国轩高科(002074.SZ)

【联讯汽车公司点评】签订 13.3 亿大订单，巩固动力电池龙头地位

2017 年 03 月 03 日

买入(首次评级)

当前价：	31.28 元
目标价：	41.28 元

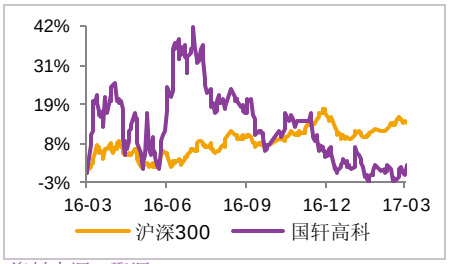
汽车及零部件行业研究组

分析师：王凤华
执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：宋韶灵
电话：133-8106-6038
邮箱：songshaoling@lxsec.com

联系人：徐昊
电话：186-0016-3976
邮箱：xuhao@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

亿元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	27.45	47.58	83.34	99.85
（+/-）	210%	73%	75%	20%
净利润	5.9	10.4	15.0	16.6
（+/-）	1453%	78%	44%	11%
EPS(元)	0.40	1.19	1.72	1.91
P/E	93.5	26.3	18.1	16.4

资料来源：联讯证券研究院

投资要点

事件：公司与中通客车签署《2017 年动力电池采购合同》

公司 3 月 1 日晚间公告，全资子公司合肥国轩与中通客车于 2017 年 2 月 27 日签署《2017 年动力电池采购合同》，中通客车拟向合肥国轩采购 5700 套动力电池组，合同总金额 132,853.76 万元，占公司 2015 年度经审计营业收入的 48.39%。

点评：

✧ 与中通再签大订单，龙头地位继续巩固

中通客车是公司最重要的客户之一，2016 年中通客车以 10.37 亿元向合肥国轩采购 6000 套动力电池组，此次以 13.29 亿元再次向合肥国轩采购 5700 套动力电池组，一方面表明中通客车对公司动力电池组的认可，另一方面也表明双方的战略合作不断加强。

公司于 2015 年跻身动力锂离子电池第一梯队，2016 年出货量约为 2GWh，市场排名第四。公司重点客户中通客车在新能源客车领域具有多年的产品和技术积累，是“节能与新能源客车领导者”。公司与中通客车的再度合作有助于进一步巩固公司在动力电池行业的龙头地位。

✧ 动力电池产能持续扩张，有望在 2017 年进一步放量

截至 2016 年底，公司动力电池产能合计约 5.5 GWh，其中磷酸铁锂电池 3.5 GWh，三元电池 2 GWh。南京二期 1GWh 工厂及唐山一期 1GWh 工厂预计 2017 年年中投产，加上原生产线升级改造，届时公司将拥有 8GWh 动力电池产能。公司在不断扩张产能的同时，保持与中通客车、金龙客车、安凯客车等客车企业良好合作，推动磷酸铁锂电池出货量的持续增长。此外，公司加强与北汽新能源、奇瑞汽车、上汽集团等乘用车企业战略合作，有望带动公司三元电池出货增量，为公司带来新的业绩增长点。

✧ 加速打通动力锂离子电池全产业链，为高利润再添保障

公司抓住新能源汽车爆发式增长的机遇，深化锂离子电池产业链布局，上游与星源材质合资建设的锂电池隔膜生产基地，自建的三元正极材料产线预计 2017 年投产，下游持股北汽新能源 3.75%股权加强战略合作。此外，公司拟非公开发行股票募集资金总额不超过 36 亿元用于锂离子电池产能、高镍三元正极材料、硅基负极材料、新能源汽车充电设施及零部件等项目建设，加速打通新能源汽车全产业链，从而在扩大市场份额的同时，仍能够保持较高的利润率，增强公司核心竞争力。

✧ 盈利预测与估值

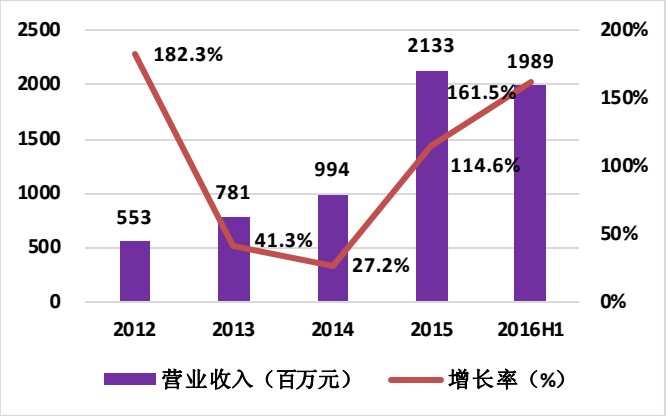
我们预测 2016、2017、2018 年营业收入分别为 47.58 亿元、83.34 亿元和

99.85 亿元，归属母公司净利润分别为 10.40 亿元、15.03 亿元和 16.61 亿元，EPS 分别为 1.19 元、1.72 元和 1.91 元，公司当前股价（按 3 月 2 日收盘价）为 31.28 元，对应 2016、2017、2018 年 PE 分别为 26.30 倍、18.14 倍和 16.42 倍。首次覆盖，参考可比公司估值（见图表 4），本着审慎原则，给予公司 2017 年 24 倍 PE，目标价为 41.28 元，上涨空间 32%，给予买入评级。

✧ 风险提示

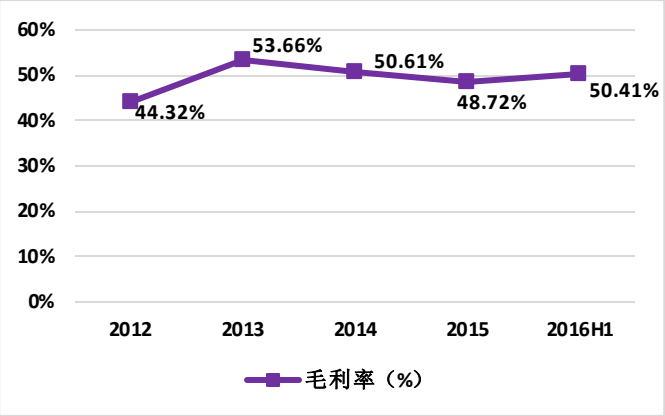
动力电池出货量不及预期，新能源汽车销量不及预期。

图表1： 公司锂离子电池组历年收入



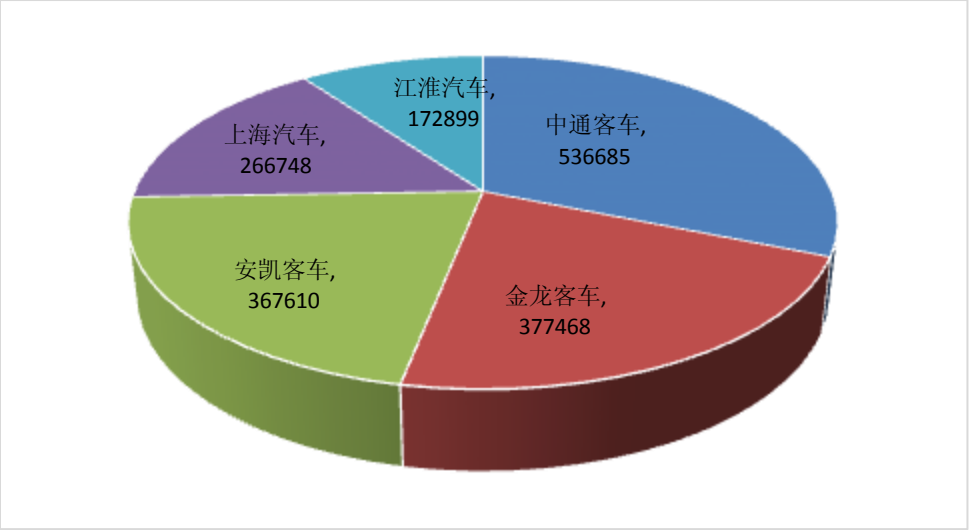
资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表2： 公司锂离子电池组毛利率



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表3： 2016 年公司电池组前五大客户及出货量（单位：kWh）



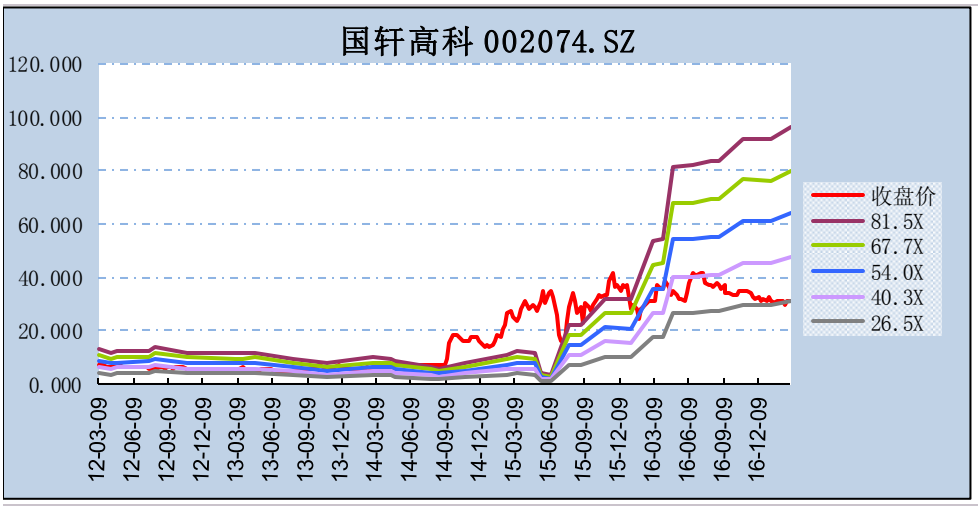
资料来源：节能与新能源汽车网，联讯证券

图表4： 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值(亿元)	PE		
				2016E	2017E	2018E
300014.SZ	亿纬锂能	33.35	142	57.6	32.3	22.7
300116.SZ	坚瑞沃能	18.05	220	56.8	21.8	16.9
002190.SZ	成飞集成	33.63	116	83.5	35.5	24.8
601311.SH	骆驼股份	16.37	139	22.7	16.7	13.9
600869.SH	智慧能源	7.87	175	30.8	23.6	18.9
	平均			55.2	26.0	19.4
002074.SZ	国轩高科	31.28	275	24.9	18.4	14.5

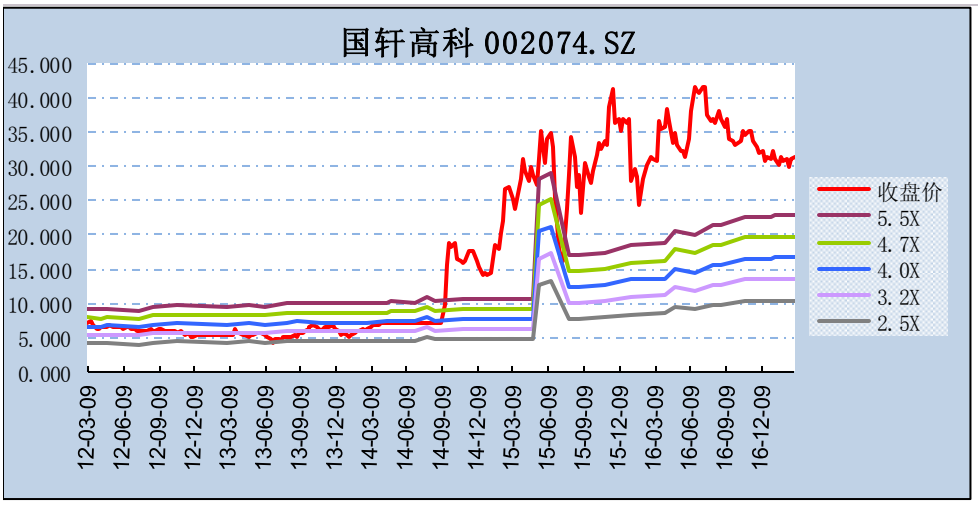
资料来源： wind 资讯，联讯证券,股价和市值参考日期为 2017-03-02

图表5： 公司 P/E Band 图



资料来源：Wind 资讯，联讯证券

图表6： 公司 P/B Band 图



资料来源：wind 资讯，联讯证券

附录：公司财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,556	5,695	8,258	10,735
货币资金	2,011	2,223	3,837	5,754
应收账款	1,402	2,141	3,105	3,415
其它应收款	63	81	97	107
预付账款	64	100	150	165
存货	489	631	757	833
其他	527	519	312	461
非流动资产	2,157	4,544	5,453	5,999
长期股权投资	0	136	150	165
固定资产	1,220	1,450	2,030	2,436
无形资产	226	400	500	575
其他	711	2,558	2,774	2,823
资产总计	6,713	10,239	13,711	16,734
流动负债	2,745	3,978	5,172	5,689
短期借款	344	619	867	954
应付账款	923	1,661	2,325	2,558
其他	1,478	1,698	1,979	2,177
非流动负债	927	2,316	2,896	3,185
长期借款	148	666	899	989
其他	779	1,650	1,997	2,196
负债合计	3,671	6,295	8,067	8,874
少数股东权益	26	30	36	40
归属母公司股东权益	3,016	3,914	5,607	7,820
负债和股东权益	6,713	10,239	13,711	16,734

利润表	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,745	4,758	8,334	9,985
营业成本	1,499	2,507	4,760	5,864
营业税金及附加	26	44	78	93
销售费用	210	385	674	808
管理费用	272	572	1,002	1,200
财务费用	22	43	75	90
资产减值损失	80	107	155	171
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	-1	20	20
营业利润	638	1,099	1,609	1,779
营业外收入	47	88	106	116
营业外支出	5	7	8	9
利润总额	680	1,180	1,707	1,886
所得税	93	136	196	217
净利润	587	1,044	1,510	1,669
少数股东损益	3	5	7	8
归属母公司净利润	585	1,039	1,503	1,661
EBITDA	731	1,209	1,752	1,943

现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	520	900	1,440	1,657
净利润	587	1,044	1,510	1,669
折旧摊销	68	110	143	164
财务费用	22	43	75	90
投资损失	-2	1	-20	-20
营运资金变动	1,732	-95	1,369	1,960
其它	-1,886	-203	-1,637	-2,207
投资活动现金流	-500	-1,998	-1,399	-1,469
资本支出	558	1,060	1,484	1,632
长期投资	0	0	0	0
其他	58	-938	85	164
筹资活动现金流	1,110	1,310	1,572	1,730
短期借款	344	619	867	954
长期借款	148	666	899	989
其他	618	25	-194	-213
现金净增加额	1,131	212	1,614	1,917

主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	210%	73%	75%	20%
营业利润	1523%	72%	46%	11%
归属母公司净利润	1453%	78%	45%	11%
获利能力				
毛利率	45%	47%	43%	41%
净利率	21%	22%	18%	17%
ROE	33%	30%	32%	25%
偿债能力				
资产负债率	55%	61%	59%	53%
流动比率	166%	143%	160%	189%
速动比率	148%	127%	145%	174%
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.56	0.70	0.66
应收帐款周转率	2.98	2.69	3.18	3.06
应付帐款周转率	2.71	1.94	2.39	2.40
每股指标(元)				
每股收益	0.40	1.19	1.72	1.91
每股经营现金	0.60	1.03	1.64	1.89
每股净资产	3.53	4.50	6.44	8.97
估值比率				
P/E	93.54	26.30	18.14	16.42
P/B	10.52	6.95	4.86	3.49
EV/EBITDA	907.09	26.03	18.05	15.70

资料来源：公司财务报告、联讯证券

分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com