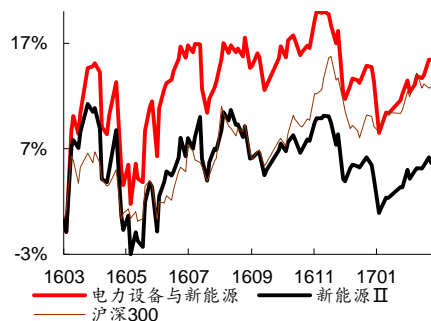
相关研究

1《亿纬锂能(300014,买入): 锂电池老牌劲旅开启崭新篇章》2017.03

2《新能源II/电力设备与新能源: 四部委印发动力电池产业发展方案》2017.03

3《汇川技术(300124,增持): 工业自动化和新能源汽车双翼腾飞》2017.02

行业走势图



资料来源: Wind

# 从 1、2 批目录看锂电池行业格局

## 新能源汽车系列深度报告-动力锂电池篇 (2)

### 新能源客车电池市场龙头优势明显, 乘用车/专用车电池企业群雄争霸

随着新能源汽车推广目录发布, 国内新能源汽车销售开始回暖, 2 月份全国新能源乘用车销量 1.65 万辆, 同比增长 135%, 环比增长 205%。我们通过分析 17 年 1、2 批电动车目录, 以及对比 16 年 4、5 批目录, 来从侧面判断动力锂电池市场目前的行业格局。我们归纳有三点结论: 1) 新能源客车电池(主要为磷酸铁锂)市场格局已逐步清晰, 龙头企业马太效应明显; 2) 乘用车和专用车电池(主要为三元)供应企业之间差距暂未拉开, 市场份额相差无几; 3) 高能量密度的动力三元电池企业稀缺, 建议关注亿纬锂能、长信科技和国轩高科。

### 客车电池市场格局逐步清晰, 三元电池客车应用破冰

2017 年第 1、2 批目录中供应客车电池最多的企业是宁德时代 (CATL), 以 97 款客车车型领跑, 占比高达 48%。第二名中信国安盟固利虽有 56 款车型入选, 但是均采用锰酸锂电池, 车型以插电式为主, 所以在电池的搭载量上要远小于磷酸铁锂为主流的纯电动客车。与 16 年 4、5 批目录对比, CATL 的客车车型数量占比大幅提升, 优势非常明显。我们认为客车电池行业, 或者说磷酸铁锂动力电池领域的市场格局已经逐步清晰, 市场集中度在快速提高, 龙头企业的地位进一步得到巩固。此外, 第 2 批目录中首次出现了三元电池客车, 这是客车三元应用逐步放开的信号。

### 三元电池企业势均力敌, 龙头之争开启序幕

乘用车三元电池比例逐步上升, 虽然目录车型最多的比亚迪仍以磷酸铁锂为主, 但也推出了三元电池的插电式轿车。从 1、2 批乘用车目录来看, 电池企业的车型数量占比变化较小, 且每家企业之间差距暂时不大。我们判断以三元电池为代表的乘用车电池领域, 目前市场格局暂未明朗, 各家锂电池企业之间尚未分出高下。专用车电池市场与乘用车类似, 同样是以三元电池为主, 且供应商之间的份额差距较小。所以, 我们认为国内三元电池行业尚未角逐出绝对的龙头, 处于各家企业群雄争霸的时期, 目前正是动力电池企业提高产品性能、加大下游市场拓展的良好时机。

### 高能量密度三元电池产能有限, 建议关注亿纬锂能、长信科技、国轩高科

2017 年 1、2 批目录公布了车型系统的能量密度情况, 客车方面第 2 批目录车型能量密度大幅提高, 近半数达到 115Wh/kg 的最高档补贴标准; 乘用车目录内达到 120Wh/kg 最高档补贴的车型仍然较少, 两批目录内仅 11 款车型满足条件。我们认为这一方面是因为乘用车最高档补贴仅 1.1 倍, 没有客车的 1.2 倍具有吸引力, 另一方面也说明目前能够供应高能量密度三元电池的企业较少, 且其产能规模也相对较小, 未来产品性能优异且产能扩张迅速的三元电池企业将有望冲击龙头地位, 建议关注亿纬锂能、长信科技和国轩高科。

风险提示: 新能源汽车销售低于预期; 国家补贴政策和行业规范标准调整。

## 正文目录

客车三元电池应用破冰，三元电池市场份额有望持续扩大 .....	3
2017 年第 1、2 批目录新能源客车数量仍然领先 .....	3
2017 年第 1、2 批目录磷酸铁锂车型占比保持第一 .....	3
客车三元电池应用破冰，乘用车和专用车三元电池比例持续上升 .....	4
客车动力电池市场格局逐渐清晰，乘用车电池市场群雄争霸 .....	6
宁德时代 (CATL) 97 款车型领跑新能源客车锂电池 .....	6
客车电池龙头企业份额持续扩大，马太效应显现 .....	7
乘用车/三元电池企业市场份额差距暂未拉开 .....	8
专用车电池企业市场份额波动较大 .....	9
磷酸铁锂电池能量密度大幅提升，高能量密度三元电池供应商数量有限 .....	11
磷酸铁锂能量密度提升，新能源客车车型近半数达到最高补贴标准 .....	11
达到最高档补贴的乘用车车型较少，高能量密度三元电池供应企业稀缺 .....	11
结论：高能量密度三元电池产能较少，建议关注亿纬锂能、长信科技、国轩高科 .....	13
相关公司 .....	14
亿纬锂能：三元电池产品性能领先，产能快速扩张 .....	14
国轩高科：锂电池出货量市场领先，积极布局上游原材料 .....	15
风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1： 2017 年第 1、2 批新能源汽车目录车型数量统计 .....	3
图表 2： 2017 年第 1、2 批新能源车目录车型数目变化对比 .....	3
图表 3： 2017 年第 1、2 批新能源汽车目录搭载电池类型占比 .....	4
图表 4： 2017 年第 1、2 批目录各车型搭载电池类型比例变化 .....	5
图表 5： 2017 年第 1、2 批目录新能源车动力电池供应商分布 .....	7
图表 6： 新能源客车动力电池的市场格局已经逐步清晰 .....	8
图表 7： 新能源乘用车动力电池市场胜负未定 .....	9
图表 8： 动力电池企业进入新能源专用车目录情况对比 .....	10
图表 9： 2017 年第 1、2 批新能源车目录车型系统能量密度分布 .....	12
图表 10： 国内主要锂电池企业系统能量密度比较 .....	13
图表 11： 亿纬锂能 2007-2016 年收入结构 .....	14
图表 12： 2016 年公司净利润同比增长 90% .....	14
图表 13： 2016 年公司利润率持续改善 .....	14
图表 14： 2015 年国轩高科主营业务收入构成 .....	15
图表 15： 国轩高科 15 年和 16 年前三季度营业收入和净利润高速增长 .....	15
图表 16： 国轩高科 15 年和 16 年前三季度毛利率和净利率大幅提高 .....	15

