

# 电池龙头，备战“新”战场

——国轩高科首次覆盖报告

首次覆盖报告

## ◆ 动力电池龙头，受益于新能源汽车行业快速发展：

公司是国内最早从事新能源汽车用动力锂离子电池（组）自主研发、生产和销售的企业之一。公司产品包括动力锂离子电池组产品、单体锂离子电池（电芯）、动力锂电池正极材料等。根据中国汽车工业协会测算，到2020年，我国新能源汽车销量有望达到200万辆。未来三年我国新能源汽车市场将保持35%左右的增长速度。相应的动力电池需求也将保持高增长。2016年公司动力电池出货量排名全球第六名，未来公司有望凭借技术和成本的双重优势，进一步提高市场份额。

## ◆ 扩产和成本优化，备战“新”战场：

动力电池行业快速发展的同时，行业竞争也异常激烈，2018年公司将从技术、成本和客户“三管齐下”，备战“新”战场。公司目前铁锂电池和三元电池均具备很强的技术能力，量产32131高能量密度圆柱磷酸铁锂本年达到170wh/kg，且成本近一步降低。实验室能量密度已达到190wh/kg，高比能量VDA三元系列产品，单体硬壳电芯的能量密度提升至210Wh/kg以上。产能方面公司2018年将会投产5GW三元和2GW铁锂生产线，预计下半年将会全部投产，届时公司产品会快速放量，同时公司在2017年进一步布局上游核心原材料，预计2018年自产自用比例会进一步提高，公司产品成本控制力进一步增强。

## ◆ 深度绑定北汽、江淮，新客户即将放量：

公司北汽新能源战略合作伙伴，强强联合，对增强双方竞争力都有益处。未来车企与动力电池企业的深度合作方式，将成为未来新能源车企业与动力电池企业深度合作的常规模式，公司7款配套产品入选18年首批推荐目录，公司目前已和大运、北汽、江淮确定订单超4万台，将在3-4月产业景气回暖时率先受益订单确定性。

## ◆ 控制人增持、员工持股彰显管理层信心

公司近期相继发布控制人增持和员工持股计划，建立激励机制，有利于理顺公司与员工利益，充分调动员工积极性，同时彰显了公司对未来发展的信心。

## ◆ 首次覆盖，给予“推荐”评级：

我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.95、1.19和1.50元。当前股价对应17-19年分别为23、18和14倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：新能源汽车销量低于预期；产品跌价超预期。

## 业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2745	4,758	6,422	9,306	12,529
增长率(%)	210.0	73.3	35.0	44.9	34.6
净利润(百万元)	584.6	1,031	1,077	1,355	1,701
增长率(%)	1453.1	76.3	4.5	25.7	25.6
毛利率(%)	45.4	46.9	41.3	36.1	35.4
净利率(%)	21.3	21.7	16.8	14.6	13.6
ROE(%)	19.3	26.1	20.9	21.4	21.6
EPS(摊薄/元)	0.51	0.91	0.95	1.19	1.50
P/E(倍)	42.19	23.9	22.9	18.2	14.5
P/B(倍)	8.18	6.3	4.8	3.9	3.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 推荐（首次评级）

### 分析师

开文明 (执业证书编号：S0280517100002)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

### 联系人

李远山

010-83561326

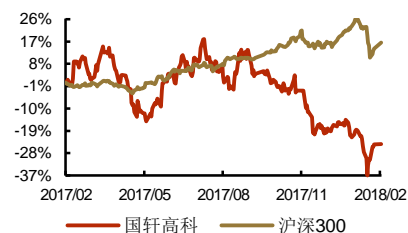
liyuanshan@xsdzq.cn

### 市场数据

时间 2018.02.22

收盘价(元)：	20.18
总股本(亿股)：	11.37
总市值(亿元)：	229.38
近3月换手率：	90.82%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.22	-22.54	-40.98
绝对	-9.32	-25.77	-25.52

### 相关研报

## 目 录

1、 动力电池龙头，受益于新能源汽车行业快速发展： .....	1
1.1、 稳步耕耘，成就 A 股电池龙头 .....	1
1.2、 核心竞争力分析 .....	1
1.3、 动力电池龙头，成长空间巨大 .....	1
1.4、 新能源汽车行业快速发展，公司有望持续收益 .....	1
2、 扩产和成本优化，备战“新”战场： .....	1
2.1、 新补贴政策的调整或利于公司发展 .....	1
2.2、 扩产稳健，高端产能下半年将释放 .....	1
2.3、 上游核心材料环节布局基本完成，未来成本优势更加明显 .....	1
3、 深度绑定北汽、江淮，新客户或开始放量： .....	1
4、 员工持股加实际控制人增持，彰显信心： .....	1
5、 首次覆盖、给予“推荐”评级： .....	1
附：财务预测摘要 .....	1
图表目录 .....	1

## 1、动力电池龙头，受益于新能源汽车行业快速发展：

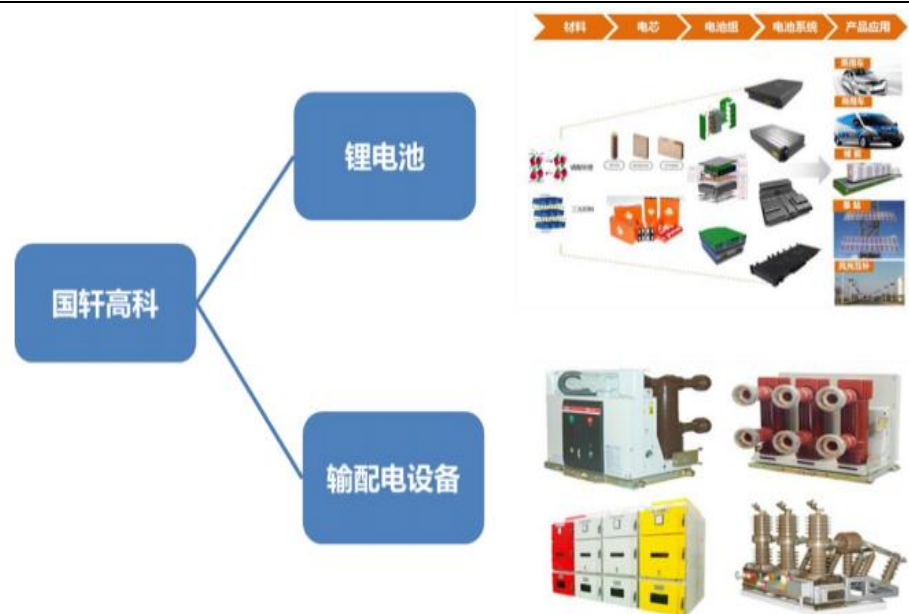
### 1.1、稳步耕耘，成就 A 股电池龙头

公司主要业务分为动力锂电池和输配电设备两大板块。

公司是国内最早从事新能源汽车用动力锂离子电池（组）自主研发、生产和销售的企业之一。公司产品包括动力锂离子电池组产品、单体锂离子电池（电芯）、动力锂电池正极材料等。公司秉持“以客户为中心”的市场理念，精心耕耘开拓市场，在市场化过程中，不断探索和实践享有良好声誉。

输配电设备作为国民经济发展的重要装备工业之一，公司主要产品为高压电器、高低压开关成套设备、电器数字化设备、配网智能化设备、系列化互感器、变压器、断路器、一体化充电桩、车载充电机及储能机柜等，产品广泛应用于火电、水电、核电、风电、冶金、铁路等行业领域。

图表1：公司业务情况



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 1.2、核心竞争力分析

**1) 核心团队优势：**公司管理团队核心成员均在动力锂电池行业领域从业多年，拥有深厚积淀的技术研发和运营管理经验，多次荣获国家、省部级科学技术奖励。管理团队和核心技术团队拥有行业丰富的从业经历，有助于深刻理解国内外行业发展趋势，及时制订和调整公司的发展战略，使公司能够在市场竞争中抢得先机。同时，公司拥有一支具备创新研发能力的研发团队，现有技术研发人员 500 余人。

**2) 技术研发优势：**公司作为一家技术型公司，专注于动力锂电池的研发与制造。报告期内，累计研发投入 3.3 亿元，构建了全球五大研究院，基本实现从空间和时间维度对电池整个生命周期系统的分析表征，为产品的设计、开发与验证奠定基础。截止报告期末，公司累计专利授权 600 余项，其中发明专利 134 项；累计发表学术论文 176 项，其中 SCI 论文 8 篇，EI 论文一篇，核心期刊 80 篇；公司荣获安徽省首批知识产权示范培养企业、安徽省发明专利百强企业等荣誉。

**3) 客户与市场优势：**针对动力锂电池行业特点，公司经过多年的营销网络建

设和营销队伍打造,已形成高效的市场反应和运作能力。业务人员常年活跃于市场,直接面对终端客户,能够快速、准确地将客户需求直接反馈到公司生产、研发各个环节,利用渠道优势实现公司与消费者的良性互动,有效保障了企业与市场的同步升级、发展。高效的市场反应和运作能力,奠定了本公司市场综合竞争优势。经过多年耕耘,公司已拥有上汽集团、北汽新能源、中通客车、南京金龙、安凯客车、江淮汽车等一批战略合作客户。

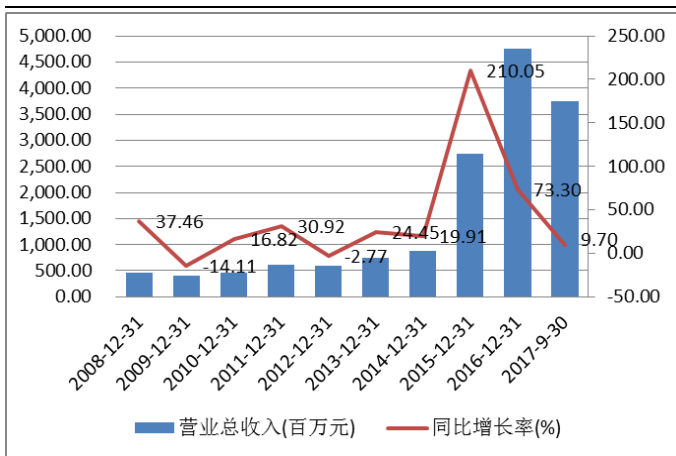
**4) 运营与管理优势:** 公司注重打造团队执行力,各级组织和岗位紧紧围绕公司战略和经营方针,以目标管理为手段,狠抓措施落实,以机制推动业务和管理的持续改进,使运营质量和效率不断提高,公司具有以优良的组织执行力和持续改进推动力为特点的管理优势。

### 1.3、动力电池龙头,成长空间巨大

2016年度,公司经营业绩取得稳健增长,公司实现营业收入475,793.19万元,同比上升73.30%;实现营业利润110,616.20万元,同比上升73.25%;实现净利润103,285.29万元,同比上升75.86%,其中,实现归属于母公司所有者的净利润103,093.97万元,同比上升76.35%。

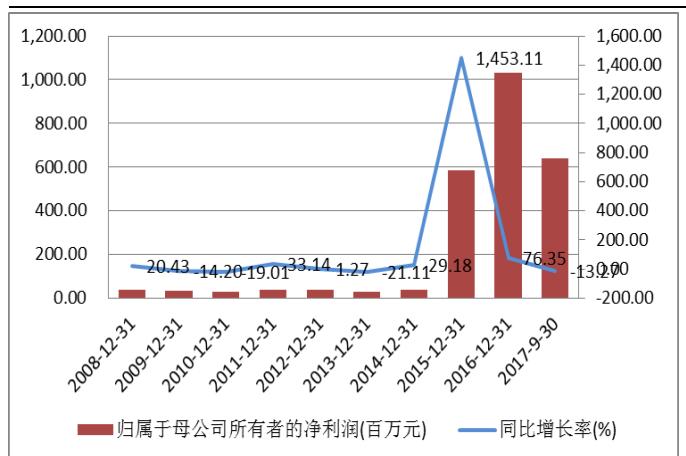
十年以来,公司营业收入由2008年的464.5百万元,增长到2017年的4757.93百万元,归母净利润由最低的39.42百万元,增长到1030.94百万元,十年完成了26倍的飞跃,我们认为公司未来规划蓝图清晰、未来市场空间巨大,有望在近几年继续保持高速增长,成为电力设备行业龙头企业。

图表2: 公司营业收入数据



资料来源: wind、新时代证券研究所

图表3: 归属于母公司净利润数据

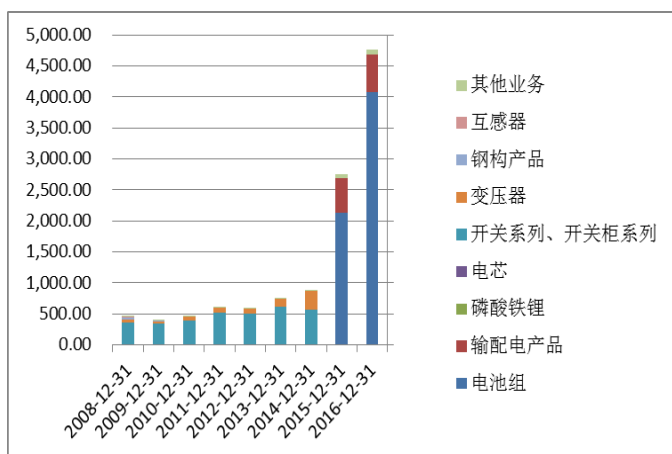


资料来源: wind、新时代证券研究所

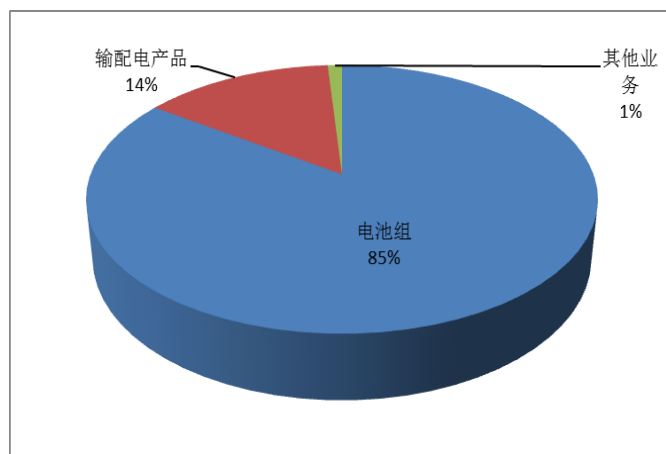
2017年上半年,因新能源产业政策变动影响,公司收入与去年基本持平。公司实现营业收入239,679.09万元,比上年同期减少-0.11%,营业成本151,489.57万元,同比增长20.68%。公司动力锂电池毛利率为37.91%,同比降低12.43%,但依然保持高位,处于行业领先水平。

图表4: 近年来主营业务收入构成

图表5: 2017H1 主营业务占比



资料来源: wind、新时代证券研究所



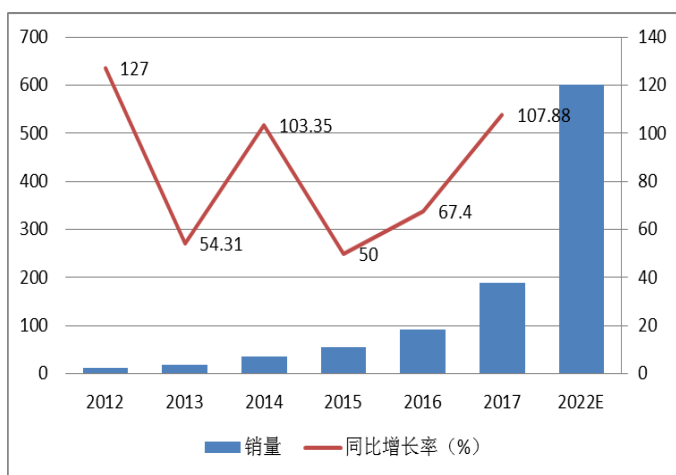
资料来源: wind、新时代证券研究所

### 1.4、新能源汽车行业快速发展，公司有望持续收益

市场方面，2016 年新能源车产销量约 52 万辆，同比增长约 52%，对应动力电池需求约为 28.3GWh；2017 年新能源汽车产销量估计可实现 70 万辆以上（同比增长 35% 以上），则动力电池总需求量预计将达 34.0GWh（同比增长约 20%）；如按国家规划目标 2020 年新能源汽车产销量 200 万辆，预计 2020 年动力电池市场总需求为 124.3GWh，相当于 2016 年的 4.4 倍。假设按平均 1.0 元/Wh 进行测算，2020 年国内车用动力电池市场规模约为 1243 亿元，为 2016 年的 2.1 倍左右。

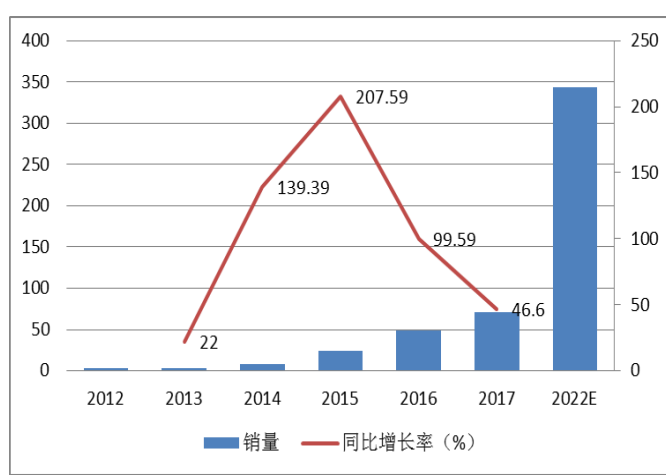
购置税免征期延长至 2020 年的政策正式落地。由于新能源车的电池成本高，购置税的收取将加大产业链的压力，同时影响消费者的购车热情。此次购置税免征保证了政策的延续性和稳定性，而三年的免征期限表明了国家大力发展产业的信心和决心，我国已将新能源汽车作为未来坚定不移发展的产业方向之一；政策组合频出，保障企业转型。虽然未来将面临补贴的逐步退出，但国家陆续出台的新能源号牌推广政策、新能源车购置税免征等一篮子政策为新能源汽车的发展保驾护航。

图表6: 全球新能源汽车销量及预测



资料来源: GII、宁德时代招股说明书 (2017.11 申报版)、新时代证券研究所

图表7: 全球动力电池需求及预测



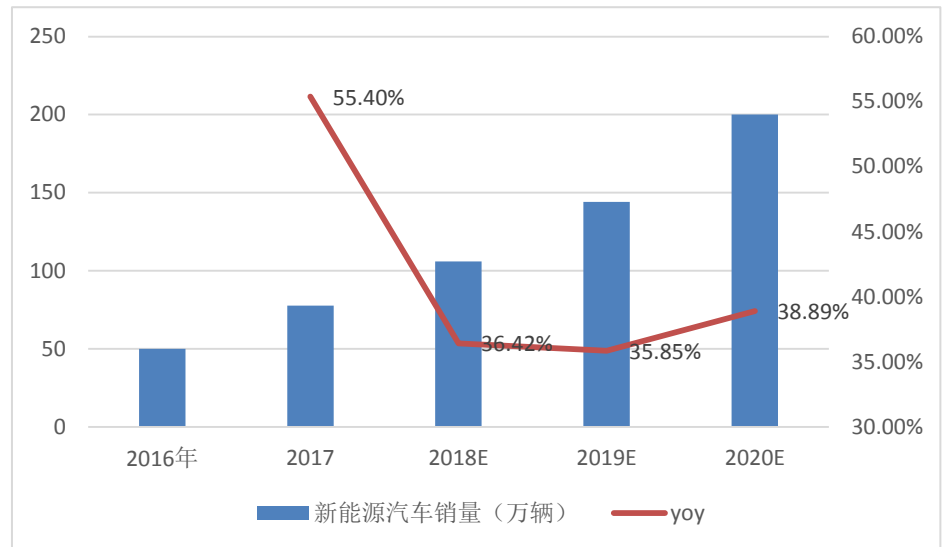
资料来源: GII、宁德时代招股说明书 (2017.11 申报版)、新时代证券研究所

根据中汽协的数据，2017 年，我国新能源汽车产销均接近 80 万辆，分别达到 79.4 万辆和 77.7 万辆，同比分别增长 53.8% 和 53.3%，产销量同比增速分别提高

了 2.1 和 0.3 个百分点。2017 年新能源汽车市场占比 2.7%，比上年提高了 0.9 个百分点。2017 年新能源汽车装机总量为 33.55Gwh，同 16 年相比增长 20.98%。具体不同车款全年的装机数据分别为：纯电动乘用车为 12.74GWh，插混乘用车为 1.66Gwh，纯电动客车为 12.33Gwh，插混客车为 0.63Gwh，纯电动专用车为 6.19Gwh。

根据中国汽车工业协会测算，到 2020 年，我国新能源汽车销量有望达到 200 万辆。未来三年我国新能源汽车市场将保持 35% 左右的增长速度。相应的动力电池需求也将保持高增长。

**图表8： 我国新能源汽车销量**



资料来源：中国汽车工业协会、新时代证券研究所

根据中国市场调研网统计数据，2016 年全球动力电池企业销量排名前十的企业中，国轩高科以 2.4GW 的出货量排名第六。根据 GGII 统计数据显示，2016 年国内动力电池前十大厂商产值占全国的比例为 83.9%，行业集中度较高。

**图表9： 2016 年全球动力电池前十大厂商**

排名	企业	国家	销量 (GW)
1	松下电器	日本	7.20
2	比亚迪	中国	7.10
3	宁德时代	中国	6.80
4	沃特玛	中国	3.20
5	LG 化学	韩国	2.53
6	国轩高科	中国	2.40
7	天津力神	中国	1.80
8	比克	中国	1.30
9	三星 SDI	韩国	1.07
10	中航锂电	中国	0.70

资料来源：中国市场调查网、新时代证券研究所

公司在动力电池行业耕耘多年，具备技术和成本双重优势，未来有望持续收益，并在激烈的市场竞争中脱颖而出成为巨头。

## 2、扩产和成本优化，备战“新”战场：

动力电池行业快速发展的同时，行业竞争也异常激烈，一方面国家从政策角度，提高能量密度，降低补贴以促进企业强化技术，压缩成本；另一方面由于国家制定了较高的准入门槛，因此各大电池厂商均提出扩产计划，因此行业或出现供大于求的市场格局，产能过剩的情况已经出现，并且“高端产能不足、低端产能过剩”的格局还会存在很长时间，因此动力电池行业的竞争将会在2018年加剧，之后具备技术、成本和客户优势的公司才能在新能源汽车动力电池行业的战场中取得竞争优势。

2018年国轩高科将从技术、成本和客户“三管齐下”，备战“新”战场。2018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。公司通过整合企业内外资源，形成有机生态圈系统，在构建、调整和完善业务结构的同时，以战略合作及兼并收购等途径，实现业务体系及模式由电池到电能逐渐转化，目标成为全球能源储存和应用产业的领导者。公司18年原材料自产比例提高，锁定锂、钴金属资源及价指将提高公司产品成本控制力。

### 2.1、新补贴政策的调整或利于公司发展

国内新能源补贴政策于2010年发布，但是其起源是在2009年的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规则》。财政部、科技部、工信部、发改委陆续发布文件，推动了节能与新能源汽车示范推广试点、私人购买新能源汽车补贴试点、新能源汽车推广应用示范等工作的实施。有机构测算在2009年到2017年的9年间，中央财政和地方财政总计为新能源汽车补贴了大约1600亿元。

因此在我国发展新能源汽车的初期，补贴是用来刺激市场进步，吸引资金和人员进入，加速行业发展。现在我们处于行业发展的中期，市场逐渐稳定，国家就会逐步减低补贴，让市场增添更多的竞争机制，未来新能源汽车将不依靠补贴，完全进入市场驱动。

可见补贴退坡是必然的，也是对行业提高性能和降低成本的要求。我们重点研究了2016年-2017年补贴的政策变化，就乘用车而言，单看历程数来看，普遍下调20%，但是在2017年的政策中有提到“纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于90Wh/kg，对高于120Wh/kg的按1.1倍给予补贴”可以看到高能量密度的车型补贴下降比实际要少。我们预计2018年补贴政策也会是同样的激励方向。

图表10：2016年新能源乘用车补贴方案

车辆类型	纯电动续航里程 R(工况法、公里)			
	100≤R < 150	150≤R < 250	R≥250	R≥50
纯电动乘用车	2.5	4.5	5.5	/
插电式混合动力乘用车(含增程式)	/	/	/	3

资料来源：财政部、新时代证券研究所

图表11：2017年新能源乘用车补贴方案

车辆类型	纯电动续航里程 R(工况法、公里)				地方财政单车补贴上限(万元)
	100≤R < 150	150≤R < 250	R≥250	R≥50	
纯电动乘用车	2	3.6	4.4	/	不超过中央
插电式混合动力乘用车(含增程式)	/	/	/	2.4	财政单车补贴额的50%

资料来源：财政部、新时代证券研究所

图表12：2016年新能源纯电动客车补贴方案

车辆类型	单位载质量能量消耗量 ( $E_{kg}$ , Wh/km·kg)	标准车 (10米 < 车长 ≤ 12米)					
		纯电动续航里程 R (等速法, 公里)					
		6 ≤ R < 20	20 ≤ R < 50	50 ≤ R < 100	100 ≤ R < 150	150 ≤ R < 250	R ≥ 250
纯电动客车	$E_{kg} < 0.25$	22	26	30	35	42	50
	$0.25 \leq E_{kg} < 0.35$	20	24	28	32	38	46
	$0.35 \leq E_{kg} < 0.5$	18	22	24	28	34	42
	$0.5 \leq E_{kg} < 0.6$	16	18	20	25	30	36
	$0.6 \leq E_{kg} < 0.7$	12	14	16	20	24	30
插电式混合动力客车 (含增程式)		/	/	20	23	25	

注：上述补助标准以 10-12 米客车为标准车给予补助，其他长度纯电动客车补助标准按照上表单位载质量能量消耗量和纯电动续航里程划分，插电式混合动力客车（含增程式）补助标准按照上表纯电动续航里程划分。其中，6 米及以下客车按照标准车 0.2 倍给予补助；6 米 < 车长 ≤ 8 米客车按照标准车 0.5 倍给予补助；8 米 < 车长 ≤ 10 米客车按照标准车 0.8 倍给予补助；12 米以上、双层客车按照标准车 1.2 倍给予补助。

资料来源：财政部、新时代证券研究所

图表13：2017 年新能源纯电动客车补贴方案

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)			地方财政单车补贴
					6 < L ≤ 8m	8 < L ≤ 10m	L > 10m	
非快充类纯电动客车	1800	系统能量密度 (Wh/kg)			9	20	30	不超过中央财政单车补贴额的 50%
		85-95 (含)	95-115 (含)	115 以上				
		0.8	1	1.2				
快充类纯电动客车	3000	快充倍率			6	12	20	
		3C-5C (含)	5C-15C (含)	15C 以上				
		0.8	1	1.4				
插电式混合动力 (含增程式) 客车	3000	节油率水平			4.5	9	15	
		40%-45% (含)	45%-60% (含)	60% 以上				
		0.8	1	1.2				

注：新能源客车技术要求

- 单位载质量能量消耗量 ( $E_{kg}$ ) 不高于 0.24Wh/km·kg。
- 纯电动客车（不含快充和插电式混合动力客车）续航里程不低于 200 公里（等速法）。
- 电池系统总质量占整车整备质量比例 (m/m) 不高于 20%。
- 非快充类纯电动客车电池系统能量密度要高于 85Wh/kg，快充类纯电动客车快充倍率要高于 3C，插电式混合动力（含增程式）客车节油率水平要高于 40%。

资料来源：财政部、新时代证券研究所

2018 年的新政策尚未落地，但是基于补贴退坡和性价比提高的本质不变，我们做出预测：一是按续航里程补贴的分档更细，鼓励续航里程更长；二是电池能量密度要求提高，三是提出能耗系数分档补贴。这样调整调整一方面是在不断突出“辅优辅强”的政策导向，另一方面也有财政预算压力的考虑。

因此，国轩高科作为一家技术型公司，专注于动力电池的研发与制造。公司新一代三元 622 方形铝壳电池产业化及三元 811 电池、软包电池产品研发项目取得重要进展。我们了解到公司的磷酸铁锂和三元电池均具备较强的市场竞争力。

磷酸铁锂方面根据公司 2018 年 2 月 7 日投资者关系活动记录表，中提到“公司在快速推进三元电池技术提升与产能扩张的同时，对于未来磷酸铁锂电池的更大规模市场应用依然充满信心。随着材料技术的不断进步与加工工艺的进一步发展，公司使用自主开发磷酸铁锂正极材料，量产 32131 高能量密度圆柱磷酸铁锂本年达到 170wh/kg，且成本进一步降低。实验室开发产品目前能量密度已达到 190wh/kg，性能指标行业领先，公司将尽快将该产品推向规模量产。今年使用该款电芯的江淮与北汽的部分 A0 与 A00 级电动乘用车型，续航里程将达到 250km 以上，2019 年电芯升级后同款车型计划将超过 300km 续航，且由于磷酸铁锂电池



车用循环寿命约是三元电池的两倍，即每公里电池使用成本约是三元电池的一半。公司坚信，未来几年高性能磷酸铁锂电池将在储能电池与物流车市场展现出强大的生命力。”

三元电池方面，公司目前新增产能将是高比能量 VDA 三元系列产品，该产品是国轩高科牵头承担的国家新能源汽车重点专项“高比能量动力锂离子电池的研发与集成应用”阶段性成果的产业化。“此项研发将采用全球领先的高比能量三元材料及国际通用的 VDA 标准，在满足整车动力性能及严苛使用环境要求的前提下，将单体硬壳电芯的能量密度提升至 210Wh/kg 以上，成为国内领先的量产电芯。

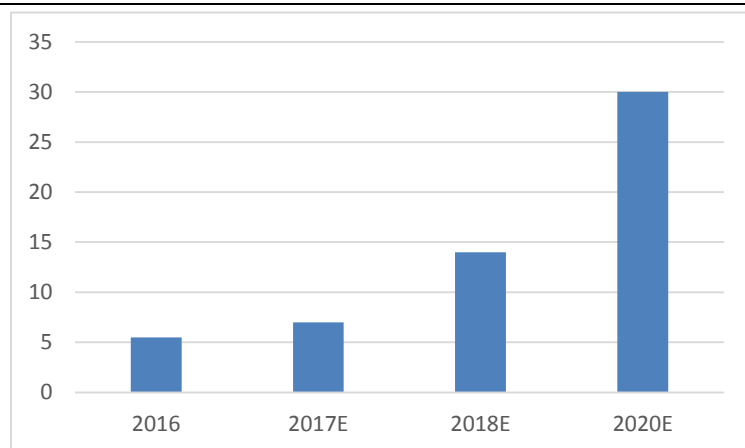
可以看到，公司在磷酸铁锂和三元产品都具有技术优势，未来随着国家和市场对能量密度提出更高的要求，公司产品能够满足各方需求，在市场中有强有力的竞争力。18 年动力电池行业进入深度洗牌期，由于国家补贴资金收放周期长，行业资金链紧张；动力电池价格快速下探，行业平均毛利率下滑；不具备优质融资能力的动力电池企业将出清。由于公司定位是高端市场，能量密度和成本方面均有优势，因此补贴政策调整有利于公司发展。

## 2.2、扩产稳健，高端产能下半年将释放

公司 2016 年产能为 5.5GWh，2017 年底预计能达到 7GW，就我们调研了解到公司在 2018 年投产的项目有 5GW 的三元，还有 2GW 的磷酸铁锂，其中 1GW 是 120AH 以上的大电芯在唐山，还有 1GW 是青岛二期项目，圆柱的磷酸铁锂。唐山一季度会投产，其余都在二季度末投产。同时为了更好的把控三元电池的质量管理，公司将 5GW 的三元电池产线全部投放在合肥当地。

由于公司近两年投产规模较大，生产线需要较长时间的产能爬坡过程，因此公司预计 2018 年销量为 6-6.5GW，其中三元产品 2-2.5GW，其余为磷酸铁锂电池。据公司介绍，新产线试运行、产能爬坡和良品率的提升大约需要 5-6 个月的时间，因此我们认为公司产能将在 2018 年下半年到 2019 年快速释放，公司业绩也将保持快速增长。

图表14： 公司产能规划 (GWh)



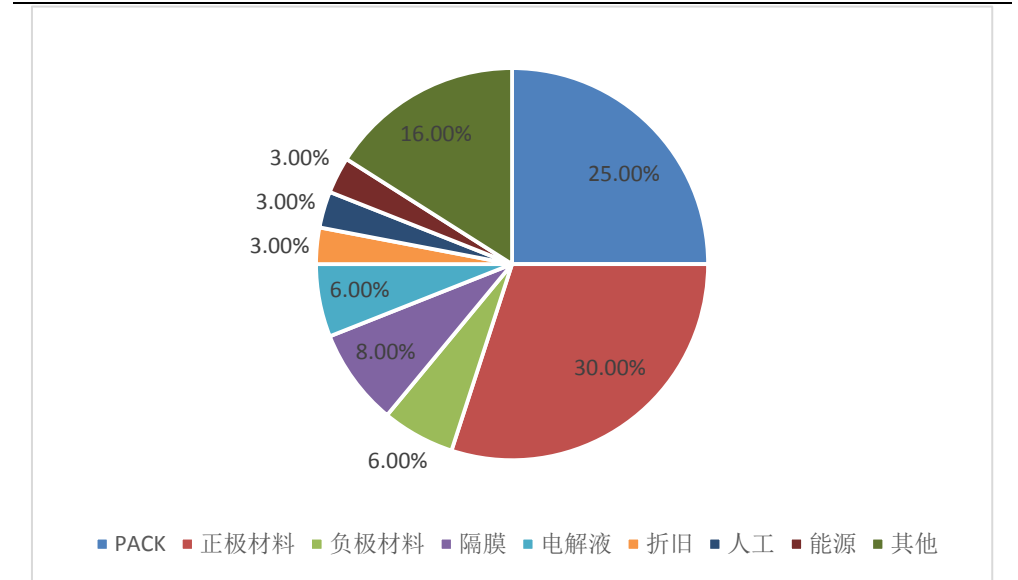
资料来源：公司公告、公司调研、新时代证券研究所；注：参加公司 2018 年 2 月 7 日投资者交流会。

并且根据公司公告远期目标将在 2020 年产能达到 30GW，届时公司总产能在国内排名第三，仅次于宁德时代 50GW 和比亚迪的 35GW。2020 年动力电池市场份额将会进一步提高，公司市场占有率预计也会大幅提升。

### 2.3、上游核心材料环节布局基本完成，未来成本优势更加明显

正极材料、负极材料、隔膜和电解液是锂电池的四大原材料组成部分，也占到成本的 50%以上。因此原材料价格变动对电池成本影响很大，公司很早就开始布局上游核心原材料产业。通过自产自用的方式，能够进一步提高成本控制能力。

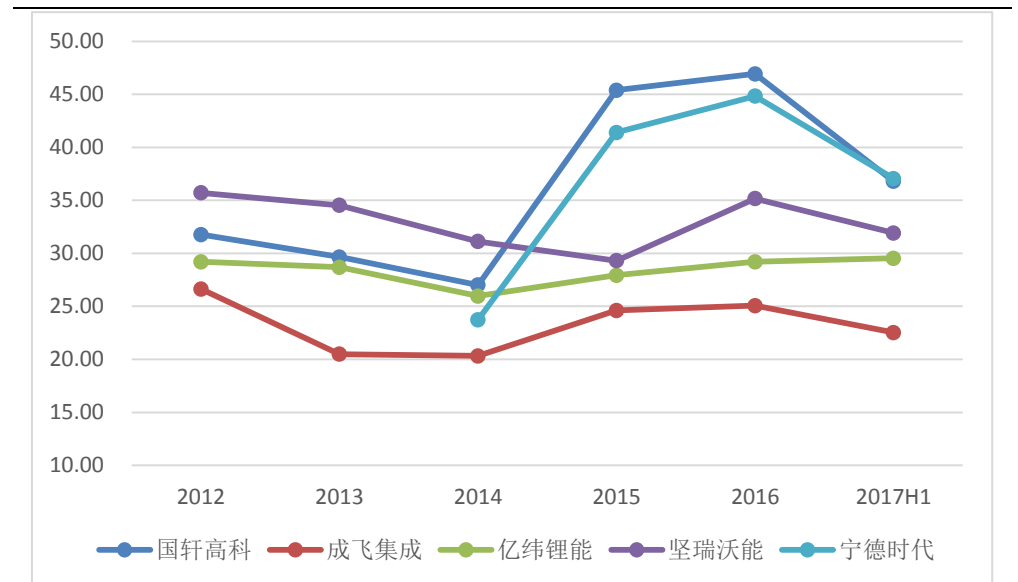
图表15： 公司三元电池成本构成



资料来源：公告调研、新时代证券研究所

目前公司已实现了正极材料、隔膜和电解液的自产自用，未来还将在负极材料和三元前驱体继续拓展业务，未来公司产品成本竞争力将进一步提升。可以看到公司产品毛利率处在行业领先水平，未来随着公司核心原材料的布局完成，公司产品毛利率会更加具有市场竞争力。

图表16： 主流厂商动力电池毛利率对比



资料来源：公告调研、新时代证券研究所

**正极材料：**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。

据公司官网发布的消息，合肥庐江材料工厂磷酸铁锂正极材料规划年产能5万吨，目前已建成年产1万吨的产线，达产后可保证公司磷酸铁锂电池正极材料自给，后续将根据动力电池产能扩张情况酌情扩产；年产3000吨三元正极材料产线也已于2017年度投产，未来将继续扩建3万吨产能。

全资子公司合肥国轩另与中冶集团、比亚迪、曹妃甸发展集团于唐山合资建设中冶新材料项目，据2017年8月底公告，合肥国轩持股30%。该项目共分两期建设：一期设计生产提供NCM523三元材料前驱体4.8万吨和NCM622三元材料前驱体4万吨，产线可灵活调整，计划2018年底投产，为彼时国内最大的在建高镍三元前驱体项目；二期将增加一条同等处理能力的生产线，根据市场需求变化适时启动。

**负极材料：**据公告，公司将5000吨硅基负极材料产业化纳入配股募投项目。据项目可行性报告，公司已掌握硅基负极材料表面改性及材料预锂化等关键技术，可以有效缓冲硅材料体积膨胀对结构稳定性的影响，提高了硅基负极材料的首次库伦效率及循环性能，为项目的建设实施提供了充分的技术保障。

**隔膜和电解液：**公司通过合资星源材质、自建涂覆工厂的方式降低隔膜成本，但是今年5-6月新上5GW的三元产能，有一个良品率提升的过程，这个过程会影响到综合成本。

目前的动力锂电池技术差距在逐渐缩小，生产门槛逐步降低，国内外企业在市场火热的环境影响下加大产能建设，产能在今年集中释放，动力锂电池行业竞争加剧。针对市场风险，公司以“产品为王”为导向，加快研发结果向工业化转换进程，优化生产工艺、降低生产成本，增强公司产品的核心竞争能力。

### 3、深度绑定北汽、江淮，新客户或开始放量：

近日，公司发布公告，前锋股份拟通过资产置换并向北汽新能源全体股东非公开发行A股股份方式，购买其合计持有的北汽新能源100%股权，公司子公司合肥国轩拟将所持有的北汽新能源1.2亿股股份转让给前锋股份。

北汽新能源作为北汽集团控股企业，具有行业领先的品牌营销、供应链、产品和技术优势，产品覆盖A00级、A0级、A级、B级等，是国内少数掌握纯电动汽车电池、电机、电控三大核心技术及整车集成匹配技术的新能源汽车企业。2016年产销量超过7万辆，2017年新能源汽车销量达10.32万辆，同比增长98%，连续五年纯电动汽车销售量全国第一。2017年公司披露的订单总额为47亿元，其中北汽新能源配套订单达18.75亿元（包含四万余台EC180不几千台物流车）。北汽EC180作为今年新能源汽车市场的明星车型，前10月销量近5万台，排名第一，将对公司乘用车动力电池业务的市场地位提升带来较大贡献。

国轩作为北汽新能源战略合作伙伴，强强联合，对增强双方竞争力都有益处。未来车企与动力电池企业的深度合作方式，将成为未来新能源车企与动力电池企业深度和做的常规模式，对于提高生产效率、降低整车成本将起到非常重要的作用。

公司7款配套产品入选18年首批推荐目录，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。

#### 4、员工持股加实际控制人增持，彰显信心：

2月7日公司发布公告，公司实际控制人、董事长李缜先生拟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。

建立激励机制，有利于理顺公司与员工利益，充分调动员工积极性，同时彰显了公司对未来发展的信心。

#### 5、首次覆盖、给予“推荐”评级：

我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.95、1.20和1.51元。当前股价对应17-19年分别为23、18和14倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4556	5908	7648	10458	12526	<b>营业收入</b>	<b>2745</b>	<b>4758</b>	<b>6422</b>	<b>9306</b>	<b>12529</b>
现金	2011	2306	2846	2970	3505	营业成本	1499	2525	3767	5944	8095
应收账款	1402	2411	2736	4722	5319	营业税金及附加	26	31	42	56	75
其他应收款	63	35	98	94	164	营业费用	210	383	517	698	940
预付账款	64	107	124	211	240	管理费用	272	578	780	931	1253
存货	<b>489</b>	<b>630</b>	<b>1039</b>	<b>1595</b>	<b>1992</b>	财务费用	22	42	33	48	84
其他流动资产	527	419	806	867	1306	资产减值损失	80	93	125	147	198
<b>非流动资产</b>	2157	4307	5132	6520	8014	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	34	68	102	136	投资净收益	2	-1	0	-0	0
固定资产	1220	2604	3297	4537	5859	<b>营业利润</b>	<b>638</b>	<b>1106</b>	<b>1159</b>	<b>1482</b>	<b>1884</b>
无形资产	226	448	518	601	700	营业外收入	<b>47</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>98</b>
其他非流动资产	<b>711</b>	<b>1220</b>	<b>1249</b>	<b>1279</b>	<b>1319</b>	营业外支出	5	7	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>6713</b>	<b>10215</b>	<b>12780</b>	<b>16977</b>	<b>20540</b>	<b>利润总额</b>	<b>680</b>	<b>1197</b>	<b>1251</b>	<b>1573</b>	<b>1975</b>
<b>流动负债</b>	2745	4314	5716	8749	10817	所得税	<b>93</b>	<b>165</b>	<b>171</b>	<b>216</b>	<b>271</b>
短期借款	344	627	627	627	1210	<b>净利润</b>	<b>587</b>	<b>1033</b>	<b>1079</b>	<b>1357</b>	<b>1705</b>
应付账款	923	1710	2218	3980	4460	少数股东损益	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
其他流动负债	<b>1478</b>	<b>1976</b>	<b>2871</b>	<b>4142</b>	<b>5147</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>585</b>	<b>1031</b>	<b>1077</b>	<b>1355</b>	<b>1701</b>
<b>非流动负债</b>	927	1941	1896	1873	1833	EBITDA	<b>718</b>	<b>1344</b>	<b>1385</b>	<b>1755</b>	<b>2240</b>
长期借款	148	454	408	385	346	EPS (元)	0.51	0.91	0.95	1.19	1.50
其他非流动负债	<b>779</b>	<b>1488</b>	<b>1488</b>	<b>1488</b>	<b>1488</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3671</b>	<b>6255</b>	<b>7612</b>	<b>10622</b>	<b>12651</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	26	24	26	29	32	<b>成长能力</b>					
股本	876	876	1137	1137	1137	营业收入(%)	210.0	73.3	35.0	44.9	34.6
资本公积	1268	1281	1281	1281	1281	营业利润(%)	1523.4	73.3	4.8	27.9	27.1
留存收益	1143	2043	2932	4084	5509	归属于母公司净利润(%)	1453.1	76.3	4.5	25.7	25.6
归属母公司股东权益	3016	3936	5142	6327	7858	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6713</b>	<b>10215</b>	<b>12780</b>	<b>16977</b>	<b>20540</b>	毛利率(%)	45.4	46.9	41.3	36.1	35.4
						净利率(%)	21.3	21.7	16.8	14.6	13.6
						ROE(%)	19.3	26.1	20.9	21.4	21.6
						ROIC(%)	13.6	16.5	14.5	15.6	15.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	54.7	61.2	59.6	62.6	61.6
						净负债比率(%)	-47.8	(25.4)	(33.1)	(28.9)	-22.9
						流动比率	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2
						速动比率	1.5	1.2	1.2	1.0	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5
						应付账款周转率	2.7	1.9	1.9	1.9	1.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.51	0.91	0.95	1.19	1.50
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.07	1.40	1.72	1.77
						每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.46	4.52	5.57	6.91
						<b>估值比率</b>					
						P/E	42.19	23.93	22.89	18.20	14.50
						P/B	8.18	6.27	4.80	3.90	3.14
						EV/EBITDA	33.13	18.4	17.3	13.6	10.7

现金流量表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	520	1275	1590	1951	2015
净利润	587	1033	1079	1357	1705
折旧摊销	68	148	160	218	294
财务费用	22	42	33	48	84
投资损失	-2	1	-0	0	-0
营运资金变动	-193	40	318	328	-68
其他经营现金流	39	12	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-500	-1840	-984	-1605	-1789
资本支出	<b>558</b>	<b>1307</b>	<b>791</b>	<b>1354</b>	<b>1461</b>
长期投资	-62	-564	-34	-34	-34
其他投资现金流	-4	-1096	-227	-285	-362
<b>筹资活动现金流</b>	1110	903	-67	-222	-274
短期借款	<b>84</b>	<b>283</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	148	306	-45	-23	(40)
普通股增加	623	-0	261	0	0
资本公积增加	1257	14	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-1002</b>	<b>301</b>	<b>-282</b>	<b>-199</b>	<b>-234</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>1132</b>	<b>339</b>	<b>539</b>	<b>124</b>	<b>-47</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 图表目录

图表 1: 公司业务情况 .....	1
图表 2: 公司营业收入数据 .....	1
图表 3: 归属于母公司净利润数据 .....	1
图表 4: 近年来主营业务收入构成 .....	1
图表 5: 2017H1 主营业务占比 .....	1
图表 6: 全球新能源汽车销量及预测 .....	1
图表 7: 全球动力电池需求及预测 .....	1
图表 8: 我国新能源汽车销量 .....	1
图表 9: 2016 年全球动力电池前十大厂商 .....	1
图表 10: 2016 年新能源乘用车补贴方案 .....	1
图表 11: 2017 年新能源乘用车补贴方案 .....	1
图表 12: 2016 年新能源纯电动客车补贴方案 .....	1
图表 13: 2017 年新能源纯电动客车补贴方案 .....	1
图表 14: 公司产能规划 (GWh) .....	1
图表 15: 公司三元电池成本构成 .....	1
图表 16: 主流厂商动力电池毛利率对比 .....	1

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪销售总监</b> 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>