



2017年07月10日

证券研究报告/点评报告

增持(维持)

中压设备/高低压设备/电气设备

基础数据:

总股本	8.78 亿股
流通股本	4.72 亿股
ROE (2016 年)	29.86%
EPS (2016 年)	1.19 元
7 月 5 日收盘价	33.01 元

股价表现:



相关报告:

事件点评: 国轩高科 (002074)
——动力锂电龙头, 销量提升将
抵消降价冲击

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号

深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司

国轩高科 (002074) 事件点评

——屡获大订单保障全年业绩, 携手上海电气布局储能新空间

事件:

◆国轩高科全资子公司合肥国轩与南京金龙客车于 2017 年 6 月 19 日在江苏南京签署《2017 年动力电池采购合同》, 南京金龙客车拟向合肥国轩采购纯电动客车电池系统 1.29 万套, 合同总金额 14.91 亿元 (占 2016 年营业收入的 26.78%), 货物将于 2017 年 12 月前交付。

投资要点:

◆屡次斩获大订单, 全年业绩得保障。2017 年以来国轩高科已公告签订了中通客车 13.29 亿元 (占 2016 年营收 27.93%)、北汽新能源 18.75 亿元 (占 2016 年营收 39.41%)、南京金龙 14.91 亿元 (占 2016 年营业收入的 26.78%) 等订单, 订单金额共计 46.95 亿元, 已超过 2016 年全年营业收入。较之去年与中通客车和南京金龙签订的订单, 今年的订单金额分别增加 28.16%和 40.93%, 反映出公司在动力电池市场的龙头地位得到进一步巩固。通过增资参股北汽新能源, 公司在新能源乘用车领域的空间也得以拓展。充足的订单量、稳固的市场地位和不断释放的优质产能为公司全年业绩增长提供有力保障。

◆携手上海电气布局储能领域, 拓展市场空间。国轩高科与上海电气通过投资设立合资公司在储能领域展开合作, 共同探索储能技术的产业应用、市场开拓和商业模式。上海电气在清洁能源装备制造方面优势显著; 国轩高科则是锂电龙头, 产品技术领先行业, 目前量产的方形磷酸铁锂电池单体比能量已达 150Wh/kg, 系统能量密度达 115Wh/kg, 三元 43Ah 电池比能量达 190Wh/kg 以上, 系统能量密度可达 125Wh/kg 左右。双方携手合作将有利于充分整合各自资源优势, 把握储能电池发展机遇, 同时也将完善国轩高科基于钛酸锂材料为负极的储能电池战略布局, 进一步巩固公司在新能源汽车动力锂电池的市场领先地位。



◆整合产业链上下游资源，高技术高毛利强化成本控制和市场竞争力。

公司目前正在整合锂电上游的正极/负极/隔膜产业链，合肥国轩现已具备8000吨磷酸铁锂正极材料产能，配股融资规划建设10000吨三元正极材料产能、5000吨硅基负极材料产能以及21万台（套）新能源汽车充电设施项目、20万套电动汽车动力总成控制系统，加上与星源材质合作的8000万m²湿法动力锂电隔膜生产线，公司全产业链布局已经初见雏形。自主掌握锂电池上游材料生产能力有利于公司通过改进正负极材料性能和导入新材料来提高压实密度，优化产品性能；另一方面，在锂电出货价格下行的行情中，也有利于提高公司成本控制能力，将毛利率维持在行业内相对较高水平。

◆新能源车产销好转，积分草案利好高端动力电池发展。在政策和市场

逐步回归稳定后，新能源汽车产销情况正逐步好转，5月产销量分别为5.1万辆和4.5万辆，同比增幅分别为38.2%和28.4%；其中，纯电动汽车产销量分别为4.4万辆和3.9万辆，同比增幅分别为52.5%和49%。新能源乘用车销量达3.8万台，同比增长45%，环比4月增长30%，其中纯电动A00级电动车销售1.59万台，同比大增104%，北汽EC系列、江淮IEV系列、知豆等主力车型销量增长较稳。公司与北汽、江淮汽车等新能源车企均有着深入的合作关系，公司磷酸铁锂电池技术也获得了各家新能源车企的高度认可，我们判断，随着行业销量稳步回升，公司动力锂电出货量有望逐步恢复增长，从而抵御价格下降导致的冲击。此外，近期发布的《乘用车企业油耗与新能源积分管理办法（草案）》显示出国家政策对纯电动汽车以及高性能动力电池的倾斜，新能源积分与整车续航里程呈正向线性关系。公司锂电产品的能量密度水平一直位居前列，有望受益于新能源车企对高能量密度、高续航能力动力电池的需求提升。

