

资本货物/工业

首次覆盖

国轩高科 (002074)

性价比优势明显，磷酸铁锂应用长青

评级：增持

目标价格：17.28

当前价格：13.84

2019.06.20

	徐云飞 (分析师)	胥本涛 (分析师)	石岩 (研究助理)
	0755-23976775	021-38677826	0755-23976068
	xuyunfei@gtjas.com	xubentao@gtjas.com	shiyan019020@gtjas.com
证书编号	S0880517030003	S0880518020001	S0880117080210

本报告导读：

作为国内排名前三的动力电池厂，公司在磷酸铁锂领域具备一定的竞争优势，随着平价时代来临，性价比日趋重要，公司有望从中受益。

投资要点：

- 给予目标价 17.28 元，首次覆盖，给予增持评级。公司为国内排名前三的动力电池厂，在磷酸铁锂领域实力较强，在补贴退坡后更加追求性价比的形势下，公司有望从中受益，且公司逐步拓展国际性的高端客户，实力日益增厚，预计 2019-2021 年归母净利润为 7.3、9.1、11.2 亿元，对应 EPS 为 0.64、0.80、0.99 元，参考行业 2019 年平均 27 倍估值，给予其 2019 年 27 倍估值，给予目标价 17.28 元，给予增持评级。
- 磷酸铁锂正极价格低廉，带来电芯总体成本便宜 12%。目前钴价已经回到正常水平，三元正极和磷酸铁锂正极价格也逐步趋于稳定，其中三元正极均价为 15 万元/吨，磷酸铁锂为 6 万元/吨，按此计算，三元电池成本为 701 元/度，磷酸铁锂电池成本为 621 元/度，磷酸铁锂电池较前者便宜 12% 左右，具备性价比优势，在低续航里程乘用车、商用车、储能、电动船舶等领域应用具备优势。公司动力电池在国内出货量一直排名前三，在磷酸铁锂领域具备较好的竞争优势。
- 公司开始逐步拓展了部分高端客户。2017 年公司逐步进入乘用车领域，主要客户包括江淮、北汽和奇瑞，2018 年乘用车客户订单占据了公司主要出货量，近期公司又陆续和华为、博世、Tata 汽车等签订合作和采购协议，逐步从以前的低端客户进入高端领域。
- 风险提示：磷酸铁锂电池应用拓展不及预期，价格下滑幅度超出预期
- 催化剂：公司斩获动力电池大单

交易数据

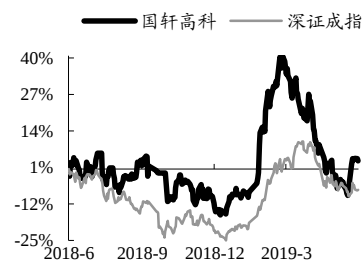
52 周内股价区间 (元)	10.00-19.27
总市值 (百万元)	15,731
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,137/1,012
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量 (百万股)	20.26
日均成交值 (百万元)	306.42

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)
每股净资产
市净率
净负债率

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.14	0.18
Q2	0.27	0.14
Q3	0.17	0.15
Q4	-0.07	0.17
全年	0.51	0.64

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	-24%	5%
相对指数			

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,838	5,127	6,285	8,674	10,356
(+/-)%	2%	6%	23%	38%	19%
经营利润 (EBIT)	862	483	830	1,029	1,267
(+/-)%	-31%	-44%	72%	24%	23%
净利润 (归母)	838	580	730	912	1,120
(+/-)%	-19%	-31%	26%	25%	23%
每股净收益 (元)	0.74	0.51	0.64	0.80	0.99
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	17.8%	9.4%	13.2%	11.9%	12.2%
净资产收益率 (%)	10.2%	6.8%	7.9%	9.0%	9.9%
投入资本回报率 (%)	14.6%	4.8%	8.4%	9.1%	10.5%
EV/EBITDA	20.22	17.26	19.26	15.94	12.57
市盈率	18.89	27.28	21.68	17.36	14.14
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

模型更新时间: 2019.06.20

股票研究

工业

资本货物

国轩高科 (002074)
首次覆盖
评级: 增持

目标价格: 17.28

当前价格: 13.84

2019.06.20

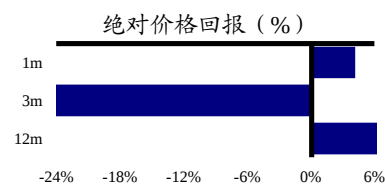
公司网址

www.hfgxgk.com

公司简介

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; 其中正极材料作为关键原材料在制造单体锂离子电池时使用。



52 周价格范围

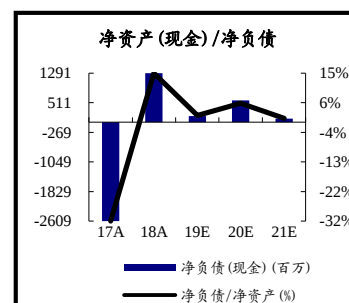
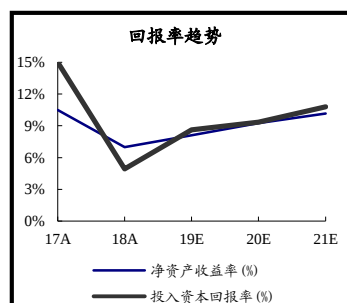
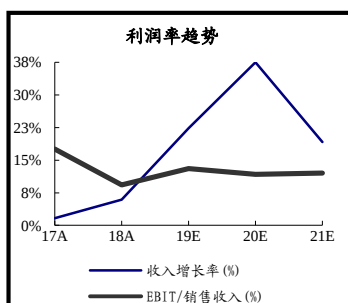
10.00-19.27

市值 (百万)

15,731

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,838	5,127	6,285	8,674	10,356
营业成本	2,945	3,631	4,180	5,900	7,000
税金及附加	50	41	55	74	89
销售费用	338	282	376	505	609
管理费用	309	344	415	575	686
EBIT	862	483	830	1,029	1,267
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-9	70	0	0	0
财务费用	48	108	0	0	0
营业利润	1,010	639	830	1,029	1,267
所得税	154	64	98	115	144
少数股东损益	2	1	2	2	3
归母净利润	838	580	730	912	1,120
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,799	3,092	3,237	2,819	3,295
其他流动资产	6,388	9,304	8,589	12,168	14,253
长期投资	306	495	495	495	495
固定资产合计	3,377	4,704	4,704	4,704	4,704
无形及其他资产	2,226	2,992	3,144	3,341	3,522
资产合计	17,097	20,587	20,170	23,527	26,270
流动负债	6,217	8,681	8,532	10,975	12,595
非流动负债	2,625	3,356	2,363	2,363	2,363
股东权益	8,255	8,550	9,275	10,190	11,312
投入资本(IC)	5,005	9,136	8,724	10,055	10,702
现金流量表					
NOPLAT	729	435	732	914	1,123
折旧与摊销	261	354	0	0	0
流动资金增量	1,099	1,483	-565	1,135	466
资本支出	-1,357	-1,901	-153	-196	-182
自由现金流	731	371	15	1,853	1,407
经营现金流	-100	-1,559	1,297	-221	657
投资现金流	-1,696	-1,745	-153	-196	-182
融资现金流	4,274	1,108	-1,000	0	0
现金流净增加额	2,478	-2,196	144	-417	475
财务指标					
成长性					
收入增长率	1.7%	6.0%	22.6%	38.0%	19.4%
EBIT 增长率	-30.5%	-44.0%	72.0%	24.0%	23.1%
净利润增长率	-18.7%	-30.7%	25.9%	24.9%	22.8%
利润率					
毛利率	39.1%	29.2%	33.5%	32.0%	32.4%
EBIT 率	17.8%	9.4%	13.2%	11.9%	12.2%
归母净利润率	17.3%	11.3%	11.6%	10.5%	10.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.2%	6.8%	7.9%	9.0%	9.9%
总资产收益率(ROA)	4.9%	2.8%	3.6%	3.9%	4.3%
投入资本回报率(ROIC)	14.6%	4.8%	8.4%	9.1%	10.5%
运营能力					
存货周转天数	133	191	171	178	176
应收账款周转天数	268	382	344	357	352
总资产周转天数	1,030	1,341	1,183	919	878
净利润现金含量	-11.9%	-268.6%	177.6%	-24.2%	58.7%
资本支出/收入	28.0%	37.1%	2.4%	2.3%	1.8%
偿债能力					
资产负债率	51.7%	58.5%	54.0%	56.7%	56.9%
净负债率	-31.6%	15.1%	1.7%	5.6%	0.8%
估值比率					
PE(现价)	18.89	27.28	21.68	17.36	14.14
PB	3.07	1.54	1.71	1.56	1.40
EV/EBITDA	20.22	17.26	19.26	15.94	12.57
P/S	3.27	3.09	2.52	1.83	1.53
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



