

智慧能源 (600869.SH)

把握三元风口，搭建能源互联网平台

● 业绩企稳回升，外延进入动力电池领域

2015 年公司经营业绩明显企稳回升，目前通过一系列外延并购与内部整合已经形成电线电缆、电子商务、动力电池、智慧能源四大业务板块。其中，公司收购福斯特切入三元动力锂电池领域，增大业绩向上弹性。

● 新能源乘用车与物流车有望放量，三元产业链景气向上

第四批电池目录申报评审工作已经启动，目录企业有望抢占先机开拓国产三元成长空间。我们预计 2016 年乘用车、专用车销量有望翻番至 40 万辆和 10 万辆左右。据测算 2016 年三元锂电总需求有望增至 12GWh，较去年翻番不止，同时国内三元电池企业扩产相对滞后，产能整体不足，预计今年三元电池将出现供不应求，三元产业链整体景气向上。

● 把握三元风口，深度受益三元电池爆发

通过全资收购福斯特，深度受益三元电池爆发。福斯特是国内最大 18650 电池企业，日产能达 100 万只锂离子电池，其中车用日产能 20 万只约合 0.6GWh，预计 2016 年、2017 年可达到 1.8GWh 和 3.2GWh，投产进度显著快于国内同类企业。基于其国内市场地位和产品质量，预计福斯特有较大概率进入第四批电池目录。

● 电商平台协同传统线缆业务构筑业绩基石，积极探索能源互联网

公司由传统线缆制造商转型至智慧能源服务商，率先收购水木源华切入配电网成套设备领域，稳定贡献业绩；同时收购艾能电力布局发电端 EPC 模式，市场开始逐步发开。公司构建“一网两平台”电子商务配合传统线缆业务提供稳定现金流，支持公司搭建能源互联网平台型公司。

● 坚定看好三元趋势性大方向，给予买入评级

公司收购福斯特精准把握三元路线趋势性大方向，放大公司业绩弹性。预计 2016-2018 年 EPS 为 0.33、0.43 和 0.50 元/股，给予买入评级。

● 风险提示：产能投产进度不达预期；新能源汽车销量不达预期；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	11,351.76	11,711.00	13,218.15	14,374.33	15,706.65
增长率(%)	-1.92%	3.16%	12.87%	8.75%	9.27%
EBITDA(百万元)	689.37	1,040.26	1,295.33	1,500.19	1,772.95
净利润(百万元)	182.71	422.28	689.50	887.06	1,041.92
增长率(%)	-39.68%	131.11%	63.28%	28.65%	17.46%
EPS (元/股)	0.185	0.203	0.331	0.426	0.500
市盈率 (P/E)	47.79	47.11	28.91	22.47	19.13
市净率 (P/B)	2.80	4.78	4.11	3.48	2.94
EV/EBITDA	15.98	20.57	14.95	11.47	8.71

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格 9.57 元

报告日期 2016-06-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,083/1,980

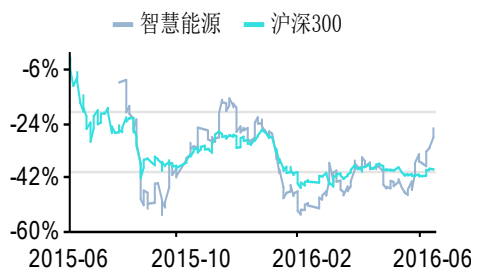
流通 A 股市值(百万元) 19,934

每股净资产(元) 2.00

资产负债率(%) 66.91

一年内最高/最低(元) 29.14/6.00

相对市场表现



分析师：陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

分析师：王理廷 S0260516040001

0755-82534784

wangliting@gf.com.cn

相关研究：

联系人：华鹏伟 010-59136752

huapengwei@gf.com.cn

纪成炜 021-60750617

jichengwei@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、再次转型，外延进入动力电池领域.....	5
1.1 构建四大业务板块，深度布局智慧能源产业链.....	5
1.2 业绩企稳回升，把握三元电池风口.....	6
二、乘用车与物流车放量有望带动三元产业链高景气.....	7
2.1 第四批电池目录申报评审启动，目录企业抢占先机.....	7
2.2 补贴调整新规有望结构性利好三元电池路线.....	7
2.3 国内新能源乘用车与物流车今年有望翻番增长.....	9
2.4 三元电池替代趋势逐渐明朗，行业预计将供不应求.....	12
三、切入三元电池，搭建能源互联网平台型公司.....	16
3.1 收购福斯特，积极拓展动力电池领域.....	17
3.2 配网及电力设计稳步发展，并积极探索能源互联网.....	19
3.3 买卖宝电商平台与电缆制造业协同，构筑业绩基石.....	22
四、坚定看好三元趋势性大方向，给予买入评级.....	25

图表索引

图 1: 公司业务发展历程	5
图 2: 公司股权结构及业务布局	6
图 3: 公司历年营业收入 (百万元)	6
图 4: 公司历年归母净利润 (百万元)	6
图 5: 我国新能源客车在客车中渗透率	8
图 6: 我国历年新能源汽车销量 (万辆)	9
图 7: 我国各类新能源汽车生产结构	9
图 8: 2012-2015 年我国新能源乘用车销量 (万辆)	10
图 9: 各城市汽车牌照平均成交价 (元)	10
图 10: 容量型电芯价格 (元/Wh)	11
图 11: 2015 年每月电动专用车产量 (辆)	11
图 12: 我国新能源汽车电池结构	13
图 13: 2015 年三元材料动力电池渗透率仍低	13
图 14: 我国电动专用车生产结构 (万辆)	13
图 15: 三元电池在各类电动汽车中装机占比	13
图 16: 2015 年三元锂电池渗透率	14
图 17: 2015 年新能源车电池消费结构	14
图 18: 2016 年三元锂电池总需求测算	14
图 19: 2015 年-2017 年车用动力锂电池企业产能情况及预测 (GWh)	15
图 20: 公司智慧能源产业链布局	16
图 21: 收购福斯特业绩承诺 (百万元)	17
图 22: 福斯特 2015 年收入构成	18
图 23: 福斯特历年营业收入 (百万元)	18
图 24: 福斯特产能投进计划	18
图 25: 2015 年-2017 年车用三元锂电池企业产能情况及预测 (GWh)	19
图 26: 福斯特目前已签订供货合同的客户	19
图 27: 收购水木源华业绩承诺 (百万元)	20
图 28: 收购艾能电力业绩承诺 (百万元)	22
图 29: 公司线缆业务收入 (百万元)	23
图 30: 公司主营业务构成	23
图 31: 公司线缆业务毛利率	23
图 32: 我国电子商务市场规模 (万亿元)	24
图 33: 我国电子商务 B2B 占比	24
图 34: 电缆网有望不断推动平台交易	24
图 35: 买卖宝主营收入 (百万元)	25
图 36: 买卖宝净利润 (百万元)	25

表 1: 公司三元电池产能	7
表 2: 我国电动客车补贴方案调整对比	8
表 3: 我国新能源乘用车补贴方案调整对比	9
表 4: 我国新能源专用车补贴方案调整对比	9
表 5: 各地新能源汽车上牌政策	10
表 6: 电动物流车与燃油物流车成本对比 (万元)	12
表 7: 不同电池路线比较	12
表 8: 2015-2016 年新能源车与电池需求测算表	15
表 9: 水木源华主要财务数据 (百万元)	20
表 10: 宜能电气主要财务数据 (百万元)	21
表 11: 艾能电力主要财务数据 (百万元)	22

一、再次转型，外延进入动力电池领域

1.1 构建四大业务板块，深度布局智慧能源产业链

远东智慧能源股份有限公司主营业务为电线电缆、输配电自动化系统和电力行业工程设计，均居行业领先地位。公司为远东控股集团有限公司控股子公司。2011年公司开始转型线上平台，目前互联网电缆平台三大核心业务为电缆网、买卖宝和远东材料交易中心。2013年再次转型，定位于智慧能源、智慧城市系统服务商，除单一线缆产品以外，开始拓展其他能源设备领域。公司通过外延式并购，从发电到储能到传输到用户端，实现了产业链整合。2015年7月，公司收购福斯特，切入18650三元数码电芯领域，尝试拓展新能源车用电池与储能。

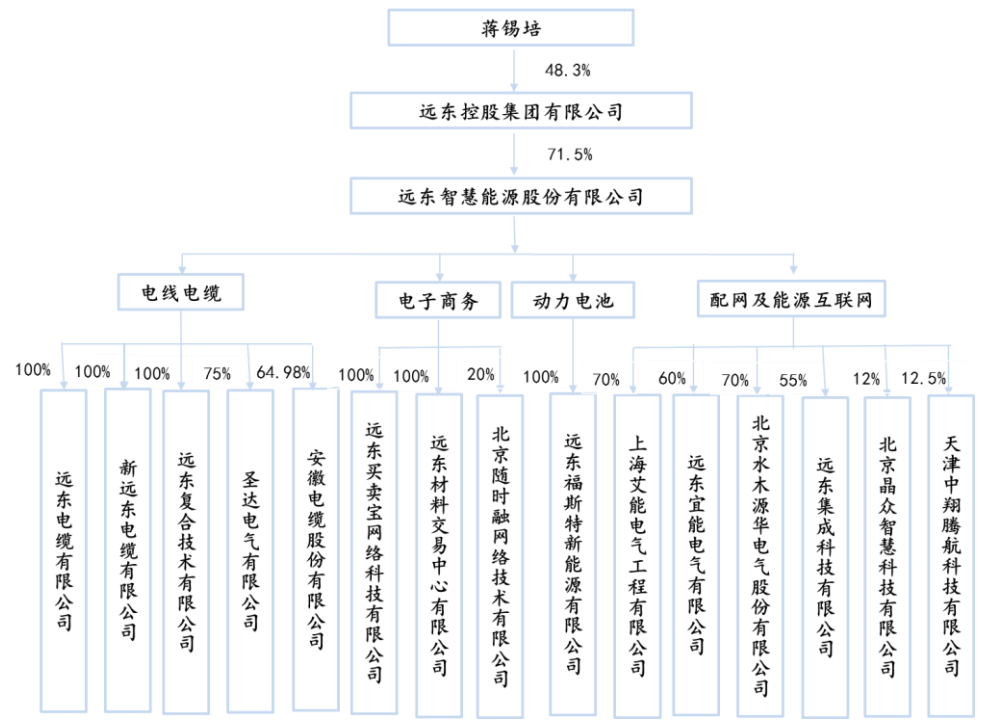
图1：公司业务发展历程



数据来源：广发证券发展研究中心

经过有序剥离医药资产，目前公司已经形成电线电缆（远东电缆、新远东电缆、复合技术、安徽电缆、圣达电气）、电子商务（买卖宝、材料交易中心）、动力电池（远东福斯特）、智慧能源（水木源华、艾能电力、宜能电气）四大业务板块，形成“规划设计-产品供应-施工安装-运维监测-能效管理-总包服务”的智慧能源全产业链布局，能源互联网平台型公司初具规模。

图2: 公司股权结构及业务布局

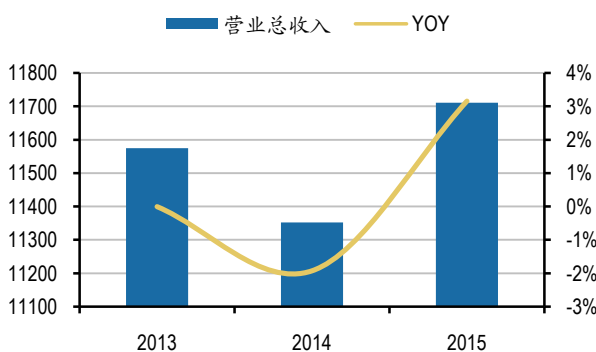


数据来源: 广发证券发展研究中心

1.2 业绩企稳回升, 把握三元电池风口

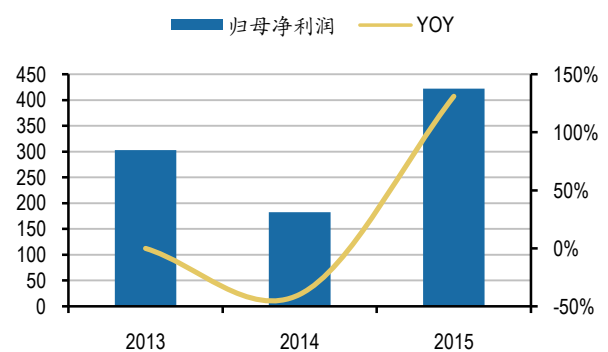
2015年度公司实现营业总收入117.11亿元, 同比增长3.16%, 归母净利润4.22亿元, 同比增长131.11%, 公司经营业绩开始明显企稳回升。在互联网平台核心业务电缆网、买卖宝和远东材料交易中心的支持下, 2015年公司线缆销售量比上年增加31.4%, 线缆毛利率比上年增加2.73个百分点, 同时剥离上海宝来企业发展有限公司、三普药业有限公司、青海省医药有限责任公司等医药业务, 集中资源专注于智慧能源产业链布局。

图3: 公司历年营业收入 (百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 公司历年归母净利润 (百万元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司通过收购远东福斯特, 切入三元动力锂电池产业链。远东福斯特主要从事于锂离子动力锂电池和3C数码电池, 18650国内市场产销量第一、世界第三, 2014年开始进入新能源车领域。2014年公司主要产品为2.0Ah蓄电池, 2015年推出2.2Ah蓄电池, 目前产品集中在2.0-2.4Ah, 未来计划推出2.6Ah及以上产品。

动力电池产能方面，公司2015年引进了一条韩国线，目前日产8万只，下半年满负荷能到日产20万只，约合0.6GWh，目前正在准备进口第二条线，完全达产后做到日产40万只动力线即1.2GWh，累计三元电芯产能将达到1.8GWh。公司立足于三元动力电池路线，有望充分受益三元产业链景气向上，未来业绩兑现超预期概率较大。

表 1: 公司三元电池产能

项目	生产线一（韩国线）		生产线二
	当前	完全达产	完全达产
18650 锂离子产能（MWh）	24	600	1200
日产能（万只）	8	20	40
年产能（万只）	2400	6000	12000
预计投运进度	已投运	2016 年三季度	2016 年三季度

数据来源：广发证券发展研究中心

二、乘用车与物流车放量有望带动三元产业链高景气

2.1 第四批电池目录申报评审启动，目录企业抢占先机

动力电池供给侧改革，竞争格局大幅优化。近期《汽车动力蓄电池行业规范条件》（第四批）申报评审工作启动，电池企业进入目录必须先通过电池初审，获得检测报告后提交资料至工信部，并分批次参与电池目录的评定。本次电池目录评审有助于淘汰低端产能、提高市场集中度、优化产业结构，实质上是对汽车动力产业的供给侧改革。据不完全统计，目前国内大小电芯企业数量超过100家，通过本次评审，预计将有30%以上的企业暂时无法进入汽车动力电池领域，行业竞争格局将大幅优化。

国产三元电池开拓成长空间。今年以来，政策着力点已由新能源汽车整车下沉到动力电池领域，尤其从供需两端对国产三元电池产业给予大力扶持。我们预期本次电池目录实施后，国产三元电池企业有望迅速切入中高端新能源乘用车动力电池市场，在与外资电池企业的竞争中获得相对优势，成长空间被进一步打开。

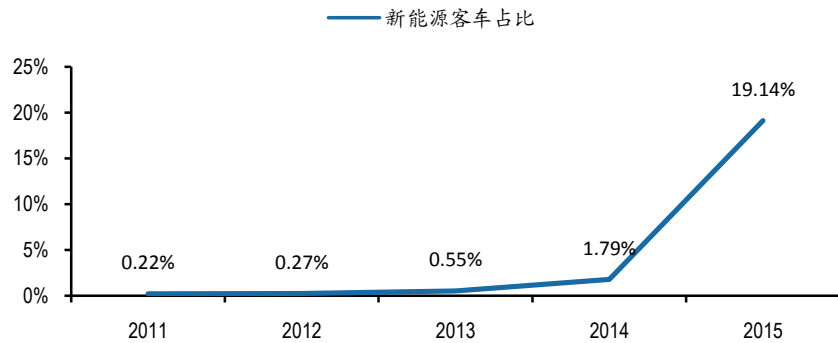
目录企业抢占先机。本次电池企业目录（第四批）预计将在6月内出台，同时第五批评审工作目录尚未明确时间表，我们预计第五批目录启动时间将根据前四批电池企业产能释放节奏与新能源电动车下游需求匹配程度决定；同时使用目录上电池企业的产品或将成为相关车型进入新版车型补贴目录（补贴政策调整后将出台）的必要条件，因此进入本次电池目录的企业将抢占先机，在新版补贴目录落地后率先放量，有望短期内迅速扩大市场份额。

2.2 补贴调整新规有望结构性利好三元电池路线

（1）新能源客车补贴大幅刺激行业发展，骗补或导致补贴退坡

优先发展公交系统以及推广新能源车是我国城市交通发展过程中的重要的一环，国家相继出台多轮新能源客车的补贴政策，大幅度高于其它车型补贴水准，受此影响，进入新能源客车领域的企业增加，产品增多，社会资本热度已经开始沸腾。传统客车增速持续放缓，但新能源客车开始发力，2015年产量攀升至占比19%。

图5: 我国新能源客车在客车中渗透率



数据来源: 汽车工业协会、广发证券发展研究中心

骗补导致补贴可能下降, 短期影响较大。2015年新能源汽车出现喷井式增长, 骗补问题浮出水面, 部分电动车厂和租赁运营公司, 以循环使用电池组装配整车方式, 以少充多, 骗取政府对新能源汽车的大量补贴。新版网传方案客车下调幅度好于前稿, 但预计销量仍将同比下滑。原网传方案: 按照1800元/度电标准补贴, 6-8米和8-10米的客车补贴额度下调近50%。新网传方案: 6-8米和8-10米的客车相对标准车的补贴倍数由现行的0.5/0.8倍下调至0.3/0.6倍。新版方案6-8米和8-10米的客车分别下调40%和25%, 好于此前预期。但新版网传方案已经打破原有不论是否有真实需求、仅靠补贴就可以赚取利润的商业模式, 因此我们预计2016年新能源客车销量将同比下滑约40%左右, 电池消费量下滑约35%。

表2: 我国电动客车补贴方案调整对比

	2016年现行政策	原网传方案	新版网传方案
补贴方案 (补贴上限/万元)	根据车长、续航、Ekg 补贴	按照1800元/度电标准 补贴, 6-8米和8-10米 的客车补贴额度下调近 50%	6-8米和8-10米的客车相对 标准车的补贴倍数由现行 的0.5/0.8倍下调至0.3/0.6 倍
6-8米	25	12	15
8-10米	40	22	30
10-12米	50	43	50

数据来源: 网络资料、广发证券发展研究中心

公交电动化势在必行, 助力新能源客车中长期的发展。机动车尾气是空气主要污染源, 而公交占显著比例, 为改善环境, 加快公交电动化成大势所趋。2015年发布的《关于完善城市公交车成品油价格补助政策, 加快新能源汽车推广应用的通知》是我国公交车纯电动化加快步伐的里程碑性标志; 株洲公交车已全部换成混合动力或纯电动车, 成首个实现公交自动化城市; 深圳巴士提出将于2016年更换3500台非电动公交车, 年底实现65%电动化率。

