

## 公司研究

## 与大众签署谅解备忘录，磷酸铁锂龙头进军全球

## ——国轩高科（002074.SZ）重要公告点评

## 要点

**事件：**7月13日，公司与大众汽车集团签署《关于电池战略合作关系的谅解备忘录》，主要内容包括：（1）开发用于在德国萨尔茨吉特生产的三元标准电芯，进一步探讨合作开发磷酸铁锂电芯；（2）将在欧洲建设零碳排放工厂，并将共同开发欧洲其他潜在的生产基地；（3）双方考虑对上游原材料(包括但不限于矿产资源、四种核心材料)、机械设备采取联合采购或联合投资的形式；捆绑采购双方生产基地(合肥和萨尔茨吉特)所需生产设施和设备；（4）在满足条件的情况下选择国轩高科作为其标准电芯的战略供应商，在基础设施建设，梯次利用和电池回收，JTM、CTP、CTC等研发等领域开展合作；（5）设立专家交流计划。

## 点评：

**公司将核心受益于大众全球电动化战略。**大众在3月份举办的“Power Day”上推出 Unified Cell（标准电芯），该电芯将于2023年量产，有望使电池成本减少一半，2030年装车率达到80%。到2030年，大众集团将与合作伙伴在全球范围内建设6个动力电池工厂，总产能预计为240GWh。其中，大众位于瑞典和德国本土的各一家动力电池工厂产能将会增加到40GWh。公司作为大众的子

**合作进度与范围超预期。**《谅解备忘录》明确双方将在欧洲共建生产基地、布局上游供应链，有望发挥双方优势，利用大众的资金优势和品牌优势帮助国轩打开国际市场，国轩利用其本土化供应链和生产制造优势，帮助大众在中国建立全面的供应链体系，互利共赢。

**公司磷酸铁锂实力突出，与大众合作开发三元标准电芯，技术路线全面布局。**

2020年新能源汽车以及磷酸铁锂电池市场回暖，公司磷酸铁锂技术深厚，受益于A00级电动车市场需求旺盛。根据公司年报和GGII数据，2020年，国内动力电池装机量约62.85GWh，同比上升约1%。公司动力电池装机量约3.27GWh，国内市占率约5.2%，排名全国第五，其中磷酸铁锂电池装机量约2.9GWh，约占国内市场的12.06%，排名全国第三。据年报，公司规划实现2025年产能达100GWh、国内份额不低于20%的目标。

**上调至“买入”评级：**维持盈利预测，预计21-23年净利润5.27/7.88/10.21亿元，对应PE129/86/66x。公司坚持“做精铁锂，做强三元，做大储能”的产品路线，并向电动两轮车、电动船舶领域延伸。大众入股后有望凭借客户以及产品优势打开市场空间，核心受益大众全球电动化布局，发展潜力巨大，上调至“买入”评级。

**风险提示：**新能源车需求不及预期；与大众合作计划落实不及预期；竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,959	6,724	8,075	11,646	15,652
营业收入增长率	-3.28%	35.60%	20.09%	44.22%	34.39%
净利润（百万元）	51	150	527	788	1,021
净利润增长率	-91.17%	192.02%	252.43%	49.45%	29.54%
EPS（元）	0.05	0.12	0.41	0.62	0.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.58%	1.37%	4.72%	6.56%	7.80%
P/E	1,174	453	129	86	66
P/B	6.8	6.2	6.1	5.6	5.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-13

## 买入（上调）

当前价：52.95元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.81
总市值(亿元)	678.05
一年最低/最高(元)	21.59/53.70
近3月换手率	185.82%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	49.97	48.48	64.83
绝对	49.49	51.72	71.80

资料来源：Wind

## 相关研报

收入稳健增长，计提减值影响业绩，大众入股有望修复盈利——国轩高科（002074.SZ）2020年年报及2021年一季报点评（2021-04-22）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,959	6,724	8,075	11,646	15,652
营业成本	3,345	5,028	6,114	9,009	12,241
折旧和摊销	523	600	800	903	1,024
税金及附加	38	43	52	80	103
销售费用	334	266	311	438	572
管理费用	398	398	470	666	910
研发费用	437	499	599	875	1,192
财务费用	291	312	254	324	405
投资收益	-24	61	24	33	23
营业利润	59	168	598	896	1,159
利润总额	52	166	598	893	1,157
所得税	4	20	70	105	136
净利润	48	147	528	788	1,021
少数股东损益	-3	-3	0	0	0
归属母公司净利润	51	150	527	788	1,021
EPS(按最新股本计)	0.05	0.12	0.41	0.62	0.80

