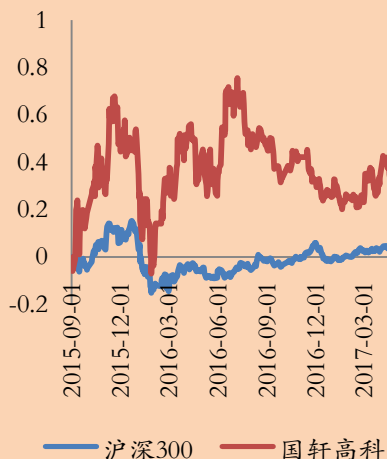




国轩高科 (002074)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-06-01



吴海滨

0551-65161836

wllvswbh@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

18 亿大单释放 打开乘用车市场

事件:公司全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司与北京新能源汽车股份有限公司签署《2017 年度采购协议》，北汽新能源拟向合肥国轩采购纯电动车电池系统，合同总金额 187,500 万元，本合同为合肥国轩与北汽新能源签订的 2017 年年度供货合同。

□ 采购合同释放 全力进军乘用车市场

本次合同涉及 5 万套动力电池组，合同总金额 18.75 亿元，占公司 2017 年乘用车动力电池业绩目标 46.87%。公司依托北汽新能源莱西生产基地配套建设动力电池生产基地，并且于 2016 年通过参股北汽新能源强化战略合作，此次合同签订实现公司对北汽新能源从 2016 年小额订单提升到亿元大单供应。根据乘联会数据，北汽新能源 2017 年一季度新能源乘用车销量排名第一，全年目标销量 17 万辆，并且其主打的微型车 EC180 目前也占据 A00 级电动车销量第一。本次与北汽新能源的采购订单释放，是公司在巩固商用车市场的同时，进军新能源乘用车市场的重大突破。

□ 技术突破 产能扩张 高比能电池蓄势待发

不久前在国家重点研发计划新能源汽车重点专项的支持下，由公司牵头承担的项目“高比能量动力锂离子电池的研发与集成应用”取得了阶段性进展，开发完成能量密度达 281Wh/kg 和 302Wh/kg 的电池单体样品。这为我国高比能量、高安全锂离子电池的开发提供关键基础，也有望极大提高新能源汽车续航里程。在技术突破的同时，公司青岛基地 4GWh 高比能三元电池项目也开工建设，预计 2018 年投产，保证北汽等车企 20 万辆纯电动乘用车配套动力电池需求。

□ 高管增持显信心

公司董事、常务副总经理胡江林和董秘、副总经理马桂富计划各增持公司股份不低于 500 万元，彰显公司管理层对公司未来发展前景的信心和公司价值的认可。

□ 投资建议

公司一季度由于市场低迷导致业绩下滑，二季度市场基本面或将触底反弹，加之公司乘用车订单放量，有望实现全年 100 亿元营收目标。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“买入”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					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	1,275	1,462	2,580	2,751	成长能力				
净利润	1,033	1,444	2,002	2,274	营业收入	73.30%	80.20%	40.56%	17.83%
折旧摊销	148	292	401	399	营业利润	73.25%	44.83%	41.04%	14.22%
财务费用	41	29	(2)	(27)	归属于母公司净利润	76.35%	40.06%	38.63%	13.62%
投资损失	1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	743	(415)	70	(19)	毛利率(%)	46.93%	39.90%	39.90%	38.78%
其他经营现金	(690)	112	110	123	净利率(%)	21.67%	16.84%	16.61%	16.02%
投资活动现金流	(1,840)	(1,173)	(1,798)	(0)	ROE(%)	26.08%	16.98%	19.11%	17.90%
资本支出	0	(1,800)	(1,800)	0	ROIC(%)	94.43%	71.76%	51.51%	43.49%
长期投资	(34)	34	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(1,805)	593	2	(0)	资产负债率(%)	61.23%	52.53%	54.09%	52.42%
筹资活动现金流	903	2,788	(16)	3	净负债比率(%)	20.40%	-7.42%	17.93%	17.27%
短期借款	283	(617)	(10)	0	流动比率	1.37	1.87	1.67	1.80
长期借款	306	0	0	0	速动比率	1.22	1.64	1.46	1.59
普通股增加	(0)	263	0	0	营运能力				
资本公积增加	14	2,652	0	0	总资产周转率	0.56	0.61	0.59	0.57
其他筹资现金	301	489	(5)	3	应收账款周转率	2.50	2.53	2.30	2.13
现金净增加额	338	3,077	767	2,754	应付账款周转率	3.61	3.40	2.97	2.71

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.27	1.76	2.00	P/E	28.3	26.2	18.9	16.6
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.67	2.94	3.13	P/B	7.4	3.4	2.8	2.3
每股净资产(最新摊薄)	4.48	9.68	11.93	14.47	EV/EBITDA	19.80	17.26	12.23	10.14

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。