(2) 根据新版网传补贴方案, 吨百公里电耗调整, 利好轻型新能源乘用车

新能源乘用车方面, 原网传方案: 吨百公里电耗大于13kWh的纯电动乘用车不予补贴。新网传方案: 吨百公里电耗大于13kWh且续航里程不低于100km的纯电动乘用车, 仍可享受2.5万元/辆的补贴。新版网传方案取消吨百公里电耗13kWh的限制, 将对A00级及A0轿车形成实质性利好, 由于轻型新能源乘用车生产成本具备较

大弹性，因此我们认为众泰、吉利等企业的轻型乘用车有望通过调整售价迅速恢复销量。

表3: 我国新能源乘用车补贴方案调整对比

类型	里程数(公里)	2016 现行政策 (万元)	原网传方案	新版网传方案
纯电动乘用车	80 ≤ R < 150	—		
	100 ≤ R < 150	2.5		
	150 ≤ R < 250	4.5	吨百公里电耗大于	吨百公里电耗大于 13kWh
	R ≥ 250	5.5	13kWh 的纯电动乘用车不予补贴	且续航里程不低于 100km 的纯电动乘用车, 仍可享受
插电式混合动力乘用车(含增程式)	R ≥ 50	3		2.5 万元/辆的补贴
燃料电池乘用车	—	20		

数据来源: 网络资料、广发证券发展研究中心

(3) 预期新版补贴方案上限大幅提升, 专用车享政策红利

专用车方面, 原网传方案: 按照 1800 元/度电标准补贴, 补贴上限为 13 万元。新网传方案: 大幅提升补贴上限至 20 万元, 并根据带电量分级补贴, 50 度以下补贴 1800 元/度电, 50-100 度之间补贴 1500 元/度电, 100 度以上补贴 1000 元/度电; 同时对车型 Ekg 能耗和吨百公里电耗提出要求。新版网传方案不但明确了补贴上限, 且与原网传政策相比将补贴上限提升 50% 至 20 万元, 鼓励新能源专用车按需足量装配高性价比电池, 因此我们认为政策落地后, 新能源专用车将放量。

表 4: 我国新能源专用车补贴方案调整对比

专用车补贴	2016 年现行政策	原网传方案	新版网传方案
专用车	按照 1800 元/度电标准补贴	按照 1800 元/度电标准补贴, 补贴上限为 13 万元	大幅提升补贴上限至 20 万元, 并根据带电量分级补贴, 同时对车型 Ekg 能耗和吨百公里电耗提出要求: 50 度以下补贴 1800 元/度电 50-100 度之间补贴 1500 元/度电 100 度以上补贴 1000 元/度电

数据来源: 网络资料、广发证券发展研究中心

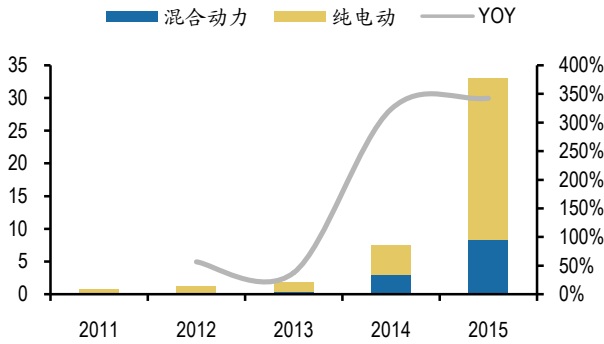
目前国产三元锂电池由于性能指标与日韩领先企业仍有较大差距, 短期内很难被 A 级以上新能源乘用车大批量应用, 因此 A00 级与 A0 级乘用车、专用车等仍将是国产三元锂电主要供货市场。我们认为新版网传方案对乘用车、专用车等新能源车型支持力度提升, 将利好国内三元锂电池生产企业。

2.3 国内新能源乘用车与物流车今年有望翻番增长

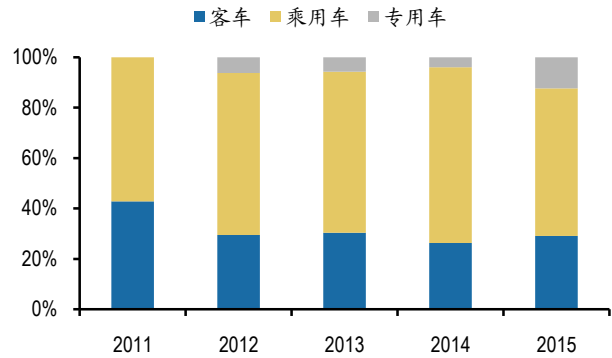
中央与地方扶持政策的持续加码, 从发放消费补贴到取消购置税, 从摇号限号新政到路桥费减免, 新能源汽车产业从消费侧到使用侧的支持政策已经逐步释放刺激需求, 使得新能源汽车产销量超出市场预期, 呈现爆发式增长趋势。2014 年与 2015 年销量以 320% 以上增速快速爆发, 而新能源汽车产量中乘用车占比高达 58%。

图6: 我国历年新能源汽车销量(万辆)

图7: 我国各类新能源汽车生产结构



数据来源：汽车工业协会、广发证券发展研究中心



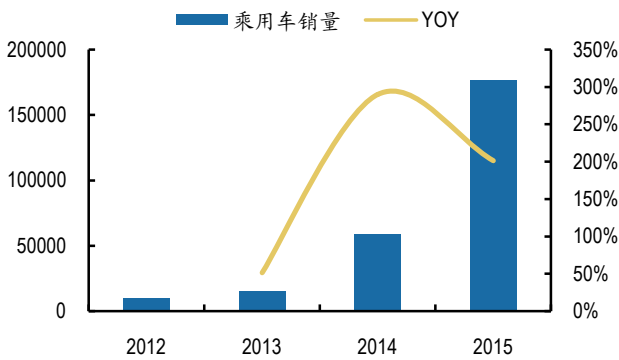
数据来源：汽车工业协会、广发证券发展研究中心

新能源汽车的路权优待受到国家层面支持，有望助推乘用车高速发展。4月18日公安部发布新能源汽车专用号牌征求意见，为更好促进新能源汽车发展，更好区分辨识新能源汽车，实施差异化交通管理政策，我国将启用新能源汽车专用号牌。预计新能源汽车全国范围内的不限行、减免路桥费、减免停车费等相关政策将陆续出台，刺激新能源乘用车消费需求放量。

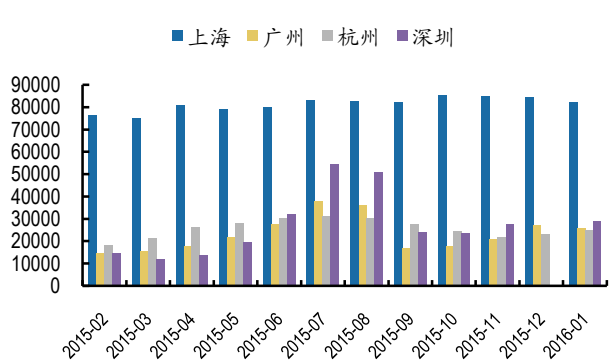
限购挤出效应推动新能源乘用车发展。国家对于新能源汽车扶持政策日益增多，不仅有资金补贴，还有购车前的单独摇号（甚至可以直接上牌），购车后的不限行等相关政策。目前我国大城市上牌难问题日益显著，北京2016年2月中签率低至0.15%，而上海车牌甚至出现比车价贵的情况，新能源汽车上牌优惠政策大大的推动了我国乘用车的快速崛起。

图8: 2012-2015年我国新能源乘用车销量（万辆）

图9: 各城市汽车牌照平均成交价（元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心



数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

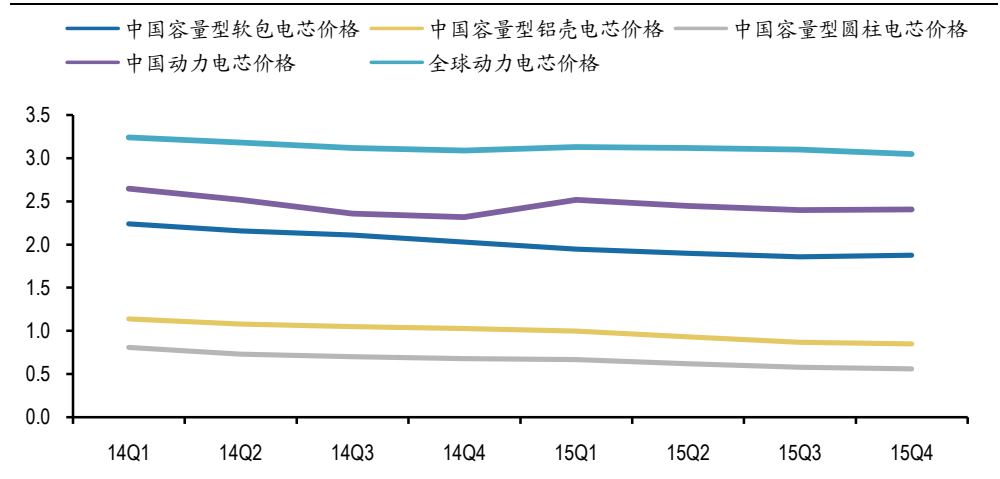
表5: 各地新能源汽车上牌政策

城市	上牌政策
深圳（超给力）	单独摇号，若申请数量<当期指标配额，直接配置。另外名下已有1辆登记小汽车可额外申请1个电动小汽车指标
上海、天津、西安、杭州、贵州（给力）	直接上牌
北京、广州（一般）	申请条件与普通指标条件一致，单独摇号，若申请数量<当期指标配额，直接配置。

