新能源乘用车助推电池收入增长

国轩高科(002074)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	31.24
合理价格区间(元):	37.75～45.30

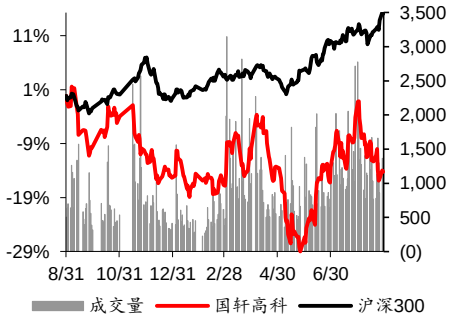
黄斌 研究员 执业证书编号：S0570517060002 billhuang@htsc.com

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

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

丁宁 研究员 执业证书编号：S0570517080009 010-56793941 dingning2@htsc.com

股价走势图



资料来源：Wind

17H1 收入 YoY -0.11%，归母净利润 YoY -16.56%

公司发布 2017 年半年报，17H1 实现营业收入 24 亿元，同比下滑 0.11%；17H1 实现归母净利润 4.45 亿元，同比下滑 16.56%；17H1 每股收益 0.51 元，同比下滑 16.39%，符合我们预期。

新能源乘用车热销拉动公司上半年锂电池销售增长

上半年公司动力锂电池实现营业收入 20 亿元，同比增长 1.57%，毛利率 37.91%，同比下降 12.43 个百分点。公司上半年锂电池收入实现增长，主要得益于公司在三元电池和新能源乘用车客户方面的突破，公司已经进入包括北汽新能源和江淮在内的主流新能源乘用车企业供应链。因此，上半年新能源汽车虽然整体销量平淡，但以 A00 级车为主力的乘用车销量异军突起，拉动公司电池业绩增长。毛利率方面，由于年初锂电池需求乏力，因此行业普遍降价 20%-30%，导致上半年毛利率较去年同期出现下滑，下半年锂电池需求回暖，加上大部分订单上半年已经签订，所以预计下半年电池毛利率将企稳。

锂电大单陆续落地，进入宇通供应链助推业绩增长

今年上半年由于补贴政策调整，加上推荐目录重新申报，导致年初新能源客车销售乏力。而进入三季度以来，7 批推荐目录覆盖车型已经逐步完善，地方采购也已经进入高峰，从 6、7 月份销量来看，新能源客车销售已经明显回暖，下半年动力锂电池需求将大幅反弹。公司目前已经公告跟中通、北汽新能源、南京金龙、江苏建康签订动力电池销售合同，累计合同金额达到 49 亿元，同时公司也已经成功进入宇通客车供应链，将支撑公司全年业绩增长。

上游原材料布局领先行业，提升公司产品成本优势

由于电池价格下滑，行业利润受到一定程度挤压。公司积极布局上游资源环节，提升整体利润率水平，公司在上游资源布局方面走在行业前列。正极材料方面，公司已拥有 8000 吨磷酸铁锂正极产能，同时在建 1 万吨高镍三元正极产能，同时宣布与中冶集团、比亚迪合资投建 4.8 万吨 NCM523 和 4 万吨 NCM622 三元前驱体产能；负极材料方面，公司在建 5000 吨硅基负极材料产能；隔膜方面，公司与星源材质合资投建的 8000 万平米湿法隔膜产能也已经建成投产。我们认为公司在上游原材料的布局，将提升产品成本优势，未来在电池价格逐步下行的趋势下，保证公司利润率稳定。

目标价区间 37.75～45.30 元，维持“买入”评级

我们预测国轩高科 17-19 年营业收入分别为 85 亿元、115 亿元、159 亿元，实现归母净利润 13 亿元、17 亿元、25 亿元，预计 17-19 年 EPS 分别为 1.51 元、1.95 元、2.81 元，目前股价对应 21 倍、16 倍、11 倍 PE。目标价区间 37.75～45.30 元，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车和动力锂电池销量不及预期；国家新能源汽车发展政策波动给行业造成负面影响；新能源车补贴拖延影响公司回款。

公司基本资料

总股本 (百万股)	877.60
流通 A 股 (百万股)	486.51
52 周内股价区间 (元)	26.00-37.17
总市值 (百万元)	27,416
总资产 (百万元)	10,888
每股净资产 (元)	4.72

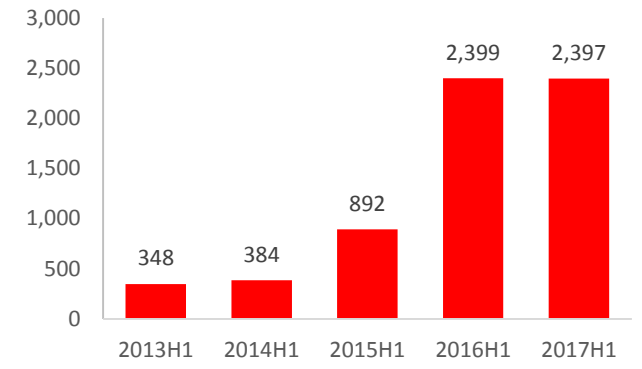
资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,745	4,758	8,454	11,458	15,922
+/-%	170.67	73.30	77.68	35.54	38.95
归属母公司净利润 (百万元)	584.61	1,031	1,319	1,712	2,461
+/-%	133.30	76.35	27.90	29.87	43.69
EPS (元，最新摊薄)	0.67	1.18	1.51	1.95	2.81
PE (倍)	46.82	26.55	20.76	15.98	11.12

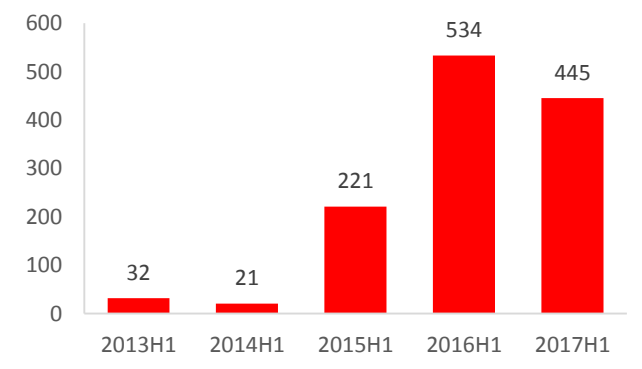
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 公司营业收入（单位：百万元）



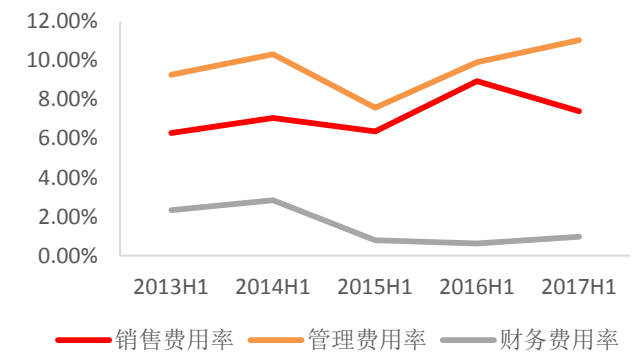
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 公司归母净利润（单位：百万元）



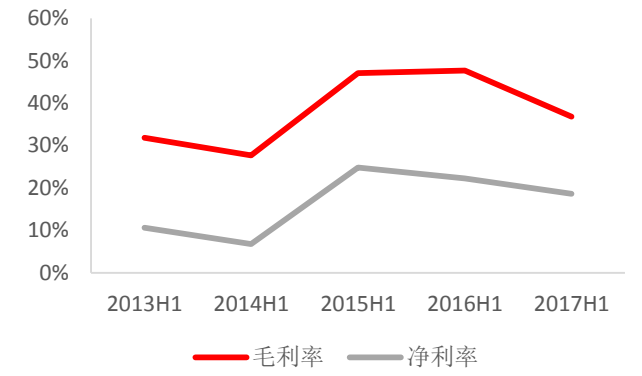
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 公司期间费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

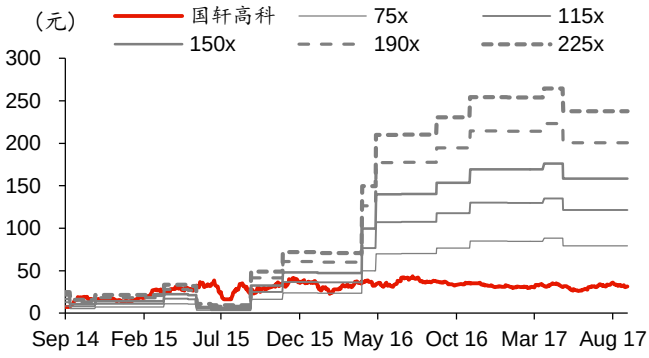
图表4： 公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

