

国轩高科 (002074) 点评报告

动力电池签订大单，磷酸铁锂出货量有望稳步增长 买入（维持）

2017年03月03日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

投资要点：

- **与中通客车签订 13.29 亿订单：**公司与中通客车签订 2017 年供货协议，中通拟向合肥国轩采购纯电动客车电池系统，合同金额为 13.29 亿，共 5700 套动力电池组。
- **采购订单金额大，稳重有升：**中通为公司重要客户，2016 年公司与中通客车签订的供货协议金额为 10.37 亿，6000 套电池模组。2017 年公司与中通客车供货协议金额为 13.29 亿，同比增长 28%，配套 5700 套模组，平均单套价格为 23 万。该供货协议金额约占 2016 年营业收入的 28%，占比较大。
- **预计电池模组价格有所下降：**由于 2017 年客车补贴下滑幅度较大，车企倒逼电池企业降低价格。从磷酸铁锂电池产业链上看，绝大部分环节价格均有所下滑，从草根调研看 2017 年磷酸铁锂电池模组价格将降至 1.7-1.8 元/wh，与去年均价相比，降幅将达到 20%。从成本端看，四大电池材料价格均下滑，根据我们的测算，目前磷酸铁锂电池材料成本比去年年底降低 5% 左右，预计随着上下游议价完成，上游材料还有下滑空间，成本有望进一步降低。国轩高科 2016 年磷酸铁锂毛利率高达 48%，预计今年将有所下滑，但由于公司深度拓展产业链，在成本控制上要于行业，预计毛利率依然可以维持 40%。
- **投资建议：**预计公司磷酸铁锂电池出货量将维持较稳健增速，而去年四季度投产的 2Gwh 三元锂电产能，将配套北汽 EC180 等潜力车型，有望带动公司三元出货量增长。受动力电池价格下滑影响，我们适当下调公司 2016-2018 年盈利预测，不考虑增发，预测净利润 10.39/13.65/16.86 亿，同比增长 78%/31%/24%，EPS 为 1.18/1.55/1.92，对应 PE 分别为 25.7x/19.6x/15.9x，给以公司 2017 年 26.5 倍 PE，对应目标价 41 元，维持买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策及产销不达预期，公司动力电池出货量不达预期，动力电池价格下降速度超预期。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	33.40
一年最低价/最高价	33.65/29.40
市净率（倍）	8.0601
流通 A 股市值（百万元）	15765.46

基础数据

每股净资产（元）	3.93
资本负债率（%）	59.23%
总股本（百万股）	877.6000
流通 A 股（百万股）	472.0197

相关研究

1. 三元锂电蓄势待发，巩固锂电龙头地位 (2017-02-06)
2. 拟定增 36 亿加码锂电主业，大股东高比例认购彰显强烈信心 (2016-11-14)

图表 1：国轩高科三大财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,556	6,915	9,894	13,019	营业收入	2,745	5,357	8,404	11,014
现金	2,011	1,607	2,521	3,304	营业成本	1,499	2,957	5,176	7,014
应收账款	1,402	2,754	4,190	5,492	营业税金及附加	26	50	79	103
其他应收款	63	63	63	63	销售费用	210	418	613	771
预付账款	64	127	222	301	管理费用	272	616	891	1,123
存货	489	1,012	1,652	2,257	财务费用	22	30	26	10
其他流动资产					资产减值损失	80	132	125	129
非流动资产	2,157	2,946	3,388	3,593	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	10	20	20
固定资产	1,220	1,759	2,257	2,569	营业利润	638	1,164	1,514	1,884
无形资产	226	221	316	309	营业外收入	47	74	110	115
其他非流动资产	711	965	815	715	营业外支出	5	10	10	5
资产总计	6,713	9,861	13,282	16,612	利润总额	680	1,228	1,614	1,994
流动负债	2,745	4,858	7,250	9,340	所得税	93	184	242	299
短期借款	409	613	248	41	净利润	587	1,044	1,372	1,695
应付账款	923	1,820	3,186	4,317	少数股东损益	3	5	7	8
其他流动负债	1,413	2,424	3,816	4,982	归属于母公司净利润	585	1,039	1,365	1,686
非流动负债	927	927	927	927	EBITDA	728	1,310	1,697	2,089
长期借款	148	148	148	148	EPS (元)	0.67	1.18	1.55	1.92
其他非流动负债	779	779	779	779					
负债合计	3,671	5,784	8,176	10,267					
少数股东权益	26	31	38	47					
股本	876	876	878	878					
资本公积	1,268	1,268	1,292	1,292					
留存收益	1,143	1,902	2,898	4,129					
归属母公司股东权益	3,016	4,046	5,068	6,299					
负债和股东权益	6,713	9,861	13,282	16,612					

现金流量表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	520	326	2,227	1,835
净利润	587	1,044	1,372	1,695
折旧摊销	68	116	158	195
财务费用	21	30	26	10
投资损失	-2	-10	-20	-20
营运资金变动	-234	-985	567	-173
其他经营现	80	132	125	129
投资活动现金流	-500	-895	-580	-380
资本支出	558	1,100	600	400
长期投资	0	0	0	0
其他投资现	58	205	20	20
筹资活动现金流	1,110	165	-733	-672
短期借款	0	204	-365	-207
长期借款	148	0	0	0
普通股增加	1,493	0	26	0
资本公积金增	1,257	0	24	0
其他筹资现	-531	-39	-394	-465
现金净增加	1,131	-403	914	783

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	210.0%	95.1%	56.9%	31.1%
营业利润	1523.4%	82.3%	30.0%	24.5%
归属于母公司净	1453.1%	77.6%	31.4%	23.6%
获利能力				
毛利率(%)	45.4%	44.8%	38.4%	36.3%
净利率(%)	21.4%	19.5%	16.3%	15.4%
ROE(%)	19.4%	25.7%	26.9%	26.8%
ROIC(%)	31.0%	21.1%	23.9%	24.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.7%	58.7%	61.6%	61.8%
净负债比率	15.2%	13.2%	4.8%	1.8%
流动比率	1.66	1.42	1.36	1.39
速动比率	1.48	1.22	1.14	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.54	0.54	0.63
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	1.62	1.62	1.62	1.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新)	0.67	1.18	1.55	1.92
每股经营现金流	0.59	0.37	2.54	2.09
每股净资产(最新)	3.44	4.62	5.77	7.18
估值比率				
P/E	50.14	28.22	21.49	17.39
P/B	9.72	7.25	5.78	4.65
EV/EBITDA	41	23	18	14

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

