

2017年07月20日

证券研究报告·动态跟踪报告

国轩高科 (002074) 电气设备

增持 (首次)

当前价: 33.66 元

目标价: 38.50 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

打造庐江完整新能源产业链，全年高增长确定

投资要点

- **事件:** 近日，国轩高科子公司合肥星源新能源材料公司一期正式投产。
- **隔膜基地正式投产，打造庐江完整新能源产业链。** 合肥星源致力于生产锂电池隔膜，一期产能 8000 万平方米。项目全部建成后，合肥星源将成为华东地区规模最大的动力锂离子电池隔膜生产基地。如此，庐江将形成一条完整的新能源汽车动力电池产业链。公司目前已具备 8000 吨磷酸铁锂正极材料产能、5000 吨硅基负极材料产能、21 万台(套)充电设施、20 万套电动汽车动力总成控制系统、8000 万平方米湿法动力隔膜以及 10000 吨三元正极材料(17 年底实现 6000 吨 NCM111 和 3000 吨 NCM622 产能)。公司的全产业链布局已初具规模，这有利于公司把控成本和质量，提升市场竞争力。
- **频频斩获大单，产能逐步爬坡，17 年业绩高增长确定。** 17 年以来，公司公告签订的订单已累计约 47.0 亿元，占 16 年全年营业收入的 98.8%，其中中通客车 13.3 亿元、北汽新能源 18.8 亿元、南京金龙 14.9 亿元等。目前公司动力电池产能为磷酸铁锂 3.6GWh，三元 2GWh，年底随着山东二期的三元项目逐渐投产，将扩至 8-9GWh。公司在手订单充足，产能逐步释放，17 年业绩确定性较强。
- **携手上海电气布局储能，完善钛酸锂储能技术。** 公司近日出资 1.29 亿元(占比 43%)与上海电气设立合资公司共同布局储能领域，探索基于钛酸锂为负极的储能技术的产业应用和商业模式。我们看好二者整合双方资源的合作模式，一方面上海电气深耕清洁能源装备制造多年，另一方面国轩高科作为锂电龙头，技术实力领先，二者强强联合将有利于抢占储能市场先机。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.54 元、2.10 元、2.26 元，对应 PE 分别为 21 倍、15 倍和 14 倍，未来三年归母净利润将保持 24.3% 的复合增长率。锂电行业行业估值 25 倍，给予公司行业平均估值，对应目标价 38.5 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 锂电池产能扩张或不及预期的风险，新能源汽车行业发展或不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4757.93 | 8062.63 | 11787.41 | 14043.82 |
| 增长率 | 73.30% | 69.46% | 46.20% | 19.14% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1030.94 | 1347.24 | 1842.11 | 1979.41 |
| 增长率 | 76.35% | 30.68% | 36.73% | 7.45% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.17 | 1.54 | 2.10 | 2.26 |
| 净资产收益率 ROE | 26.08% | 26.61% | 27.75% | 23.98% |
| PE | 27 | 21 | 15 | 14 |
| PB | 7.12 | 5.52 | 4.21 | 3.39 |

数据来源: Wind, 西南证券

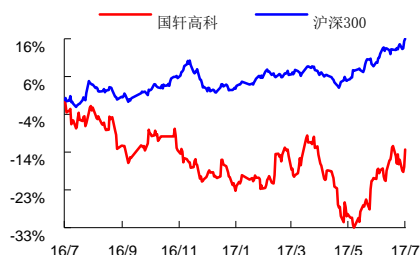
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
 执业证号: S1250513090001
 电话: 023-63786561
 邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
 电话: 010-57631196
 邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
 电话: 021-68415929
 邮箱: lzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

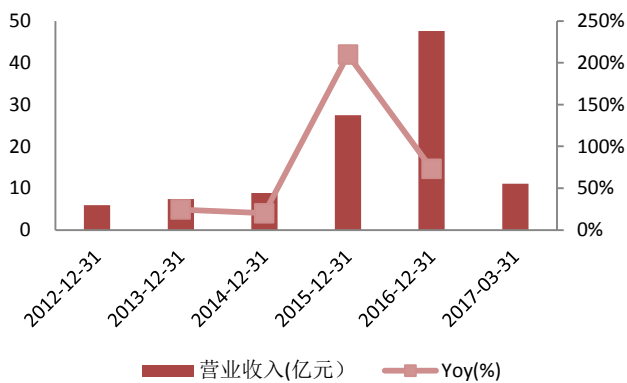
基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 8.78 |
| 流通 A 股(亿股) | 4.72 |
| 52 周内股价区间(元) | 26.0-41.85 |
| 总市值(亿元) | 295.40 |
| 总资产(亿元) | 108.88 |
| 每股净资产(元) | 4.72 |

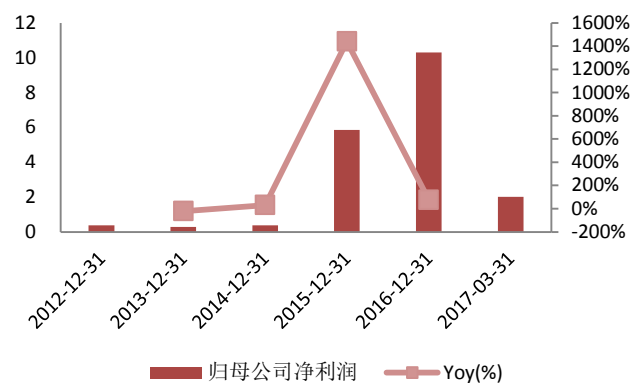
相关研究

国轩高科成立于2006年5月，总部位于合肥市。拥有合肥、庐江、南京、苏州、青岛、唐山、泸州等多个生产基地。公司从事锂电池的研发和销售，具备磷酸铁锂和三元电池的完整产线。2014年，国轩高科通过东源电器重大资产重组的方式上市。自此成为目前A股锂电池第一龙头。

上市以来，公司营收和净利润均出现大幅度上升。2015年动力电池出货量17GW，同比增长356.7%；2016年动力电池出货量达到30.5GW，同比增长79.4%。国轩高科出货量为1.9GW，国内排名第四。仅次于比亚迪、CATL和沃特玛。

图 1：公司 2012 年以来主营收入（亿元）和同比增速（%）


数据来源：wind，西南证券整理

图 2：公司 2012 年以来归母净利润（亿元）和同比增速（%）


数据来源：wind，西南证券整理

随着锂电池出货量的暴增，国轩高科 2016 年实现营业收入 47.6 亿元，同比增长 73%，实现归母净利润 10.3 亿元，同比增长 76%。但到了 2017 年初，受到新能源车补贴下降的政策影响，整个动力电池行业 2017 年一季度的出货量和电池价格均出现大幅度下滑。2017 年公司一季报实现收入 11.1 亿元，同比减少 5.7%，实现归母净利润为 2.02，同比减少 34.02%。二季度新能源车销量出现环比增长，预计公司二季度业绩开始转好，全年有望以量补价，业绩仍然能有可观的增长。

关键假设：

假设 1：公司 16 年锂电池产能达到 6.4 亿 Ah，今年还将扩产 2.4-3.4GWh，同时截至 7 月份，今年已获得 47 亿元订单（占去年全年营收的 98.8%），因此从产能端和订单端来看，公司今年的电池组业务还将维持高增长。同时，由于 17 年开始电池厂商进入产能高速释放期，各家厂商需要以量补价，毛利率将开始有所缓慢下降。

