

电气设备

2017 年 09 月 11 日

国轩高科 (002074)

——三元市场认可度提升，上下游布局保障长期竞争力

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017 年 09 月 08 日

收盘价（元）	32
一年内最高/最低（元）	36.93/25.3
市净率	6.5
息率（分红/股价）	0.47
流通 A 股市值（百万元）	15568
上证指数/深证成指	3365.24 / 10970.77

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	4.89
资产负债率%	63.95
总股本/流通 A 股（百万）	878/487
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 170907》2017/09/07

《次新股整体表现低迷，多只次新股发布半年度报告——中小盘次新股周报第二十期（2017/8/7-2017/8/11）》2017/08/14

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002
zhengjw@swsresearch.com
张雷 A0230117040007
zhanglei@swsresearch.com

联系人

宋欢
(8621)23297818×7409
swh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 8 月 30 日公司发布 2017 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 23.97 亿元，同比降低 0.11%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.45 万元，同比降低 16.56%；实现基本每股收益 0.51 元，同比降低 16.39%。

投资要点：

- 受政策调整影响，上半年业绩小幅下滑。**2017 年上半年公司实现营收 23.97 亿元，同比降低 0.11%；归属于上市公司股东的净利润为 4.45 亿元，同比下降 16.56%，业绩增速略低于申万宏源预期。主要原因为年初新能源汽车行业政策变动，补贴下调拖累电池价格下降，公司营业收入与去年同期基本持平。2017 年上半年公司研发投入 5045.93 万元，新一代三元 622 方形铝壳电池产业化及三元 811 电池、软包电池产品研发项目取得重要进展，并进一步完善全球五大研究院研发体系，为未来高端动力电池产品打下坚实基础。
- 先发优势和产业链布局保障公司竞争力。**随着新能源汽车推广目录的稳步推进，加上“双积分”政策的推动，2017 年一季度、二季度我国新能源汽车产量分别为 5.48、14.5 万辆，同比增长 44.74%和 30.90%，下半年有望继续保持较高的增长速度。公司动力电池在行业内具有先发优势，以及较完善的产业链上下游布局，因此毛利率高于行业平均水平，在电池价格不断下降的市场环境中，公司仍然保持较好的盈利能力和较高的市场竞争力。
- 优质客户贡献充足订单，加速乘用车三元市场开发。**2017 年上半年公司与龙头车企中通客车、南京金龙保持紧密合作，订单量及订单金额提升显著，2017 年上半年两家公司的电池组订单合计 18600 套，较去年增长 55%，订单金额合计 28.2 亿元，较去年增长 34.61%。今年公司加速乘用车三元电池市场布局，三元产能有序释放，与北汽新能源、众泰、奇瑞等新能源汽车企业合作，其中北汽新能源的订单量达到 12900 套，订单金额 14.91 亿元，三元电池将成为今明两年公司一大业绩增长点。
- 下调盈利预测，维持评级不变：**我们认为由于新能源汽车产业经过大规模扩张以及政策调整，动力电池行业降价压力较大，公司作为动力电池龙头短期业绩承受压力，但长期发展受益市场格局集中和产业链上下游布局。我们下调盈利预测，预计公司 2017-2019 年归属于母公司净利润分别为 11.37 亿元、14.64 亿元、16.64 亿元（调整前分别是 14.94 亿元、18.33 亿元、20.34 亿元），每股收益分别为 1.30、1.67、1.90 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 25 倍、19 倍、17 倍。维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

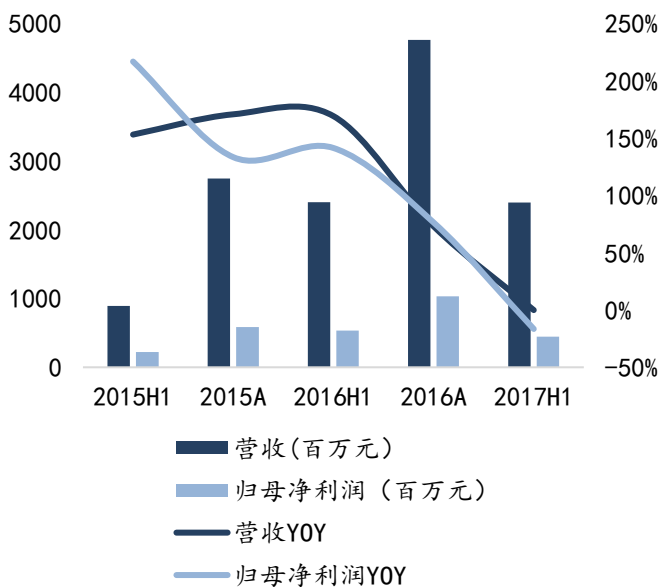
	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,758	2,397	6,635	9,177	11,431
同比增长率（%）	73.30	-0.11	39.40	38.30	24.60
净利润（百万元）	1,031	445	1,137	1,464	1,664
同比增长率（%）	76.35	-16.56	10.30	28.80	13.70
每股收益（元/股）	1.18	0.51	1.30	1.67	1.90
毛利率（%）	46.9	36.8	37.5	35.7	33.9
ROE（%）	26.2	10.4	22.4	22.4	20.3
市盈率	27		25	19	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

1. 受新能源汽车政策影响，营收较去年同期持平

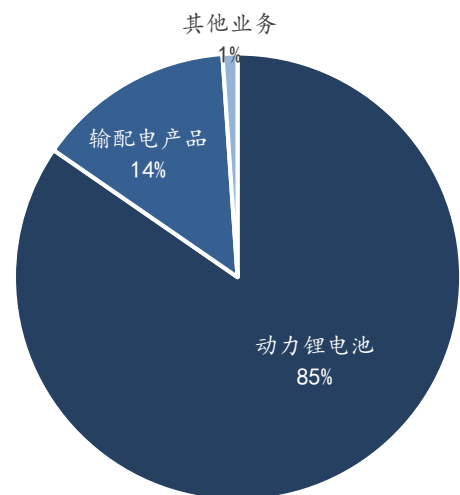
补贴下调、电池价格下降，上半年业绩小幅下滑。2017 年上半年公司实现营收 23.97 亿元，同比降低 0.11%；归属于上市公司股东的净利润 4.45 亿元，同比下降 16.56%。预计 2017 年 1-9 月归母净利润为 6.35 亿至 6.95 亿元，同比降低 13.87%至 5.73%。新能源汽车补贴政策利空逐渐消化，补贴下调，其中纯电客车补贴上限退坡 50%，插混客车退坡 30%-50%；专用车补贴退坡 20%，采用分段超额累退式补贴方案；乘用车补贴退坡 20%，地方补贴不得超过中央补贴的 50%，并且动力电池价格有所下降，使得公司今年上半年业绩较去年同期基本持平。新一代三元 622 方形铝壳电池产业化及三元 811 电池、软包电池产品研发项目取得重要进展，并进一步完善全球五大研究院研发体系，为未来高端动力电池产品打下坚实基础。

图 1：2015-2017H1 公司营收及归母净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：2017H1 公司各板块营收占比



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 1：公司 2017 上半年主营收入情况（单位：百万元）

主营产品	营业收入（百万元）	营业收入同比	占总营收比重	毛利率	毛利率同比
电池组	2028.10	1.57%	85%	37.91%	-12.43%
输配电产品	342.79	-6.54%	14%	27.31%	-1.13%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 2：2017 年与 2016 年新能源乘用车国家补贴对比

乘用车	纯电续航里程 R（公里）
-----	--------------

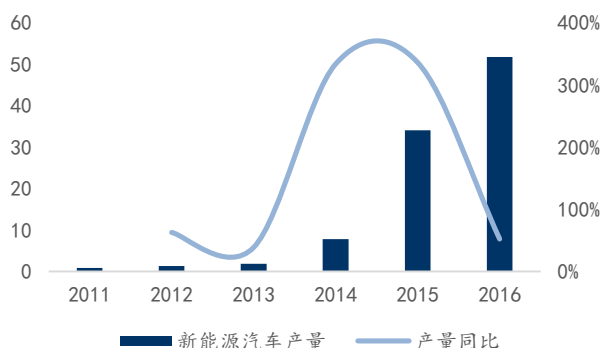
	100KM<+R<150KM	150KM<+R<250KM	R>=250KM	R>=50KM
2017 年补贴额度 (元)	20000	36000	44000	24000
2016 年补贴额度 (元)	25000	45000	55000	30000
下降幅度	20%	20%	20%	20%

