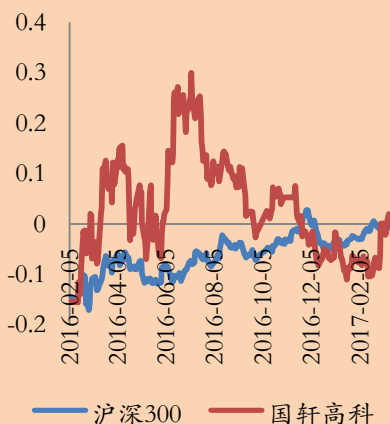




国轩高科 (002074)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-03-28



吴海滨

0551-65161836

wllvshwb@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

静待三元产能释放 实力应对行业变化

□ 植根磷酸铁锂 拓展三元锂电

公司是国内最早从事新能源汽车用锂离子动力电池(组)自主研发、生产和销售的企业之一,也是目前车用动力电池主要供应商之一。公司自2006年成立以来一直致力于动力锂电池,尤其是磷酸铁锂动力电池的研发和生产。目前公司磷酸铁锂电池技术在全国乃至全球名列前茅,单体电池的能量密度能达到160wh/kg,拥有绝对的霸主地位。磷酸铁锂主要应用在新能源商用车,拥有如中通、安凯等较为稳定的下游客户。相比新能源客车市场,未来乘用车市场爆发潜力更大。公司为此积极布局三元锂电。公司的三元电池生产线采用三元111正极材料,目前合肥的1.2Gwh三元产线正在切换成622中,预计今年下半年将实现投产,届时有望成为国内622技术产业化规模最大的生产线。改造完成后将对青岛1Gwh的生产线进行622切换,实现对北汽新能源汽车的电池供应。NCM622相比NCM111镍含量更高,能量密度也更高,而高镍电池有望成为三元动力电池未来的一个重要发展方向。为巩固动力电池龙头地位,公司拓展快充类纯电动汽车和混合电动车领域,从2010年就积极布局钛酸锂电池的研发。

□ 研发+全产业链产能扩张陆续投产应对行业上下游夹击

年初开始动力电池行业面临下游新能源汽车补贴退坡和上游原材料涨价的双重考验,预计今年行业毛利率将呈现不同程度的下滑。公司产品价格也从2.2-2.3元/W下降到1.7-1.8元/W,但公司应对自如。主要得益于全产业链布局和能量密度的提升。

首先,在正极材料方面,公司在实现磷酸铁锂正极材料自供之后,也在逐步实现三元正极材料的覆盖,其生产线年底将投产实现部分自供。根据配股方案,公司将募集资金用于10000吨高镍三元正极材料和5000吨硅基负极材料项目,进一步扩大从正负极材料到电池产能。隔膜方面,公司与星源材质的合资公司建设的隔膜生产线一期有8千万平米的产能,可供应3.5Gwh动力电池需求,预计也在今年投产,未来还有二期建设,总计5亿平米的规划。

布局动力电池产业链有利于降低成本。上述生产线达产后,将基本覆盖从正极材料(包括磷酸铁锂、三元材料)、隔膜、电芯、BMS系统、动力电池组全产业链。另一方面保持研发投入比例,全球拥有5个研究平台,并与多所高校及相关科研院所形成科技研发战略合作关系,以提升能量密度。公司正在积极开发NCM811正极材料、石墨烯应用等项目。

□ 17年“1234”计划目标瞄准100亿

公司2017年的业绩目标是实现税前营收100亿元,其中储能产品实现10亿元,物流车动力电池20亿元,商用车动力电池30亿元,乘用车动力电池40亿元。在订单和产能的配合下,目标实现的可能性较大。2016年底公司动力电池产能达到5.5Gwh,今年唐山一期1Gwh及南京二期1Gwh工厂将投产,根据规划,到下半年公司将拥有合肥、苏州、青岛、

唐山、南京 5 个生产基地共计 10Gwh 的生产能力。储能方面，公司实现海外出口的突破；物流车方面，公司客户主要为上汽大通；商用车方面，公司与安凯、中通有长期合作保证销量的同时也与宇通进行技术对接；乘用车方面，公司欲成为北汽新能源 EC180 动力电池的供应商，此外今年也实现了向众泰乘用车的小批量供货，未来还有望进军奇瑞乘用车。

□ 投资建议

公司是动力锂电池重要供应商，未来受益于新能源汽车快速增长，以及公司产能扩展、技术升级，考虑到公司配股计划，预计 2017-2019 年实现归母净利润 14.44/20.02/22.74 亿元，EPS1.27/1.76/2.00 元/股，我们给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4758	8574	12051	14200
收入同比(%)	73%	80%	41%	18%
归属母公司净利润	1031	1444	2002	2274
净利润同比(%)	76%	40%	39%	14%
毛利率(%)	46.9%	39.9%	39.9%	38.8%
ROE(%)	26.1%	17.0%	19.1%	17.9%
每股收益(元)	1.17	1.27	1.76	2.00
P/E	28.25	26.18	18.89	16.62
P/B	7.40	3.43	2.78	2.29
EV/EBITDA	20	17	12	10

资料来源：华安证券研究所

财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,908	12,763	16,258	20,560	营业收入	4,758	8,574	12,051	14,200
现金	2,306	5,587	6,282	8,892	营业成本	2,525	5,153	7,243	8,693
应收账款	2,445	4,432	6,273	7,351	营业税金及附加	31	68	87	107
其他应收款	35	70	155	134	销售费用	383	673	958	1,122
预付账款	107	203	374	545	管理费用	578	945	1,396	1,605
存货	630	1,568	2,006	2,407	财务费用	42	29	(2)	(27)
其他流动资产	384	902	1,168	1,230	资产减值损失	93	106	108	118
非流动资产	4,307	5,190	6,610	6,200	公允价值变动收益	0	3	(2)	0
长期投资	34	0	0	0	投资净收益	(1)	0	0	0
固定资产	2,604	3,877	5,251	4,878	营业利润	1,106	1,602	2,260	2,581
无形资产	448	418	390	364	营业外收入	98	100	100	100
其他非流动资产	1,220	895	969	957	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	10,215	17,953	22,868	26,760	利润总额	1,197	1,702	2,360	2,681
流动负债	4,314	6,807	9,740	11,398	所得税	165	255	354	402
短期借款	627	10	0	0	净利润	1,033	1,447	2,006	2,279
应付账款	1,710	3,330	4,793	5,686	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	1,976	3,466	4,947	5,713	归属母公司净利润	1,031	1,444	2,002	2,274
非流动负债	1,941	2,623	2,630	2,630	EBITDA	1,276	1,923	2,659	2,953
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.17	1.27	1.76	2.00
其他非流动负	1,488	2,170	2,176	2,176					
负债合计	6,255	9,430	12,370	14,028					
少数股东权益	24	27	31	36					
股本	876	1,139	1,139	1,139					
资本公积	1,281	3,934	3,934	3,934					
留存收益	2,043	3,422	5,394	7,623					
归属母公司股东权	3,936	8,495	10,467	12,696					
负债和股东权益	10,215	17,953	22,868	26,760					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	73.30%	80.20%	40.56%	17.83%
营业利润	73.25%	44.83%	41.04%	14.22%
归属于母公司净利润	76.35%	40.06%	38.63%	13.62%
获利能力				
毛利率(%)	46.93%	39.90%	39.90%	38.78%
净利率(%)	21.67%	16.84%	16.61%	16.02%
ROE(%)	26.08%	16.98%	19.11%	17.90%
ROIC(%)	94.43%	71.76%	51.51%	43.49%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.23%	52.53%	54.09%	52.42%
净负债比率(%)	20.40%	-7.42%	17.93%	17.27%
流动比率	1.37	1.87	1.67	1.80
速动比率	1.22	1.64	1.46	1.59
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.61	0.59	0.57
应收账款周转率	2.50	2.53	2.30	2.13
应付账款周转率	3.61	3.40	2.97	2.71
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.27	1.76	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.67	2.94	3.13
每股净资产(最新摊薄)	4.48	9.68	11.93	14.47
估值比率				
P/E	28.3	26.2	18.9	16.6
P/B	7.4	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	19.80	17.26	12.23	10.14

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,275	1,462	2,580	2,751
净利润	1,033	1,444	2,002	2,274
折旧摊销	148	292	401	399
财务费用	41	29	(2)	(27)
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	743	(415)	70	(19)
其他经营现金	(690)	112	110	123
投资活动现金流	(1,840)	(1,173)	(1,798)	(0)
资本支出	0	(1,800)	(1,800)	0
长期投资	(34)	34	0	0
其他投资现金	(1,805)	593	2	(0)
筹资活动现金流	903	2,788	(16)	3
短期借款	283	(617)	(10)	0
长期借款	306	0	0	0
普通股增加	(0)	263	0	0
资本公积增加	14	2,652	0	0
其他筹资现金	301	489	(5)	3
现金净增加额	338	3,077	767	2,754

资料来源: 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。