

国轩高科 (002074) 点评报告

2017年6月20日

国轩高科获南京金龙大订单，客车销量将回暖 买入（维持）

首席证券分析师曾朵红

S0600516080001

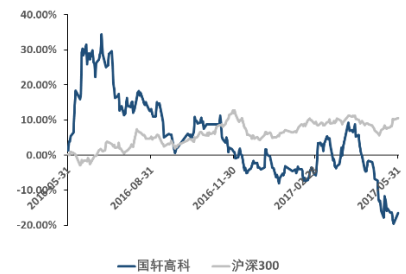
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199789

投资要点

- 获南京金龙 14.9 亿大订单，新能源客车市场逐步回暖。**公司近日与南京金龙签订 2017 年动力电池采购合同，合同金额大 14.9 亿，占公司 2016 年营业收入的 26.78%，采购数量为 1.29 万套动力电池组，主要为磷酸铁锂电池，应用于纯电动客车，平均价格预计为 1.6 元/wh 左右。南京金龙一直为公司磷酸铁锂动力电池组的核心客户，该供货合同需在 2017 年执行，对今年公司的业绩拉动较大。由于今年补贴退坡明显，上半年客车企业进行能量密度调整、重新认证、供应商价格谈判等，因此迟迟未放量，1-5 月新能源客车生产 5383 辆，下滑明显，但随着 6-7 月各地公交公司招标完成，客车市场销量将回暖。由于前两年新能源客车透支市场需求及 3 万公里限制，我们判断今年新能源客车销量将小幅下滑，但由于公交市场需求稳定且为主力市场，预计下滑幅度不会大。
- 三元动力电池迅速打入乘用车市场，跻身一线供应商。**公司三元动力电池 2016 年底产能达到 2Gwh，主要配套北汽 EC180，奇瑞，众泰，吉利等车型，今年对 EC180 和奇瑞供应量较大，而众泰、吉利所配套车型下半年上市，预计对明年公司三元销量拉动较大。目前公司已与北汽签订 18.75 亿订单，预计今年将为北汽配套 0.8gwh 动力电池，加上上汽大通、奇瑞及其他车型，今年公司三元电池出货量有望达到 1.8gwh。公司三元动力电池以方形为主，产品从 NCM111 直接切换至 622，单体能量密度提升至 195wh/kg，预计明年能量密度有望提升至 220-230wh/kg，将有利于公司拓展广汽、上汽等其他乘用车企市场。
- 在手订单充足，产能逐步爬坡。**今年以来公司已与中通、南京金龙、北汽签订大额订单，合同金额共计 46 亿，考虑今年江淮、宇通、上汽大通、奇瑞等的供应量，预计今年公司动力电池出货将达 5Gwh，其中磷酸铁锂 3.2gwh，三元 1.8gwh。目前公司动力电池产能为磷酸铁锂 3.6gwh，三元 2gwh，而年底随着山东二期项目的逐步投产(三元)，产能将扩至 8-9gwh，为公司明年的增长打下基础。
- 掌控电池材料供应，加强成本控制，维持较高盈利水平。**公司与星源材质合资设立的 8000 万平湿法隔膜产能将在下月初全线开通，若达产，将可配套 4Gwh 的电池。正极材料方面，公司磷酸铁锂已实现完全自供，三元材料产线将于今年 9 月

股价表现



市场数据

收盘价(元)	31.65
一年最低价/最高价	26/35.27
市净率(倍)	6.93
流通 A 股市值(百万元)	27776.04

基础数据

每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	61.23
总股本(百万元股)	877.60
流通 A 股(百万股)	472.02

相关研究

- 《获北汽大订单，三元市场拓展顺利》2017-05-31
- 《调整逐步完成，业绩回暖趋势明确》2017-04-27
- 《短期业绩承压，全年平稳增长可期》2017-03-19
- 《动力电池签订大单，磷酸铁锂出货量有望稳步增长》2017-03-03
- 《三元锂电蓄势待发，巩固锂电龙头地位》2016-02-06

