

国轩高科 (002074)

长期订单定价，员工持股定心

强烈推荐 (维持)

现价: 17.89 元

主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.hfgxgk.com
大股东/持股	珠海国轩贸易有限责任公司 /24.84%
实际控制人	李缜
总股本(百万股)	1,137
流通 A 股(百万股)	631
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	203.35
流通 A 股市值(亿元)	112.90
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	64.70

行情走势图



相关研究报告

《国轩高科*002074*三季度毛利率回升，最黑暗的时刻已经过去》 2017-10-27
 《国轩高科*002074*延伸上游材料布局，提高成本控制力》 2017-08-29

证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
 S1060516080002
 021-20661645
 ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

张龔 一般从业资格编号
 S10601160900035
 021-38643759
 ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **产品率先升级拿下订单 4 万台，直接受益订单确定性：**公司 7 款配套产品入选 18 年首批推荐目录，磷酸铁锂动力电池系统能量密度达到 140wh/kg 保持行业领先水准。公司目前已和大运、北汽、江淮确定订单超 4 万台，将在节后产业景气回暖时率先受益订单确定性；大运订单显示公司产品价格降幅约为 10%，整体降幅符合预期。
- **公司战略转型年，员工持股增信心：**18 年是行业资金链持续紧张、平均毛利率下滑敦促下的行业洗牌年；也是公司客户重心转向乘用车、产品重心转向三元、成本重心转向上游成果显现的年度。公司此时发布员工持股计划，将增强员工主观能动性；公司控制人增持公司股份显示对公司成长的信心。
- **投资建议：**18 年动力电池行业进入深度洗牌期，由于国家补贴资金发放周期长，行业资金链紧张；动力电池价格快速下探，行业平均毛利率下滑；不具备优质融资能力的动力电池企业将出清。公司先后通过发行绿色债券、配股融资等方式储备资金 46 亿元以度过大额资本开支阶段。公司 18 年原材料自产比例提高，锁定锂、钴金属资源及价格将提高公司产品成本控制力。考虑到公司配股融资实施完毕，且公司产品技术进步及订单获取能力改善，我们调整公司盈利预测 17/18/19 年 EPS 分别为 0.94/1.14/1.43 元（前值 1.21/1.43/1.72 元），维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**若 18 年国家补贴政策发布时点晚于预期，补贴金额及技术参数调整幅度超出预期，将会影响产业链产销放量节奏；若公司正极材料/隔膜合作供应商投产进度不及预期，将会影响公司产品成本；若公司订单执行进度不及预期，将会影响公司产能利用率。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2745	4758	6476	8635	11080
YoY(%)	210.0	73.3	36.1	33.3	28.3
净利润(百万元)	584.6	1031	1065	1299	1621
YoY(%)	1453.1	76.3	3.3	21.9	24.9
毛利率(%)	45.4	46.9	37.0	35.0	31.9
净利率(%)	21.3	21.7	16.4	15.0	14.6
ROE(%)	19.3	26.1	12.6	13.4	14.5
EPS(摊薄/元)	0.51	0.91	0.94	1.14	1.43
P/E(倍)	34.78	19.7	19.1	15.7	12.5
P/B(倍)	5.20	4.0	4.5	2.2	1.9

正文目录

一、站稳动力电池一线梯队，推进三元转型步步为营	4
1.1 一线铁锂强者，技术进步搅动四强格局	4
1.2 三元+乘用车战略推进，掌握核心材料实现成本控制	5
二、长期订单定价，员工持股定心	7
2.1 大运汽车 7.5 亿订单落地，产业链景气度回暖	7
2.2 员工持股+实际控制人增持，公司彰显成长信心	8
三、投资建议	9
四、风险提示	9

图表目录

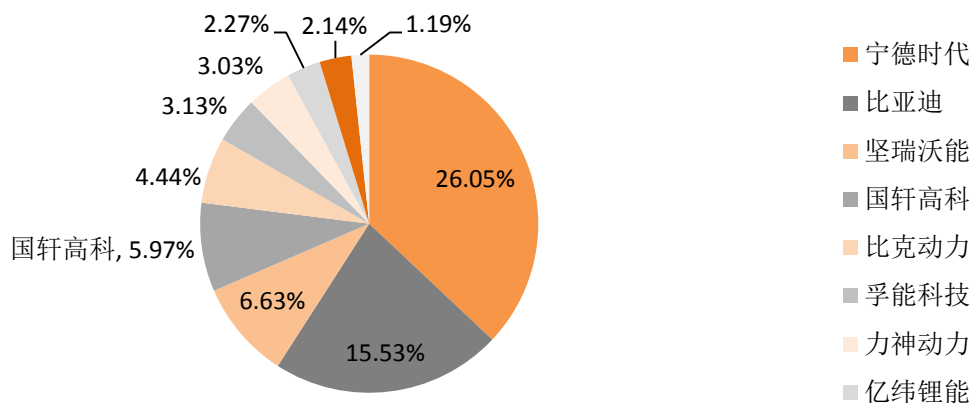
图表 1	公司以 5.97% 的市场占有率名列国内第四	4
图表 2	公司磷酸铁锂电池领域市场占有率达到 9.83%	4
图表 3	公司入选第一批新能源汽车推荐目录产品技术参数与宁德时代接近	5
图表 4	公司三元电池出货比例约为 19%	5
图表 5	公司 46% 动力电池用于乘用车领域	5
图表 6	公司 17 年批量配套 6 家主机厂十多款产品	6
图表 7	公司三元电池配套汉腾 SUV 车型	6
图表 8	公司配套江淮车型续航里程达 310km	6
图表 9	公司持续布局上游产业链，实现成本控制、资源保证和材料高端化	7
图表 10	公司配套大运汽车入选 18 年首批推荐目录	8

一、站稳动力电池一线梯队，推进三元转型步步为营

1.1 一线铁锂强者，技术进步搅动四强格局

根据节能与新能源汽车网机动车合格证口径数据统计,2017年国内新能源汽车产量合计81.01万台,动力电池装机量达到36.39GWh;公司以2.17GWh装机量排名国内第四,市场占有率约为5.97%。

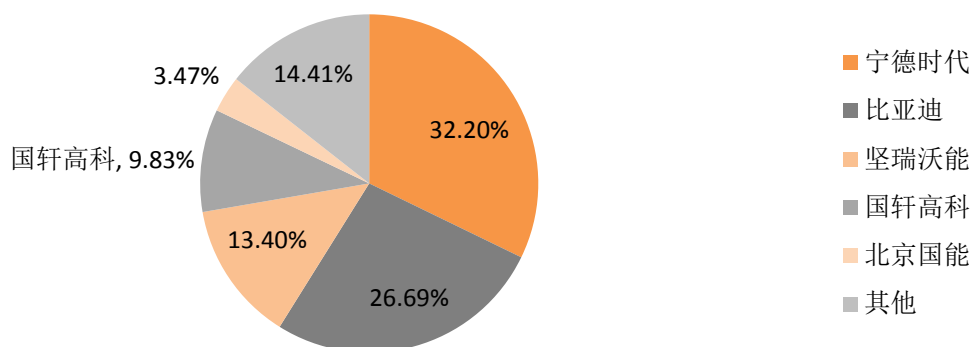
图表1 公司以5.97%的市场占有率名列国内第四



资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

17年磷酸铁锂动力电池市场格局快速集中,前四名市场份额累计达到82.12%,公司站稳磷酸铁锂动力电池一线梯队。公司17年内磷酸铁锂动力电池装机量约为1.77GWh,市场份额约为9.83%,名列行业第四。

图表2 公司磷酸铁锂电池领域市场占有率达到9.83%



资料来源:节能与新能源汽车网、平安证券研究所

18年2月2日,年内首批新能源汽车推广应用目录发布,公司共有7款产品配套进入此批目录。配套产品技术参数显示,公司18年磷酸铁锂动力电池技术水平显著提升,动力电池系统能量密度达到140.52wh/kg,位居行业一线梯队,进一步缩小了与宁德时代类似产品的差距。

图表3 公司入选第一批新能源汽车推荐目录产品技术参数与宁德时代接近

整车	产品型号	储能类型	系统能量密度	储电量	动力电池供应商
中通客车	LCK6108EVGM5	磷酸铁锂	140.52wh/kg	262.08kwh	国轩高科
北汽福田	BJ6105EVCA-29	磷酸铁锂	143.30wh/kg	303.67kwh	宁德时代

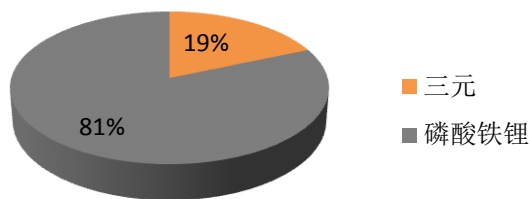
资料来源：工信部、平安证券研究所

目前公司量产磷酸铁锂 32131 圆柱电池能量密度达到 170wh/kg，实验室开发产品能量密度达到 190wh/kg，性能指标继续保持行业领先。2018 年，公司将凭借最新一代磷酸铁锂动力电池产品与宁德时代同台竞技，有望继续扩大在磷酸铁锂领域的市场份额。

1.2 三元+乘用车战略推进，掌握核心材料实现成本控制

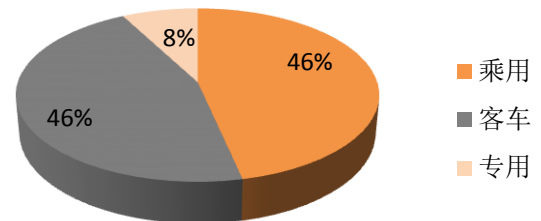
公司在依靠磷酸铁锂动力电池高端化站稳商用车市场的同时，在三元电池+纯电乘用车领域布局也卓有成效。17 年公司三元动力电池装机量约为 0.4GWh，占公司动力总装机量的 18.59%，市场份额约为 2.52%；其中超过 0.3GWh 配套于纯电乘用车领域。

图表4 公司三元电池出货比例约为 19%



资料来源：节能与新能源汽车网、平安证券研究所

图表5 公司 46%动力电池用于乘用车领域



资料来源：节能与新能源汽车网、平安证券研究所

1.2.1 乘用车用动力电池占比近半，配套福特-众泰步进中高端

纯电乘用车已经成为公司与客车并重的市场领域，公司 17 年共配套装机纯电乘用车 4.67 万台，占纯电乘用车国内总产量的 10.4%；公司用于纯电乘用车领域的动力电池装机总量约为 1.01GWh，占公司动力电池出货总量比例近半；占 17 国内纯电乘用车总装机量比例达到 8.28%。

乘用车客户方面 17 年公司批量配套江淮、北汽、奇瑞、昌河、汉腾、众泰等车企，产品覆盖微型车、SUV 等多款车型，续航里程最高达到 310km。

图表6 公司17年批量配套6家主机厂十多款产品

整车	型号	产品	车长	电池类型	续航里程
安徽江淮	HFC7000W3EV	iEV6e	3630mm	磷酸铁锂	156km
安徽江淮	HFC7000BEV		4590mm	磷酸铁锂	310km
北京汽车	BJ7001BPH2-BEV	EC180	3675mm	三元	156km
奇瑞汽车	SQR7000BEVJ00	奇瑞 eQ	3564mm	三元	151km
江西昌河	CH7005BEVA2CB	北斗星 E	3400mm	三元	165km
汉腾汽车	GXQ6450BEVT		4501mm	三元	252km
众泰汽车	JNJ7000EVB		4405mm	三元	250km

资料来源: 节能与新能源汽车网、平安证券研究所

图表7 公司三元电池配套汉腾 SUV 车型



资料来源: 工信部、平安证券研究所

图表8 公司配套江淮车型续航里程达 310km



资料来源: 工信部、平安证券研究所

18年一季度公司已经收到江淮汽车 1.1 万套 iEV 系列轿车订单,北汽新能源 2.3 万套 EC180/EC220 动力电池订单;预计 18 年公司乘用车用动力电池占比将继续提高,成为公司业绩增长的重要驱动力。

除国产整车品牌外,公司 18 年 1 月确认为福特与众泰的合资企业配套研发续航里程超过 350km 的车型,使用公司三元 622 动力电池。随着合资企业首款车型的突破,公司后续有望复制成功经验,进入江淮-大众等其他新能源汽车合资企业,助力公司产品高端化。

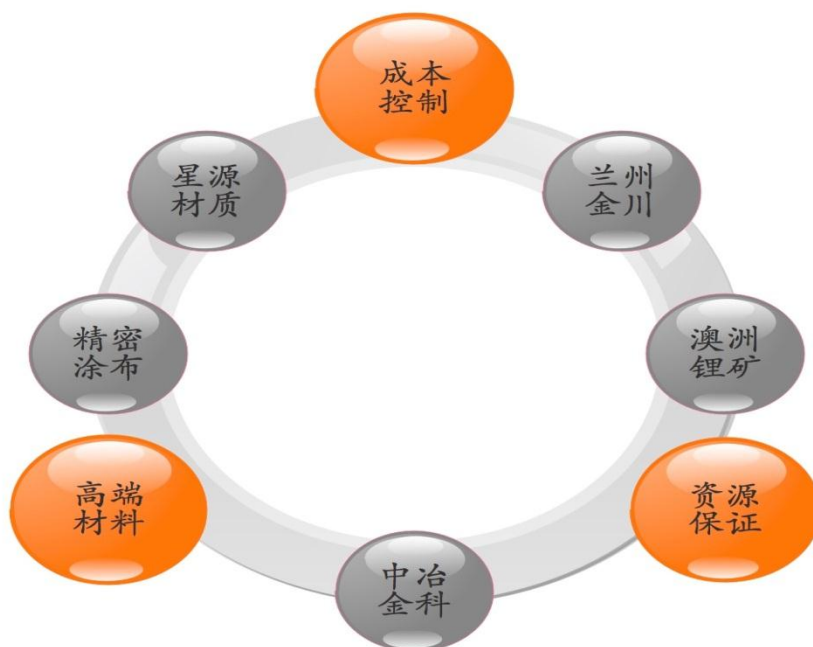
1.2.2 多方向把控原材料, 高端化同时加强成本控制

公司通过延伸产业链,向上游布局的方式加强成本控制;先后布局金属矿产、回收利用等方式涉足钴、锂金属资源,通过合资星源材质、自建涂覆工厂的方式降低隔膜成本,通过与比亚迪、中冶合作的方式开发高端三元材料,同步实现产品高端化和成本降低。

- 公司目前已经实现磷酸铁锂材料的全面自给，正极材料方面 NCM622 已经量产；公司通过直接购买澳洲锂辉石原矿然后国内代加工的方式锁定低价碳酸锂供应，通过与中冶金科合资的方式锁定部分钴矿供应及三元高镍化技术，通过与甘肃金川合资的方式解决动力电池的回收及稀有金属的回收再利用，高镍化+循环利用双向降低单位金属成本，保证公司正极材料成本优势；
- 合资合肥星源一期一条 4000 万平湿法隔膜产能已于 17 年三季度调试投产，第二条 4000 万平湿法隔膜产线预计 18 年三季度竣工投产，公司湿法隔膜基膜将实现大比例自供；公司后续精密涂覆工厂及合肥星源涂覆产能释放，降低公司湿法隔膜整体成本。

随着公司高端长续航乘用车客户的开拓和三元 VDA 电池的放量，公司三元电池比例将显著提高；18 年公司将通过材料自供比率提高、锁定低价金属资源方式继续践行成本领先策略。

图表9 公司持续布局上游产业链，实现成本控制、资源保证和材料高端化



资料来源:平安证券研究所

二、长期订单定价，员工持股定心

2.1 大运汽车 7.5 亿订单落地，产业链景气度回暖

16 年末新能源汽车国家补贴政策大幅下调补贴标准并上调整车及动力系统技术指标，同时废止原推荐目录，导致 17 年一季度产业链处于价格谈判、产品升级、更新目录的状态，产业链景气度显著下滑。17 年四季度，新能源汽车产业链传言 18 年新能源汽车国家补贴将要大幅度调整，预计再次出现补贴整体调降的同时上调技术标准的情况。

在国补政策存在不确定性的 18 年一季度，产业链已经率先作出调整：

- **推荐目录具备延续性，不会无车可卖：**在 17 年 12 批推荐目录延续有效的情况下，2 月 2 日工信部发布 18 年首批新能源汽车推荐目录，入选产品技术指标全面提升，自主向网传 18 年补贴政策最高技术要求靠拢。其中纯电客车动力电池系统能量密度在宁德时代、国轩高科、亿纬锂能等企业的配套下基本达到 140wh/kg 目标；纯电乘用车续航里程全面提升至 200km 以上。因此即使 18 年国补政策最终出现技术指标变更，产业链亦早有准备不会无车可卖。
- **产品升级、价格谈判提前进行，应对可能的补贴标准下调：**17 年四季度及 18 年一季度，产业链内产品升级和价格谈判同步推进；宁波容百量产 NCM811 高镍三元正极材料，湖南杉杉、当升科技紧随其后；上海恩捷、湖南中锂下调湿法隔膜价格。上游材料的产品升级与下调价格将有利于降低动力电池单位成本，以尽快锁定动力电池价格。

2 月 6 日公司公告与大运汽车签订《战略合作协议》，预计年内采购 6000 套动力电池组，合同金额 7.5 亿元；并合作开发纯电动卡车、纯电动乘用车 SUV 及 MPV 项目。在 18 年首批新能源车推荐目录中，公司已有一款配套大运汽车的专用车型入选，单车带电量 96.77kwh；考虑到主流中等续航里程物流车单车带电量约为 75kwh，且后续公司与大运汽车仍有其他车型配套，估算公司该订单磷酸铁锂电池组单价约为 1.4-1.5 元/wh 水平，相比 17 年降幅约为 10-15%。

考虑到该款电池组能量密度为 130.33wh/kg，预计公司 140wh/kg 以上产品售价有望超过 1.5 元水平。

图表10 公司配套大运汽车入选 18 年首批推荐目录

整车	型号	车长	续航里程	能量密度	储能类型	储电量
成都大运	CGC5045XXYBEV1Z5	5995mm	336km	130.33wh/kg	磷酸铁锂	96.77kwh

资料来源：工信部、平安证券研究所

该笔合同的签订说明在产品升级已然完成的情况下，产业链议价也基本结束；除该订单外，公司一季度已经收到江淮汽车 1.1 万套 iEV 系列轿车订单，北汽新能源 2.3 万套 EC180/EC220 动力电池订单，在手订单合计达到 4 万台。公司凭借市场一流的产品（磷酸铁锂电池组能量密度达到 140wh/kg）和价格优势（强成本控制力下的率先议价）提前获得确定性订单。

整车企业批量订单的签发，预示行业的复苏，产业链将在节后迎来景气度的回暖；公司作为动力锂电行业龙头，将凭借订单确定性率先受益。

2.2 员工持股+实际控制人增持，公司彰显成长信心

2 月 7 日公司发布公告，公司实际控制人、董事长李缙先生拟 3 个月内增持公司股份不低于 3000 万元，未来 12 个月内不排除继续增持公司股份，并承诺本次增持完成后 6 个月内不转让其持有的公司股票。

同日公司发布第一期员工持股计划（草案），对公司核心高管、核心骨干员工、关键岗位员工等不超过 100 人，筹集不超过 2 亿元；在股东大会通过本次员工持股计划后六个月内二级市场完成股票购买，存续期为 24 个月。其中 13 名高管认购金额不超过 6000 万元，其他 87 名员工认购金额不超过 1.4 亿元。

18 年是公司新产品投放（高镍三元 VDA 电池及高能量密度 32131 磷酸铁锂电池）、新客户开拓（福特众泰、大众江淮、互联网造车企业）、产业链完善（三元材料、隔膜投产）、业务重心转移（从客车转向乘用车）的战略年度。

员工持股计划适时发布，将激励高管及核心骨干员工的主观能动性，为公司后续研发、生产、客户开拓提供新动能；公司实际控制人、董事长李缙先生增持公司股份，也体现出管理层认可公司成长的信心以及对公司长期价值的看好。

三、 投资建议

由于国家补贴资金发放周期长，行业资金链紧张；动力电池价格快速下探，行业平均毛利率下滑；不具备上游产业链布局、稳定客户、优质融资能力的动力电池企业将在本轮洗牌中出清，也不具备后续持续产能扩张、利用规模优势获得更高成本控制力的可能。18 年动力电池行业进入深度洗牌期，公司先后通过发行绿色债券、配股融资等方式储备资金 46 亿元，将顺利度过大额资本开支阶段并建立规模优势和产能壁垒。

公司作为动力电池行业龙头，7 款配套车型入选 18 年首批推荐目录，动力电池系统能量密度达到国内一流水平；公司当前在手订单超过 4 万套，将在节后行业景气度复苏阶段率先受益新能源汽车产销量。公司 18 年产业链布局进入收获阶段，原材料自产比例提高和锁定锂、钴金属资源及价格将提高公司产品成本控制力。

考虑到公司配股融资实施完毕，且公司产品技术进步及订单获取能力改善，我们调整公司盈利预测 17/18/19 年 EPS 分别为 0.94/1.14/1.43 元（前值 1.21/1.43/1.72 元），维持“强烈推荐”评级。

四、 风险提示

若 18 年国家补贴政策发布时间节点晚于预期，补贴政策金额及技术参数调整幅度超出预期，将会影响产业链产销量节奏；若公司正极材料/隔膜合作供应商投产进度不及预期，将会影响公司产品成本；若公司订单执行进度不及预期，将会影响公司产能利用率。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5908	6661	11112	11045
现金	2306	1943	6445	5645
应收账款	2411	1907	2411	1282
其他应收款	35	120	71	184
预付账款	107	96	194	165
存货	630	1194	1289	2061
其他流动资产	419	1402	702	1708
非流动资产	4307	4786	5890	7018
长期投资	34	51	71	92
固定资产	2604	3323	4216	5184
无形资产	448	518	601	700
其他非流动资产	1220	894	1002	1042
资产总计	10215	11447	17001	18063
流动负债	4314	5439	6124	5719
短期借款	627	2832	450	450
应付账款	1710	0	2244	772
其他流动负债	1976	2607	3430	4497
非流动负债	1941	1420	1498	1459
长期借款	454	414	369	311
其他非流动负债	1488	1006	1129	1148
负债合计	6255	6858	7622	7178
少数股东权益	24	26	29	32
股本	876	1137	1137	1137
资本公积	1281	4608	4608	4608
留存收益	2043	3003	4161	5590
归属母公司股东权益	3936	4563	9350	10853
负债和股东权益	10215	11447	17001	18063

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1275	-751	4601	649
净利润	1033	1067	1301	1624
折旧摊销	148	160	210	269
财务费用	42	55	-5	-87
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	40	-2081	3104	-1154
其他经营现金流	12	47	-10	-3
投资活动现金流	-1840	-694	-1301	-1395
资本支出	1307	1288	878	1073
长期投资	-564	-17	-20	-21
其他投资现金流	-1096	576	-444	-343
筹资活动现金流	903	-994	3584	-55
短期借款	283	-177	0	0
长期借款	306	-40	-44	-58
普通股增加	-0	261	0	0
资本公积增加	14	3327	0	0
其他筹资现金流	301	-4364	3629	3
现金净增加额	339	-2439	6884	-800

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4758	6476	8635	11080
营业成本	2525	4078	5610	7540
营业税金及附加	31	45	43	55
营业费用	383	473	634	743
管理费用	578	672	874	954
财务费用	42	55	-5	-87
资产减值损失	93	65	95	111
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	1106	1088	1382	1763
营业外收入	98	150	130	120
营业外支出	7	7	5	5
利润总额	1197	1233	1507	1878
所得税	165	167	207	254
净利润	1033	1067	1301	1624
少数股东损益	2	2	2	3
归属母公司净利润	1031	1065	1299	1621
EBITDA	1344	1449	1704	2004
EPS (元)	0.91	0.94	1.14	1.43

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	73.3	36.1	33.3	28.3
营业利润(%)	73.3	-1.7	27.1	27.6
归属于母公司净利润(%)	76.3	3.3	21.9	24.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	46.9	37.0	35.0	31.9
净利率(%)	21.7	16.4	15.0	14.6
ROE(%)	26.1	12.6	13.4	14.5
ROIC(%)	16.5	8.9	11.3	11.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	61.2	59.9	44.8	39.7
净负债比率(%)	-25.4	16.6	-56.9	-42.4
流动比率	1.4	1.2	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.0	1.6	1.6
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.5	3.0	4.0	6.0
应付账款周转率	1.9	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.94	1.14	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	-0.66	4.05	0.57
每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.01	8.23	9.55
估值比率	-	-	-	-
P/E	19.72	19.10	15.66	12.54
P/B	3.98	4.46	2.17	1.87
EV/EBITDA	15.2	15.5	9.2	8.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033