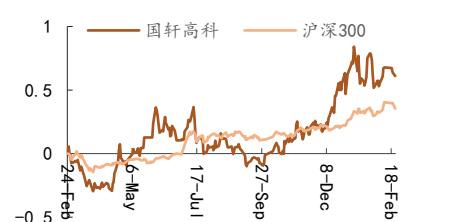


评级： 买入

核心观点

王帅
首席分析师
SAC 执证编号: S0110520090004
wangshuai@sczq.com.cn
电话: 86-10-5651 1892

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	38.84
一年内最高/最低价 (元)	45.44/16.48
市盈率 (当前)	-112.58
市净率 (当前)	4.72
总股本 (亿股)	12.81
总市值 (亿元)	497.36

资料来源：聚源数据

相关研究

·
·
·

- **事件：**2021 年 2 月 23 日晚，国轩高科发布公告，对非公开发行二次反馈意见进行了回复。大众中国承诺将尽商业上的合理努力，通过合作以加强国轩高科的竞争力，支持国轩高科获得大众中国及其相关关联方、以及大众在中国境内的合资企业的供应商定点。此外，大众中国目前及未来 3 年没有作为战略投资者参与从事汽车动力锂电池生产业务的国内上市公司非公开发行的计划。
- **大众定增入局国轩高科持续推进，未来国轩在大众供应链地位具备保障。**大众目前国内供应商以宁德时代为主，车企为了提升议价能力具备引入新供应商的主观能动性。公司作为二线锂电龙头，技术实力和历史积淀较为雄厚，同时公司作为大众在国内唯一战略投资的动力电池企业，在资本纽带连接的助推下，国轩高科未来在大众供应链上有望占据重要位置。
- **补贴退坡促进磷酸铁锂装机回升，公司作为磷酸铁锂龙头有望分享增长红利。**去年以来在补贴退坡的背景下，国内磷酸铁锂电池装机开始逐步回升。公司作为磷酸铁锂龙头，技术实力优异，目前单体磷酸铁锂电池能量密度可达 210Wh/kg，并且通过 JTM 技术降低成本，提升系统效率，磷酸铁锂龙头保持稳固，有望受益本轮铁锂的增长红利。
- **储能持续快速增长，公司提早卡位增长可期。**储能领域虽然目前规模较小，但是近年来增速保持在 40% 以上，预计未来几年仍将保持快速增长，2025 年储能规模达到 2019 年 7 倍以上。储能领域对于成本更为敏感，具备成本优势的磷酸铁锂电池仍将是主流选择。公司前期与中国铁塔和华为达成战略合作，与国网和中电投在储能领域携手开拓市场，提早卡位有望分享储能市场快速增长的红利。
- **投资建议：**公司收益磷酸铁锂市场快速增长和下游三元客户的持续开拓，预计公司 2020 年、2021 年和 2022 年锂电池销量分别为 7.92GWh、12.95GWh 和 18.13GWh，对应归母净利润 1.62 亿元、5.72 亿元和 7.79 亿元，对应 PE282 倍/86 倍/63 倍，给予买入评级。

盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营收 (亿元)	49.6	60.3	88.4	117.9
营收增速 (%)	67.5	74.0	75.0	76.0
净利润 (亿元)	51.3	162.1	572.1	779.4
净利润增速 (%)	-91.2	216.3	252.9	36.2
EPS (元/股)	0.05	0.14	0.47	0.64
PE	893.3	282.4	86.4	63.4

资料来源：Wind，首创证券

2021年2月23日晚,国轩高科发布公告,对非公开发行二次反馈意见进行了回复。大众中国承诺将尽商业上的合理努力,通过合作以加强国轩高科的竞争力,支持国轩高科获得大众中国及其相关关联方、以及大众在中国境内的合资企业的供应商定点。此外,大众中国目前及未来3年没有作为战略投资者参与从事汽车动力锂电池生产业务的国内上市公司非公开发行的计划。