## 客车三元电池应用破冰，三元电池市场份额有望持续扩大

根据工信部规定，2016年1-5批新能源汽车应用推广目录需要重新核定，截止目前，2017年工信部已经下发两批新能源汽车目录，基本保持着每月一批目录的频率。由于政策对新能源汽车及动力电池标准均作出了新的要求，同时对2017年的新能源汽车补贴也作出了较大幅度的调整，所以2017年出台的1-2批新能源汽车推广目录较去年的目录出现了部分变动，并且工信部对进入2017年目录的车型作出了更为详细的信息披露。本文希望能够从分析2017年1-2批目录车型情况，以及对比去年车型目录的变化，给投资者一些决策上的帮助。

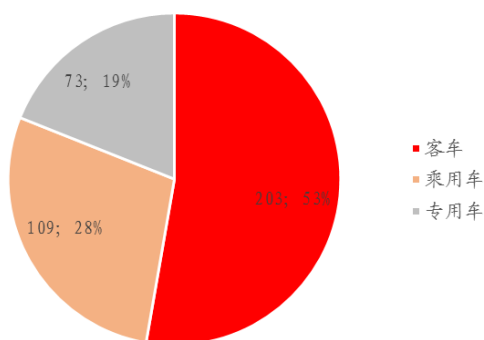
### 2017年第1、2批目录新能源客车数量仍然领先

从2017年1-2批新能源汽车目录车型总量上来看，新能源客车的车型数目仍然占比领先，1、2批目录客车数目203款，占比53%；其次则是乘用车数目，两批目录合计109款，占比28%；专用车两批目录共计73款，占比19%。

从1、2批目录车型数量变化来看，第1批目录客车和乘用车数目基本持平，而第2批目录客车车型数目明显上升，而乘用车车型数目有较大幅度的下滑，同时专用车数目在1、2批目录中均较稳定。

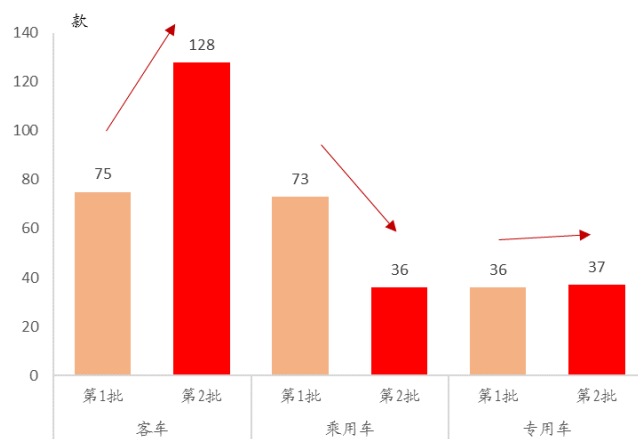
目前国内新能源汽车三种车型中，最成熟的还是新能源客车，同时客车也是现阶段动力电池最大的需求来源之一，进入目录车型数量最多也是情理之中；新能源乘用车现阶段仍有许多需要完善和优化的部分，是未来新能源车销售增量的重要支撑，随着新车型的不断出现，技术性能的不断升级，我们判断乘用车进入目录的车型数量未来会逐步增加。

图表1：2017年第1、2批新能源汽车目录车型数量统计



资料来源：工信部，华泰证券研究所

图表2：2017年第1、2批新能源车目录车型数目变化对比

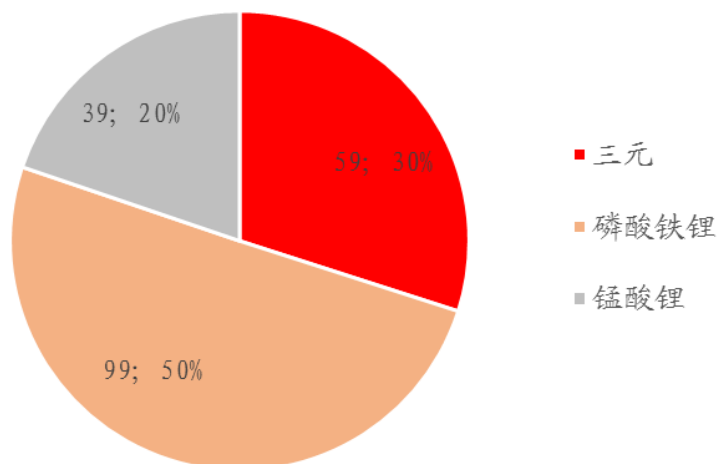


资料来源：工信部，华泰证券研究所

### 2017年第1、2批目录磷酸铁锂车型占比保持第一

由于2017年1、2批目录仍然是客车车型占比最高，所以主要应用于客车的磷酸铁锂电池依然延续占比领先的趋势，共计有99款车型使用了磷酸铁锂电池，占比达50%；三元电池紧随其后，共计59款车型使用，占比30%；锰酸锂电池有39款车型使用，占比20%。但是实际上由于锰酸锂电池很大部分使用在插电式电动汽车上，插电式使用电池容量较小，所以实际体现在电池量上的话，锰酸锂的占比其实会小于20%。

图表3： 2017年第一批、第二批新能源汽车目录搭载电池类型占比



资料来源：工信部，华泰证券研究所

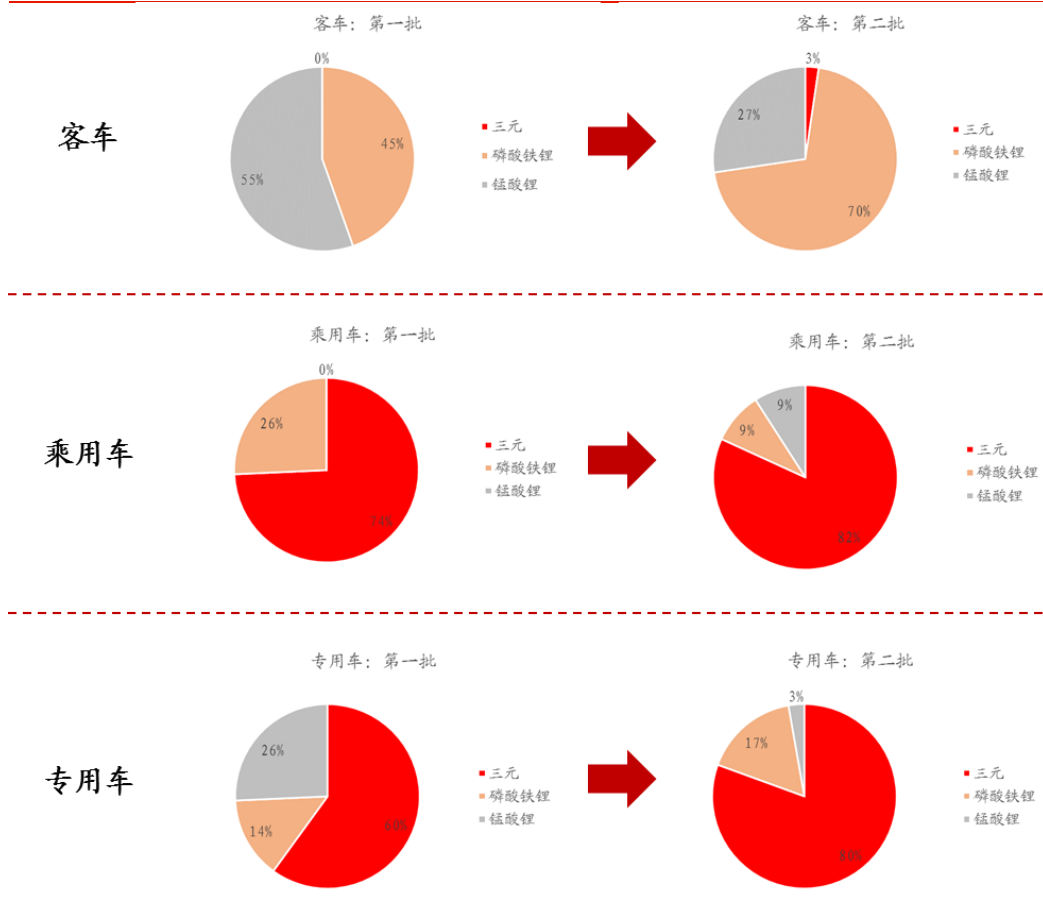
### 客车三元电池应用破冰，乘用车和专用车三元电池比例持续上升

**客车：**第2批目录中搭载磷酸铁锂电池的车型明显增长，磷酸铁锂占比较第一批大幅上升至70%；同时锰酸锂电池大幅缩水，占比下滑至27%，而且锰酸锂在客车上主要应用于插电式和混合动力客车，需求量要明显小于磷酸铁锂电池；第2批目录中首次出现了三元锂电池应用的纯电动客车，江苏九龙汽车申报的3款纯电动客车进入目录，电池供应商为江苏金阳光新能源，三元电池客车的破冰意味着国家政策的逐步放松，未来三元有望进一步打开新能源客车的广阔市场。

**乘用车：**三元锂电池从去年开始就已经成为乘用车主流电池，第2批目录中三元电池乘用车的比例继续提升，达到82%；磷酸铁锂电池占比下滑至9%，第2批乘用车目录仅比亚迪的车型使用了磷酸铁锂。

**专用车：**跟乘用车一样，三元电池也已经成为专用车主流电池，第2批目录中专用车三元电池比例上升至80%，磷酸铁锂电池占比17%，与第1批基本持平，锰酸锂电池占比下滑较大，第2批占比3%。

图表4： 2017年第1、2批目录各车型搭载电池类型比例变化



资料来源：工信部，华泰证券研究所

## 客车动力电池市场格局逐渐清晰，乘用车电池市场群雄争霸

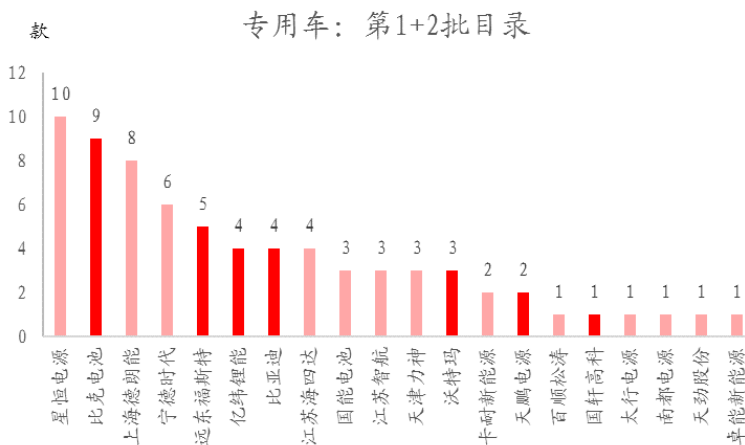
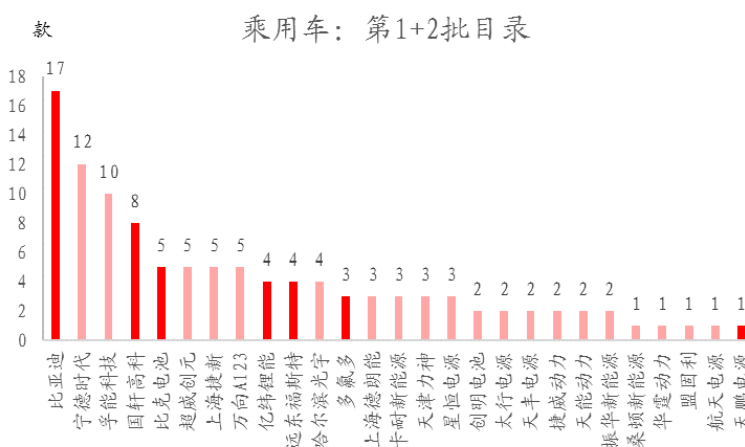
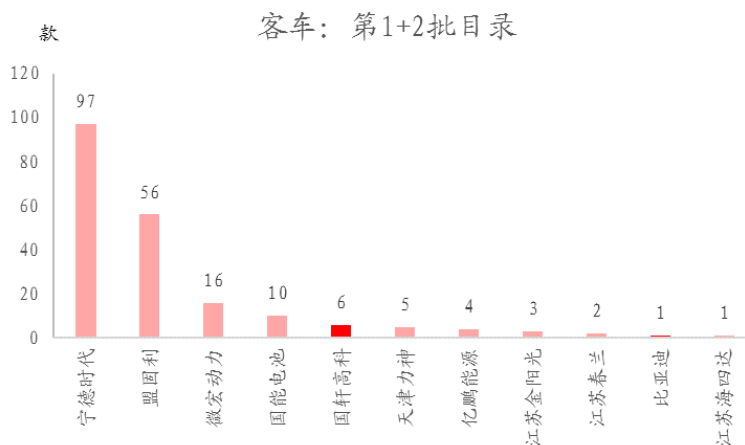
### 宁德时代（CATL）97款车型领跑新能源客车锂电池

**客车：**2017年第1、2批供应车型电池最多的企业依然是宁德时代，全部是磷酸铁锂电池，第2名是中信国安盟固利，全部为锰酸锂电池，上市公司中供应车型最多的是国轩高科，共有6款客车车型使用了国轩高科的电池，此外江苏金阳光新能源凭借3款三元电池客车首次进入工信部目录，这也是工信部限制客车使用三元电池以来，首次进入目录的新能源客车。

**乘用车：**前两批目录里面，供应乘用车电池最多的依然是比亚迪，不过此次比亚迪的乘用车里面有4款插电式乘用车采用了三元电池。宁德时代以12款车型紧随其后，上市公司中国轩高科有8款车型，但只有4款是采用的三元电池，亿纬锂能供应4款乘用车，全部采用了三元电池。

**专用车：**供应专用车车型最多的锂电池企业是星恒电源，共有10款车型采用了星恒电源的电池，均为锰酸锂电池。上市公司中供应车型最多的是智慧能源和亿纬锂能，分别有5个车型和4个车型进入目录。

图表5： 2017年 第1、2批目录新能源车动力电池供应商分布



资料来源：工信部，华泰证券研究所

### 客车电池龙头企业份额持续扩大，马太效应显现

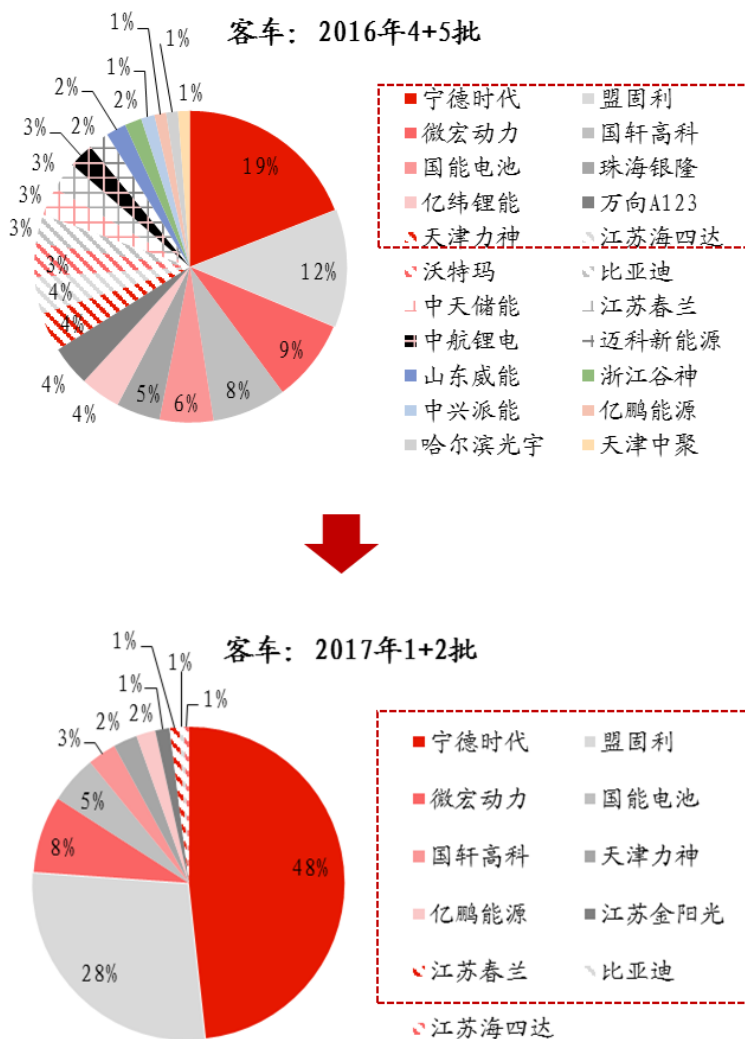
为了进一步了解新能源汽车动力电池企业的市场格局和市场份额情况，我们将 2016 年第 4、5 批新能源车目录作为对比，因为第 4、5 批车型包括了专用车。我们希望通过 2016 年和 2017 年目录中动力电池供应商的情况，来间接地判断电池企业的市场格局。

通过对比 2016 年第 4、5 批和 2017 年第 1、2 批目录中客车的电池供应企业，我们可以看出，龙头企业的优势在扩大。2016 年目录中前 10 家客车电池供应商占比仅为 75%，而 2017 年目录中前 10 家电池企业的份额占比已经达到 99%。其中宁德时代一家占据绝对优势，供应电池的车型占比从 2016 年的 19% 上升至 2017 年的 48%，中信国安盟固利

紧随其后，占比从 12%提升至 28%，由于盟固利主要供应插电式汽车使用的锰酸锂电池，所以如果从动力电池的供应量来看，宁德时代一家似乎已经接近垄断了国内新能源客车的动力电池供应。

我们判断这主要是由于新的补贴政策下，整车厂为了能够拿到最高 1.2 倍补贴标准，都优先采用能量密度高的锂电池，导致宁德时代这样锂电池性能一流、同时又有充足产能保障电池供应的企业受到整车企业的追捧。我们认为客车电池的市场格局已经逐渐清晰，几大龙头供应商的地位也逐步稳定，由于客车是动力磷酸铁锂电池的最大消耗来源，所以可以间接地说动力磷酸铁锂电池的市场格局也趋于明晰，这也符合我们之前对行业趋势的判断。

**图表6： 新能源客车动力电池的市场格局已经逐步清晰**



资料来源：工信部，华泰证券研究所

**乘用车/三元电池企业市场份额差距暂未拉开**

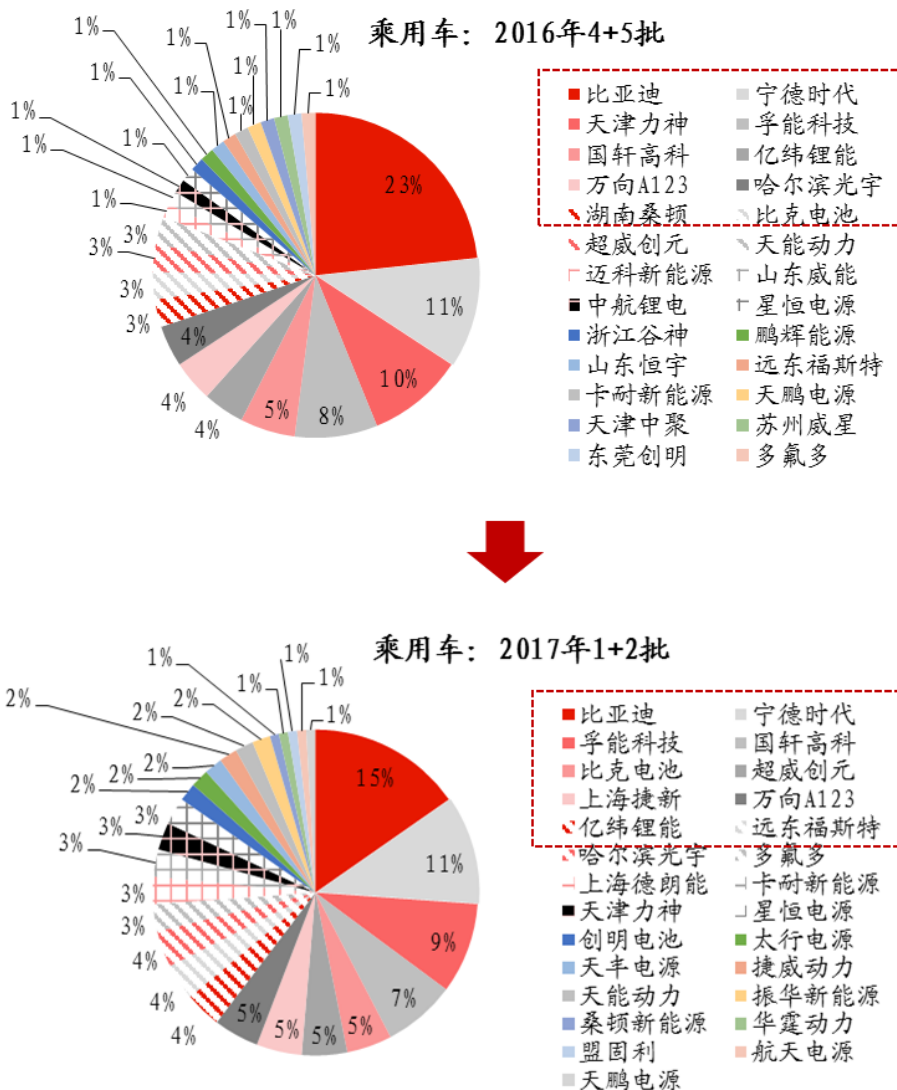
对比 2016 年和 2017 年乘用车目录，我们发现前 10 大电池供应商市场份额变化很小，2016 年 4、5 批目录前 10 家占据 75%，2017 年 1、2 批目录前 10 家占比 70%，同时各家电池企业之间暂时没有拉开像客车电池行业一样的明显差距。



比亚迪凭借其整车制造的优势依然占据着第一的位置，但比亚迪的车型目前还是以磷酸铁锂车型为主，几款三元电池车均是插电式混合动力轿车，并且其进入目录车型数量占比较去年也略微下降；以三元电池为主的几家企业之间，目录车型数量差距并不明显，上市公司例如国轩高科、亿纬锂能、智慧能源，目录乘用车数量基本持平。

我们认为不同于客车动力电池市场，乘用车电池市场格局暂未分出胜负，由于乘用车基本代表了三元动力电池的主流风向，我们判断三元电池市场仍未产生绝对的龙头，目前是三元电池企业提高产品性能、加大下游市场开拓的良好时机。

**图表7： 新能源乘用车动力电池市场胜负未定**



资料来源：工信部，华泰证券研究所

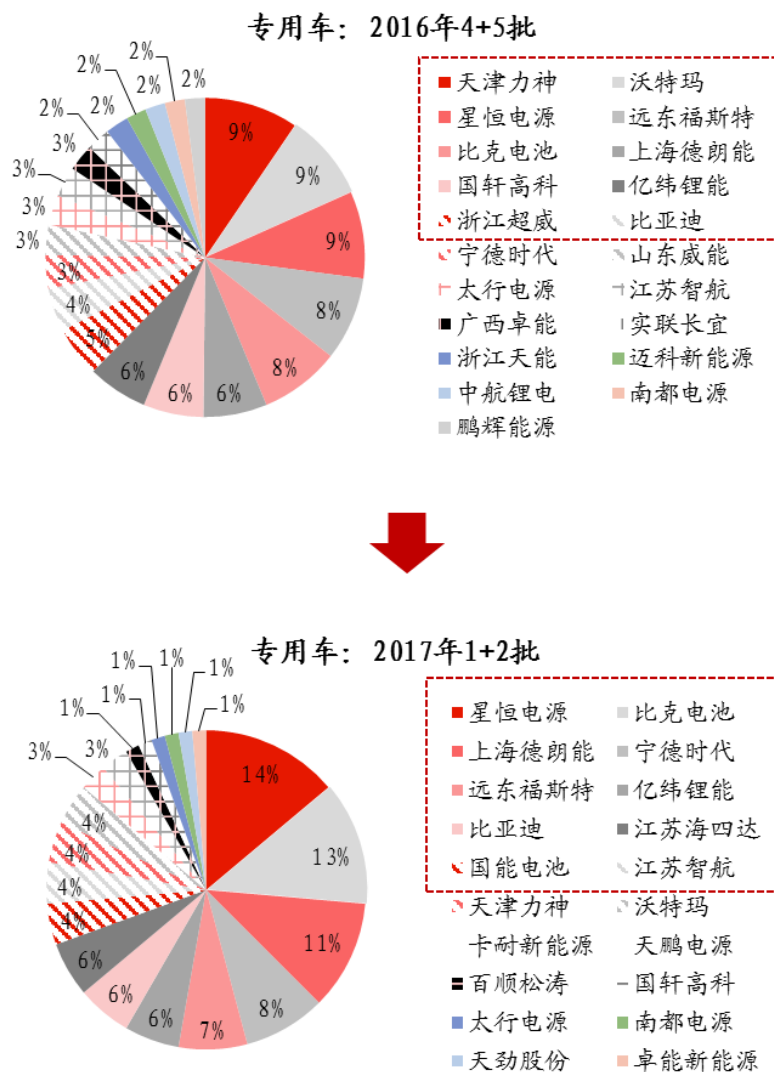
### 专用车电池企业市场份额波动较大

新能源专用车与乘用车有一定的相似性，同样是以三元材料电池为主，单辆车的电池搭载量也接近，但是专用车对动力电池的能量密度要求没有乘用车高，同时由于具有部分公共属性，所以长期市场空间也小于乘用车。

专用车电池供应企业市场份额波动较大，16年4、5批目录中专用车电池供应前十的企业仅有5家仍出现在17年1、2目录前十名供应上中，其中沃特玛和天津力神的份额下滑较大。

专用车的电池供应企业之间，从目录车型数量来看也没有拉开明显的差距，尤其在三元锂电池领域，这也进一步印证了我们的观点，动力三元锂电池的市场格局胜负未定，各家企业仍有争取龙头的机会。