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-683	685	1,407	1,926	2,479
净利润	51	150	527	788	1,021
折旧摊销	523	600	800	903	1,024
净营运资金增加	910	944	486	1,777	1,911
其他	-2,168	-1,009	-406	-1,543	-1,477
投资活动产生现金流	-2,062	-2,243	-2,066	-2,292	-2,477
净资本支出	-1,957	-2,091	-2,025	-2,265	-2,460
长期投资变化	622	668	0	0	0
其他资产变化	-728	-820	-41	-27	-17
融资活动现金流	3,080	1,334	1,353	2,151	2,001
股本变化	0	144	0	0	0
债务净变化	3,098	232	1,741	2,477	2,290
无息负债变化	980	412	2,867	4,563	5,931
净现金流	331	-241	694	1,786	2,003

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	32.5%	25.2%	24.3%	22.6%	21.8%
EBITDA 率	35.5%	24.2%	23.8%	19.9%	17.7%
EBIT 率	25.0%	15.1%	13.9%	12.2%	11.2%
税前净利润率	1.0%	2.5%	7.4%	7.7%	7.4%
归母净利润率	1.0%	2.2%	6.5%	6.8%	6.5%
ROA	0.2%	0.5%	1.6%	1.9%	2.0%
ROE (摊薄)	0.6%	1.4%	4.7%	6.6%	7.8%
经营性 ROIC	8.1%	5.3%	5.2%	5.7%	6.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	64%	60%	65%	70%	73%
流动比率	1.30	1.31	1.19	1.11	1.06
速动比率	0.95	1.04	0.96	0.91	0.87
归母权益/有息债务	1.19	1.41	1.18	1.01	0.92
有形资产/有息债务	3.17	3.35	3.24	3.22	3.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	25,170	27,835	32,701	40,597	49,883
货币资金	3,615	3,344	4,037	5,823	7,826
交易性金融资产	0	411	411	411	411
应收帐款	5,607	6,587	7,605	9,612	11,691
应收票据	496	427	1,138	1,182	1,596
其他应收款 (合计)	160	135	166	270	333
存货	3,959	3,220	3,673	4,600	6,021
其他流动资产	657	1,163	1,703	3,131	4,734
流动资产合计	14,761	15,620	19,133	25,546	33,315
其他权益工具	772	915	850	910	950
长期股权投资	622	668	668	668	668
固定资产	5,549	7,160	7,618	8,130	8,791
在建工程	1,282	1,152	1,226	1,383	1,651
无形资产	827	1,264	1,282	1,299	1,316
商誉	80	81	81	81	81
其他非流动资产	664	270	405	405	405
非流动资产合计	10,409	12,215	13,568	15,051	16,568
总负债	16,115	16,759	21,367	28,406	36,627
短期借款	3,862	3,252	4,840	7,026	9,496
应付账款	4,341	4,017	5,813	8,566	12,235
应付票据	2,119	3,032	3,894	5,625	7,607
预收账款	106	0	0	0	0
其他流动负债	4	18	23	42	61
流动负债合计	11,397	11,894	16,114	23,038	31,424
长期借款	723	2,587	2,617	2,648	2,681
应付债券	2,466	996	1,496	1,653	1,381
其他非流动负债	311	265	400	330	402
非流动负债合计	4,717	4,866	5,253	5,369	5,203
股东权益	9,056	11,075	11,334	12,191	13,256
股本	1,137	1,281	1,281	1,281	1,281
公积金	5,026	6,390	6,443	6,522	6,624
未分配利润	2,996	3,158	3,632	4,342	5,261
归属母公司权益	8,904	10,906	11,164	12,021	13,087
少数股东权益	152	169	170	170	170

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.73%	3.96%	3.86%	3.76%	3.66%
管理费用率	8.02%	5.92%	5.82%	5.72%	5.82%
财务费用率	5.87%	4.64%	3.14%	2.78%	2.59%
研发费用率	8.82%	7.41%	7.41%	7.51%	7.61%
所得税率	7%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.60	0.53	1.10	1.50	1.94
每股净资产	7.83	8.52	8.72	9.39	10.22
每股销售收入	4.36	5.25	6.31	9.09	12.22

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1174	453	129	86	66
PB	6.8	6.2	6.1	5.6	5.2
EV/EBITDA	37.7	46.3	40.0	34.1	29.3
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE