

新材料行业

报告原因：调研简报

2017年06月09日

国轩高科 (002074.SZ)：

“第一梯队”受益政策红利，大单落地展开乘用车新篇章

买入

首次

公司研究/调研简报

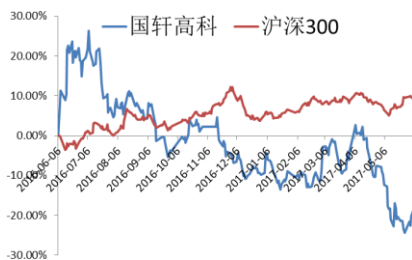
市场数据：2017年06月08日

总股本（亿股）	8.78
流通股本（亿股）	4.72
总市值（亿元）	252
流通市值（亿元）	135
收盘价（元/股）	28.66
一年最低/最高（元/股）	25.16/44.03

基础数据：2017年03月31日

每股净资产（元）	4.72
每股资本公积（元）	1.49
每股未分配利润（元）	2.42

公司股价近一年表现：



分析师

张红兵

执业证书编号：S0760511010023

Tel: 010-83496356

E-mail: zhanghongbing@sxzq.com

研究助理

张莲玮

Tel: 010-83496301

E-mail: zhanglianwei@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心

A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心 7 层

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

事件追踪：

- 我们近日参与了国轩高科投资者交流，就公司未来发展、经营情况等进行了沟通。

投资要点：

- 政策推进化解产能过剩，“第一梯队”受益。**新能源汽车新版补贴政策于 2016 年年底正式出台，其中对动力电池的能量密度提出了要求：乘用车对高于 120Wh/kg 的按照 1.1 倍给予补贴；商用车对高于 115Wh/kg 的按照 1.2 倍给予补贴。据我们此前测算，国内动力电池已进入阶段性能过剩格局，**新版补贴政策的出台将逐步淘汰落后产能，有效化解产能过剩，“第一梯队”动力电池厂商将直接受益。**据赛迪顾问统计，2016 年及 2017 年第一季度国轩高科动力电池出货量均位列国内前五，稳居动力电池“第一梯队”，优势明显。

- 布局上游，掌控核心，成本控制能力出色。**公司积极布局上游，掌握关键材料核心技术，降低成本。正极材料方面，磷酸铁锂正极材料已实现自产，三元正极材料也将在年内实现自产；负极材料方面，硅碳负极项目将于 2018 年开工建设，有望于 2019 年投产；隔膜方面则于 2015 年 11 月与星源材质成立合资公司，以有效保证隔膜的专线供货。**基于公司出色的上游布局和成本控制能力，公司 2016 年综合毛利率达到 46.93%，处于同行业较高水平。**

- 商用车市场持续放量。**2016 年，公司约 2Gwh 的出货量中大部分集中于商用车市场；2017 年 3 月，国轩高科与中通客车签订 2017 年度供货合同，合同总金额 13.29 亿元，占 2016 年营业收入的 27.93%，此外，公司将在 2017 年开始向新能源客车产量排名第一的宇通供货，商用车市场持续放量。据真锂研究预测，2017 年纯电动商用车产量将有可能在 2016 年 11.5 万辆的基础上出现小幅收缩，在此背景下，公司大客户的开拓和大单的签订为该部分业绩打下基础。

- 北汽新能源大订单打开乘用车市场。**2017 年 5 月，公司与北汽新能源签订 2017 年度供货合同，由 2016 年不足 6000 万元的交易金额迅速提升至 18.75 亿元合同金额，涉及 5 万套动力电池组，占 2016 年营业收入的 39.41%。据赛迪顾问统计，2016 年北汽新能源纯电乘用车产量 4.64 万辆，位列第三；而根据乘联会统计，2017 年第一季度北汽新能源乘用车销量位列第一，占第一季度乘用车总销量的 26%。公司此次与北汽新能源的大单签订明确了公司由商用车市场向乘用车市场的进一步拓展，新的篇章正式开启。

- 联姻上海电气集团，推进储能产业化。**2017 年 5 月，公司公告与上海电气集团股份有限公司共同投资设立参股子公司，主要经营范围包括基于钛酸锂材料为负极的储能电池及材料等。上海电气是全球最大的海上风电整机制造商，公司与上海电气的合作将有效促进公司储能电池的布局与消化，在储能领域占据高地。



- **盈利预测与估值：**我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.59 元、2.24 元和 2.93 元，以 6 月 8 日收盘价计算，对应的 PE 分别为 18.03 倍、12.79 倍和 9.78 倍。基于公司在商用车市场的稳健发展及在乘用车市场的大力开拓，我们认为公司具有较为优良的成长性，首次覆盖给予买入评级。
- **风险提示：**下游新能源汽车推进不及预期风险；技术替代风险。

附录：会议纪要

(1) 为什么公司的毛利率水平较高？

答：主要分为两方面来看：（1）成本控制。公司核心生产原料自主或合资生产，磷酸铁锂正极自产，三元正极年内实现自产，隔膜方面与星源材质合资建厂，硅碳负极明年开工、后年投产；除核心原材料之外的其他材料则通过掌握加工环节等方式降低成本。（2）技术升级。能量密度做的越高，成本就越低。

(2) 对锂资源和锂矿价格的看法？

答：锂矿价格大幅度向上的可能性不大。全行业锂电池需求量比上年增长不会太多，应该不超过 40Gwh，对于上游原材料的需求不会有太大的增长。长期看来，只要金属的量不缺，就不会有长时间的溢价情况。

(3) 今年到明年电芯价格变化趋势判断？

答：由于三元电池较为稀缺（尤其是 622），到明年三元电池的价格不会出现大的变化；磷酸铁锂的价格则可能出现 5-10% 的微降。

(4) 为什么三元电池稀缺？

答：主要是技术门槛问题。三元整体产能方面并不稀缺，但现在大部分三元产能都是针对传统消费电子领域，做方形大电芯、pack 成本低且 pack 后能量密度高、循环性能好的产能并不多。

(5) 公司产能状况及未来规划？

答：目前产能为 5.5Gwh，其中磷酸铁锂为 3.5Gwh，三元电池 2Gwh。今年年底将有望达到 8-8.5Gwh，明年的两条线投产后可达到 12Gwh 左右。

(6) 公司对未来自身毛利率的判断？

答：今年从一季度毛利率数据看来公司比较有信心，因为一季度价格已调整完毕，理论上毛利率应该偏低，但是公司的综合毛利率仍然达到 38% 以上，今年应该能保持在 40% 左右；而未来随着补贴力度的继续降低，全行业平均毛利率，从公司角度来说，随着成本的下降和规模效应的凸显，公司毛利率仍将高于行业平均水平。

(7) 电池的升级对整车厂来说是否能够实现无缝衔接？

答：电池每一次升级，整车厂都需要重新申报目录。

(8) 三元材料的产能状况及能量密度？

答：公司三元电池于 2016 年 11 月投产，共 2 条线（青岛，合肥），青岛线目前做 111，合肥，于今年 4 月已切换至 622。能量密度方面，111 电芯 170wh/kg，622 电芯 195-200wh/kg，预计于 2018 年将 622 的能量密度由 200wh/kg 提高至 230wh/kg 左右。目前电芯 200wh/kg 的状况下，pack 之后电池包能量密度 130-135wh/kg，若明年将电芯能量密度提高至 230wh/kg，电池包能量密度将达到 145-150wh/kg。

(9) 乘用车的下游客户状况？

答：乘用车客户主要有 5 个，分别是北汽新能源（EC180）、江淮（iev4s、iev6e、iev7）、吉利（帝豪 EV）、众泰、奇瑞。其中江淮与北汽已经正常放量生产，另外三家将于下半年开始供应。

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	9,148	13,727	19,209	营业收入	4,758	8,208	11,765	15,946
现金	2,306	3,733	5,625	8,376	营业成本	2,525	4,926	7,138	10,279
应收账款	2,445	3,688	5,286	7,165	营业税金及附加	31	49	71	96
其他应收款	35	90	129	175	销售费用	383	657	941	1,116
预付账款	107	199	367	570	管理费用	578	985	1,412	1,595
存货	672	810	1,173	1,690	财务费用	42	49	66	76
其他流动资产	343	628	1,147	1,234	资产减值损失	93	1	28	28
非流动资产	4,307	6,005	8,903	11,219	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	34	11	15	20	投资净收益	(1)	0	0	0
固定资产	2,604	4,066	5,861	7,569	营业利润	1,106	1,542	2,110	2,757
无形资产	448	605	751	888	营业外收入	98	0	0	0
其他非流动资产	1,220	1,322	2,276	2,741	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	10,215	15,153	22,630	30,428	利润总额	1,197	1,542	2,110	2,757
流动负债	4,314	6,574	10,472	14,430	所得税	165	231	317	413
短期借款	627	1,035	1,398	1,936	净利润	1,033	1,311	1,794	2,343
应付账款	1,710	2,586	4,325	6,195	少数股东损益	2	0	0	0
其他流动负债	1,976	2,954	4,749	6,299	归属母公司净利润	1,031	1,311	1,794	2,343
非流动负债	1,941	2,990	4,376	5,873	EBITDA	1,276	2,061	2,890	3,804
长期借款	454	654	854	1,054	EPS (元)	1.17	1.50	2.05	2.67
其他非流动负债	1,488	2,337	3,523	4,820					
负债合计	6,255	9,565	14,848	20,303					
少数股东权益	24	24	24	24					
股本	876	876	876	876					
资本公积	1,281	1,334	1,734	1,734					
留存收益	2,043	3,354	5,147	7,490					
归属母公司股东权益	3,936	5,564	7,757	10,100					
负债和股东权益	10,215	15,153	22,630	30,428					

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	2,672	4,295	5,222	成长能力				
净利润	1,033	1,311	1,794	2,343	营业收入	73.30%	72.52%	43.34%	35.53%
折旧摊销	148	470	714	972	营业利润	73.25%	39.41%	36.84%	30.64%
财务费用	41	49	66	76	归属于母公司净利润	76.35%	27.14%	36.84%	30.64%
投资损失	1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	743	841	1,694	1,803	毛利率(%)	46.93%	39.99%	39.33%	35.54%
其他经营现金	(690)	1	28	28	净利率(%)	21.67%	15.97%	15.25%	14.69%
投资活动现金流	(1,840)	(2,022)	(3,324)	(3,155)	ROE(%)	26.08%	23.46%	23.05%	23.14%
资本支出	0	(2,640)	(3,320)	(3,150)	ROIC(%)	94.43%	65.94%	38.58%	39.27%
长期投资	(34)	23	(4)	(5)	偿债能力				
其他投资现金	(1,805)	596	(0)	(0)	资产负债率(%)	61.23%	63.12%	65.61%	66.73%
筹资活动现金流	903	500	920	684	净负债比率(%)	20.40%	21.87%	27.55%	40.40%
短期借款	283	408	363	538	流动比率	1.37	1.39	1.31	1.33
长期借款	306	200	200	200	速动比率	1.21	1.27	1.20	1.21
普通股增加	(0)	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	14	52	400	0	总资产周转率	0.56	0.65	0.62	0.60
其他筹资现金	301	(161)	(43)	(54)	应收账款周转率	2.50	2.73	2.69	2.63
现金净增加额	338	1,150	1,892	2,751	应付账款周转率	3.61	3.82	3.41	3.03

每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.50	2.05	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	3.04	4.89	5.95
每股净资产(最新摊薄)	4.48	6.34	8.84	11.51

估值比率				
P/E	24.1	18.9	13.8	10.6
P/B	6.3	4.5	3.2	2.5
EV/EBITDA	19.80	11.67	8.03	5.76

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。