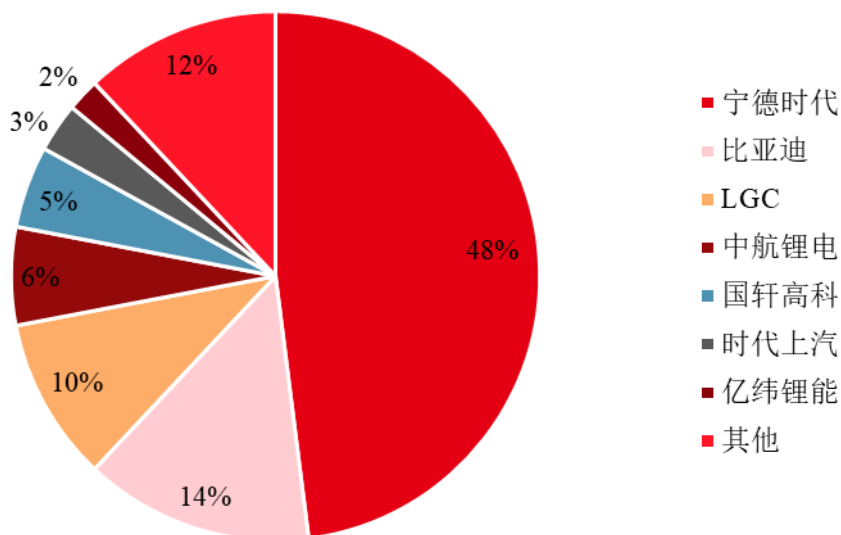
1 大众入局持续推进,国轩有望占据供应链重要地位

在本次公告的反馈意见回复中,大众中国首次明确承诺对于国轩高科和/或其相关子公司根据约定的条款和产品规格开发的相应产品(“合作产品”),大众中国将在合作产品能够满足约定的产品质量以及技术参数并且供货价格、供货期间、数量及其它供货条件综合考虑具有市场竞争力的前提下,大众中国通过其在与关联方和大众合资企业联合采购会议或其他联合会议中做出采购决定的影响力,支持国轩高科获得供应商定点(包括采购的具体产品型号和需求量),通过合作以加强国轩高科的竞争力,支持国轩高科获得大众中国及其相关关联方、以及大众在中国境内的合资企业(一汽大众、上汽大众和大众安徽)(“大众合资企业”)的供应商定点。

国轩高科作为二线锂电龙头,具备很强的历史积淀和技术积累。2020年公司在国内动力电池领域市占率为5.2%,位居行业第五,其中在其主打的磷酸铁锂李电池领域,公司市占率达到13%,仅次于宁德时代和比亚迪,处在行业第三名的位置。未来在公司产品技术实力和资本纽带的共同作用下,公司有望成为大众的重要电池供应商。

目前大众集团在欧洲地区已经开始率先发力,旗下的e-golf和ID.3等车型在欧洲地区的销量都位居前列。2021年开始,大众基于MEB平台的车型在国内也将开始发力,根据大众集团的规划,到2025年在国内销售新能源车150万辆,对应的锂电池需求可达100GWh。其中仅大众集团控股的大众安徽预计到2025年产量可达20-25万辆,对应锂电池需求为15GWh。大众目前国内供应商以宁德时代为主,对锂电厂商的绑定会压制车企的议价能力,车企也具备寻求替代供应商的动力,因此双方在资本纽带的推动下,未来具备很大的合作潜力。

图1 公司动力电池装机位居国内第五



资料来源:GGII, 首创证券

从公司目前公告的情况来看,公司MEB定点已经获得了初步认可,大众中国派出10-20人的专家团队帮助国轩高科针对大众汽车集团MEB电动汽车平台进行产品开发工作。目前项目进展顺利,公司产品获得大众中国的初步认可,后续合格供应商认证工作正在进行中。

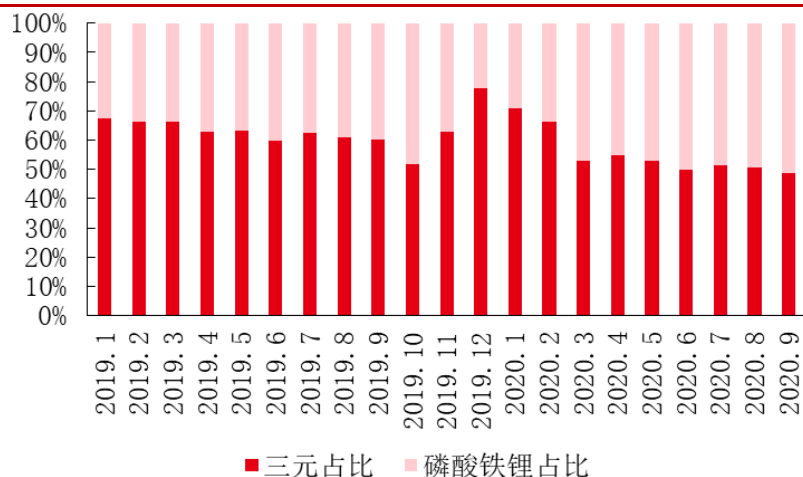
虽然公司前期力推磷酸铁锂产品，但是在三元领域也具备非常深厚的技术积累。根据公司公告的数据，公司三元单体电池能量密度可达 302Wh/kg。公司目前共有动力电池产能 28GWh，其中三元电池产能 5GWh，但是受到下游客户开拓的限制，公司动力电池出货结构中三元电池占比仍然较低，根据公司 2019 年年报披露的数据，2019 年三元电池出货仅有 0.19GWh，未来进入大众供应链将有力助推公司三元电池业务的发展。

此外，大众入局还将推进公司与大众技术体系的融合，未来会引入大众的研发标准，并且目前已向公司开放了世界一流的电池测试标准，进一步完善公司的研发和测试体系。同时大众在电池模组设计、电池 PACK 设计，以及电池系统热管理、碰撞、密封、热失控等电池主动或被动安全等领域拥有核心技术，在工艺和质量管控方面都具备丰富经验，这些都将是有力弥补国轩的短板。

2 补贴退坡助力铁锂回潮，公司乘风出货增长

目前国内动力锂电正极主要以磷酸铁锂和三元两种技术路线为主。2017 年开始由于补贴规则鼓励提升新能源车能力密度，三元电池装机占比开始逐渐提升。2020 年后，随着补贴逐渐降低影响弱化，新能源车锂电池装机出现分化，在低端追求性价比的车型上，磷酸铁锂电池装机开始逐渐提升。

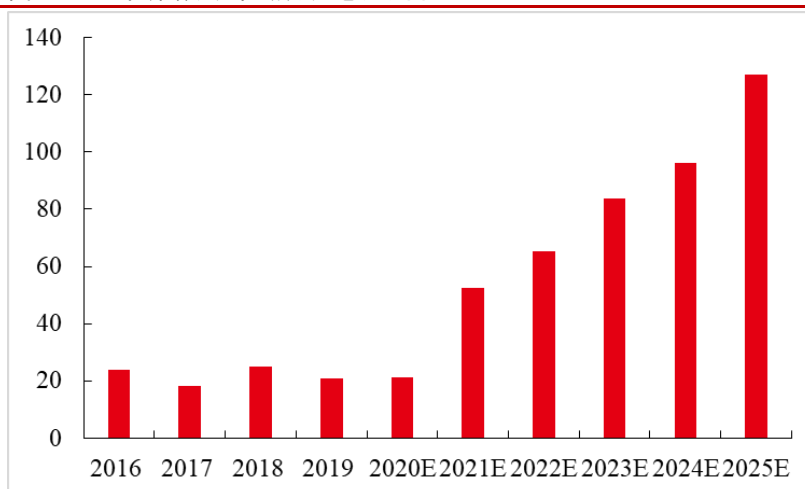
图 2 2020 年磷酸铁锂在动力锂电装机占比回升



资料来源：GGII，首创证券

磷酸铁锂电池相比较于三元电池，具备安全性更高、成本低的优势，但是使用瓶颈在于能量密度的限制。2020 年发布的刀片电池和 CTP 技术，通过对电池包内部结构进行优化，降低了结构件的使用量，并提升了空间利用率，在电芯能量密度不变的情况下，使得磷酸铁锂电池包体积能量密度提升了 50%，电池包能量密度表现与 5 系三元电池接近，凭借优秀的性价比获得了更多车型的青睐，预计磷酸铁锂电池装机继续保持高速增长。

图 3 2020 年磷酸铁锂在动力锂电装机占比回升

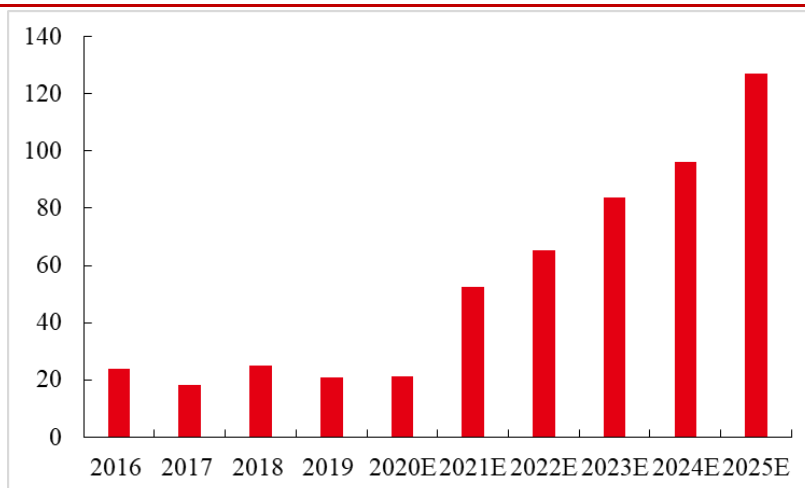


资料来源: GGII, 首创证券

公司历来以磷酸铁锂电池技术见长, 其中公司通过自主研发生产的高性能磷酸铁锂材料、高克容量硅负极材料和先进的预锂化技术, 软包磷酸铁锂电池单体能量密度可以达到 210kg/Wh。在系统层面, 国轩还推出了 JTM 技术, JTM 是从卷芯直接到模组, 再到电池包的工艺技术, 省去了电芯组装过程, 实现了与铅酸电池相近的成本。凭借优秀的成本控制和强大技术实力, 公司在磷酸铁锂领域龙头地位将继续保持稳固。

相较于动力锂电, 储能电池对于成本的要求更为严苛, 因此磷酸铁锂电池的成本优势更加受到青睐。虽然目前储能锂电市场规模还比较小, 但是近年来增速保持在 40% 以上, 市场规模扩张非常快, 根据我们的预测, 到 2025 年储能市场规模将达到 126GWh, 相较于 2019 年规模增长 640%。

图 4 2020 年磷酸铁锂在动力锂电装机占比回升



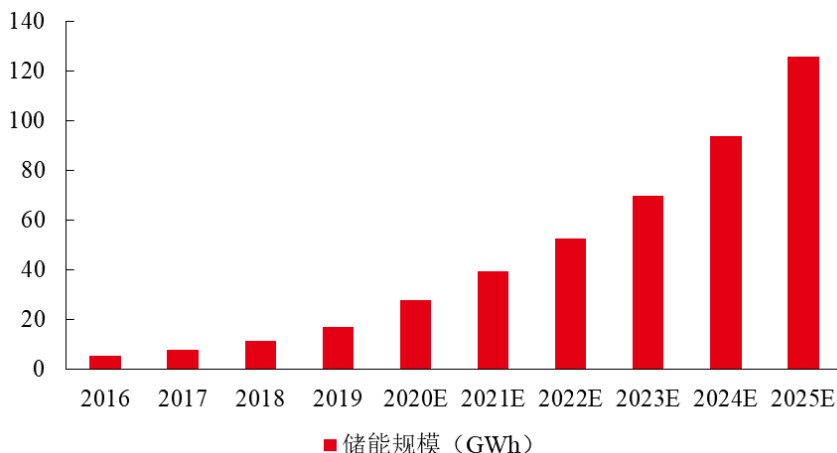
资料来源: GGII, 首创证券

公司历来以磷酸铁锂电池技术见长, 其中公司通过自主研发生产的高性能磷酸铁锂材料、高克容量硅负极材料和先进的预锂化技术, 软包磷酸铁锂电池单体能量密度可以达到 210kg/Wh。在系统层面, 国轩还推出了 JTM 技术, JTM 是从卷芯直接到模组, 再到电池包的工艺技术, 省去了电芯组装过程, 实现了与铅酸电池相近的成本。凭借优秀的成本控制和强大技术实力, 公司在磷酸铁锂领域龙头地位将继续保持稳固。

相较于动力锂电, 储能电池对于成本的要求更为严苛, 因此磷酸铁锂电池的成本优势更加受到青睐。虽然目前储能锂电市场规模还比较小, 但是近年来增速保持在 40%

以上,市场规模扩张非常快,根据我们的预测,到2025年储能市场规模将达到126GWh,相较于2019年规模增长640%。

图5 全球储能市场规模持续快速增长



资料来源:GGII, 首创证券

公司在储能领域早已多方布局,与华为和中国铁塔均已达成战略合作,为其通讯基站提供储能设施。电化学储能方面,公司早在2017年便已完成首个储能商业化项目,目前与中电投和国家电网在储能领域均有合作。2020年9月,合资公司上海电气国轩的一期5GWh储能电池达产,产能规划10GWh。

3 投资建议

公司作为国内二线锂电企业龙头,尤其是磷酸铁锂电池领域的龙头企业,在磷酸铁锂装机逐渐回暖的背景下,我们预计公司2020年、2021年和2022年锂电池销量分别为7.92GWh、12.95GWh和18.13GWh,对应归母净利润1.62亿元、5.73亿元和7.81亿元,对应PE282倍/86倍/63倍,建议持续关注。

4 风险提示

MEB定点进度不及预期;
新能源车销量不及预期;
磷酸铁锂渗透率提升不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14761.0	13742.7	19105.3	24813.8	经营活动现金流	-683.2	4039.4	585.1	808.7
现金	3614.7	3880.3	4621.9	5463.0	净利润	51.3	162.1	572.1	779.4
应收账款	5606.6	6795.0	9959.5	13280.9	折旧摊销	518.8	636.7	585.2	538.8
其它应收款	159.6	194.2	284.6	379.5	财务费用	284.0	174.3	55.5	47.6
预付账款	226.4	302.1	448.8	606.3	投资损失	24.4	-412.0	-260.0	-260.0
存货	3958.8	1118.1	1660.8	2243.9	营运资金变动	-1450.2	3480.9	-380.1	-310.5
其他	698.7	849.7	1245.5	1660.8	其它	-108.5	-2.9	11.2	11.8
非流动资产	10409.4	9879.6	9401.0	8928.9	投资活动现金流	-2062.4	306.5	154.5	194.5
长期投资	622.4	622.4	622.4	622.4	资本支出	-1970.4	-105.0	-105.0	-65.0
固定资产	5548.9	5118.3	4728.8	4336.8	长期投资	11.7	0.0	0.0	0.0
无形资产	1018.7	921.9	834.7	756.2	其他	-103.8	411.5	259.5	259.5
其他	766.6	766.6	766.6	766.6	筹资活动现金流	3079.9	-4080.4	2.1	-162.0
资产总计	25170.4	23622.3	28506.4	33742.7	短期借款	3861.6	500.0	500.0	500.0
流动负债	11397.2	9800.3	14053.5	18623.2	长期借款	-7.6	-430.9	0.0	0.0
短期借款	3861.6	500.0	500.0	500.0	其他	1918.6	-113.7	57.6	-114.4
应付账款	4340.8	5792.0	8603.1	11623.6	现金净增加额	334.3	265.5	741.6	841.1
其他	2.4	3.2	4.8	6.5					
非流动负债	4717.5	4717.5	4717.5	4717.5	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	722.8	722.8	722.8	722.8	成长能力				
其他	311.2	311.2	311.2	311.2	营业收入	-3.3%	21.6%	46.6%	33.3%
负债合计	16114.6	14517.7	18770.9	23340.7	营业利润	-90.8%	104.6%	405.0%	38.8%
少数股东权益	151.8	152.1	153.3	154.8	归属母公司净利润	-91.2%	216.3%	252.9%	36.2%
归属母公司股东权益	8904.0	8952.5	9582.2	10247.2	获利能力				
负债和股东权益	25170.4	23622.3	28506.4	33742.7	毛利率	32.5%	26.0%	25.0%	24.0%
					净利率	1.0%	2.7%	6.5%	6.6%
利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	0.6%	1.8%	6.0%	7.6%
营业收入	4958.9	6031.2	8840.1	11788.2	ROIC	2.5%	2.5%	5.3%	6.7%
营业成本	3345.5	4463.9	6630.4	8958.3	偿债能力				
营业税金及附加	38.1	48.2	70.7	94.3	资产负债率	64.0%	61.5%	65.8%	69.2%
营业费用	333.9	331.7	442.0	530.5	净负债比率	19.9%	5.2%	4.3%	3.6%
研发费用	437.3	482.5	618.8	766.2	流动比率				
管理费用	397.9	422.2	574.6	707.3	速动比率	1.30	1.40	1.36	1.33
财务费用	290.9	174.3	55.5	47.6	营运能力	0.95	1.29	1.24	1.21
资产减值损失	-543.7	-400.0	-100.0	-100.0	总资产周转率				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	0.20	0.26	0.31	0.35
投资净收益	487.2	412.0	260.0	260.0	应付账款周转率	0.80	0.89	0.97	0.93
营业利润	58.9	120.4	608.0	844.0	每股指标(元)	0.56	0.59	0.62	0.60
营业外收入	5.6	8.0	8.0	8.0	每股收益				
营业外支出	12.6	0.0	0.0	0.0	每股经营现金	0.05	0.14	0.47	0.64
利润总额	51.9	128.4	616.0	852.0	每股净资产	-0.60	3.55	0.48	0.66
所得税	3.6	-34.0	42.7	71.0	估值比率	7.83	7.88	7.81	8.35
净利润	48.3	162.4	573.3	781.0	P/E				
少数股东损益	-2.9	0.3	1.1	1.6	P/B	893.3	282.4	86.4	63.4
归属母公司净利润	51.3	162.1	572.1	779.4					
EBITDA	841.2	931.4	1248.7	1430.4					
EPS (元)	0.05	0.14	0.47	0.64					

分析师简介

王帅，电力设备与新能源行业首席分析师，哈尔滨工业大学热能工程专业博士，具有3年证券从业经历，7年产业公司高管经历，熟悉产业公司日常运作，对产业趋势、技术发展有很好的判断力。曾获第十届、第十一届东方财富最佳分析师电力设备与新能源行业第一名。

分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6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指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6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指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现