投资建议：

基于公司2017年产能继续扩张但毛利率有所下降的假设，我们预计2017、2018年公司EPS分别为1.32元、1.83元，对应目前PE分别为25.01倍、18.04倍。以7月5日锂电池指数（884039.WI）的P/E值45.90倍来看，公司目前的估值仍具备足够安全边际，我们继续给予公司“增持”的投资评级。



风险提示：

公司动力锂电销量不及预期；公司产能扩张进度不及预期；国家新能源汽车产业政策发生重大变化；公司储能领域布局不及预期；公司与重点新能源车企合作关系出现重大变化等。

主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	885.51	2745.50	4757.93	8150.00	9950.00
增长率(%)	N/A	210.05%	73.30%	71.29%	22.09%
归母净利润（百万元）	37.64	584.61	1030.94	1160.40	1609.18
增长率(%)	N/A	1453.11%	76.35%	12.56%	38.67%
EPS（元）	0.043	0.666	1.175	1.322	1.834
毛利率	27.01%	45.39%	46.93%	37.00%	39.00%
净资产收益率	7.60%	19.38%	26.19%	23.23%	24.90%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	885.51	2745.50	4757.93	8150.00	9950.00
减：营业成本	646.34	1499.39	2525.27	5134.50	6069.50
营业税金及附加	4.51	25.66	30.89	52.91	64.60
营业费用	64.23	210.38	382.72	655.58	800.36
管理费用	104.07	272.04	577.58	989.36	1207.86
财务费用	22.35	21.79	41.99	0.65	-38.29
资产减值损失	4.68	79.88	92.71	0.00	0.00
加：投资收益	0.02	2.10	-0.61	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	39.33	638.47	1106.16	1317.00	1845.96
加：其他非经营损益	19.13	41.75	91.25	50.71	50.71
利润总额	58.45	680.22	1197.41	1367.71	1896.67
减：所得税	10.99	92.92	164.56	205.16	284.50
净利润	47.46	587.31	1032.85	1162.56	1612.17
减：少数股东损益	9.82	2.69	1.91	2.15	2.99
归母净利润	37.64	584.61	1030.94	1160.40	1609.18

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	57.57	520.71	1275.56	1464.75	1885.88
投资性现金净流量	-65.97	-499.60	-1839.5	43.10	43.10
筹资性现金净流量	-31.00	1110.47	903.24	-329.04	-102.32
现金流量净额	-39.40	1131.95	339.99	1178.81	1826.67

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	157.92	1768.10	1794.44	2973.25	4799.91
应收和预付款项	482.66	1963.66	2857.46	3240.00	3850.00
存货	153.11	488.63	630.35	800.00	700.00
其他流动资产	9.11	92.44	113.17	113.17	113.17
长期股权投资	0.00	0.00	34.39	34.39	34.39
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	387.98	1358.35	2722.30	2411.49	2100.67
无形资产和开发支出	59.17	306.60	528.55	481.25	433.94
其他非流动资产	2.36	412.08	854.71	852.72	850.74
资产总计	1252.31	6389.85	9535.37	10906.2	12882.8
短期借款	260.00	344.00	627.00	0.00	0.00
应付和预收款项	428.57	2095.78	3162.65	3699.38	4204.38
长期借款	0.00	148.00	453.52	853.52	853.52
其他负债	38.00	760.02	1332.20	1332.20	1332.20
负债合计	726.57	3347.80	5575.36	5885.09	6390.09
股本	253.37	876.35	876.09	876.09	876.09
资本公积	10.21	996.31	1016.10	1016.10	1016.10
留存收益	231.45	1143.40	2043.51	3102.52	4571.09
归属母公司股东权益	495.03	3016.06	3935.71	4994.72	6463.29
少数股东权益	30.71	25.99	24.30	26.46	29.44
股东权益合计	525.74	3042.05	3960.01	5021.17	6492.73
负债和股东权益合计	1252.31	6389.85	9535.37	10906.2	12882.8

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。