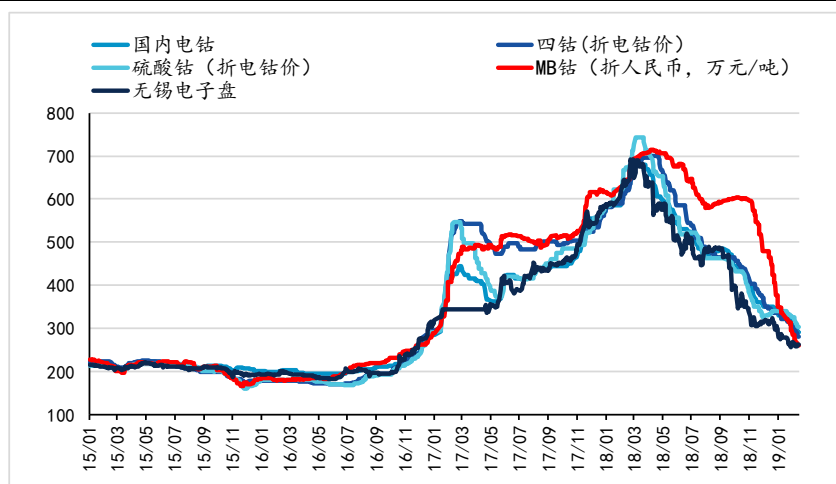
目录

1. 磷酸铁锂依然具备显著的成本优势	4
2. 公司始终占据国内出货量排名第三	5
3. 盈利预测及投资建议	8
4. 风险提示	8

1. 磷酸铁锂依然具备显著的成本优势

三元正极材料含有金属钴，成本更高。金属钴价格此前经历过一轮大涨，从 20 万元/吨最高涨到了 70 万元/吨，目前价格已基本回到起点，也基本处于历史性的底部。钴金属是三元正极材料必不可少的成分，使得三元正极的成本较高。

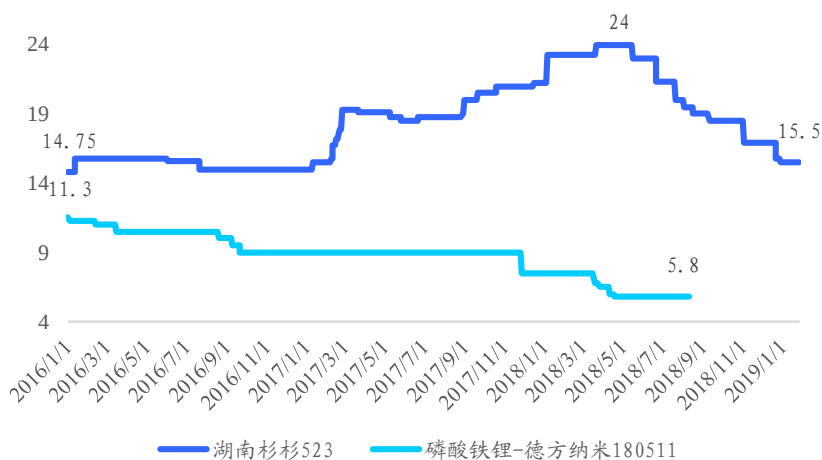
图 1：钴价格经历一轮大幅上涨后，已基本回到起点



数据来源：MB、有色金属网、国泰君安证券研究

稳态下，磷酸铁锂正极价格显著低于三元。伴随着钴价格波动，三元正极材料价格也经历了上涨和下跌，目前已经回到了历史性底部 15 万元/吨左右。磷酸铁锂此前主要用于客车动力电池，由于过高的补贴驱动，售价非常高并享有毛利，补贴退坡后，磷酸铁锂正极的价格从 11 万元/吨下跌到 5.8 万元/吨。在目前三元和磷酸铁锂正极的价格下，两个行业基本维持相对微薄的制造业利润，也是一种稳态，具备一定的代表意义。

图 2：三元正极价格高于磷酸铁锂正极（万元/吨）



数据来源：物化协会、国泰君安证券研究

磷酸铁锂电池仅材料部分，就比三元电池便宜 12%。我们选取宁波容百的 622 正极材料，比容量为 170mAh/g，德方纳米的磷酸铁锂，比容量为 155 mAh/g，1kwh 的电池需要磷酸铁锂正极为 2kg，对应成本为 121 元，需要三元正极对应成本为 245 元，后者成本几乎贵了一倍。考虑三元正极能力密度提升会使其他材料需求量下降，我们按照能力密度提升 10%，其他材料用量下降 10%，对应成本下降 10% 计算，综合计算后，磷酸铁锂度电成本为 621 元，三元电池度电成本为 701 元，前者便宜 12%。

表 1: 磷酸铁锂电芯比三元电芯便宜 12%

材料类型	LFP	三元
比容量 (mAh/g)	155	170
电压平台 (V)	3.2	3.6
每 Kwh 需要材料 (kg)	2.02	1.63
单价 (万元/吨)	6	15
正极成本 (元/kwh)	121	245
其他成本	500	456
合计	621	701

数据来源：物化协会、国泰君安证券研究

2. 公司始终占据国内出货量排名第三

近三年来，公司动力电池的装机量基本保持在国内前三的水平。2016 年，国轩高科装机量为 1.93Gwh，排名第三；2017 年装机量为 2.1Gwh，排名第四，第三名的沃特玛由于经营困难逐步退出；2018 年公司装机容量为 3.1Gwh，依然位于第三位。

表 2: 公司动力电池近三年装机量基本保持在国内前三的水平（单位：Gwh）

排名	厂家	2016	排名	厂家	2017	排名	厂家	2018
1	CATL	6.37	1	CATL	10.58	1	CATL	23.50
2	比亚迪	7.42	2	比亚迪	5.66	2	比亚迪	11.40
3	国轩高科	1.93	3	沃特玛	2.41	3	国轩高科	3.10
4	孚能科技	0.22	4	国轩高科	2.10	4	力神	2.10
5	亿纬锂能	0.22	5	比克	1.64	5	孚能科技	1.90
6	比克	0.72	6	力神	1.07	6	比克	1.74
7	万向 A123	0.57	7	孚能科技	0.99	7	亿纬锂能	1.27
8	力神	1.13	8	亿纬锂能	0.82	8	北京国能	0.82
9	北京国能	0.41	9	北京国能	0.80	9	中航锂电	0.72
10	福斯特	0.31	10	智航新能源	0.73	10	卡耐	0.64
	其他	9.00		其他	9.60		其他	9.79
	合计	28.30		合计	36.40		合计	56.98

数据来源：GGII、中汽协、物化协会、国泰君安证券研究

2018 年以来, 公司大力拓展乘用车客户, 目前主要覆盖了江淮汽车、奇瑞汽车等。2018 年公司最大的客户为江淮汽车, 装机量为 1.13Gwh, 占比为 36.43%, 其次为北汽新能源, 装机容量为 0.61Gwh, 占比为 19.62%, 两个客户均为乘用车。

表 3: 国轩高科 2018 年动力电池装机情况, 江淮和北汽新能源占比较大

配套车企	装机数量 (台)	装机总电量 (KWh)	装机总电量占比
江淮汽车	38,565	1,126,659	36.43%
北汽新能源	28,224	606,815	19.62%
奇瑞商用车	8,008	319,807	10.34%
新楚风汽车	3,175	223,252	7.22%
安凯汽车	944	202,154	6.54%
中通客车	743	125,709	4.06%
广通客车	315	71,237	2.30%
汉腾汽车	1,426	56,894	1.84%
申龙客车	370	52,055	1.68%
沂星电动车	199	48,423	1.57%
普朗特电动车	428	39,938	1.29%
南京公交厂	200	33,178	1.07%
其他	2,466	186,609	6.03%
合计	81,061	3,092,730	100.00%

数据来源: GGII、中汽协、国泰君安证券研究

2019 年一季度和 5 月份, 乘用车的占比进一步提高。2019 年一季度, 江淮汽车的装机量为 0.34Gwh, 占比高达 68.2%, 2019 年 5 月份, 江淮装机容量为 0.25Gwh, 占比为 **49.7%**, 其次为奇瑞汽车, 装机容量为 0.16Gwh, 占比为 32%。

表 4: 2019 年一季度国轩高科动力电池装机情况, 江淮汽车占比高达 68.2%

电池形状	电池类型	配套车企	装机数量 (台)	装机总电量 (KWh)	占比
圆柱	磷酸铁锂	江淮汽车	5,993	270,571	54.7%
圆柱	磷酸铁锂	凯马汽车	14	843	0.2%
方形	磷酸铁锂	江淮汽车	2,166	67,004	13.5%
方形	磷酸铁锂	安凯汽车	230	64,410	13.0%
方形	磷酸铁锂	其他	19	1,416	0.3%
方形	三元	奇瑞汽车	1,672	60,192	12.2%
方形	三元	江南汽车	200	9,940	2.0%
方形	三元	猎豹汽车	17	514	0.1%
方形	三元	汉腾汽车	10	427	0.1%
方形	三元	江西大乘	5	249	0.1%
方形	其他	新楚风汽车	204	17,574	3.6%
方形	其他	森源重工	8	774	0.2%
方形	其他	申龙客车	3	517	0.1%

方形	其他	宇通客车	1	258	0.1%
合计			10,542	494,689	100.0%

数据来源: GGH、中汽协、国泰君安证券研究

表 5: 2019 年 5 月国轩高科动力电池装机情况, 江淮占比为 49.7%, 奇瑞占比为 32%。

电池形状	电池类型	配套车企	装机数量 (台)	装机总电量 (KWh)	占比
方形	磷酸铁锂	江淮汽车	3,356	131,989	25.7%
方形	磷酸铁锂	奇瑞汽车	2,185	87,260	17.0%
方形	磷酸铁锂	吉利商用车	602	48,468	9.4%
方形	磷酸铁锂	南京公交厂	300	44,210	8.6%
方形	磷酸铁锂	秦星汽车	4	755	0.1%
方形	磷酸铁锂	徐工机械	1	97	0.0%
方形	三元	奇瑞汽车	1,734	62,424	12.2%
圆柱	磷酸铁锂	江淮汽车	2,948	123,311	24.0%
圆柱	磷酸铁锂	奇瑞汽车	409	14,560	2.8%
小计			11,539	513,074	100.0%

数据来源: GGH、中汽协、国泰君安证券研究

近期公司不断拓展客户资源, 探索新型合作方式

1、吉利商用车

2019 年 6 月 14 日, 公司和吉利商用车签订合作协议, 国轩为吉利商用车供应其采购总量 50% 的电池。

2、华为

2019 年 6 月 6 日, 和华为签订锂电供应商采购合作协议。

3、Tata AutoComp Systems Limited

2019 年 5 月 14 日, 双发共同在印度成立合作公司, 其中国轩出资 4000 万印度卢比, 占比 40%, Tata 出资 6000 万印度卢比, 占比 60%。

。

4、Robert Bosch

2019 年 2 月 14 日, 与 Robert Bosch GmbH 签订采购协议。

产能方面:

三元产能: 4Gwh 方形, 1Gwh 软包, 合计为 5Gwh, 都在合肥经开区;

铁锂产能:

- 1、圆柱: 青岛 2Gwh, 庐江 0.8Gwh, 圆柱合计 2.8Gwh, 单体为 190wh, 另外庐江在建 6Gwh;
- 2、方形铁锂: 唐山 3Gwh (一期 1Gwh 已经投产, 二期 2Gwh 年底达成), 合肥 2Gwh 方形, 南京 1 期 1Gwh, 二期 1Gwh, 三期 6Gwh (可转债项目)

因此，现有总产能为 12.8Gwh（其中三元 5Gwh，+圆柱铁锂 2.8Gwh，+方形铁锂 5Gwh），在建产能 12Gwh（其中 6Gwh 为圆柱铁锂，+另外 6Gwh 未定）

3. 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2019-2021 年锂电池出货量为 7 Gwh、11 Gwh、15Gwh，实现对应收入为 59 亿元、83 亿元、100 亿元，考虑公司还有少量传统电力设备销售，对应总收入为 62.9 亿元、86.7 亿元、103.6 亿元，净利润为 7.30 亿元、9.12 亿元、11.2 亿元。

估值

PE 估值：参考行业 2019 年平均 PE 为 27 倍，给予公司 27 倍估值，对应估值为 17.28 元

PB 估值：参考行业 2019 年平均 PB 为 3.3 倍，给予公司 3.3 倍 PB，对应估值为 25.7 元

综合两种估值方法，本着审慎原则，给予目标价 17.28 元，给予“增持”评级。

表 6: 同行业估值比较

		EPS					PE			PB
		现价	市值(亿元)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
300073.SZ	当升科技	23.54	103	0.91	1.24	1.60	26	19	15	3.1
300014.SZ	亿纬锂能	24.72	240	0.93	1.28	1.81	27	19	14	3.9
300750.SZ	宁德时代	71.96	1,580	2.08	2.57	3.10	35	28	23	4.6
002709.SZ	天赐材料	23.45	80	0.81	1.46	1.96	29	16	12	2.8
300037.SZ	新宙邦	20.60	78	1.04	1.32	1.68	20	16	12	2.7
行业平均							27	20	15	3.3
002074.SZ	国轩高科	14.04	160	0.64	0.80	0.99	22	18	14	1.8

数据来源：国轩高科盈利预测来自国泰君安证券研究，其他来自 wind（2019/06/17）

4. 风险提示

- 磷酸铁锂电池应用拓展不及预期：**磷酸铁锂电池的应用涉及到未来成本降幅、新能源汽车销量、储能及应用拓展，可能不及预期。
- 价格下滑幅度超出预期：**2019 年新能源汽车补贴退坡幅度较大，对产业链价格压力较大，如果电池价格下滑幅度超预期，将对公司盈利能力产生较大影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		