假设 2：由于电力建设已进入放缓期，因此公司的输配电业务较平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 百万元 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 合计 | | | | | | |
| 营业收入 | 885.5 | 2745.5 | 4757.9 | 8062.6 | 11787.4 | 14043.8 |
| yoy | 19.9% | 210.0% | 73.3% | 69.5% | 46.2% | 19.1% |
| 营业成本 | 646.3 | 1499.4 | 2525.3 | 4893.1 | 7348.7 | 9011.7 |

| 百万元 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|----------|--------|--------|---------|---------|
| 毛利率 | 27.0% | 45.4% | 46.9% | 39.3% | 37.7% | 35.8% |
| 电池组 | | | | | | |
| 收入 | | 2133.3 | 4074.7 | 7334.4 | 11001.6 | 13201.9 |
| yoy | | | 91.0% | 80.0% | 50.0% | 20.0% |
| 成本 | | 1094.0 | 2090.0 | 4400.6 | 6821.0 | 8449.2 |
| 毛利率 | | 48.7% | 48.7% | 40.0% | 38.0% | 36.0% |
| 输配电产品 | | | | | | |
| 收入 | | 551.7 | 611.2 | 641.8 | 673.8 | 707.5 |
| yoy | | | 10.8% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 成本 | | 401.1007 | 423.4 | 449.2 | 471.7 | 495.3 |
| 毛利率 | | 27.3% | 30.7% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 其他 | | | | | | |
| 收入 | | 58.6 | 72.1 | 86.5 | 112.0 | 134.4 |
| yoy | | 428.3% | 23.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 成本 | | 3.0 | 11.9 | 43.3 | 56.0 | 67.2 |
| 毛利率 | | 94.9% | 83.5% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 4757.93 | 8062.63 | 11787.41 | 14043.82 | 净利润 | 1032.85 | 1360.85 | 1860.72 | 1999.40 |
| 营业成本 | 2525.27 | 4893.10 | 7348.66 | 9011.68 | 折旧与摊销 | 147.53 | 179.67 | 179.67 | 179.67 |
| 营业税金及附加 | 30.89 | 58.14 | 86.37 | 96.90 | 财务费用 | 41.99 | -72.56 | -106.09 | -126.39 |
| 销售费用 | 382.72 | 645.01 | 942.99 | 1123.51 | 资产减值损失 | 92.71 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 管理费用 | 577.58 | 967.52 | 1355.55 | 1615.04 | 经营营运资本变动 | 92.37 | 44.29 | 482.41 | 240.36 |
| 财务费用 | 41.99 | -72.56 | -106.09 | -126.39 | 其他 | -132.79 | -39.23 | -70.40 | -16.60 |
| 资产减值损失 | 92.71 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 经营活动现金流净额 | 1274.66 | 1478.02 | 2351.31 | 2281.44 |
| 投资收益 | -0.61 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 资本支出 | -1545.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -294.06 | 78.01 | 30.00 | 30.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1839.58 | 78.01 | 30.00 | 30.00 |
| 营业利润 | 1106.16 | 1596.43 | 2184.92 | 2348.09 | 短期借款 | 283.00 | -627.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 91.25 | 4.57 | 4.16 | 4.15 | 长期借款 | 305.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1197.41 | 1601.00 | 2189.08 | 2352.23 | 股权融资 | 13.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 164.56 | 240.15 | 328.36 | 352.84 | 支付股利 | -131.45 | -206.19 | -269.45 | -368.42 |
| 净利润 | 1032.85 | 1360.85 | 1860.72 | 1999.40 | 其他 | 432.65 | -147.36 | 106.09 | 126.39 |
| 少数股东损益 | 1.91 | 13.61 | 18.61 | 19.99 | 筹资活动现金流净额 | 903.24 | -980.55 | -163.36 | -242.03 |