资料来源：国家能源局，申万宏源研究

2. 受益新能源汽车行业高速发展

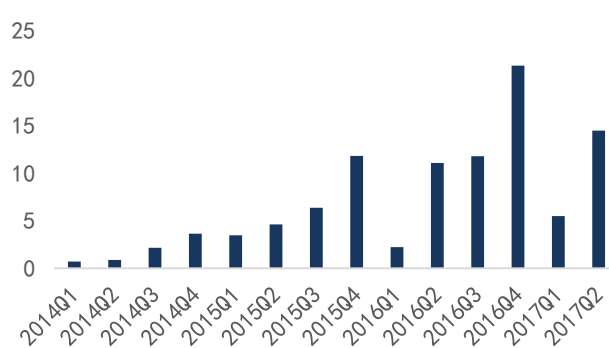
新能源汽车目录推广速度稳定，17 年上半年新能源汽车产量保持高速增长。《新能源汽车推广应用车型目录》保持每月一次的推广速度，截止 2017 年 8 月，今年一共推出 7 批目录，合计 2265 款车型，其中乘用车 266 款，客车 1390 款，专用车 609 款，已经超过 2016 年全年数量，扩容提速明显，主要是纯电动乘用车和纯电动专用车扩容速度显著，纯电动乘用车合计 236 款，超出 2016 年全年 43.49%；纯电动专用车合计 607 款，超出 2016 年全年 43.50%。新能源汽车产销量随着目录推出增长迅速，2017 年一季度、二季度新能源汽车产量分别是 5.48 万辆和 14.5 万辆，同比增长 44.74%和 30.90%。下半年新能源汽车有望继续保持较高的增长速度。

图 3：中国新能源汽车年度产量（单位：万辆）



资料来源：Choice、申万宏源研究

图 4：中国新能源汽车单季度产量（单位：万辆）



资料来源：Choice、申万宏源研究

表 3：2016 年以来新能源汽车推广应用车型目录情况

批次	2016 年	2017 年截至		2017 年						
	合计	目前合计	第 1 批	第 2 批	第 3 批	第 4 批	第 5 批	第 6 批	第 7 批	
出台时间	-	-	2017/1/22	2017/3/1	2017/4/1	2017/5/2	2017/6/2	2017/7/6	2017/7/31	
乘用车	纯电动	166	236	61	33	33	26	27	18	38
	插电混动	45	30	12	3	5	1	2	4	3
	燃料电池	1	0	0	0	0	0	0	0	0
	小计	212	266	73	36	38	27	29	22	41
客车	纯电动	1208	1029	27	87	330	224	147	91	123
	插电混动	346	356	48	41	123	43	40	31	30

	燃料电池	4	5	1	0	1	1	2	0	0
	小计	1558	1390	76	128	454	268	189	122	153
	纯电动	423	607	36	37	142	157	90	57	88
专用车	燃料电池	0	2	0	0	0	1	1	0	0
	小计	423	609	36	37	142	158	91	57	88
合计		2193	2265	185	201	634	453	309	201	282

资料来源：工信部，申万宏源研究

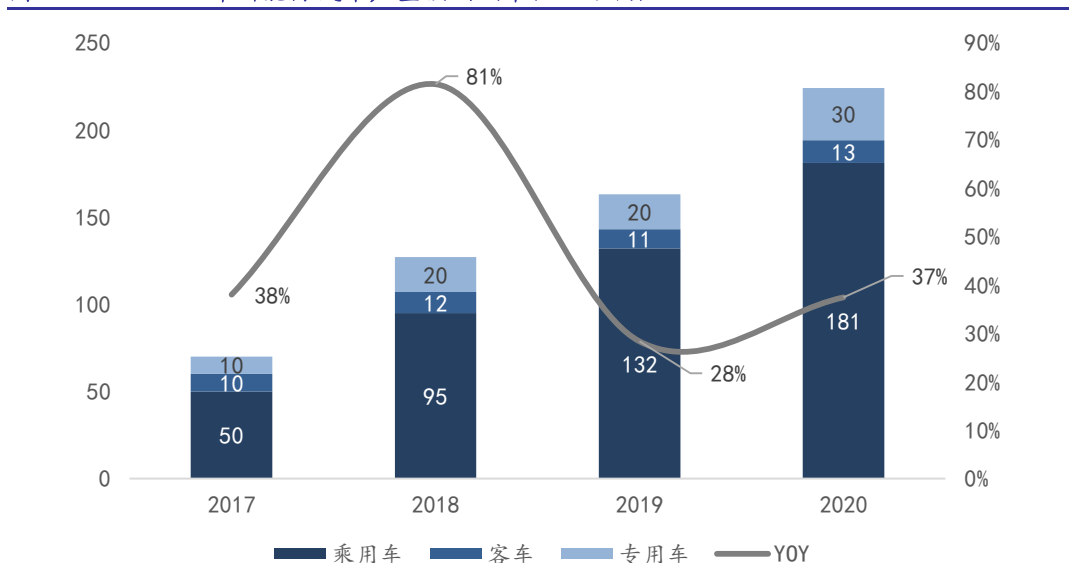
受益“双积分”政策推动，动力电池业务有望持续保持较高增长。工信部先后发布“传统车油耗积分”和“新能源汽车积分”草案，试图建立一种交易制度，该政策是2020年新能源汽车补贴政策取消后的替代措施，保障新能源汽车稳定快速发展。根据新能源乘用车积分与油耗负积分规定，我们预测2017-2020年新能源乘用车合格产量将达到50万、95万、132万和181万辆，新能源汽车合计产量将达到70万、127万、163万和224万辆。公司动力电池在行业内具有先发优势，毛利率相对行业平均水平高出不到10个百分点，在电池价格不断下降的情况下，随着新能源汽车产销量的大幅增长，公司仍然保持较高的盈利能力。

