

## 国轩高科 (002074.SZ) 增持 (维持评级)

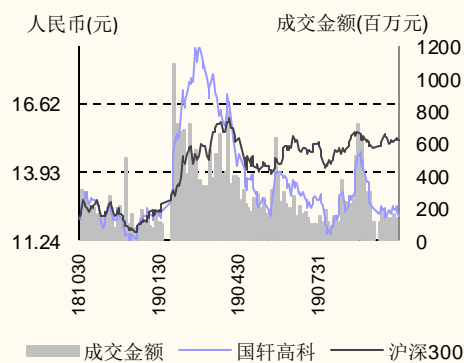
公司点评

市场价格 (人民币): 12.24 元

## 业绩符合预期, 铁锂业务迎新机

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.37
已上市流通 A 股(亿股)	10.12
总市值(亿元)	139.13
年内股价最高最低(元)	12.62/12.11
沪深 300 指数	3891
中小板综	9147



## 相关报告

1. 《磷酸铁锂拐点将至-国轩高科 (002074.SZ)》, 2019.7.17

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.737	0.511	0.621	0.718	0.796
每股净资产(元)	7.24	7.50	7.98	8.56	9.23
每股经营性现金流(元)	-0.09	-1.37	-0.48	-0.25	0.10
市盈率(倍)	30.19	22.64	19.72	17.04	15.37
净利润增长率(%)	-18.71%	-30.75%	21.55%	15.71%	10.88%
净资产收益率(%)	10.18%	6.81%	7.78%	8.39%	8.63%
总股本(百万股)	1,136.65	1,136.65	1,136.65	1,136.65	1,136.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2019年1-9月, 公司实现营收51.5亿元, 同比增长25.8%; 实现归母净利润5.8亿元, 同比下滑12.3%; 实现扣非归母净利润4.1亿元, 同比增长2%。业绩基本符合预期。

## 经营分析

- **Q3 单季业绩分析:** Q3 公司实现营收15.4亿元, 同比增长3.7%, 环比下降16.7%, 营收环比出现下滑主要是因为: 1) 新能源车生产不及预期, 公司电池出货环比出现下滑, 2) 电池产品价格环比下滑; 实现归母净利润2.3亿元, 同比增长17.2%, 环比增长51.2%, 环比大幅增长主要是因为 Q3 政府补贴大幅增加; 实现扣非归母净利润1.2亿元, 同比下滑14.1%, 环比增长1.3%。利润率方面, Q3 毛利率为33.8%, 同比提升1.7pct, 环比提升4.8pct。费用率方面, Q3 公司费用率合计为20.9%, 环比提升1.4pct, 主要是因为研发费用率环比提升2.6pct; 2019年1-9月, 公司费用率合计为18.6%, 同比提升0.1pct, 费用率整体较为稳定。
- **乘用车铁锂需求回暖和通讯储能有望率先放量:** 磷酸铁锂成本较三元低20%左右, 但是体积、能量密度较低, 受补贴影响, 乘用车动力电池逐步由磷酸铁锂切换为三元。2019年, 补贴大幅退坡后磷酸铁锂电池成本优势凸显。公司为磷酸铁锂电池巨头, 乘用车磷酸铁锂需求回暖显著利好公司市场开拓。储能方面, 受5G影响, 通讯小储能需求有望率先放量, 预计全球对应需求超过200GWh, 为公司磷酸铁锂产品提供又一广阔空间。
- **拟募资扩产已获证监会审核通过:** 公司拟发行可转债项目募资不超过18.5亿元, 用于南京年产15GWh和庐江年产2GWh新基地建设, 建成投产后可保证公司充足产能供应。该转债募资项目目前已获证监会审核批准。

## 盈利调整及投资建议

- 预计公司2019-2021年归母净利润分别为7.06亿元、8.16亿元和9.05亿元, 同比增速分别为22%、16%、11%, 给予“增持”评级不变。

## 风险提示

- 811 电池降本速度超预期; 磷酸铁锂电池出货不及预期; 新能源车增速不及预期, 低续航电动车销量不及预期; 上游产品价格波动超预期; 应收账款、存货周转天数偏长。

柴明

联系人  
chaiming@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)61357595  
yaoy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,758	4,838	5,127	7,118	9,080	10,862
增长率		1.7%	6.0%	38.8%	27.6%	19.6%
主营业务成本	-2,525	-2,945	-3,631	-5,171	-6,628	-7,956
%销售收入	53.1%	60.9%	70.8%	72.6%	73.0%	73.2%
毛利	2,233	1,893	1,496	1,947	2,452	2,906
%销售收入	46.9%	39.1%	29.2%	27.4%	27.0%	26.8%
营业税金及附加	-31	-50	-41	-59	-81	-91
%销售收入	0.6%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%
营业费用	-383	-338	-282	-357	-426	-484
%销售收入	8.0%	7.0%	5.5%	5.0%	4.7%	4.5%
管理费用	-578	-643	-691	-887	-1,060	-1,208
%销售收入	12.1%	13.3%	13.5%	12.5%	11.7%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	1,241	862	483	644	885	1,123
%销售收入	26.1%	17.8%	9.4%	9.0%	9.7%	10.3%
财务费用	-42	-48	-108	-205	-318	-427
%销售收入	0.9%	1.0%	2.1%	2.9%	3.5%	3.9%
资产减值损失	-93	-173	-234	-105	-122	-88
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-9	70	10	11	11
%税前利润	n.a	n.a	10.8%	1.3%	1.2%	1.1%
营业利润	1,106	1,010	639	743	855	969
营业利润率	23.2%	20.9%	12.5%	10.4%	9.4%	8.9%
营业外收支	91	-16	7	1	0	0
税前利润	1,197	994	646	744	856	969
利润率	25.2%	20.5%	12.6%	10.4%	9.4%	8.9%
所得税	-165	-154	-64	-37	-39	-63
所得税率	13.7%	15.5%	9.9%	5.0%	4.5%	6.5%
净利润	1,033	840	582	706	817	906
少数股东损益	2	2	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	1,031	838	580	705	816	905
净利率	21.7%	17.3%	11.3%	9.9%	9.0%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,033	840	582	706	817	906
少数股东损益	2	2	1	1	1	1
非现金支出	240	433	587	507	626	671
非经营收益	-39	9	-40	230	354	480
营运资金变动	40	-1,382	-2,688	-1,990	-2,086	-1,946
经营活动现金净流	1,275	-100	-1,559	-546	-289	110
资本开支	-1,305	-1,357	-1,901	-1,174	-1,209	-1,201
投资	-564	-384	75	0	0	0
其他	29	45	81	10	11	11
投资活动现金净流	-1,840	-1,696	-1,745	-1,164	-1,199	-1,190
股权募资	205	3,536	0	-47	-37	-29
债权募资	743	840	2,185	2,101	2,690	2,171
其他	-44	-111	-1,067	-382	-509	-625
筹资活动现金净流	904	4,266	1,118	1,672	2,143	1,518
现金净流量	339	2,471	-2,186	-38	656	438

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,306	4,799	3,092	3,054	3,710	4,149
应收款项	2,750	4,451	6,403	7,947	9,847	11,590
存货	630	1,515	2,277	3,165	3,967	4,762
其他流动资产	221	423	623	677	785	864
流动资产	5,908	11,187	12,396	14,844	18,310	21,365
%总资产	57.8%	65.4%	60.2%	62.3%	65.3%	67.3%
长期投资	791	1,124	1,320	1,320	1,320	1,320
固定资产	2,722	3,638	5,165	5,774	6,286	6,722
%总资产	26.7%	21.3%	25.1%	24.2%	22.4%	21.2%
无形资产	533	567	758	840	972	1,106
非流动资产	4,307	5,910	8,191	8,993	9,723	10,360
%总资产	42.2%	34.6%	39.8%	37.7%	34.7%	32.7%
资产总计	10,215	17,097	20,587	23,837	28,033	31,725
短期借款	846	1,265	2,424	4,525	7,215	9,386
应付款项	3,163	4,650	6,015	6,358	7,003	7,522
其他流动负债	305	302	242	254	279	351
流动负债	4,314	6,217	8,681	11,138	14,497	17,260
长期贷款	454	935	966	966	966	966
其他长期负债	1,488	1,690	2,389	2,637	2,815	2,983
负债	6,255	8,842	12,037	14,741	18,278	21,209
普通股股东权益	3,936	8,230	8,526	9,071	9,728	10,489
少数股东权益	24	25	24	25	26	27
负债股东权益合计	10,215	17,097	20,587	23,837	28,033	31,725

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.177	0.737	0.511	0.621	0.718	0.796
每股净资产	4.492	7.241	7.501	7.980	8.559	9.228
每股经营现金净流	1.455	-0.088	-1.371	-0.480	-0.254	0.097
每股股利	0.075	0.120	0.100	0.100	0.107	0.102
回报率						
净资产收益率	26.19%	10.18%	6.81%	7.78%	8.39%	8.63%
总资产收益率	10.09%	4.90%	2.82%	2.96%	2.91%	2.85%
投入资本收益率	20.23%	6.95%	3.35%	3.92%	4.46%	4.80%
增长率						
主营业务收入增长率	73.30%	1.68%	5.97%	38.83%	27.57%	19.63%
EBIT增长率	68.21%	-30.55%	-44.03%	33.45%	37.46%	26.84%
净利润增长率	76.35%	-18.71%	-30.75%	21.55%	15.71%	10.88%
总资产增长率	52.16%	67.38%	20.41%	15.78%	17.60%	13.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	146.3	224.9	304.4	325.0	320.0	315.0
存货周转天数	80.9	132.9	190.6	225.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	190.3	263.6	281.7	230.0	180.0	150.0
固定资产周转天数	199.8	254.8	334.9	268.9	228.5	209.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.42%	-31.49%	15.11%	37.72%	56.02%	68.44%
EBIT利息保障倍数	29.6	17.9	4.5	3.1	2.8	2.6
资产负债率	61.23%	51.72%	58.47%	61.84%	65.20%	66.85%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	8	23
增持	0	0	1	3	17
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.20	1.42	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-17	增持	12.84	16.16~16.16

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH