

国轩高科 (002074)

强烈推荐

行业：中压设备

## 锂电产业链闭环布局成型，盈利改善成长性可期

2017上半年，公司实现营收23.97亿元，同比基本持平；扣非净利润3.72亿元，同比降低27.84%；前三季度营业收入37.55亿元，同比提高9.7%；扣非净利润5.16亿元，同比降低24%。公司短期业绩承压，四季度盈利有望大幅改善，长期成长确定性较高。

### 投资要点：

- ◇ **锂电产能扩张迅速，高镍三元占比逐步提升，客户结构优质。**公司现有锂电产能超6GWH，明年年年底前产能有望达9GWH。高镍三元产能逐步释放，三元占比不断提升，明年三元产能占比将提升至45%左右。在乘用车与商用车领域均有良好客户布局，供货稳定均衡。乘用车拥有北汽、上汽江淮、众泰、吉利等战略客户，商用车则拥有宇通、中通客车、南京金龙、安凯客车等客户。在手订单充足，保障四季度出货放量。当前合资乘用车车企合作推进顺利，加速推进物流车领域与物流商的合作，新客户拓展顺利。
- ◇ **技术与研发实力业内居前，锂电产业技术储备充足。**公司NCM622正极材料已经投产，实现三元622电池量产。青岛三元111电池将全部切换为三元622产线，三元622电池组能量密度超过130WH/kg。通过规格尺寸提升及箱体材料更换，明年磷酸铁锂电池组能量密度也有望提升至130WH/kg以上。明年公司自主研发的BMS将首次用于乘用车电池组，不再局限于商用车。公司50AH大电芯明年上半年投产，拥有软包电池，三元811电池的技术储备，固态电池技术跟进中。
- ◇ **打造锂电池产业链闭环，控制上游材料成本，保障盈利水平及原料供应的稳定。**三元NCM622正极材料已经投产，有望实现明年大部分三元正极材料的自给；磷酸铁锂正极8000吨产能已经投产，明年产能规划扩张到1.2万吨；与中冶集团合作进行三元前驱体的生产；与星源材质合作的8000万平的湿法隔膜正在产品验证过程中；募投项目规划5000吨的硅碳负极；实现铝箔自主涂覆；四个工厂电芯及电池组产能加速扩张；标准化模组便于锂电池的回收梯次利用，与兰州金川合资办厂进行锂电资源回收循环利用。打造上游材料->电芯与电池组->电池回收利用的产业链闭环生态。利用产业链优势，锂电制造成本逐步降低，在锂电价格下降的背景下实现毛利率水平的相对稳定。
- ◇ **四季度锂电池出货放量可期，量利齐升，盈利能力持续改善。**公司预测其2017年全年归母净利润区间为10.02亿元-11.16亿元。扣除前三季度6.40亿元的归母净利润，预计公司四季度盈利区间为3.62亿元-4.76亿元，同比增幅23.5%-62.5%，环比增幅超85%。三季度毛利率水平回升至38%以上，由于管理费用率上升，影响短期净利润率水平。公司加速产能扩张，

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960517090001

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6-12个月目标价：40.75

当前股价：30.00

评级调整：首次

### 基本资料

总股本(百万股)	876
流通股本(百万股)	487
总市值(亿元)	263
流通市值(亿元)	146
成交量(百万股)	9.93
成交额(百万元)	294.96

### 股价表现



### 相关报告

加大研发投入，导致管理费用率比上半年提高约 4 个百分点，后续利润率水平有望回升。预计公司四季度将实现量利齐升，出货量大增，利润率水平回升，盈利大幅改善。随着产品结构调整及上游材料成本控制，公司未来盈利能力有望继续改善。

- ◇ **市场份额逐步提升，盈利能力持续改善；配股融资扩张先进产能，长期成长性及盈利性可期。**作为技术与研发实力兼备的锂电龙头，在锂电行业洗牌过程中保证了市场份额提升，2017 年有望提升至 10% 左右。公司配股融资有望在四季度完成，募集资金将用于投资新一代高比能动力电池产业化项目，除扩产电芯外，还将投资正负极材料，动力总成及充电设施项目。通过产业链成本控制及技术成本降低，最终保证毛利率水平的相对稳定。虽短期盈利水平承压，公司长期成长及盈利能力确定性高。
- ◇ **盈利预测：**预测 2017-2019 年公司的 EPS 为 1.21/1.63/2.13, 对应 PE 为 24.79/18.44/14.06 倍, 考虑到公司锂电产能扩张顺利，三元高镍电池产能加速释放，产业链布局日趋完善，给予公司 2018 年 25 倍 PE，对应目标价 40.75 元。
- ◇ **风险提示：**新品获批速度不达预期，估值过高的风险

#### 主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4758	6267	8564	11351
收入同比(%)	73%	32%	37%	33%
归属母公司净利润	1031	1060	1425	1869
净利润同比(%)	76%	3%	34%	31%
毛利率(%)	46.9%	37.4%	37.8%	37.6%
ROE(%)	26.2%	20.7%	22.2%	23.2%
每股收益(元)	1.18	1.21	1.63	2.13
P/E	25.49	24.79	18.44	14.06
P/B	6.68	5.12	4.09	3.26
EV/EBITDA	19	18	14	10

资料来源：中国中投证券财富研究部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5908	7974	10425	13630
现金	2306	3038	4151	5502
应收账款	2411	3346	4467	5936
其它应收款	35	102	123	157
预付账款	107	167	227	301
存货	630	624	626	625
其他	419	697	832	1108
<b>非流动资产</b>	4307	4943	5564	6147
长期投资	34	34	34	34
固定资产	2604	3030	3453	3855
无形资产	448	622	809	992
其他	1220	1256	1267	1266
<b>资产总计</b>	10215	12917	15989	19778
<b>流动负债</b>	4314	6017	7757	9857
短期借款	627	738	1001	1282
应付账款	1710	2594	3512	4693
其他	1976	2686	3244	3882
<b>非流动负债</b>	1941	1743	1779	1821
长期借款	454	454	454	454
其他	1488	1289	1326	1367
<b>负债合计</b>	6255	7760	9536	11678
少数股东权益	24	27	31	36
股本	876	876	876	876
资本公积	1281	1281	1281	1281
留存收益	2043	2972	4265	5907
归属母公司股东权益	3936	5130	6422	8064
<b>负债和股东权益</b>	10215	12917	15989	19778

**现金流量表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1275	1380	1824	2155
净利润	1033	1063	1429	1874
折旧摊销	148	173	207	238
财务费用	42	18	19	18
投资损失	1	-2	-2	-2
营运资金变动	40	204	23	-174
其它	12	-76	148	200
<b>投资活动现金流</b>	-1840	-820	-840	-833
资本支出	1307	627	631	630
长期投资	-564	0	0	0
其他	-1096	-193	-209	-204
<b>筹资活动现金流</b>	903	171	129	29
短期借款	283	111	263	280
长期借款	306	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	14	0	0	0
其他	301	60	-134	-251
<b>现金净增加额</b>	339	732	1113	1351

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4758	6267	8564	11351
营业成本	2525	3924	5330	7082
营业税金及附加	31	41	56	74
营业费用	383	442	641	844
管理费用	578	624	869	1163
财务费用	42	18	19	18
资产减值损失	93	64	76	78
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	2	2
<b>营业利润</b>	1106	1157	1576	2094
营业外收入	98	81	87	85
营业外支出	7	6	6	6
<b>利润总额</b>	1197	1232	1656	2172
所得税	165	169	227	298
<b>净利润</b>	1033	1063	1429	1874
少数股东损益	2	3	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	1031	1060	1425	1869
EBITDA	1296	1349	1802	2350
EPS (元)	1.18	1.21	1.63	2.13

**主要财务比率**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	73.3%	31.7%	36.6%	32.5%
营业利润	73.3%	4.6%	36.1%	32.9%
归属于母公司净利润	76.3%	2.8%	34.4%	31.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.9%	37.4%	37.8%	37.6%
净利率	21.7%	16.9%	16.6%	16.5%
ROE	26.2%	20.7%	22.2%	23.2%
ROIC	40.3%	36.6%	42.3%	47.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.2%	60.1%	59.6%	59.0%
净负债比率	20.78%	17.52%	17.19%	16.39%
流动比率	1.37	1.33	1.34	1.38
速动比率	1.21	1.21	1.26	1.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.54	0.59	0.63
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	1.92	1.82	1.75	1.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.21	1.63	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.58	2.08	2.46
每股净资产(最新摊薄)	4.49	5.86	7.33	9.20
<b>估值比率</b>				
P/E	25.49	24.79	18.44	14.06
P/B	6.68	5.12	4.09	3.26
EV/EBITDA	19	18	14	10

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业分析师,北京大学金融硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434