表 4：新能源汽车积分与产量计算表

年份	油耗负积分	传统车销量	新能源汽车积分	积分合计	单车平均积分	新能源乘用车合格产量
2018E	84 万	2500 万	200 万	284 万	3	95 万
2019E	147 万	2500 万	250 万	397 万	3	132 万
2020E	242 万	2500 万	300 万	542 万	3	181 万

资料来源：工信部、申万宏源研究

图 5：2017-2020 年新能源汽车产量预测（单位：万辆）



资料来源：工信部、申万宏源研究

3. 加大与龙头车企合作力度

保持与龙头客车车企紧密合作，订单量较去年增长显著。公司具有较强的营销网络和团队，市场反应和运作能力效率高。目前与公司合作的知名客车企业有、中通客车、南京金龙、安凯客车、江淮汽车等。其中与龙头客车企业中通客车、南京金龙合作紧密度高，订单量大，并且上述两家公司今年的订单量和订单金额均提升显著。2017 年上述两家公司的电池组订单合计 18600 套，较去年增长 55%，订单金额合计 28.2 亿元，较去年增长 34.61%。

表 5：公司大客户订单情况

订单时间	客户	电池组数量（套）	合同金额（亿元）
2017 年 3 月	中通客车	5700	13.29
2016 年 2 月	中通客车	6000	10.37
2017 年 5 月	北汽新能源	50000	18.75
2017 年 6 月	南京金龙	12900	14.91
2016 年 2 月	南京金龙	6000	10.58

资料来源：公司公告、申万宏源研究

与北汽新能源进行深度合作，加快布局新能源乘用车市场。公司于今年 5 月份和北汽新能源签订 2017 年动力电池供货合同，合同供应电池组数量 50000 套，合同金额 18.75 亿元，加快了动力电池乘用车市场的供应。同时继 2016 年参与北汽新能源 A 轮融资后，今年又参与 B 轮融资，公司和一致行动人合计持有北汽新能源股份超过 6%。在新能源乘用车高速发展的行情下，与北汽新能源进行深度合作，未来三元电池业绩增长可期。

4. 产能逐步释放，加快研发高能量密度产品

三元产能逐步释放，能量密度提升显著。公司 2016 年国内动力电池出货量排第四，市场占有率达到 6%。目前，公司磷酸铁锂产能 3.5GWh，三元电池产能 2GWh，年底将达到 8-9GWh 产能。三元电池 2017 年将新增 3GWh，2018 年新增 4GWh。能量密度方面，公司将逐渐将 NCM111 转向 NCM622，电芯能量密度能达到 190Wh/Kg。同时，公司不断加快研发，其中三元 811 电池、软包电池产品研发项目取得重要进展，近期公布新研发的产品能量密度已达到 300Wh/Kg，技术水平处于行业领先水平。

表 6：公司动力电池现有产能及规划情况

产线地区	产能（GWh）	电池类型	项目进程
合肥一期	0.83	磷酸铁锂	已投产
合肥二期	0.83	磷酸铁锂	已投产
合肥三期	0.83	磷酸铁锂	已投产

合肥三期	1.17	三元	已投产
青岛一期	1	三元	已投产
青岛二期	2	三元	预计 2018 年投产
南京一期	1	磷酸铁锂	已投产
南京二期	1	三元	预计 2017 年下半年投产
唐山一期	1	三元	预计 2017 年下半年投产
庐江一期	1	三元	预计 2017 年下半年投产
庐江二期	2	三元	预计 2018 年投产
泸州一期	1		待定
昆山工厂	0.33	磷酸铁锂	已投产

资料来源：公司公告、申万宏源研究

4. 定增改配股，打通新能源汽车产业链

定增改配股募资 36 亿元，打通新能源汽车产业链。公司终止 2016 年定增预案，于 2017 年 3 月 17 日发布配股预案，募资投向项目不变，按照 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售，拟配股募集 36 亿资金投入新一代高比能动力锂电池产业化项目新能源汽车充电桩、电动汽车动力总成控制系统和工程研究院建设项目，其中高比能动力电池项目建设完成并全部达产后，共计将实现年产 1462 亿 Ah 高比能动力锂电池产能，预计可增加公司年收入 61.54 亿元，净利润 9.72 亿元。新能源汽车充电桩、电动汽车动力总成控制系统和工程研究院项目的募投资金分别为 3.89 亿元、3.62 亿元和 10.66 亿元，这系列项目将加快优化公司新能源产业链，与公司现有动力电池业务形成良好的协同效应，提升公司的整体实力和盈利能力，巩固公司的龙头地位。

表 7：2017 配股募投项目情况

投资项目名称	总投资额	拟使用募集资金	项目建设周期	预计实现年收入	预计实现净利润
合肥国轩年产 6 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目	11.58 亿元	9.5 亿元	24 个月	30.77 亿元	4.8 亿元
青岛国轩年产 3 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目	6.11 亿元	5 亿元	24 个月	15.38 亿元	2.4 亿元
南京国轩年产 3 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目	6.04 亿元	5 亿元	24 个月	15.38 亿元	2.6 亿元

年产 10,000 吨高镍三元正极材料和 5,000 吨硅基负极材料产业化项目	6.54 亿元	5 亿元	12 个月	20.09 亿元	9 亿元	1.6
年产 21 万台（套）新能源汽车充电设施及关键零部件项目	3.89 亿元	3 亿元	12 个月	9.69 亿元	6 亿元	1.1
年产 20 万套电动汽车动力总成控制系统建设项目	3.62 亿元	2.5 亿元	24 个月	11.31 亿元	6 亿元	1.4
工程研究院建设项目	10.66 亿元	6 亿元	-	-	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

与政府签订投资合作协议，20 亿元投建 10 亿 Ah 圆柱电池项目。2017 年 3 月 19 日公司子公司合肥国轩与庐江县人民政府签署了《投资合作协议》，合肥国轩将在庐江经济开发区新建 3GWh（约 10 亿 Ah）32131 圆柱电池项目，总投资 20 亿元，其中一期 10 亿元，计划新建 1GWh 电池项目，于 2017 年 6 月开工建设，2017 年底竣工投产。此次协议有利于公司产品种类的扩充，优化产品结构，完善动力电池产业的战略布局。

表 8：公司盈利预测表（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	1,014	2,745	4,758	6,635	9,177	11,431
二、营业总成本	738	2,109	3,651	5,424	7,583	9,622
其中：营业成本	491	1,499	2,525	4,149	5,899	7,557
营业税金及附加	10	26	31	40	55	69
销售费用	60	210	383	431	569	686
管理费用	93	272	578	663	918	1,143
财务费用	18	22	42	52	33	57
资产减值损失	66	80	93	88	110	110
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	2	(1)	0	0	0
三、营业利润	276	638	1,106	1,211	1,594	1,809
加：营业外收入	15	47	98	84	96	112
减：营业外支出	0	5	7	3	4	5
四、利润总额	291	680	1,197	1,292	1,686	1,917
减：所得税	41	93	165	152	219	249
五、净利润	250	587	1,033	1,139	1,467	1,667
少数股东损益	(0)	3	2	2	3	3
归属于母公司所有者的净利润	251	585	1,031	1,137	1,464	1,664
六、基本每股收益	0.15	0.80	1.19	1.30	1.67	1.90
全面摊薄每股收益	0.29	0.67	1.17	1.30	1.67	1.90

资料来源：WIND、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。