**图表8： 动力锂电池企业进入新能源专用车目录情况对比**



资料来源：工信部，华泰证券研究所

## 磷酸铁锂电池能量密度大幅提升，高能量密度三元电池供应商数量有限

新能源汽车补贴政策调整后，对车型的能量密度提出更高要求，纯电动客车和乘用车按照系统能量密度分档补贴，客车最高档补贴 1.2 倍，要求系统能量密度达到 115Wh/kg，乘用车最高档补贴 1.1 倍，要求系统能量密度达到 120Wh/kg；同时，四部委下发的《促进汽车动力电池产业发展行动方案》中再次重申行业目标，到 2020 年动力电池单体能量密度超过 300Wh/kg，系统能量密度达到 260Wh/kg，未来电池的能量密度将成为企业成败非常重要的一个检验标准，求其在三元电池行业格局未定的背景下，企业三元电池产品的能量密度显得尤为重要。

2017 年公布的 1、2 批新能源汽车推广目录中，对各种车型做了更加详尽的信息披露，同时首次公布了目录车型的系统能量密度。为了窥探国内动力电池企业产品性能的情况，我们对 1、2 批车型的系统能量密度做了统计，并按客车、乘用车、专用车分类，将各车型能量密度做成散点图，从而更加直观的观察系统能量密度的分布情况。（下图中，一个红点代表一个车型的系统能量密度，红色越深代表在这个能量密度出现的车型越多；同时我们将新能源客车和乘用车补贴最高档的能量密度要求 115Wh/kg 和 120Wh/kg 列出，作为考察标准）

### 磷酸铁锂能量密度提升，新能源客车车型近半数达到最高补贴标准

**客车：**2017 年第 2 批目录中客车的系统能量密度较第 1 批明显提升了很多，达到最高补贴标准 115Wh/kg 的车型上升至 55 款，接近客车车型总数的一半，其中宁德时代的磷酸铁锂电池系统最高达到 137.27Wh/kg 的能量密度，甚至超过许多三元电池系统的能量密度。第二批目录来看，系统能量密度达到最高补贴标准的电池企业有宁德时代、北京国能电池、天津力神、微宏动力以及江苏金阳光。

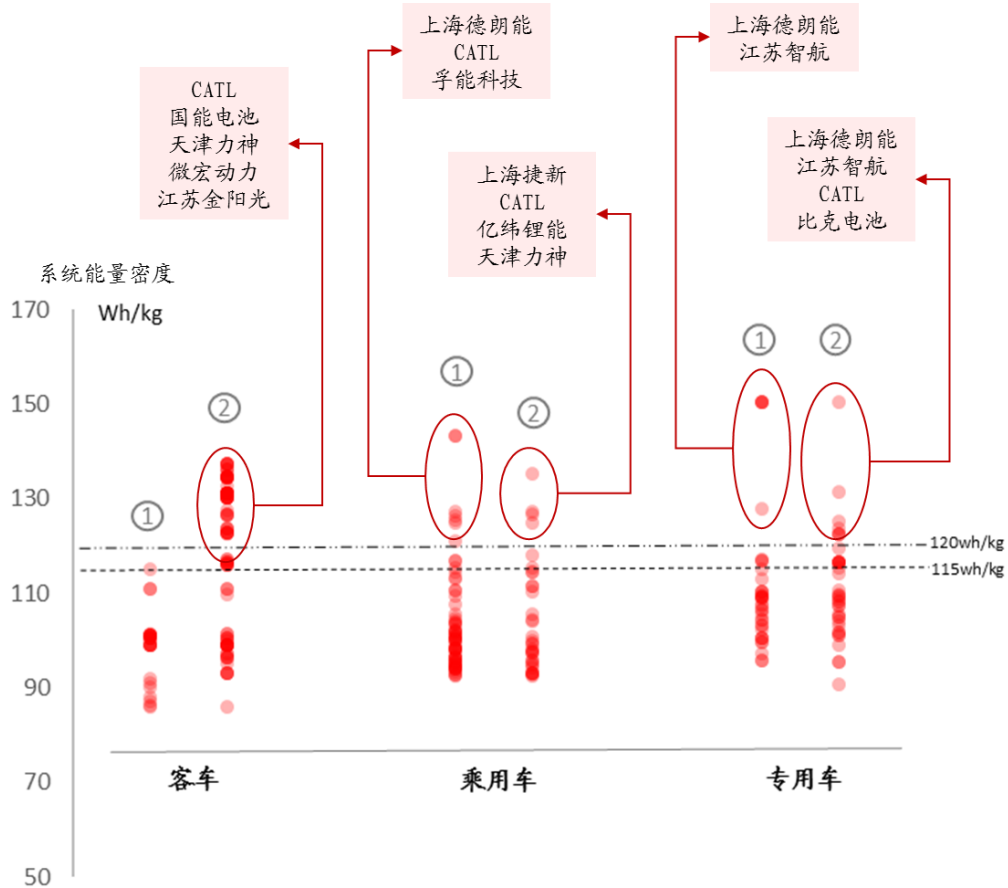
### 达到最高档补贴的乘用车车型较少，高能量密度三元电池供应企业稀缺

**乘用车：**第 2 批目录中乘用车系统能量密度与第 1 批目录并无太大变化，36 款车型中仅 4 款达到 120Wh/kg 的最高补贴标准，对比客车磷酸铁锂电池的高能量密度数据，似乎国内三元电池的性能落后于磷酸铁锂电池。

我们认为主要有三方面原因来解释这个现象：1) 新能源乘用车最高档补贴仅为 1.1 倍，相较于客车最高档 1.2 倍的补贴，吸引力对车企而言或许较小，所以车企将三元电池换到更高能量密度的动力比客车要小；2) 客车目录中高能量密度车型的电池主要采用宁德时代和国能电池，这两家有足够的产能保证磷酸铁锂电池的供给，而乘用车中高性能电池的供应商目前三元产能都相对较小，处于刚起步阶段，还有待验证下游市场拓展的结果；3) 新能源客车相较于乘用车本身产品更加成熟，许多新能源乘用车仍需进一步改进完善，新车型也在不断研发推出过程中，所以我们可以期待未来更多高能量密度车型在目录中出现。

**专用车：**第 2 批专用车系统能量密度与第 1 批也较为接近，值得注意的是专用车中出现了系统能量密度最高的车型，电池采用了上海德朗能生产的三元锂电池，系统能量密度超过 150Wh/kg。

图表9：2017年第1、2批新能源车目录车型系统能量密度分布



资料来源：工信部，华泰证券研究所（①②分别表示2017年第一批和第二批新能源汽车目录）

## 结论：高能量密度三元电池产能较少，建议关注亿纬锂能、长信科技、国轩高科

我们通过对 2017 年 1、2 批新能源汽车目录的分析，以及对比 2016 年 4、5 批目录的变化主要归纳总结出 3 点结论：

- 1、新能源客车的电池供应，或者说磷酸铁锂动力电池的市场格局已经基本定型，几大龙头的市场地位也逐步稳定，后来者将相对难以撼动。龙头不仅在下游市场份额中具有明显优势，同时在产品性能方面也领先于其他竞争者。
- 2、新能源乘用车电池/三元电池的市场格局尚未明晰，三元动力锂电池企业在市场份额方面胜负未定，此时正是企业提高产品性能、加大下游市场拓展的好时机。
- 3、以乘用车补贴最高档 120Wh/kg 能量密度为标准，达到该标准的三元电池企业数量暂时较少，且这些企业的三元产能相对较小，仍在产能扩张的初期，我们判断国内三元动力电池行业暂时处于群雄争霸的状态，绝对的龙头尚未出现。

落实到投资标的方面，我们沿着两条思路去寻找线索：1) 通过入选新能源汽车目录的车型数目来间接判断动力电池的下游市场份额情况，挑选进入目录车型多的锂电池企业；2) 通过入选车型系统能量密度来判断锂电池企业产品的技术性能的优劣，挑选能量密度更高的锂电池企业。顺着上面的思路我看好三个公司亿纬锂能、长信科技、国轩高科。

**亿纬锂能：**三元电池系统能量密度 120Wh/kg 以上，采用 622 三元技术路径，产品性能国内领先，入选 2017 年 1、2 批目录车型 8 款。

**长信科技：**拟收购比克电池 75% 股权，比克电池三元电池系统能量密度 120Wh/kg 以上，入选 1、2 批目录 14 款，名列前茅。

**国轩高科：**上市公司中入选 1、2 批目录客车车型最多的企业，总共进入目录车型 15 款，其中客车车型 6 款，公司入选车型系统能量密度暂时不能达到最高档补贴，但是公司公告磷酸铁锂电芯能量密度最高可以达到 160Wh/kg，三元 NCM 622 在中试线，预计公司后续能量密度会有更好的表现。

图表10：国内主要锂电池企业系统能量密度比较

锂电池企业	相关上市公司	证券代码	目前产能 (GWh)	供应1、2批目录车型数目	入选车型系统能量密度 (Wh/kg)	
					磷酸铁锂	三元
CATL	-	-	7.5	115	94.06-137.27	98.14-127.13
比亚迪	比亚迪	002594.SZ	10.0	22	94.70-125.60	-
国轩高科	国轩高科	002074.SZ	6.0	15	85.99-103.50	100.24-105.47
比克电池	长信科技	300088.SZ	6.0	14	-	92.40-123.64
国能电池	科陆电子	002121.SZ	5.0	13	86.00-127.6	108.80-116.50
天津力神	-	-	2.0	11	87.20-122.84	109.47-124.78
孚能科技	-	-	3.0	10	-	96.50-126.35
远东福斯特	智慧能源	600869.SH	2.5	9	-	96.50-103.89
亿纬锂能	亿纬锂能	300014.SZ	3.3	8	-	93.37-124.78
万向A123	-	-	4.0	5	-	94.27-104.60
沃特玛	坚瑞沃能	300116.SZ	12.0	3	90.83-95.50	-
天能动力	天能动力	0819.HK	8.0	2	-	95.25-103.89

资料来源：工信部，公司公告，华泰证券研究所

## 相关公司

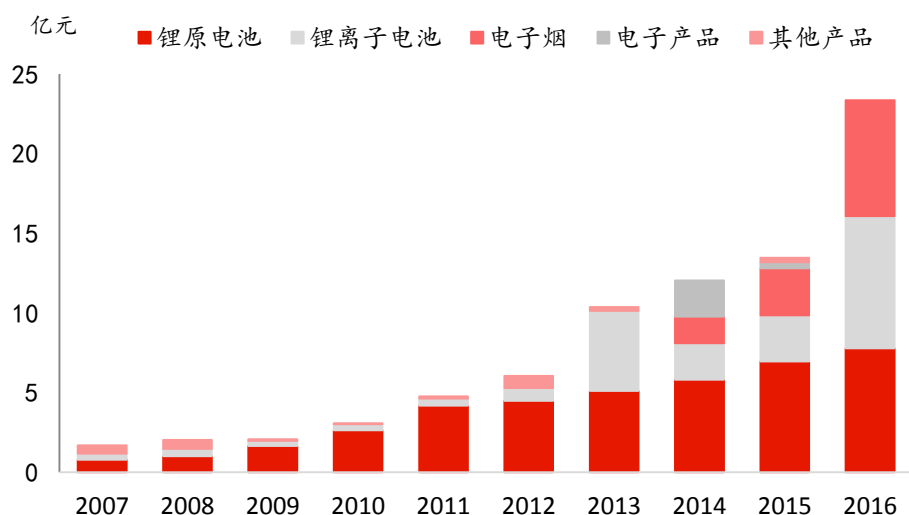
### 亿纬锂能：三元电池产品性能领先，产能快速扩张

2017年动力锂电池行业产能趋于过剩，行业洗牌势在必行，锂电池龙头将进一步扩大产能和市场份额。新能源汽车补贴逐步退坡，对动力电池系统能量密度提出要求。亿纬锂能是国内锂电原电池龙头，积累了丰富的锂电池生产经验，公司切入动力锂电池行业，产品性能在国内同行中处于领先水平，磷酸铁锂电池可以达到新能源客车1.2倍补贴标准，三元材料电池在国内率先使用622技术路径，产品达到新能源乘用车1.1倍补贴标准，公司2017年动力锂电池产能将扩至9GWh，跻身国内锂电池第一梯队。

公司目前具有磷酸铁锂电池产能约1.5GWh，三元材料锂电池产能0.8GWh左右。预计17年形成9GWh产能，包括4.5GWh磷酸铁锂、3.5GWh三元和1GWh软包叠片，足以支撑企业市场份额扩张。

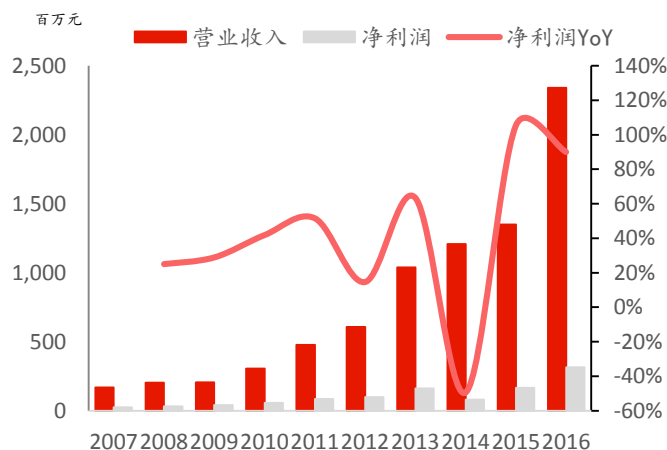
我们预测公司17-19归母净利润4.37、6.28和8.69亿元，17-19年EPS分别为1.02、1.47和2.04元，目前股价对应PE为37倍、26倍和19倍。

图表11：亿纬锂能2007-2016年收入结构



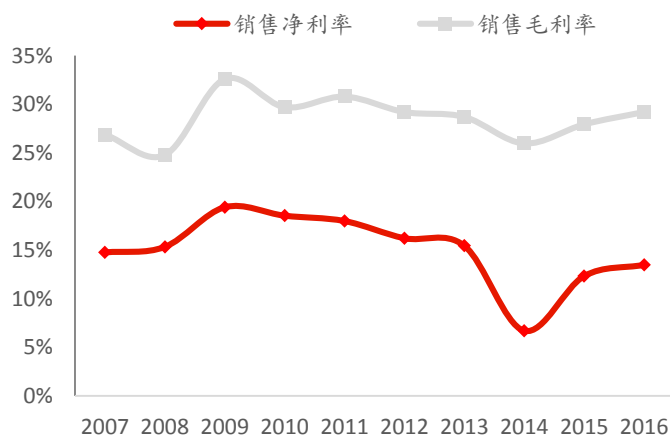
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：2016年公司净利润同比增长90%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：2016年公司利润率持续改善



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 国轩高科：锂电池出货量市场领先，积极布局上游原材料

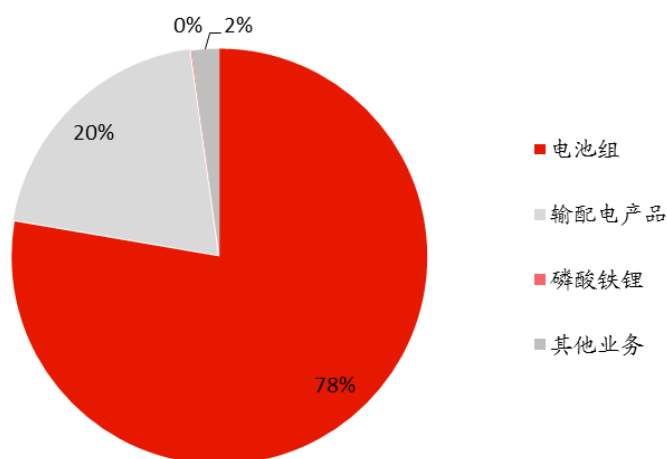
国轩高科 2015 年完成重大资产重组，实现了由输变电行业向新能源行业的转型，公司目前产品主要包括动力锂电池和输配电产品。公司是动力锂电池行业龙头，2016 年公司动力电池出货量 1.86GWh，全国排名第四。

公司目前拥有动力锂电池产能约 6GWh，规划到 2020 年产能扩张至 25GWh，其中三元锂电池产能达到 16GWh，预计公司 17 年产能将增长至 10GWh。公司同时还积极布局产业链上下游，包括锂电池原材料、新能源汽车动力总成控制系统、新能源汽车充电桩等。

锂电池原材料方面，公司目前已经具有 8000 吨/年磷酸铁锂正极材料产能，未来计划继续扩大磷酸铁锂正极材料产能，建设高镍三元正极材料和硅基负极材料产能，同时公司携手星源材质共同建设锂电池隔膜产线，公司积极布局上游原材料产能将有助于降低电池成本提升毛利率水平。

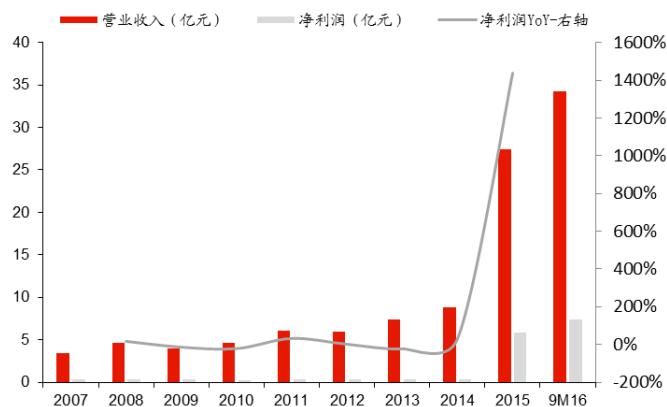
2016 年公司披露预计实现营业收入 47.58 亿元，同比增长 73.3%，实现归属于上市公司股东净利润 10.4 亿元，同比增长 77.79%。

图表14： 2015 年国轩高科主营业务收入构成



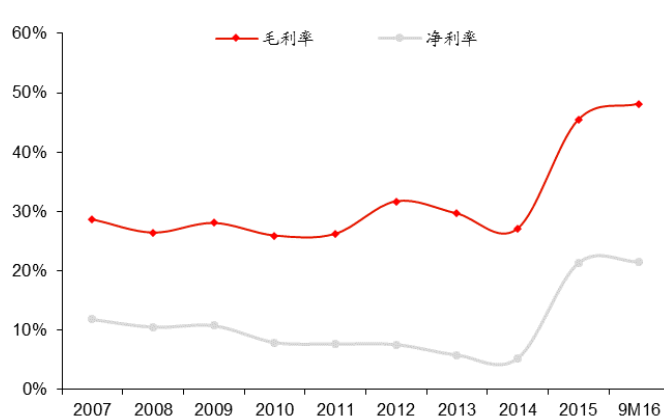
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表15： 国轩高科 15 年和 16 年前三季度营业收入和净利润高速增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 国轩高科 15 年和 16 年前三季度毛利率和净利率大幅提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

**新能源汽车和动力锂电池销量低于预期。**如果新能源汽车销量低于预期，将影响动力电池的需求，导致产能过剩现象加剧，给动力电池行业的盈利造成负面冲击，同时拖累行业的发展步伐。

**动力锂电池安全隐患凸显。**新能源汽车动力电池的安全问题一直是最重要的考虑因素之一，动力电池如果因为受到内部或外部环境的影响发生爆炸起火等事故，将严重影响动力电池甚至新能源汽车的下游接受度和需求。

**国家政策波动对行业造成较大影响。**由于新能源汽车和动力电池行业均属于较为新兴的产业，行业的发展和监管都处于摸索之中，政策频繁变动带来的不确定性，将给行业内的企业造成较大的经营风险。



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com