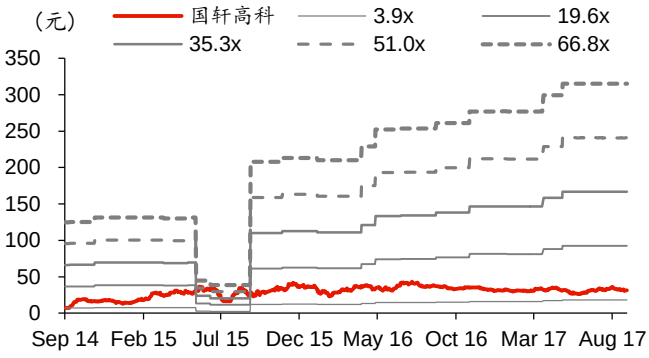
PE/PB - Bands

图表5： 国轩高科历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 国轩高科历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,556	5,908	12,026	16,535	23,065
现金	2,011	2,306	4,554	6,458	9,105
应收账款	1,402	2,411	4,712	6,309	8,713
其他应收账款	63.35	34.61	178.73	228.84	301.18
预付账款	64.32	107.05	186.88	251.05	366.24
存货	488.63	630.35	1,522	2,054	2,856
其他流动资产	526.73	418.74	872.40	1,234	1,724
非流动资产	2,157	4,307	3,840	3,769	3,647
长期投资	0.00	34.39	17.20	20.06	21.49
固定投资	1,220	2,604	2,524	2,413	2,285
无形资产	226.17	448.13	448.13	448.13	448.13
其他非流动资产	711.05	1,220	850.53	888.38	891.79
资产总计	6,713	10,215	15,866	20,304	26,712
流动负债	2,745	4,314	9,024	11,805	15,936
短期借款	344.00	627.00	2,923	3,417	4,392
应付账款	922.81	1,710	3,171	4,526	6,439
其他流动负债	1,478	1,976	2,930	3,861	5,106
非流动负债	926.60	1,941	1,427	1,551	1,601
长期借款	148.00	453.52	453.52	453.52	453.52
其他非流动负债	778.60	1,488	973.20	1,097	1,148
负债合计	3,671	6,255	10,451	13,356	17,537
少数股东权益	25.99	24.30	27.24	31.52	37.19
股本	876.35	876.09	876.09	876.09	876.09
资本公积	1,268	1,281	1,281	1,281	1,281
留存公积	1,143	2,043	3,231	4,759	6,979
归属母公司股	3,016	3,936	5,388	6,917	9,137
负债和股东权益	6,713	10,215	15,866	20,304	26,712

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	520.40	1,275	(345.07)	1,785	2,104
净利润	587.31	1,033	1,322	1,717	2,466
折旧摊销	67.82	147.53	138.71	141.04	142.20
财务费用	21.79	41.99	98.18	151.60	175.58
投资损失	(2.10)	0.61	(0.39)	(0.34)	(0.20)
营运资金变动	(192.92)	40.12	(1,965)	(442.21)	(1,018)
其他经营现金	38.51	11.56	61.47	218.53	338.76
投资活动现金	(499.60)	(1,840)	342.10	(52.99)	(22.00)
资本支出	557.92	1,307	0.00	0.00	0.00
长期投资	62.01	564.11	(279.80)	46.63	23.32
其他投资现金	120.32	31.97	62.31	(6.36)	1.32
筹资活动现金	1,110	903.24	2,251	171.55	565.14
短期借款	21.00	283.00	2,296	494.45	974.26
长期借款	(66.56)	305.52	0.00	0.00	0.00
普通股增加	674.14	(0.26)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	924.49	13.79	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(442.61)	301.20	(45.27)	(322.90)	(409.12)
现金净增加额	1,132	339.09	2,248	1,904	2,647

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,745	4,758	8,454	11,458	15,922
营业成本	1,499	2,525	5,296	7,291	10,203
营业税金及附加	25.66	30.89	67.18	88.17	120.66
营业费用	210.38	382.72	650.94	880.00	1,218
管理费用	272.04	577.58	887.65	1,180	1,563
财务费用	21.79	41.99	98.18	151.60	175.58
资产减值损失	79.88	92.71	66.70	72.11	75.42
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.10	(0.61)	0.39	0.34	0.20
营业利润	638.47	1,106	1,388	1,796	2,565
营业外收入	47.05	97.98	150.00	200.00	300.00
营业外支出	5.30	6.73	5.15	5.70	5.69
利润总额	680.22	1,197	1,533	1,990	2,860
所得税	92.92	164.56	211.13	273.57	393.35
净利润	587.31	1,033	1,322	1,717	2,466
少数股东损益	2.69	1.91	2.94	4.28	5.66
归属母公司净利润	584.61	1,031	1,319	1,712	2,461
EBITDA	728.08	1,296	1,625	2,089	2,883
EPS (元)	0.67	1.18	1.51	1.95	2.81

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	170.67	73.30	77.68	35.54	38.95
营业利润	131.07	73.25	25.46	29.41	42.84
归属母公司净利润	133.30	76.35	27.90	29.87	43.69
获利能力 (%)					
毛利率	45.39	46.93	37.36	36.37	35.92
净利率	21.29	21.67	15.60	14.94	15.45
ROE	19.38	26.19	24.47	24.76	26.93
ROIC	42.21	40.28	31.77	40.52	50.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.69	61.23	65.87	65.78	65.66
净负债比率 (%)	15.17	20.78	33.69	30.15	28.56
流动比率	1.66	1.37	1.33	1.40	1.45
速动比率	1.46	1.21	1.16	1.22	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.56	0.65	0.63	0.68
应收账款周转率	2.39	2.26	2.17	1.90	1.94
应付账款周转率	2.36	1.92	2.17	1.89	1.86
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.18	1.51	1.95	2.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	1.45	(0.39)	2.04	2.40
每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.49	6.15	7.89	10.43
估值比率					
PE (倍)	46.82	26.55	20.76	15.98	11.12
PB (倍)	9.07	6.95	5.08	3.96	3.00
EV_EBITDA (倍)	35.38	19.88	15.85	12.33	8.93

免责申明

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门、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：AOK809

©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

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

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

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