

进入宇通和吉利配套体系，市场份额有望持续扩大

事件：工信部发布第 298 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》，国轩高科首次进入吉利帝豪纯电动乘用车和宇通客车的 8 米纯电动城市客车配套体系。

核心观点

- **进入宇通客车和吉利帝豪配套体系，市场份额有望持续扩大。**宇通客车是国内客车行业龙头企业，市场份额及盈利能力均远高于其他企业。进入宇通客车配套，有望继续提升公司在磷酸铁锂电池市场份额。今年公司磷酸铁锂电池合同金额合计达 28.20 亿元，随着公司现有客户销量稳定及新增客户，预计磷酸铁锂电池出货量增速有望快于行业平均水平。公司三元电池配套客户包括北汽新能源、江淮汽车；进入吉利帝豪纯电动乘用车配套，是公司实现三元电池高端客户的重要突破。预计公司 16、17 年底三元电池产能分别为 6.5 亿 AH、12 亿 AH，预计 17 年三元电池收入比重可提升至 39% 左右，三元电池出货量增加有望提供公司盈利增长弹性，进一步巩固公司在动力电池行业的龙头地位。
- **动力电池市场份额稳步提升。**上半年国轩高科动力电池出货量为 0.52 GWh，市场份额由 2016 年的 6.6% 上升至 8.3%，呈稳步提升的态势，仅次于 CATL 和比亚迪，位于第二梯队领先行列。近几年国轩高科动力电池产能快速扩张，2017 年将达到 10GWh，未来随着新增动力电池产能逐步释放，市场份额有望进一步提升。
- **预计 3 季度新能源客车销量有望释放，预计公司下半年业绩有望回升。**现阶段新能源乘用车销量月度环比增长，积分制度实施有望保障新能源乘用车汽车销量的释放；新能源客车上半年销量低于预期，预计 3 季度有望环比大幅增长，预计公司下半年业绩有望回升，预计 18 年市场份额有望继续提高。

财务预测与投资建议

预测 2017-2019 年 EPS 为 1.56、2.03、2.44 元，参考可比公司 2017 年 PE，给予公司 2017 年 26 倍估值，目标价 40.56 元，维持买入评级。

风险提示：动力电池配套量低于预期、动力电池价格下降幅度超预期、新能源汽车需求低于预期。

公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,745	4,758	8,240	10,418	12,735
同比增长	210.0%	73.3%	73.2%	26.4%	22.2%
营业利润（百万元）	638	1,106	1,509	2,014	2,475
同比增长	1523.4%	73.3%	36.4%	33.5%	22.9%
归属母公司净利润（百万元）	585	1,031	1,367	1,778	2,137
同比增长	1453.1%	76.3%	32.6%	30.0%	20.2%
每股收益（元）	0.67	1.18	1.56	2.03	2.44
毛利率	45.4%	46.9%	39.6%	39.7%	39.3%
净利率	21.3%	21.7%	16.6%	17.1%	16.8%
净资产收益率	33.3%	29.7%	28.8%	28.1%	26.7%
市盈率（倍）	47.9	27.2	20.5	15.8	13.1
市净率（倍）	9.3	7.1	5.0	4.0	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

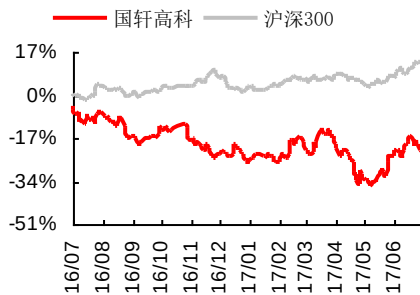


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2017 年 07 月 19 日）	31.93 元
目标价格	40.56 元
52 周最高价/最低价	40.70/26.00 元
总股本/流通 A 股（万股）	87,760/47,202
A 股市值（百万元）	28,022
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2017 年 07 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.8	3.9	-2.9	-21.6
相对表现 (%)	-5.7	-1.0	-11.1	-36.4
沪深 300 (%)	1.9	5.0	8.2	14.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人 马枭
021-63325888*3206
maxiao@orientsec.com.cn

相关报告
再获南京金龙订单，预计全年磷酸铁锂电 2017-06-21
池有望维持稳定增长
积分制实施将利好龙头电池企业 2017-06-13
批量供货北汽新能源，三元电池盈利贡献 2017-05-31
提升

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,011	2,306	5,123	6,930	9,229	营业收入	2,745	4,758	8,240	10,418	12,735
应收账款	1,402	2,411	2,472	3,125	3,820	营业成本	1,499	2,525	4,974	6,285	7,735
预付账款	64	107	247	313	382	营业税金及附加	26	31	54	68	83
存货	489	630	1,492	1,885	2,320	营业费用	210	383	667	844	1,044
其他	590	453	856	1,052	1,260	管理费用	272	578	876	1,045	1,235
流动资产合计	4,556	5,908	10,190	13,306	17,012	财务费用	22	42	81	125	153
长期股权投资	0	34	35	35	35	资产减值损失	80	93	84	43	18
固定资产	1,220	2,604	2,888	3,314	3,682	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	138	118	997	1,404	1,340	投资净收益	2	(1)	4	6	8
无形资产	226	448	438	428	418	其他	0	0	0	0	0
其他	573	1,102	818	818	818	营业利润	638	1,106	1,509	2,014	2,475
非流动资产合计	2,157	4,307	5,176	5,999	6,294	营业外收入	47	98	108	119	140
资产总计	6,713	10,215	15,366	19,305	23,306	营业外支出	5	7	6	6	6
短期借款	344	627	400	400	400	利润总额	680	1,197	1,611	2,127	2,609
应付账款	923	1,710	2,487	3,142	3,867	所得税	93	165	242	319	391
其他	1,478	1,976	3,806	4,554	5,379	净利润	587	1,033	1,369	1,808	2,218
流动负债合计	2,745	4,314	6,692	8,096	9,646	少数股东损益	3	2	2	30	81
长期借款	148	454	1,756	2,756	3,256	归属于母公司净利润	585	1,031	1,367	1,778	2,137
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.67	1.18	1.56	2.03	2.44
其他	779	1,488	1,324	1,324	1,324						
非流动负债合计	927	1,941	3,079	4,079	4,579						
负债合计	3,671	6,255	9,772	12,176	14,226						
少数股东权益	26	24	26	56	137						
股本	876	876	876	876	876						
资本公积	996	1,016	1,281	1,281	1,281						
留存收益	1,143	2,043	3,410	4,914	6,785						
其他	(0)	1	1	1	1						
股东权益合计	3,042	3,960	5,594	7,129	9,080						
负债和股东权益	6,713	10,215	15,366	19,305	23,306						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	587	1,033	1,369	1,808	2,218
折旧摊销	143	138	162	186	217
财务费用	22	42	81	125	153
投资损失	(2)	1	(4)	(6)	(8)
营运资金变动	(28)	(128)	1,051	49	120
其它	(201)	189	466	43	18
经营活动现金流	520	1,275	3,125	2,204	2,717
资本支出	(1,289)	(1,694)	(1,307)	(1,008)	(511)
长期投资	(22)	(560)	(1)	0	0
其他	812	414	4	6	8
投资活动现金流	(500)	(1,840)	(1,303)	(1,002)	(503)
债权融资	685	647	1,303	1,004	505
股权融资	1,880	14	0	0	0
其他	(1,455)	243	(308)	(398)	(419)
筹资活动现金流	1,110	903	995	606	85
汇率变动影响	0	1	0	0	0
现金净增加额	1,132	339	2,817	1,807	2,299

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	210.0%	73.3%	73.2%	26.4%	22.2%
营业利润	1523.4%	73.3%	36.4%	33.5%	22.9%
归属于母公司净利润	1453.1%	76.3%	32.6%	30.0%	20.2%
获利能力					
毛利率	45.4%	46.9%	39.6%	39.7%	39.3%
净利率	21.3%	21.7%	16.6%	17.1%	16.8%
ROE	33.3%	29.7%	28.8%	28.1%	26.7%
ROIC	25.8%	22.4%	20.4%	19.7%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	61.2%	63.6%	63.1%	61.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.66	1.37	1.52	1.64	1.76
速动比率	1.46	1.21	1.29	1.40	1.51
营运能力					
应收账款周转率	3.0	2.4	3.1	3.4	3.4
存货周转率	4.3	4.2	4.4	3.5	3.5
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.67	1.18	1.56	2.03	2.44
每股经营现金流	0.59	1.45	3.56	2.51	3.10
每股净资产	3.44	4.49	6.35	8.06	10.20
估值比率					
市盈率	47.9	27.2	20.5	15.8	13.1
市净率	9.3	7.1	5.0	4.0	3.1
EV/EBITDA	34.1	21.3	15.6	11.8	9.6
EV/EBIT	41.5	23.9	17.2	12.8	10.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