数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

电芯价格不断下行，中长期刺激乘用车推广。随着技术水平不断提升，厂商规模不断扩大凸显规模效用，电池成本预计将持续降低，新能源乘用车成本随之下行，乘用车渗透率有望进一步提高。

图10: 容量型电芯价格 (元/Wh)



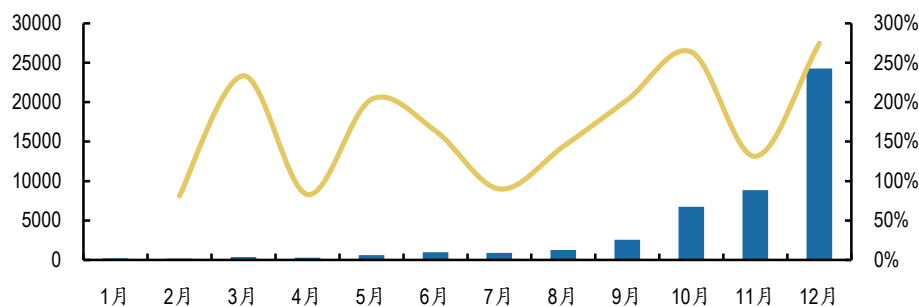
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

充电桩建设加速，出行便利。国家“十三五”规划提出480万充电桩及1.2万充换电站目标，国家电网不负众望，2016年电源项目第二次招标共5073套，开始加速扩张。

目前而言，虽然新能源客车骗补很严重，但电动乘用车技术要求较高，骗补情况不严重，此次政策调整预计对其影响不大。我们认为，短期内受一线城市限购挤出效应和A00和A0级车型在二、三线城市渗透的影响，中长期受电芯成本下行与充电桩建设加速的推动，预计2016年新能源乘用车销量有望翻番至40万辆左右。

专用车固定运行路线和里程是新能源专用车发展契机。①随着电商高速发展，特别是O2O的兴起，购物网站自营物流与传统物流企业的包裹数量都大幅增加，电动物流车中短途配送业务激增。②电动小三轮和摩托车管理混乱、安全性低等问题限制其在物流领域的广泛应用，新能源物流专用车凭借其安全性、灵活性、高效能和环保性有望逐渐取代电动小三轮车和摩托车，满足送货上门“最后一公里”的物流需要。③城市环卫领域，由于固废垃圾车和路面保洁车作业半径较小、线路固定，也很适合新能源环卫车推广。因此从去年下半年开始，新能源专用车开始快速增长。

图11: 2015年每月电动专用车产量 (辆)



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

电动物流车虽成本高，补贴后差别不大，而且运行维护成本低。以陕西通家“电牛1号”为例，补贴后车价5.28万元，15万公里的电费约1.05万元，维修费基本没有。普通燃油物流车购车费用5-6万，15万公里的燃油钱9万元，维修费1.5万元。此外，电动物流车还可以享受优惠通行（运营政策），如免停车费、过桥费。纯电动物流车将替代燃油物流车，进入高速发展期，未来几年有望迎来爆发式增长。

由于应用领域广泛，推广空间巨大，我们预计2016年专用车可实现销售量10万辆左右。

表6：电动物流车与燃油物流车成本对比（万元）

车型	购车成本	运行成本（15万公里）	维修成本	合计
电动物流车	5.28（补贴后）	1.05	0	6.33
燃油物流车	5.5	9	1.5	16

数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

2.4 三元电池替代趋势逐渐明朗，行业预计将供不应求

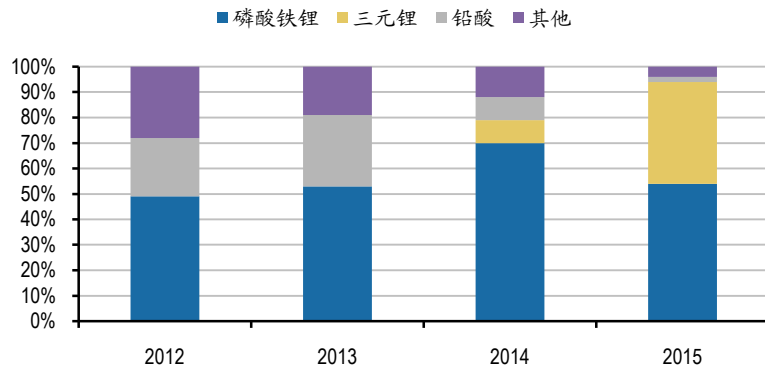
磷酸铁锂与三元锂电池性能优越，迅速抢占动力电池市场占比。三元锂电池和磷酸铁锂电池相比铅酸电池，能量密度、循环寿命等优势明显，使得其迅速抢占动力电池市场。2012年磷酸铁锂与三元锂电池在我国新能源汽车中仅占比49%，而至2015年占比高达94%，主要是三元锂电池占比提高了40%。

表 7：不同电池路线比较

正极材料	钴酸锂	锰酸锂	磷酸铁锂	镍钴锰酸锂(NCM)	镍钴铝酸锂(NCA)
材料成本	高	很低	较低	较高	较高
加工性能	最好	较差	最差	较好	较好
压实密度 (g/cm ³)	3.7-4.3	2.8-3.1	2.1-2.4	3.5-3.7	3.4-3.6
振实密度 (g/cm ³)	2.8-3.0	2.2-2.4	1.0-1.4	2.0-2.3	2.2-2.6
比容量 (mAh/g)	145	110-120	130	155	> 170
放电电压 (V)	2.7-4.3	2.7-4.3	2.5-3.8	2.7-4.3	2.5-4.3
电压平台 (V)	3.7	3.8	3.2	3.7	3.7
放电倍率 (1C/0.2C)	0.95	0.95	0.9	0.9	0.9
循环性能	≥ 300 次	≥ 500 次	≥ 2000 次	≥ 800 次	≥ 800 次
首次不可逆损失	5%	5%	15%	10%	10%
高温稳定性	180 度分解	> 180 度	600 度仍稳定	> 180 度	> 180 度
安全性	较差	好	优	较好	一般

数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

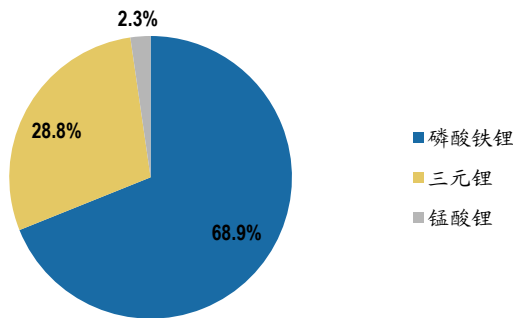
图12: 我国新能源汽车电池结构



数据来源: 汽车工业协会、广发证券发展研究中心

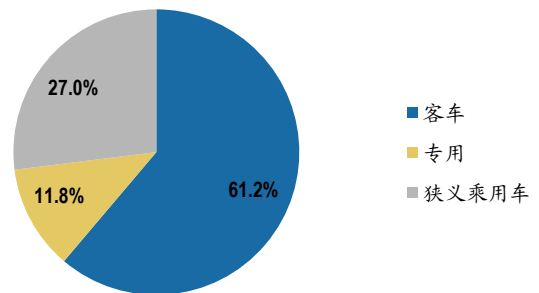
目前国内动力电池目前仍然是以磷酸铁锂为主。主要由于目前新能源汽车电池需求是以公共领域为主, 对电池的安全性能要求较高, 而磷酸铁锂电池的安全性能比三元电池高, 所以电动公交大巴和中巴车辆采用的多是磷酸铁锂动力电池。

图13: 2015年三元材料动力电池渗透率仍低



数据来源: 汽车工业协会、广发证券发展研究中心

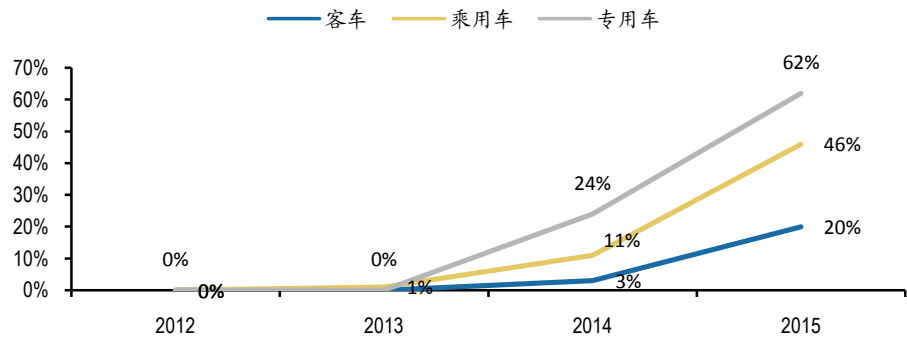
图14: 我国电动专用车生产结构 (万辆)



数据来源: 汽车工业协会、广发证券发展研究中心

三元高能量密度优势将凸显。虽然三元电池安全性相对磷酸铁锂电池较差, 而随着pack技术及BMS系统的升级, 安全性问题弊端将逐渐削弱, 比如Tesla models 采用的BMS系统带有多层绝缘隔离以及冷却液防护措施, 安全性能大幅提升。而三元电池相比磷酸铁锂电池具备高能量密度、高电压的优越性, 使得电动汽车有行驶距离远、电池质量轻的优势。随着国家技术标准对电池系统质量占比和电耗指标提出更严格要求, 高能量密度化和电池轻量化将是电池发展的未来方向。近年来国内外厂商虽然不断加码生产, 以三元材料为正极材料的锂电池趋势已十分明显。因此, 我们结构性看好三元材料动力电池。

图15: 三元电池在各类电动汽车中装机占比



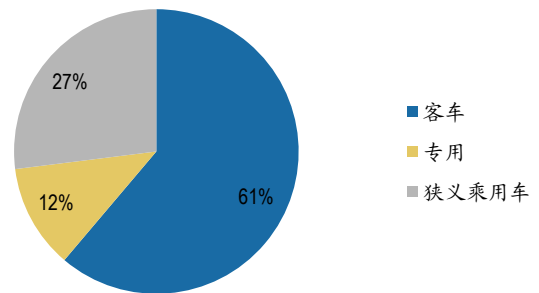
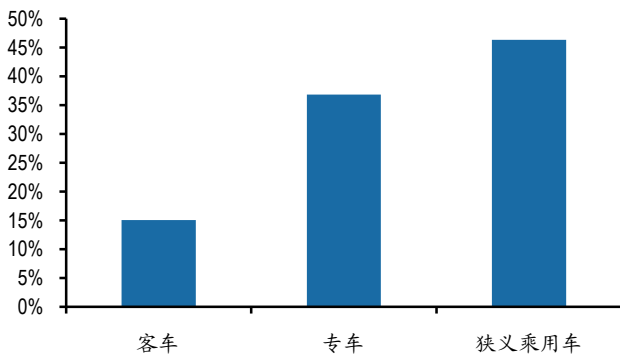
数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

Tesla示范效应带动三元电池发展。特斯拉以其优良的产品性能和创意设计成就新能源汽车行业龙头地位，带动新能源汽车高速发展的热潮，与此同时，特斯拉所用电池同时引领着动力电池发展方向。在特斯拉之前，各界对三元材料接受度较低，直到Model S车型上采用三元材料作为电池正极材料，这一技术才渐渐被认可。

乘用车、专用车放量，三元市场前景开阔。三元电池主要应用于乘用车与专用车，其渗透率分别达到46%和37%。随着2016年乘用车与专用车市场爆发，渗透率逐步提升，三元电池需求将大幅放量。

图16: 2015年三元锂电池渗透率

图17: 2015年新能源车电池消费结构

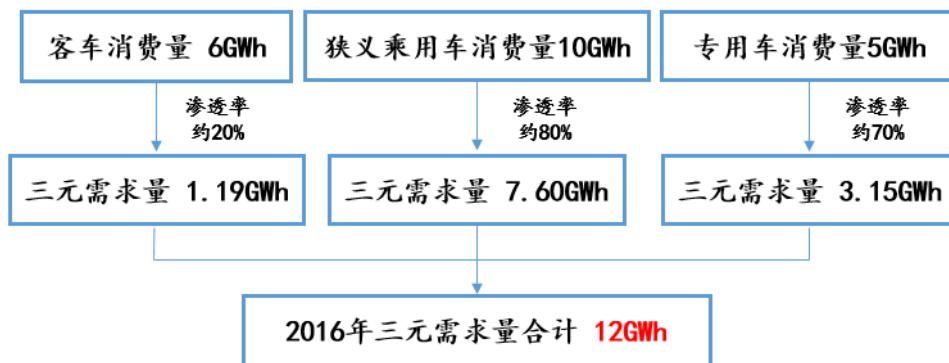


数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

2015年新能源车的电池消费量约为15.3GWh，其中客车占9.3GWh、专用车占1.8GWh、狭义乘用车4.1GWh。假设网传补贴调整政策落地，根据以上对新能源车销量的预测，我们认为客车消费量或将下滑35%至6GWh，狭义乘用车与专用车消费量将分别翻倍增至近10GWh和5GWh，2016年电池总需求量约为20GWh左右，同比增长约3成。2016年我们假设三元锂电池在狭义新能源乘用车中消费占比由46%提升至近80%，同时在客车中占比从15%略增至20%，专用车占比增至70%，则三元锂电总需求将增长至12GWh，较2015销量增长一倍以上。

图18: 2016年三元锂电池总需求测算



数据来源：广发证券发展研究中心

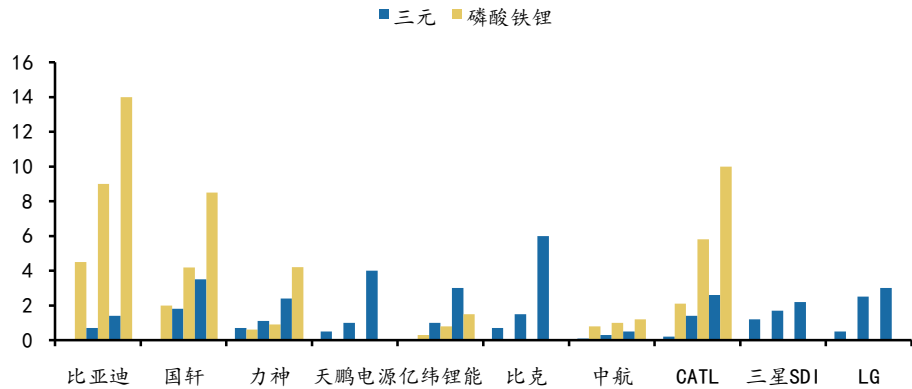
表 8: 2015-2016 年新能源车与电池需求测算表

狭义大类	电池类型	产量(万辆)		电池总量(GWh)		增速 E	
		2015	2015	2016E	2016E	汽车	电池
客车	磷酸铁锂	7.90	7.70	3.95	4.62	-50%	-40%
	三元锂	2.20	1.40	1.87	1.19	-15%	-15%
	锰酸锂	1.00	0.20	1.00	0.20	0%	0%
专用车	磷酸铁锂	3.00	1.10	3.60	1.32	20%	20%
	三元锂	1.30	0.70	5.85	3.15	350%	350%
	锰酸锂	0.30	0.10	0.30	0.10	0%	0%
狭义乘用车	磷酸铁锂	10.80	2.20	10.80	2.20	0%	0%
	三元锂	9.70	1.90	29.10	7.60	200%	300%
	锰酸锂	0.10	0.00	0.10	0.00	0%	0%
总计		36.30	15.30	56.57	20.38		
产品	客车	11.10	9.30	6.82	6.01	-39%	-35%
	专用车	4.70	1.80	9.75	4.57	107%	154%
	狭义乘用车	20.60	4.10	40.00	9.80	94%	139%
总计		36.40	15.20	56.57	20.38		34%
电池	磷酸铁锂	20.05	10.53	18.35	8.14	-8%	-23%
	三元锂	14.92	4.40	36.82	11.94	147%	171%
	锰酸锂	1.45	0.35	1.40	0.30	-3%	-14%
总计		36.42	15.28	56.57	20.38		

数据来源：广发证券发展研究中心

国内三元电池企业扩产相对滞后，产能整体不足。这主要是因市场对三元安全性关注度高，成品的出厂测试普遍需更长时间，同时国内企业在产能设计之初考虑到市场需要较长时间培养，同时此前政策对三元技术路线不明朗，因此目前国内电池企业产能仍然集中于磷酸铁锂路线，多数企业仅有少量三元生产线处于生产状态，更多为技术储备，实际三元产能及扩产进度普遍低于预期，三元供应链环节稍微滞后于市场需求的爆发式增长。因此，随着下游乘用车与专用车需求放量，预计三元电池行业将出现供不应求，从而带动三元产业链景气向上。

图 19: 2015 年-2017 年车用动力锂电池企业产能情况及预测 (GWh)

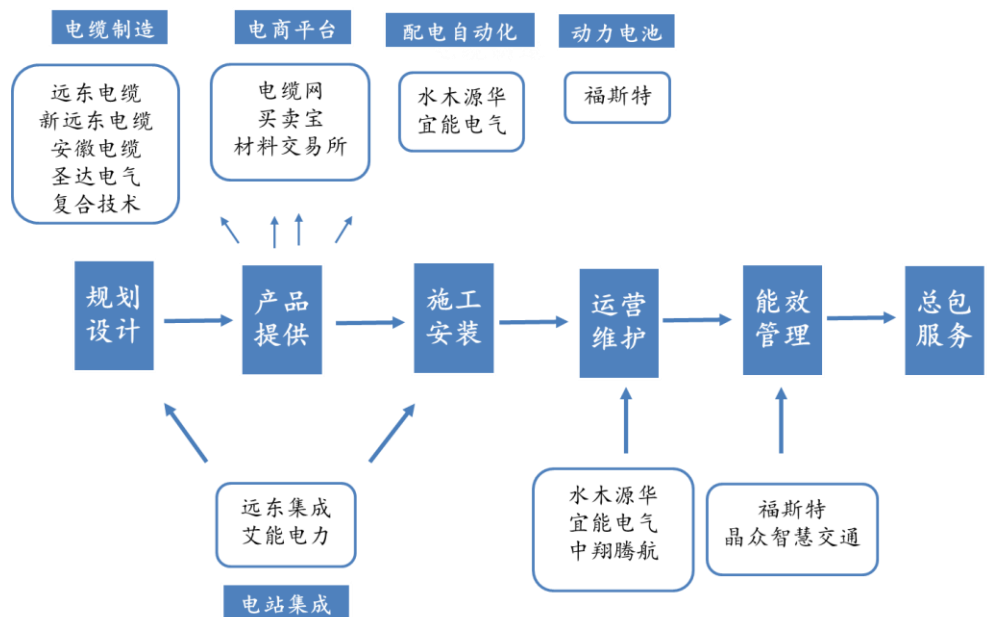


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

三、切入三元电池，搭建能源互联网平台型公司

经过一系列外延并购，目前公司“智慧能源、智慧城市”的转型布局已经初具规模。**电线电缆方面**，公司在传统电缆业务之外收购安徽电缆涉足核级电缆业务，收购圣达电气进入高铁交通电缆业务，并且设立远东新材料发展线缆上游应用型新材料，另外开辟电缆电商成立“一网两平台”（电缆网、买卖宝电商平台和远东材料交易中心）拓展销售渠道；**配电端方面**，公司先后收购水木源华和宜能电气，从智能电网设备切入能源互联网；**发电端方面**，公司收购艾能电力、设立远东集成进军电力设计及电站集成领域；同时，公司去年收购锂电龙头企业福斯特，把握新能源汽车行业**三元动力电池**风口，放大公司向上业绩弹性。

图20: 公司智慧能源产业链布局



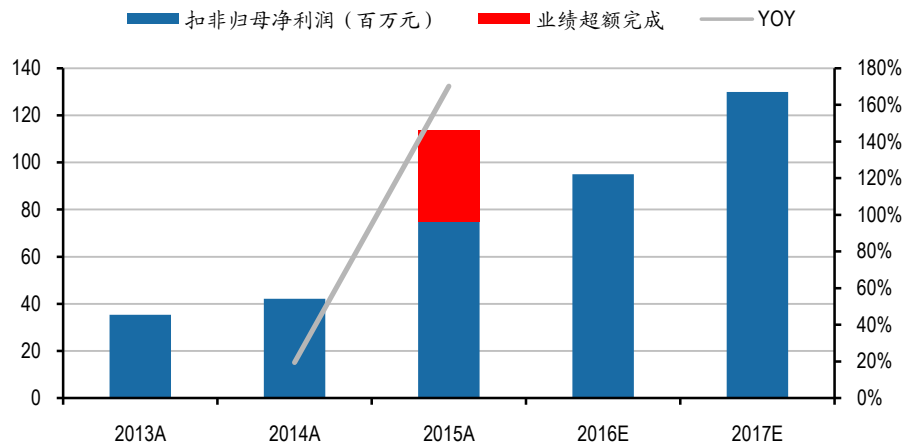
数据来源: 广发证券发展研究中心

3.1 收购福斯特，积极拓展动力电池领域

通过全资收购福斯特，公司切入高景气度的新能源汽车动力电池领域，布局新能源汽车与储能领域。2015年7月公司公告非公开发行预案，拟以发行股份及支付现金相结合的方式，作价12亿元向蔡道国、颜秋娥及蔡强等三名交易对手购买福斯特集团100%股权，同时以7.58元/股发行股份募集配套资金。2015年11月非公开发行顺利通过证监会核准。公司通过增资方式用于福斯特“增至6.5万组动力及储能锂电池”项目，有助于福斯特加速产能扩张，抢先受益三元电池风口。

承诺方蔡道国等人承诺福斯特2015年、2016年和2017年的扣非归母净利润将分别不低于7500万元、9500万元、13000万元。2015年福斯特实现净利润1.14亿元，超过承诺业绩50%以上，随着产能扩厂与需求放量，预计未来两年将大概率超额完成业绩承诺。

图21：收购福斯特业绩承诺（百万元）



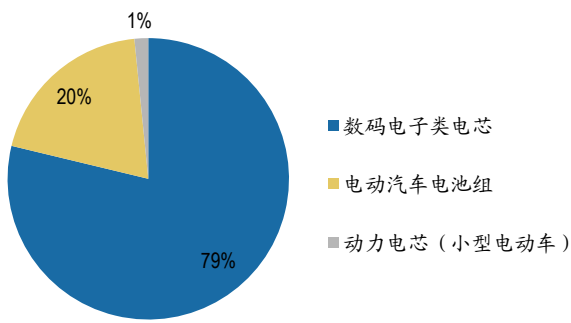
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

福斯特是国内最大18650电池企业，日产能达100万只锂离子电池，规模仅次于韩国三星和日本松下，全球排名第三，国内、外市场占有率名列前茅，具有广阔的市场前景。

福斯特原名为“江西省福斯特新能源有限公司”，成立于2009年7月29日，由自然人蔡道国、陈英与王明霞出资设立，位于江西省宜春市经济开发区。被公司收购后2015年12月更名“远东福斯特新能源有限公司”。福斯特旗下拥有江西省福能动力电池协同创新有限公司、东莞福能新能源有限公司和株洲市弘强能源有限公司等3家境内控股子公司。

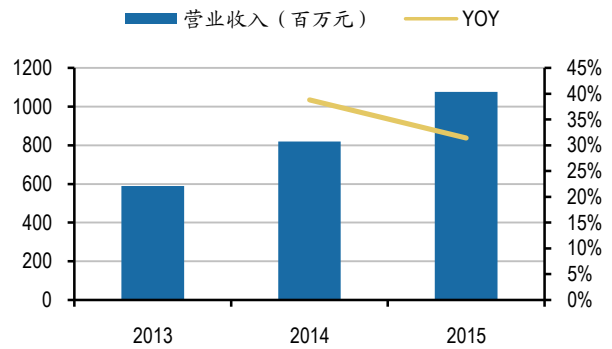
未来福斯特将调整产品结构，缩减消费类电池产量，将主要资源集中到动力电池的研发和生产上。

图22: 福斯特2015年收入构成



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

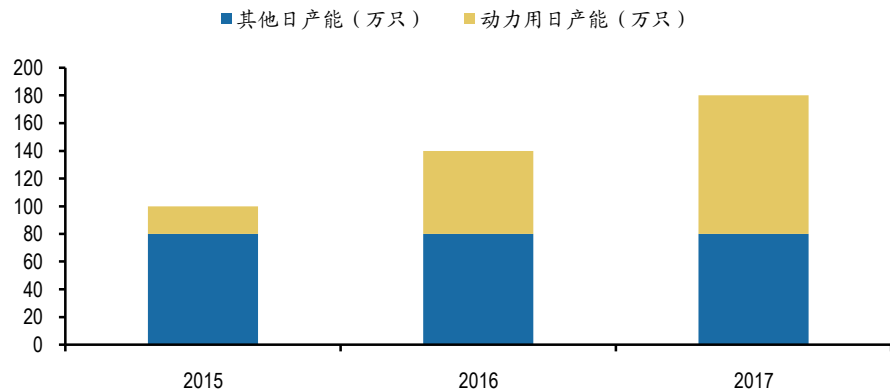
图23: 福斯特历年营业收入 (百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

目前福斯特拥有日产100万只锂电池产能, 同时公司去年从韩国引入20万只/天的动力电池生产线, 且今年下半年还拟引入第二条20万只/天的动力电池生产线, 预计今年年底总共日产能可达到140万只, 其中动力用60万只, 明年底有望继续扩产至180万只/天的锂电池产能, 其中动力用电池有望继续扩产增至100万只。

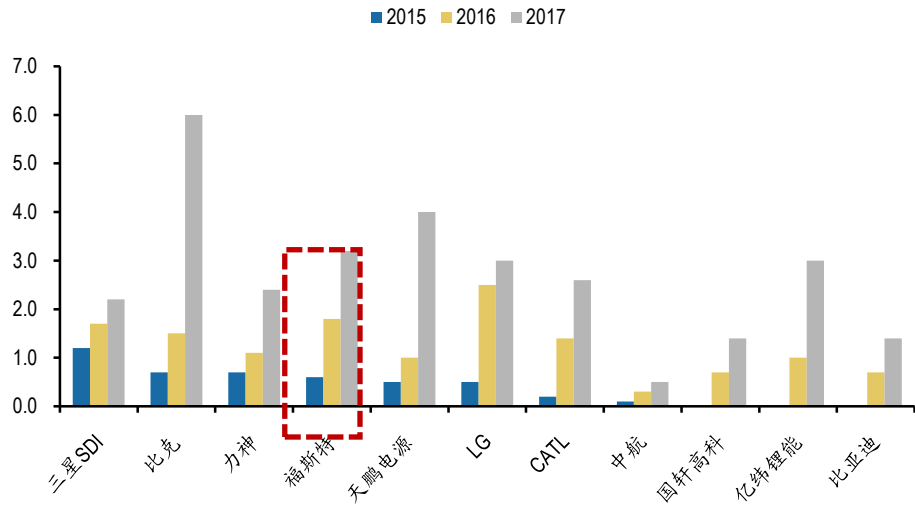
图24: 福斯特产能投进计划



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

加速投进三元产能, 率先受益下游需求爆发。相比于行业内其他三元锂电池企业, 福斯特目前拥有车用日产能20万只, 约合0.6GWh, 处于国内电池企业领先地位, 预计2016年、2017年可达到1.8GWh和3.2GWh, 投产进度显著快于国内同类企业, 预计产能完全释放后福斯特仍然将保持三元锂电池行业的龙头地位, 充分受益三元产业链爆发。

图 25: 2015 年-2017 年车用三元锂电池企业产能情况及预测 (GWh)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

福斯特客户质量有保障, 客户基础稳步拓展。福斯特2015年实现动力电池产量7086套、销量6702套, 与福斯特合作的车厂主要有众泰、莱特、凯马、陕汽、江铃五家, 同时正与国内多家知名车厂处于技术洽谈阶段。其中众泰新能源汽车国内规模仅次于比亚迪, 位列国内自主品牌排名第二; 江铃集团在全国商用车市场的占有率达到6.83%, 排名全国商用车企业第5位。**基于其国内市场地位和产品品质, 预计福斯特有较大概率进入第四批电池目录。**

图 26: 福斯特目前已签订供货合同的客户



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

因此, 我们预计国内乘用车与物流车爆发式增长将导致国内三元电池产能供不应求。远东福斯特作为锂电池龙头企业, 将加速三元锂产能投放。**公司以外延并购福斯特切入三元锂动力电池, 抢先受益三元产业链景气向上, 放大公司业绩弹性。**

3.2 配网及电力设计稳步发展, 并积极探索能源互联网

电改的推进和深化有助于推动建立能源互联网体系, 提升能源的生产使用效率。2014年公司明确了“智慧能源、智慧城市系统服务商”和“以全球电工电气垂直电

商、供应链金融为核心的互联网+”的战略转型定位，通过控股艾能电力和水电源华介入发电端和配电端，打通从原材料端到制造端、再到最终用户端的智慧能源全产业链，积极探索能源互联网的发展机遇。

(1) 收购水电源华进入能源项目智能运维，完善配电端布局

公司由传统电线电缆制造商转型至智慧能源、智慧城市系统服务商，率先选择以配电端作为切入口，目标打通规划设计-产品供应-施工安装-能源管控的全价值链，搭建能源互联网平台型公司。

公司2014年6月以2.85亿元收购北京水电源华电气股份有限公司3060万股（51%），介入能源项目智能运维领域，完成向配电端的延伸，快速建立起一、二次设备领域的协同效应，为公司全球能源管理专家的战略布局奠定基础。

表 9: 水电源华主要财务数据（百万元）

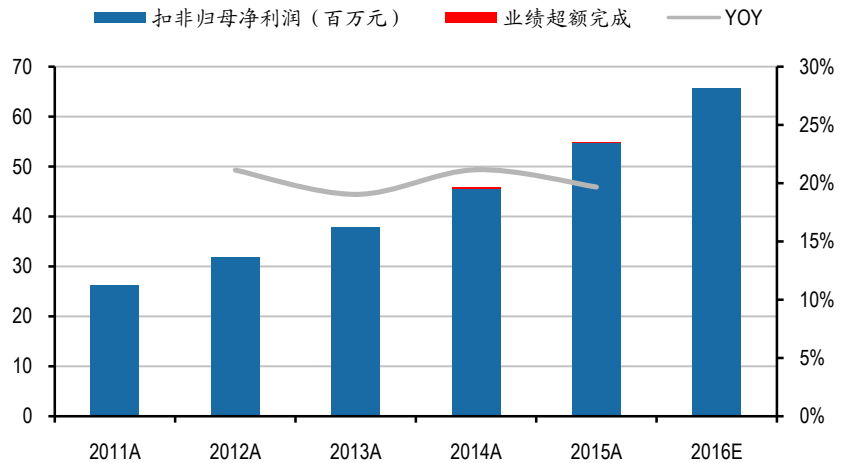
	2011 年	2012 年	2013 年
流动资产	92.75	112.61	163.15
固定资产净值	1.52	1.44	0.92
资产总额	96.48	115.86	176.08
负债总额	37.40	29.19	51.58
净资产	59.07	86.66	124.50
主营业务收入	67.65	93.42	106.47
营业利润	21.24	31.81	35.59
利润总额	25.65	36.26	42.56
净利润	26.24	31.78	37.84

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

水电源华致力于智能电网中电网监测设备和电能质量设备两大类产品，具备十多年智能输配电故障检测产品的开发、推广和挂网运行经验，拥有近100项国家专利，其研发的定位系统拥有“大数据比对分析”和“辅助信号源”双重技术保障，是国内一流的智能电网设备提供商。并购完成后，水电源华利用远东平台优势，有望智能配电自动化设备的发展机遇。

水电源华前实际控制人吕强与管理层股东共同承诺标的公司2014年至2016年度净利润分别不低于4560万元、5472万元和6570万元。从实际利润完成度来看，水电源华2014年和2015年均兑现业绩承诺，稳步推进配电端智能设备的业务发展。为进一步加强配电端智能设备的布局，提高受益比例，公司先后对水电源华增资，目前控股比例达到70%。

图 27: 收购水电源华业绩承诺（百万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2015年9月公司配电领域继水木源华后再下一城，以总计5112万元价款收购江苏卡欧宜能电气有限公司60%股权，进入成套电力设备领域。

表 10: 宜能电气主要财务数据 (百万元)

	2014 年	2015 年 1-6 月
资产总额	161.49	157.94
负债总额	101.91	106.10
净资产	59.59	51.84
营业收入	108.06	45.85
净利润	-4.36	-5.75

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

宜能电气从事于配网端环网柜、配电柜等的研发、生产与销售，具备丰富的行业经验和技術储备，拥有6项国家专利，21种产品通过了国家强制性产品认证。业绩承诺2015年至2017年净利润分别不低于750万元、1000万元、1350万元。由于市场需求萎缩，宜能电气产能产品相对单一，并且未能与上市公司充分整合资源发挥协同效应，2015年实现利润未能完成承诺额度。未来宜能电气将准备获取ABB、施耐德、西门子业内龙头企业的品牌授权，积极开拓新业务，与上市公司整合并拓展销售渠道。

(2) 收购艾能电力进入发电端，电站EPC市场逐步打开

布局配电端同一时间，公司先后通过外延（收购艾能电力）和内生（设立远东集成）的方式全面开展新能源电站业务，并且迈过从零到一的门槛斩获EPC大额订单，市场空间逐渐扩展，公司从发电端介入把握能源互联网机会已经初具成效。

2014年6月公司以币1.8亿元对价收购上海艾能电力工程有限公司51%股权，正式进入发电端电力设计领域，实现公司“全球能效管理专家”战略目标。上海艾能电力具有电力行业（送电工程、变电工程）专业甲级以及电力行业乙级资质，将使公司从电线电缆供应商转变为国内外客户提供设计、制造、施工安装、咨询、能源和能效管理的系统集成服务供应商。

同时，艾能电力在天然气分布式发电、光伏与光热发电、生物质与垃圾发电、风力发电等领域均具有较强的技术力量，特别在天然气分布式及光伏领域具有较强的竞争力，公司将利用其作为平台进军新能源分布式发电EPC市场。

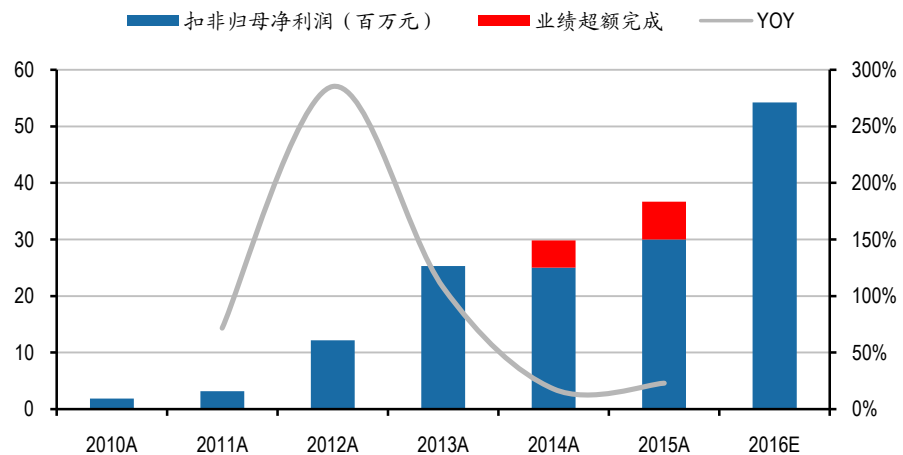
表 11: 艾能电力主要财务数据 (百万元)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额	11.86	15.68	29.37	78.98
负债总额	4.15	1.80	10.14	30.47
净资产	7.72	13.87	19.22	48.51
营业收入	40.14	56.35	61.97	86.50
利润总额	1.84	3.86	14.40	29.13
净利润	1.84	3.16	12.18	25.29

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

经各方同意, 原艾能电力实际控制人朱柯丁承诺调整后标的公司2014年、2015年和2016年承诺净利润不得低于2500万元、3000万元和5420万元。根据2014年与2015年利润完成情况, 艾能电力均超额完成, 并且符合净利润增速不低于20%的承诺, 为公司带来稳定业绩增长。

图 28: 收购艾能电力业绩承诺 (百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2015年1月公司再次以7437万元对艾能电力增资, 完成后控股比例达70%。公司2015年开始重点发展EPC业务, 转型“清洁能源与智能电网总体解决方案服务商”, 进入售电领域。

2015年8月艾能电力与立明节能环保(江苏)有限公司组成联合体共同承接榆阳生态农(牧)业及清洁能源生产一体化综合示范项目30MWp光伏发电项目EPC订单, 合同总价达2.56亿元, 建设期3个月。这是公司首次作为总承包商为客户提供系统性一揽子解决服务方案, 标志着公司智慧能源全产业链布局已经具备落地实施能力, 电站EPC市场有望逐步打开。

2016年1月公司出资5500万元, 与深圳市前海鼎正汇联股权投资企业(有限合伙)、深圳市首席融汇投资管理有限公司、自然人安建彬共同设立远东集成科技有限公司, 持股比例55%, 公司开始全面切入新能源电站领域。

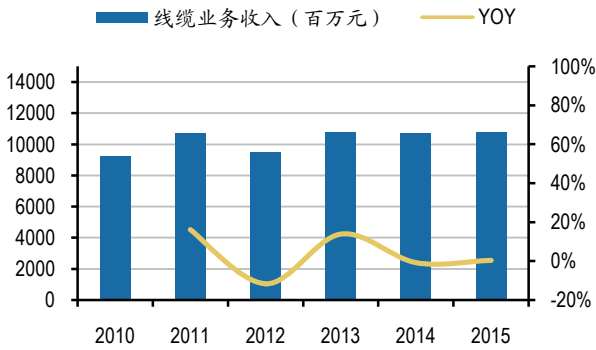
3.3 买卖宝电商平台与电缆制造业协同, 构筑业绩基石

(1) 深入细分领域、整合产业链, 巩固公司线缆领先地位

相比于高增长、高份额的三元动力电池“明星业务”(福斯特), 公司电线电缆

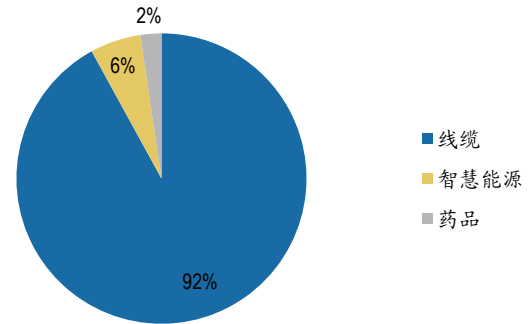
缆业务是典型的“现金牛业务”，将为公司提供稳定的现金流，支撑公司集中资源扩产三元动力电池并且探索能源互联网新模式。2015年，公司线缆业务实现营业收入107.46亿元，占公司营业总收入的90%以上。

图29：公司线缆业务收入（百万元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

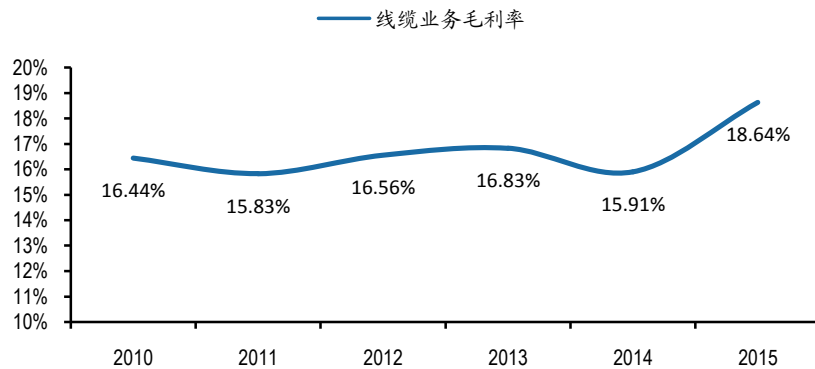
图30：公司主营业务构成



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司以电线电缆制造业起家，经过多年外延式扩张，快速切入核级电缆、交通电缆等细分领域。2012年9月收购安徽电缆股份有限公司65%的股份，凭借安徽电缆现有的核级电缆业绩与资质快速契入国内核电领域；同月公司收购泰兴市圣达铜业有限公司60%的股份，得益于圣达先进的技术和稳定、可靠的产品质量，在生产加工各种无氧铜制品及铜合金和异型铜材领域获得较强的品牌影响力，强势进军交通电缆业，2016年4月更名为“圣达电气有限公司”。通过不断进入线缆细分领域，产品毛利率有望不断提高。

图31：公司线缆业务毛利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

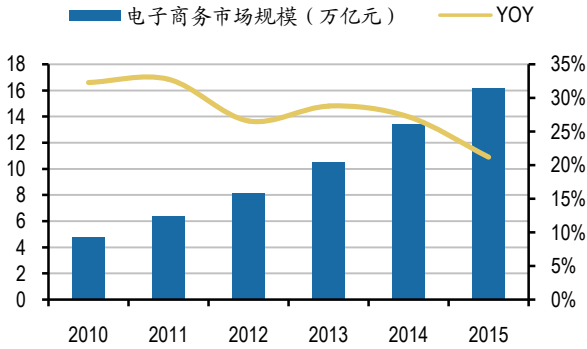
2015年7月安徽电缆与中国核电工程有限公司联合研制华龙一号1E级严酷环境下电缆制造技术，安徽电缆成为国内唯一一家通过“华龙一号严酷环境”下核电电缆鉴定的企业。随着公司在线缆细分领域的布局逐步得到认可，市场有望逐渐打开，为传统业务贡献新增长点。

同时为维持在电线电缆行业的领先地位，公司开始向上游产业链延伸，构筑竞争护城河。2015年9月公司与远江投资管理（常州）有限公司合作成立联营公司爱普高分子技术宜兴有限公司，公司持股41.25%，涉足产业上游的电缆用绝缘橡塑材料；2016年1月公司出资设立远东新材料有限公司，开始发展线缆上游相关应用型材料。

(2) 结合电商B2B，不断开拓线缆渠道

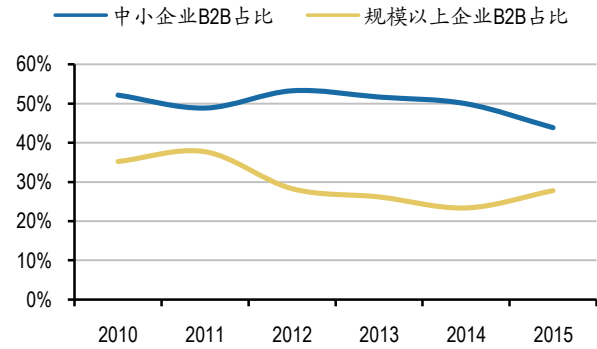
为了刺激线下传统线缆业务的发展，今年来公司把握移动互联网时代的新机遇，开始探索线上业务，积极转型电子商务。截止2015年，我国电商交易规模已达16.2万亿元。随着“互联网+”概念的提出，移动互联网、云计算、大数据、物联网等开始与现代制造业结合，垂直型电商平台异军突起。克服综合型平台“大而全”的弊端，垂直型平台深耕单一产业或行业，更易于打造产业O2O闭环和供应链金融。公司立足于线缆优势行业，打造垂直型B2B平台，精准把握细分市场客户需求。

图32: 我国电子商务市场规模(万亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图33: 我国电子商务B2B占比

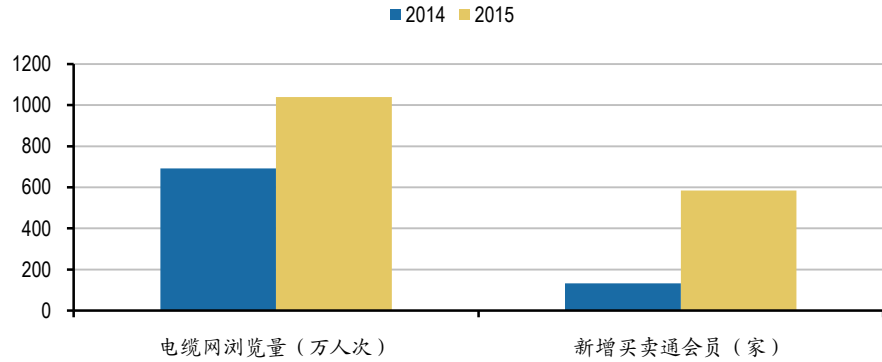


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

买卖宝电商平台即为公司2010年开始打造的垂直型电商平台，和电缆网、远东材料交易中心合称为公司的“一网两平台”。“一网两平台”的三大业务，致力于解决电工电气行业在原料采购及产品交易两端长期存在的信息不对称、价格不透明、采购成本高、质量状况忧、库存难管理、厂商融资难及账期过长等问题，深度整合互联网和现代制造业。

- 买卖宝为电工电气电子商务平台，以B2B电子商务交易的模式从事短断电缆、特种电线电缆、电缆原材料、电缆附件及电缆设备等的网上交易；
- 远东材料交易中心定位为“全球最大材料交易所”，是目前业内唯一的实时在线电工电气原材料现款现货交易平台；
- 电缆网则提供具有影响力的行业资讯，是前两个交易平台的流量入口，有效汇聚行业人气，推动平台交易。2015年浏览量超过1040万人次(+50.18%)，新增买卖通会员585家(+343%)，交易量同比增加50.69%

图34: 电缆网有望不断推动平台交易



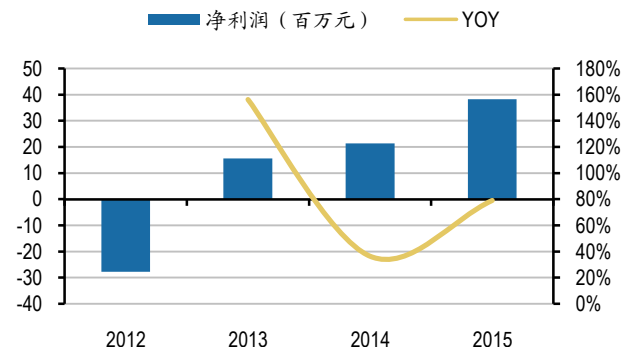
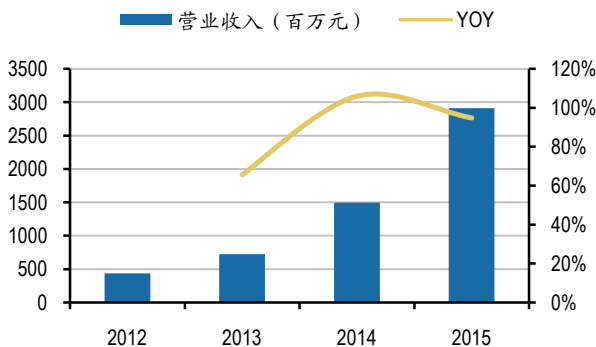
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

另外,公司2015年2月以1000万元入股北京随时融网络技术有限公司20%比例,随时融拥有由国际知名投行美银美林及知名第三方支付公司快钱、盛付通前高级管理人员组成的创业团队。公司将进一步完善电商平台以及整体战略布局,凭借随时融金融服务平台,建立大宗商品和智能电工电气电商平台的信息流、物流和资金流的生态圈,实现供应链产销网的有效协同。

经过五年扩张,买卖宝成为具有产业支撑的全球电工电气垂直电商平台,实现了线上从原材料端到制造端、再到最终用户端的全产业链商业模式,已成为公司业绩基石。买卖宝近年来净利润CAGR达到70%以上,为公司提供稳定收益。

图35: 买卖宝主营收入 (百万元)

图36: 买卖宝净利润 (百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

四、坚定看好三元趋势性大方向, 给予买入评级

公司再度转型,通过并购国内锂电龙头福斯特集团切入三元电池领域,抢先受益新能源乘用车与物流车放量带动的三元产业链爆发。预计公司2016-2018年EPS为0.33、0.43和0.50元/股,给予买入评级。

风险提示

产能投产进度不达预期；新能源汽车销量不达预期