- 份投产。硅碳负极及电解液公司也拥有技术储备，通过计划对外合作或自建生产线实现自供。此外，公司还通过提高电池能量密度，一方面使用高比容量电池材料，一方面通过提高电池容量，以此降低电池成本。因此即使目前电池组价格降至 1.6-1.7 元/wh，公司依然保持 38% 的毛利率水平。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 13.07 亿、16.06 亿、18.64 亿元，EPS 为 1.49/1.83/2.12 元，同比增长 27/23/16%，对应 PE 为 21x/17x/15x。若考虑配股（市值增加 36 亿），则对应 2017-2019 年 PE 为 24x/20x/17x。考虑到公司为动力电池龙头企业，且后续三元产能逐步爬坡，给以目标价 39 元，对应 2017 年 26 倍 PE（不考虑配股），维持买入评级。

风险提示：新能源汽车政策支持力度及销量不达预期，产品价格下降幅度超预期。

附盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2016E	2017E	2018E	会计年度	2016	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,908	8,492	11,813	14,442	营业收入	4,758	7,628	9,898	12,068
现金	2,306	2,288	2,969	3,620	营业成本	2,525	4,762	6,297	7,846
应收账款	2,411	3,955	5,044	6,150	营业税金及附加	31	50	64	78
其他应收款	35	35	35	35	销售费用	383	549	693	821
预付账款	107	202	267	333	管理费用	578	763	970	1,146
存货	630	1,226	2,029	2,538	财务费用	42	38	45	51
其他	419	787	1,470	1,767	资产减值损失	93	56	82	83
非流动资产	4,307	4,988	5,335	5,445	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	34	34	34	34	投资净收益	-1	10	15	20
固定资产	2,604	3,054	3,462	3,684	营业利润	1,106	1,421	1,762	2,062
无形资产	448	439	528	517	营业外收入	98	112	120	115
其他	1,220	1,461	1,310	1,210	营业外支出	7	10	10	5
资产总计	10,215	13,480	17,148	19,888	利润总额	1,197	1,523	1,872	2,172
流动负债	4,314	6,327	8,789	10,158	所得税	165	209	257	298
短期借款	846	471	1,274	975	净利润	1,033	1,313	1,614	1,873
应付账款	1,710	3,225	4,264	5,313	少数股东损益	2	7	8	9
其他	1,757	2,631	3,251	3,870	归属母公司净利润	1,031	1,307	1,606	1,864
非流动负债	1,941	1,941	1,941	1,941	EBITDA	1,296	1,668	2,059	2,403
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.17	1.49	1.83	2.12
其他	1,488	1,488	1,488	1,488					
负债合计	6,255	8,268	10,730	12,100	主要财务比率				
少数股东权益	24	31	39	48	会计年度	2016	2016E	2017E	2018E
股本	876	878	878	878	成长能力				
资本公积	1,281	1,306	1,332	1,332	营业收入	73.3%	60.3%	29.8%	21.9%
留存收益	2,043	2,997	4,170	5,530	营业利润	73.3%	28.4%	24.0%	17.1%
归属母公司股东权益	3,936	5,180	6,379	7,740	归属于母公司净利润	76.3%	26.8%	22.9%	16.0%
负债和股东权益	10,215	13,480	17,148	19,888	获利能力				
					毛利率(%)	46.9%	37.6%	36.4%	35.0%
					净利率(%)	21.7%	17.2%	16.3%	15.5%
					ROE(%)	26.2%	25.2%	25.2%	24.1%
					ROIC(%)	34.4%	22.5%	20.5%	21.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	61.2%	61.3%	62.6%	60.8%
					净负债比率	20.8%	11.2%	16.1%	11.8%
					流动比率	1.37	1.34	1.34	1.42
					速动比率	1.22	1.15	1.11	1.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.57	0.57	0.58
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	1.48	1.48	1.48	1.48
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.17	1.49	1.83	2.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.52	1.04	2.15
					每股净资产(最新摊薄)	4.49	5.90	7.27	8.82
					估值比率				
					P/E	26.94	21.25	17.29	14.90
					P/B	7.06	5.36	4.35	3.59
					EV/EBITDA	22	17	14	12

资料来源：东吴证券研究所，公司报表，单位：百万

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>