| 归属母公司股东净利润 | 1030.94 | 1347.24 | 1842.11 | 1979.41 | 现金流量净额 | 339.09 | 575.48 | 2217.95 | 2069.41 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 2306.30 | 2881.78 | 5099.73 | 7169.14 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2857.46 | 4923.83 | 7205.42 | 8580.47 | 销售收入增长率 | 73.30% | 69.46% | 46.20% | 19.14% |
| 存货 | 630.35 | 1264.66 | 1953.48 | 2377.60 | 营业利润增长率 | 73.25% | 44.32% | 36.86% | 7.47% |
| 其他流动资产 | 113.66 | 111.25 | 162.64 | 193.78 | 净利润增长率 | 75.86% | 31.76% | 36.73% | 7.45% |
| 长期股权投资 | 34.39 | 34.39 | 34.39 | 34.39 | EBITDA 增长率 | 77.96% | 31.48% | 32.58% | 6.33% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2722.02 | 2587.69 | 2453.36 | 2319.03 | 毛利率 | 46.93% | 39.31% | 37.66% | 35.83% |
| 无形资产和开发支出 | 528.55 | 483.61 | 438.67 | 393.73 | 三费率 | 21.07% | 19.10% | 18.60% | 18.60% |
| 其他非流动资产 | 1021.97 | 1021.57 | 1021.18 | 1020.78 | 净利率 | 21.71% | 16.88% | 15.79% | 14.24% |
| 资产总计 | 10214.71 | 13308.79 | 18368.87 | 22088.92 | ROE | 26.08% | 26.61% | 27.75% | 23.98% |
| 短期借款 | 627.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 10.11% | 10.23% | 10.13% | 9.05% |
| 应付和预收款项 | 2785.23 | 4932.11 | 7737.77 | 9377.71 | ROIC | 54.05% | 54.32% | 76.39% | 90.79% |
| 长期借款 | 453.52 | 453.52 | 453.52 | 453.52 | EBITDA/销售收入 | 27.23% | 21.13% | 19.16% | 17.10% |
| 其他负债 | 2388.95 | 2809.08 | 3472.24 | 3921.36 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 6254.70 | 8194.71 | 11663.52 | 13752.59 | 总资产周转率 | 0.56 | 0.69 | 0.74 | 0.69 |
| 股本 | 876.09 | 877.60 | 877.60 | 877.60 | 固定资产周转率 | 2.49 | 3.18 | 4.91 | 6.19 |
| 资本公积 | 1281.47 | 1279.96 | 1279.96 | 1279.96 | 应收账款周转率 | 2.50 | 2.48 | 2.34 | 2.14 |
| 留存收益 | 2042.92 | 3183.97 | 4756.64 | 6367.62 | 存货周转率 | 4.17 | 4.96 | 4.51 | 4.14 |
| 归属母公司股东权益 | 3935.71 | 5076.17 | 6648.83 | 8259.82 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 99.23% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 24.30 | 37.91 | 56.52 | 76.51 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 3960.01 | 5114.08 | 6705.35 | 8336.33 | 资产负债率 | 61.23% | 61.57% | 63.50% | 62.26% |
| 负债和股东权益合计 | 10214.71 | 13308.79 | 18368.87 | 22088.92 | 带息债务/总负债 | 17.28% | 5.53% | 3.89% | 3.30% |
| | | | | | 流动比率 | 1.37 | 1.47 | 1.48 | 1.55 |
| | | | | | 速动比率 | 1.22 | 1.27 | 1.28 | 1.35 |
| | | | | | 股利支付率 | 12.75% | 15.30% | 14.63% | 18.61% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 1295.68 | 1703.53 | 2258.50 | 2401.36 | 每股收益 | 1.17 | 1.54 | 2.10 | 2.26 |
| PE | 27.18 | 20.80 | 15.21 | 14.16 | 每股净资产 | 4.48 | 5.78 | 7.58 | 9.41 |
| PB | 7.12 | 5.52 | 4.21 | 3.39 | 每股经营现金 | 1.45 | 1.68 | 2.68 | 2.60 |
| PS | 5.89 | 3.48 | 2.38 | 2.00 | 每股股利 | 0.15 | 0.23 | 0.31 | 0.42 |
| EV/EBITDA | 20.03 | 14.43 | 9.90 | 8.45 | | | | | |
| 股息率 | 0.47% | 0.74% | 0.96% | 1.31% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 地区销售副总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |