

投资评级：增持(首次评级)

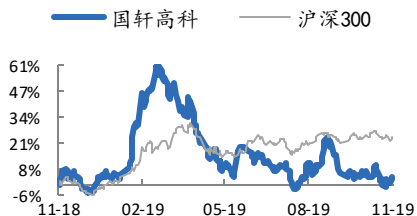
 当前价格(元): 12.06
合理价格区间(元): 13~14.3

证券分析师
韩伟琪

 资格编号: S0120518020002
电话: 021-68761616-6160
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

联系人
申屠旺

 电话: 021-68761616-6416
邮箱: shentuw@tebon.com.cn

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.9	-4.3	-6.9
相对涨幅 (%)	-1.8	-5.6	-10.3

资料来源: 德邦研究所

相关研究

动力电池领先企业，铁锂有望再发力

国轩高科(002074)

投资要点:

- 磷酸铁锂为本，三元并举。**公司主要业务分为动力锂电池和输配电设备两大板块。其中合肥国轩主要从事动力锂电池业务，东源电器主要从事输配电业务。公司 2018 年动力电池业务收入占比 89%，装机量稳居国内动力电池企业排名前三名，仅次于宁德时代和比亚迪。公司的磷酸铁锂电池在能量密度方面不断取得突破，单体电芯能量密度已提升至 190Wh/kg，配套乘用车系统能量密度突破 140Wh/kg，并已成功研发出能量密度达 302Wh/kg，循环次数超过 1,500 次的软包三元电芯。
- 新能源汽车销量短期承压，长期增长趋势不改。**2019 年 1-10 月新能源汽车销量为 94.7 万辆，同比增长 10.2%。受到国内补贴大幅退坡的影响，新能源汽车的销量在 7-10 月降幅较大，短期销量承压。公司 2019 年 Q3 营收 51.5 亿元，同比增速 25.75%，受益储能领域订单的爆发以及补贴退坡后磷酸铁锂的性价比优势凸显，公司营收有望重回高增长。随着传统车企发力新能源，新能源汽车工艺的提 升，整车成本的下降以及充电设施的配套完善，我们有信心在不久的将来，新能 源汽车能够以更优异的性能获得市场消费者的青睐。
- 产能规划充足，可转债获批缓解资金压力。**公司现有产能 16GWh，规划产能达 35GWh，公司公开发行可转换公司债券的申请于 2019 年 10 月 18 日获得证监会 审核通过，本次可转债的发行总额不超过人民币 18.5 亿元，将极大缓解资金需求。
- 公司深度绑定华为，充分受益 5G 基站建设。**公司与华为签订了《锂电供应商采购 合作协议》，双方将开展锂电领域的战略合作。预计三大运营商 5G 基站订单华为 占比 50%，未来 5 年华为需要 50GWh 的储能电池需求，按照华为每年 10GWh 需求，国轩占比 20% 计算，国轩今后每年将会有 2GWh 储能订单需求，将充分受 益 5G 基站建设带来的红利。
- 布局上游材料，增强产业链话语权。**公司布局正、负极材料，并参与投资湿法隔 膜，一方面能够保证原材料供应的数量和质量要求，另一方面也有助于公司增强 与上游议价的能力，增强在产业链中的话语权，达到控制成本的目的。
- 首次覆盖给予“增持评级”。**预期公司 19/20/21 年总营业收入为 68.12/89.15/107.5 亿元，归母净利润为 6.77/7.44/7.64 亿元，对应 eps 为 0.6/0.65/0.67 元。给予公 司 20 年 20-22 倍 PE，对应目标价 13-14.3 元，公司深耕动力电池行业多年，动 力电池装机量在行业稳定排名前三，未来储能领域的需求的爆发将为公司带来新 的盈利增长点，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示。**应收账款余额较大的风险。新能源汽车销量不及预期的风险。行业技 术路线变化的风险。动力电池行业竞争加剧导致公司盈利能力低于预期。

股票数据

总股本(百万)	1,136.65
流通 A 股(百万)	1,136.65
52 周内股价区间(元)	19.0-11.33
总市值(百万)	13,855.77
总资产(百万)	23,542.25
每股净资产(元)	7.89

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4838	5127	6812	8915	10750
(+/-) YoY (%)	1.7	6.0	32.9	30.9	20.6
净利润(百万元)	838	580	677	744	764
(+/-) YoY (%)	-18.7	-30.7	16.7	9.8	2.8
全面摊薄 EPS(元)	0.74	0.51	0.60	0.65	0.67
毛利率(%)	39.1	29.2	27.4	26.5	25.7
净资产收益率(%)	10.2	6.8	7.5	7.7	7.4

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 优秀的动力锂电池制造企业.....	5
1.1 锂电池耕耘十余载，国内首家动力电池上市企业	5
1.2 股权结构稳定，实控人为李缜	5
1.3 动力电池业务贡献主要收入，净利润重回上升轨道	6
2. 新能源车前景广阔，短期阵痛不改长期趋势	7
2.1 全球电动化趋势形成，车企积极布局新能源汽车	7
2.2 后补贴时代行业面临竞争格局的再优化.....	9
2.3 新能源车逐步从政策导向转向市场导向.....	9
3. 动力电池多种技术路线并存.....	10
3.1 动力电池销量高增长	10
3.2 动力电池多种技术路线将并行存在	10
3.2.1 磷酸铁锂和三元电池各有优势.....	10
3.2.2 方形电池为目前主流，圆柱软包电池也各有优势	11
3.3 电池企业加速洗牌，行业剩者为王	12
4. 铁锂技术领先企业，客户关系稳定.....	13
4.1 磷酸铁锂为本，三元并举.....	13
4.2 产能有序扩张，可转债获批缓解资金压力	14
4.3 布局上游材料，有效降低生产成本	15
4.4 5G 建设提升通信领域储能需求，绑定华为	16
5. 输配电业务业务较为稳定，营收占比逐年下滑.....	16
6. 盈利预测及投资建议.....	17
7. 风险提示	19

图表目录

图 1 公司近年营业收入及同比增速.....	6
图 2 公司 2018 年营业收入构成.....	6
图 3 公司近年来归母净利润及同比增速.....	7
图 4 公司毛利率企稳.....	7
图 5 公司三费保持平稳.....	7
图 6 公司研发费用保持在较高水平.....	7
图 7 新能源汽车销量短期承压.....	10
图 8 2018 年方壳圆柱软包动力电池排名.....	12
图 9 历年新能源汽车动力电池配套企业数量（家）.....	13
图 10 2018 年国内动力电池厂商产能利用率.....	13
图 11 动力电池企业 2018 年装机量市场份额.....	14
图 12 2019 年 1-6 月公司电池单位材料成本构成.....	15
图 13 产品展示：真空断路器.....	17
图 14 产品展示：铠装柜.....	17
图 15 输配电业务毛利率下滑较大.....	17
图 16 动力电池组件价格（元/Wh）.....	18
图 17 PE band.....	19
图 18 PB band.....	19
表 1 国轩高科发展历程.....	5
表 2 国轩高科股权结构.....	6
表 3 部分国家/地区燃油车禁售计划时间表.....	8
表 4 全球各整车企业新能源汽车战略.....	8
表 5 新能源汽车国家补贴 2019 版.....	9
表 6 动力电池需求测算.....	10
表 7 各类锂离子电池主要技术指标.....	11
表 8 三种形状动力电池主要技术指标.....	12
表 9 公司动力电池产品的产能和产量情况.....	13
表 10 公司动力电池产能规划.....	14
表 11 公司动力电池单位成本构成及变动（单位：元/Wh）.....	15
表 12 公司动力电池产品平均销售单价及销售毛利率、净利率.....	18

表 13 可比公司估值.....	19
表 14 电池价格降幅对公司营业收入（亿元）敏感性分析.....	20

1.优秀的动力锂电池制造企业

1.1锂电池耕耘十余载，国内首家动力电池上市企业

国轩高科股份有限公司为中国动力电池产业最早进入资本市场的民族企业，于 2015 年 5 月成功上市，股票代码 002074，公司主要业务分为动力锂电池和输配电设备两大板块。其中合肥国轩主要从事动力锂电池业务，东源电器主要从事输配电业务。

合肥国轩高科动力能源有限公司为国轩高科的全资子公司，成立于 2006 年 5 月，公司总部座落于合肥市新站高新区，拥有合肥、庐江、南京、苏州、青岛、唐山等多个生产基地。

公司系国内最早从事新能源汽车动力锂离子电池自主研发、生产和销售的企业之一，专业从事新型锂离子电池及其材料的研发、生产和经营，拥有核心技术知识产权。主要产品为磷酸铁锂材料及电芯、三元电芯、动力电池组、电池管理系统及储能型电池组。产品广泛应用于纯电动商用车、乘用车、物流车和混合动力汽车等新能源汽车领域，并与国内多家主要新能源整车企业建立了长期战略合作关系。

表 1 国轩高科发展历程

年份	事件
2006	合肥国轩高科动力能源有限公司成立。
2007	磷酸铁锂材料生产线投产运行。
2008	国轩高科工程研究院成立。 公司“大型动力锂离子电池制造基地”项目被列入国家“火炬”计划。
2009	开始电动大巴电池生产，于年底完成 30 辆公交大巴电池模组的组装。
2010	磷酸铁锂材料生产线扩产。20 万 Ah 汽车专用磷酸铁锂电池生产线开工。
2011	配套江淮 585 纯电动汽车投放市场。
2012	完成股份制改造，更名为“合肥国轩高科动力能源股份公司”。
2014	与陶氏化学、安逸达分别签订战略合作协议。 国轩美国硅谷研究院成立。搭载国轩锂电池的 100 辆江淮 iEV 出口美国。
2015	借东源电器重组完成 A 股上市，证券简称更名为“国轩高科”，股票代码 002074。 与中通客车、北汽新能源签署战略合作协议。
2016	李缜董事长向习总书记汇报动力电池研发生产情况。 搭载国轩电池的上汽 EV80 纯电动车在英国全球首发。 “高比能量动力锂离子电池的研发与集成应用”项目启动。张锁江院士工作站揭牌。
2017	与电子十一院、北京福威斯油气技术有限公司签署 200MW 储能电站项目合作协议。 与上海电气成立合资公司，布局储能产业。
2018	与中国铁塔签订动力电池梯级再生利用战略合作协议。
2019	国轩高科与德国博世 (Robert Bosch GmbH) 签订采购框架协议，为博世提供锂离子电池、模组和电池包等。

资料来源：公司官网，德邦研究所整理

1.2股权结构稳定，实控人为李缜

公司实际控制人为李缜，直接持有公司股权 11.86%，通过珠海国轩贸易有限责任公司间接持有公司 20.04% 的股权。自上市以来，大股东从未减持上市公司股票，在 2018 年 2 月 7 日至 2018 年 5 月 8 日，李缜先生增持股份共 1,736,500 股，增持均价在 16.62-17.96 元。

根据公司公告显示，截至 2019 年 11 月 2 日，实际控制人李缜累计未解押股数 7884.73 万股，占其所持公司股份的 58.47%，占公司总股本的 6.94%；珠海国轩贸易有限责任公司累计质押公司股份数量为 5700 万股，占其所持公司股份的 20.19%，占公司总股本的 5.01%。

表 2 国轩高科股权结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	珠海国轩贸易有限责任公司	282,351,285	24.84
2	李缜	134,844,188	11.86
3	佛山电器照明股份有限公司	45,455,475	4.00
4	李晨	28,472,398	2.50
5	国轩高科股份有限公司回购专用证券账户	15,751,560	1.39
6	南通投资管理有限公司	11,048,272	0.97
7	全国社保基金一一八组合	10,663,352	0.94
8	香港中央结算有限公司(陆股通)	9,241,977	0.81
9	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型 开放式指数证券投资基金	8,642,336	0.76
10	吴永钢	7,945,815	0.70
	合计	554,416,658	48.79

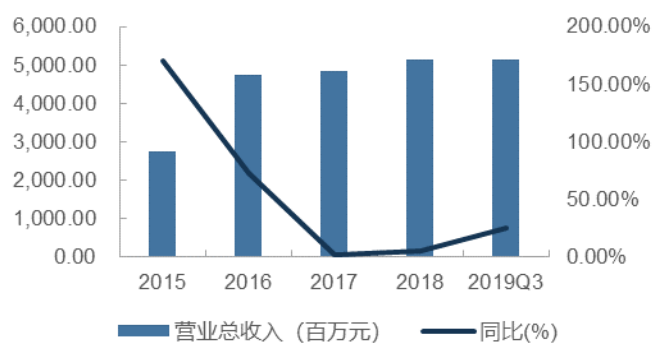
资料来源: wind, 德邦研究所

1.3 动力电池业务贡献主要收入，净利润重回上升轨道

公司 2018 年营业收入 51.27 亿元，公司近三年营收增速放缓，主要是行业动力电池产能扩张迅速，竞争加剧，以及受到补贴政策的驱动，三元动力电池受到热捧，而公司主要专攻于磷酸铁锂电池，相应细分市场的增速放缓。2019 年 Q3 营收 51.5 亿元，同比增速 25.75%，受益储能领域订单的爆发以及补贴退坡后磷酸铁锂的性价比优势凸显，公司营收有望重回高增长。

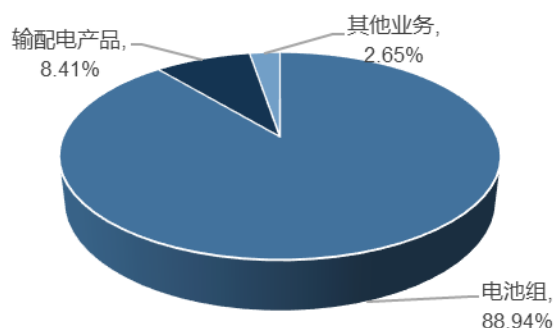
随着公司动力电池业务的发展，输变电业务的收入占比逐渐减少，2018 年占比仅为 8.41%。

图 1 公司近年营业收入及同比增速



资料来源: wind, 德邦研究所

图 2 公司 2018 年营业收入构成



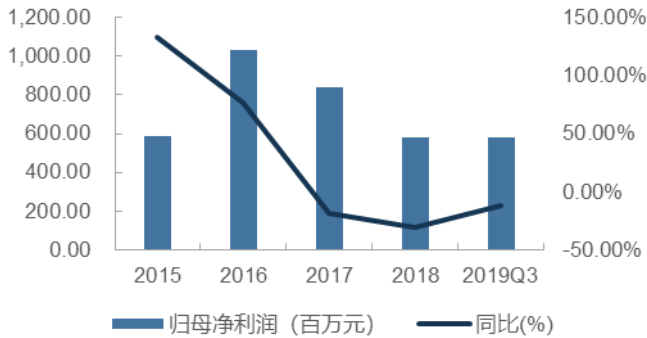
资料来源: 公司 2018 年年报, 德邦研究所

公司在 2016 年归母净利润达到了 11.97 亿，随后几年有所下滑，盈利水平下降的主要原因在于：新能源汽车补贴退坡幅度较大，动力电池产能相对过剩，市场竞争加剧，价格下降幅度超过同期成本下降幅度，毛利率和净利率在近三年均有不同程度下滑。

2018 年利润为 5.8 亿，同比下降 30.75%。下滑主要原因是：1、安凯客车、国网江苏等客户结算时点差异，调减了相应的营收和成本，相应业绩递延至 2019 年确认；2、补充计提坏账准备金额，增加资产减值损失。

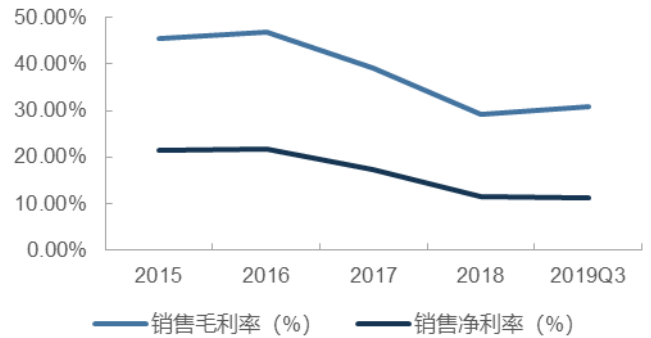
2019 年前三季度，公司扣非归母净利润达到 4.08 亿元，同比增长 2.02%，随着公司工艺的进一步提升和良好的成本控制，2019 年公司毛利率已经稳定在 30%，销售净利率也稳定在了 10% 以上。

图 3 公司近年来归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 德邦研究所

图 4 公司毛利率企稳

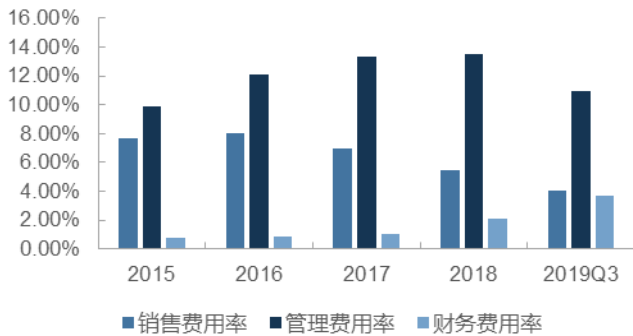


资料来源: wind, 德邦研究所

公司近三年三费维持在 21% 左右, 其中管理费用占比较高, 系包含了研发费用, 2016-2018 年公司的研发支出占营业收入的 6% 以上, 2019 年前 3 季度公司研发支出 3.01 亿, 继续保持较高的研发投入。高额研发投入让国轩的电池技术得到保障, 目前公司磷酸铁锂电芯单体能量密度突破 190Wh/kg, 系统能量密度达 140Wh/kg。

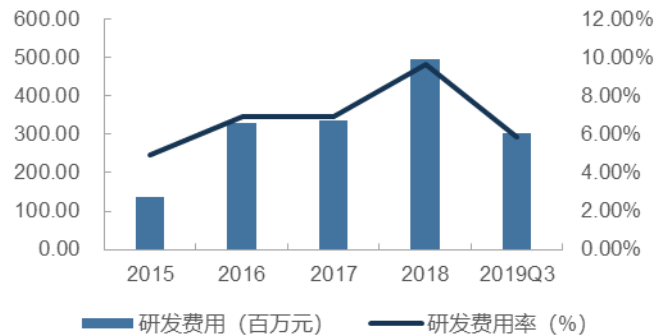
截至 2019 年 8 月底, 国轩高科累计申请专利 3231 项, 其中发明专利 1555 项 (含 109 项国外专利), 实用新型专利 1378 项; 授权专利 1839 项, 其中授权发明专利 403 项 (含国外授权发明专利 37 项), 授权实用新型专利 1163 项。公司拥有各类研发人员 2000 余人, 其中博士 150 余人, 50 余名外籍人才, 以及 100 余名海归人才, 其中 20 人是省级以上创新人才。

图 5 公司三费保持平稳



资料来源: wind, 德邦研究所 注: 管理费用中包含研发费用

图 6 公司研发费用保持在较高水平



资料来源: wind, 德邦研究所

2. 新能源车前景广阔, 短期阵痛不改长期趋势

2.1 全球电动化趋势形成, 车企积极布局新能源汽车

中国的汽车产销量已连续 10 年位居全球第一, 为世界最大汽车市场。中国汽车工业由于发展起步较晚, 技术与自主创新能力仍较为落后。新能源汽车是时代新产物, 自 2010 年, 国务院决定“加快培育和发展战略性新兴产业”, 将新能源汽车作为七大战略产业之一。中国新能源整车企业、动力电池企业在技术层面、产业层面已走在世界前列, 发展新能源汽车是我国汽车产业实现弯道超车的重要战略。

2012 年 6 月国务院的《节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020)》中, 提出了“2020 年纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆”的目标。

不少国家和地区已经出台了禁售燃油车的时间, 如荷兰在 2025 年禁售传统燃油车; 德国在 2030 年禁售传统内燃机汽车; 印度在 2030 年禁售传统燃油车。可以看到禁售燃油车已是世界各国的趋势。

表 3 部分国家/地区燃油车禁售计划时间表

国家/地区	提出时间	提出方式	禁售时间	禁售范围
罗马	2018	官员口头表态	2024	柴油车
挪威	2016	国家计划	2025	汽油、柴油车
巴黎、马德里、雅典、墨西哥	2016	市长行动计划	2025	柴油车
荷兰	2016	议案	2030	汽油、柴油车
美国加州	2018	政府法令	2029	燃油公交车
德国	2016	议案	2030	内燃机车
印度	2017	官员口头表态	2030	汽油、柴油车
爱尔兰	2018	官员口头表态	2030	汽油、柴油车
以色列	2018	官员口头表态	2030	进口汽油、柴油乘用车
中国海南	2018	官员口头表态和政府规划	2030	汽油、柴油车
法国	2017	官员口头表态	2040	汽油、柴油车
英国	2017	官员口头表态交通部战略	2040	汽油、柴油车

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

在汽车产业“新四化”的催动下，传统车企纷纷斥巨资进军新能源汽车领域，加快在电动化和智能化领域的布局。大众汽车官方宣布 2026 年推出最后一代燃油车型后不再制造燃油车。

表 4 全球各整车企业新能源汽车战略

整车企业	新能源汽车战略
戴姆勒	2020 年前，发布超过 50 款新能源车型，其中超过 10 款为纯电动汽车；2022 年前，为所有车型提供电动版本；2025 年左右，实现奔驰纯电动汽车销量占到总销量的 15-25%。
大众	2020 年，在中国销售 40 万辆新能源汽车；2025 年，电动汽车销量达到 200-300 万辆，占总销量的 20-25%，并依次推出 25 款电动汽车，在中国销量增加到 150 万辆；2030 年，为所有车型配备电动汽车选项。
通用	2020 年和 2023 年之前在中国市场推出 10 款和 20 款新能源汽车产品；2020 年与 2025 年在中国新能源汽车销量将分别达到 15 万辆和 50 万辆。
宝马	2025 年前，推出 25 款电动车和插电式混合动力汽车，将其全球电动车和插电式混合动力车的销量比例提升到 15-25%。
福特	2020 年，全球新能源车销量将占总销量的 10-25%，并将推出 13 款电动汽车产品；2025 年前，在中国市场销售的产品中 70% 为混合动力、插电式混合动力与纯电动汽车。
日产	在日本和欧洲销售的电动汽车，到 2022 年，将占该地区总销量的 40%，到 2025 年达到 50%；在美国销售的电动汽车，到 2025 年，将占该地区总销量的 20-30%；在中国销售的电动汽车，到 2025 年，将占该地区总销量的 35-40%。计划推出 8 款纯电动产品，并加速旗下豪华品牌英菲尼迪的电动化进程，2025 年，英菲尼迪旗下的电动汽车将会占到其总销量的 50%。
丰田	2020 年，全球混合动力车型销量达 150 万辆，累计销量达 1,500 万辆；2050 年，混合动力和插电式混合动力汽车占总销量的七成，燃料电池和纯电动汽车销量占三成。
本田	2030 年，混合动力车、插电式混合动力车、纯电动车和燃料电池车的销量占 2/3 以上。
北汽	2020 年，达到年产销量 50 万辆，形成 80 万辆以上的生产能力。坚持纯电驱动的技术路线。计划到 2025 年实现全线自主品牌产品电动化。

上汽 2020年，目标年销量将达到60万辆，其中自主品牌新能源汽车销量达20万辆。技术路线覆盖BEV、PHEV等。

资料来源：孚能科技招股说明书，德邦研究所

从长期来看，为了降低汽车行业石油的消耗量、改善全球能源结构、减少污染物与温室气体排放，汽车的电动化是必然趋势。

2.2后补贴时代行业面临竞争格局的再优化

为维持新能源汽车及其相关产业的可持续健康发展，国家对于新能源汽车的补贴门槛逐渐提高（续航里程及能量密度标准提高），且呈收紧趋势。2019版的新能源汽车国家补贴政策中，乘用车单车补贴上限为2.5万元，纯电动客车单车补贴上限为9万元，较2018年降幅50%，

随着国家补贴政策的标准提高，新能源汽车及其上游电池行业的竞争格局将进一步加剧，市场资源将会逐步向中上游优质厂商倾斜，市场集中度将进一步提高。

表5 新能源汽车国家补贴2019版

EV乘用车	分档标准	补贴金额(万元)/系数	EV客车	分档标准	补贴金额(万元)/系数
度电补贴上限		0.55			0.5
续航里程(KM)	$250 \leq R < 400$	1.8	补贴上限-按车长(M)	$6 < L \leq 8m$	2.5
	$R \geq 400$	2.5		$8 < L \leq 10m$	5.5
技术要求-能量密度(Wh/kg)	$125 \leq E < 140$	0.8		$L > 10m$	9.0
	$140 \leq E < 160$	0.9	技术要求-能量密度(Wh/kg)	$E > 135$	1.0
百公里电耗优于政策的比例	$E \geq 160$	1.0	Ekg要求	$0.17 < Ekg \leq 0.19$	0.8
	$10\% \leq Q < 20\%$	0.8		$0.15 < Ekg \leq 0.17$	0.9
	$20\% \leq Q < 35\%$	1.0		$Ekg \leq 0.15$	1.0
	$Q \geq 35\%$	1.1			

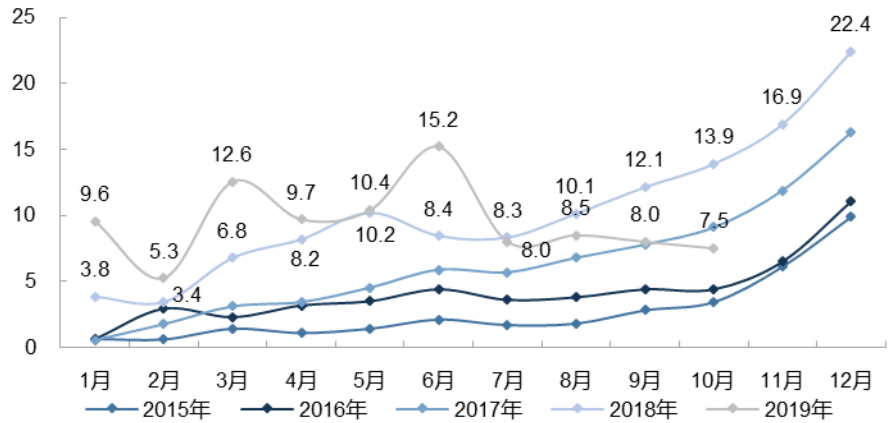
资料来源：财政部、工信部、科技部、发改委，德邦研究所

2.3新能源车逐步从政策导向转向市场导向

根据中汽协数据，2018年新能源汽车销量为125.6万辆，较上年增长61.7%。2019年1-10月新能源汽车销量为94.7万辆，同比增长10.2%。预计2019年新能源汽车销量在120万辆左右。

新能源汽车销量在2019年7-10月呈现了一个下滑的趋势，短期行业承压的趋势较难改变。消费者在补贴退坡前突击购车提前透支了新能源汽车的销量，车市整体的低迷也影响了新能源汽车的销售。补贴的大幅退坡使得产业链盈利承压，在新能源汽车脱离政策补贴转向市场导向的过渡期，新能源车销量较为低迷。

图 7 新能源汽车销量短期承压



资料来源: 中汽协, 德邦研究所

根据新能源汽车国家监测与管理中心的数据显示,我国 90%私人乘用车日行驶里程约为 110 公里, 90%出租车在 400 公里之内, 公交车约为 240 公里。新能源汽车完全能够满足城市交通的需求。

随着传统车企发力新能源, 新能源汽车工艺的提, 整车成本的下降以及充电设施的配套完善, 我们有信心在不久的将来, 新能源汽车能够以更优异的性能获得市场消费者的青睐。

3. 动力电池多种技术路线并存

3.1 动力电池销量高增长

根据 GGII 数据, 2018 年, 中国动力电池出货量为 65GWh, 较 2017 年增长 46.1%; 装机量为 57GWh, 较 2017 年增长 56.6%。2019 年 1-10 月我国动力电池装机量约 46.38GWh, 同比增长 34%。

预计 2019-2021 年我国新能源汽车销量 120/150/200 万辆, 对应动力电池需求为 64.2/79.3/97.25GWh, 2020 年和 2021 年均有 20% 以上的需求增速。

若按照 2020 年新能源汽车销量达到 200 万辆的目标, 则对应 2020 年动力电池需求为 98.5GWh。

表 6 动力电池需求测算

	2019E	2020E	2021E
单车带电量 (KWh)			
乘用车	44	48	50
客车	170	175	175
专用车	100	100	100
销量 (千辆)			
乘用车	1000	1300	170
客车	110	110	110
专用车	100	100	100
新能源车需求量 (GWh)	64.2	79.3	97.25
增速		23.52%	22.64%

资料来源: 德邦研究所测算

3.2 动力电池多种技术路线将并行存在

3.2.1 磷酸铁锂和三元电池各有优势

动力电池根据正极材料不同，可分为三元材料电池、磷酸铁锂电池、锰酸锂电池、钴酸锂电池等。

根据高工产业研究院（GGII）统计数据显示：（1）2019上半年我国新能源专用车电池装机电量约 2.47GWh。其中，三元电池装机电量约占比 16.6%；磷酸铁锂电池装机电量约占比 79.8%；（2）在 121 款新能源客车车型中，全部为纯电动车型，其中配套磷酸铁锂电池的车型有 116 款，占比 96%，锰酸锂电池的车型有 5 款，占比 4%；（3）2019 上半年我国新能源乘用车电池装机电量约 22.42GWh。其中，三元电池装机电量约 19.81GWh，占比 88.4%，同比增长 145%；磷酸铁锂电池装机电量约 1.07GWh，占比 4.8%，同比增长 27.2%。

磷酸铁锂电池凭借适宜的能量密度、安全性能、循环寿命和价格优势等，满足新能源客车等商用车使用需求。

在补贴政策的支持，消费者对高续航里程、快充新能源汽车的需求，以及动力电池企业对三元材料电池研发的突破和生产工艺的优化，三元材料电池成为新能源乘用车领域动力电池的主要类型。

表 7 各类锂离子电池主要技术指标

项目	钴酸锂电池	锰酸锂电池	磷酸铁锂电池	三元材料 NCM 电池	三元材料 NCA 电池
化学式	LiCoO ₂	LiMn ₂ O ₄	LiFePO ₄	Li(NixCoyMnz)O ₂	Li(NixCoyAlz)O ₂
结构类型	层状氧化物	尖晶石	橄榄石	层状氧化物	层状氧化物
电压平台(V)	3.7	3.8	3.2	3.6	3.7
理论比容量 (mAh/g)	274	148	170		273-285
实际比容量 (mAh/g)	135-150	100-120	130-150		155-200
压实密度 (g/cm ³)	3.6-4.2	3.2-3.7	2.1-2.5		3.7-3.9
平均能量密度 (Wh/kg)	180-240	100-150	100-150		180-300
循环寿命 (次)	500-1,000	500-2,000	>2,000	800-2,000	500-2,000
低温性能	好	好	一般	好	好
高温性能	好	差	好	一般	差
安全性	差	较好	好	较好	较差
主要应用领域	消费型锂电池	动力电池、储能型锂电池	动力电池、储能型锂电池	动力电池、储能型锂电池	
优势	充放电稳定、生产工艺简单	锰资源丰富、锰价较低、安全性高	安全性好、成本较低、循环寿命好	能量密度高、循环寿命好、电化学性能稳定、低温性能好	
劣势	钴资源紧缺、钴价较高、循环寿命较差	能量密度低、循环寿命较差、相容性差	能量密度较低、低温性能差、产品一致性差	钴资源紧缺、钴价较高、热稳定性差、生产工艺复杂	

资料来源：孚能科技招股说明书，德邦研究所

3.2.2 方形电池为目前主流，圆柱软包电池也各有优势

根据封装方式和形状不同，动力电池可分为方形电池、软包电池和圆柱电池。

圆柱形锂电池生产工艺成熟，PACK 成本较低，电池产品良率以及电池组的一致性较高，由于圆柱电池在组合成电池组时需采用钢壳，所以其重量相对较高，理论上圆柱电池的能量密度要比其他两种电池更低。

方形电池在国内的普及率很高，因为方形电池的结构较为简单，由于方形电池一般都是进行定制化的设计，所以导致了方形电池的生产工艺很难统一，其标准化程度较低。

软包电池能量密度高，电池布局的灵活性更好。不足之处是一致性较差，成本较高，容易发生漏液，技术门槛高。

总的来说，圆柱、方形和软包三种封装类型的电池各有优势，也各有不足，每种电池都有自己主导的领域。根据电池的材料特性、产品应用领域、产品特性等结合封装形式的特点可以确定最佳的封装方式。

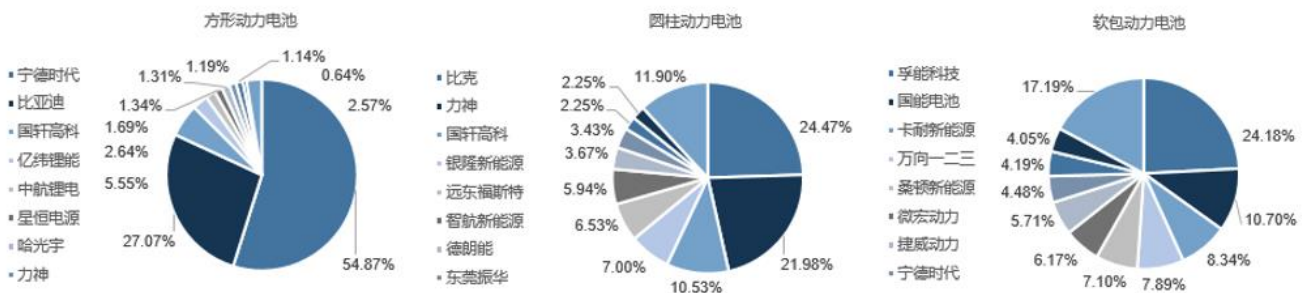
表 8 三种形状动力电池主要技术指标

项目	软包电池	方形电池	圆柱电池
壳体	铝塑膜	钢壳或铝壳	钢壳或铝壳
制造工艺	方形叠片	方形卷绕	圆柱卷绕
能量密度	高	中	中
成组效率	中	高	中
安全性	好	差	中
生产效率	低	中	高
标准化程度	低	低	高
一致性	低	低	高
充放电倍率	高	中	低
代表车型	日产 Leaf	宝马 i3	特斯拉 Model3
优势	能量密度高、安全性能好、重量轻、外形设计灵活	对电芯保护作用强、成组效率高	生产工艺成熟、电池包成本低、一致性高
劣势	成本高、一致性差、制造工艺要求高	整体重量重、一致性差、型号多	整体重量重、成组效率低、能量密度相对较低

资料来源：孚能科技招股说明书，德邦研究所

从市场份额来看，方形电池目前仍为主流，动力电池龙头企业宁德时代、比亚迪、国轩高科均大部分采用方形电池，2019年前10月，方形电池份额占比达到85%，圆柱和软包电池市占率分别为7%和8%。

图 8 2018 年方壳圆柱软包动力电池排名



资料来源：GGII，德邦研究所

3.3 电池企业加速洗牌，行业剩者为王

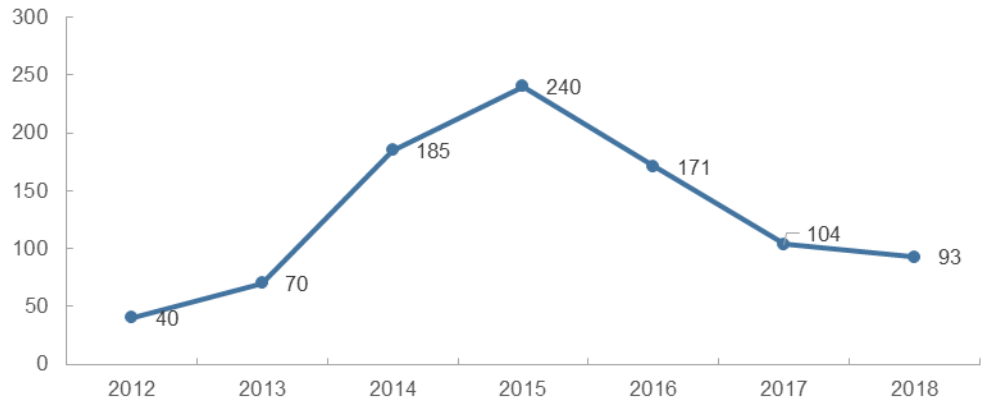
根据 GGII 数据，2016 年中国动力电池企业数量为 171 家，2017 年降为约 100 家，2018 年则只剩下了 93 家。2019 年 1-10 月，有装机数据的动力电池企业仅有 75 家。

在补贴退坡情况下，电池企业正在进行新一轮的加速洗牌过程。一方面，主机厂面临巨大资金压力，在动力电池选择方面对成本和安全性能提出更高要求；另一方面，动

动力电池企业承担着严峻的降成本压力，若无法有效消化，则面临被淘汰的局面。

行业剩者为王，目前来看，宁德时代、比亚迪、国轩高科装机量稳居前三，行业的出清过程利于龙头的市场份额提升。

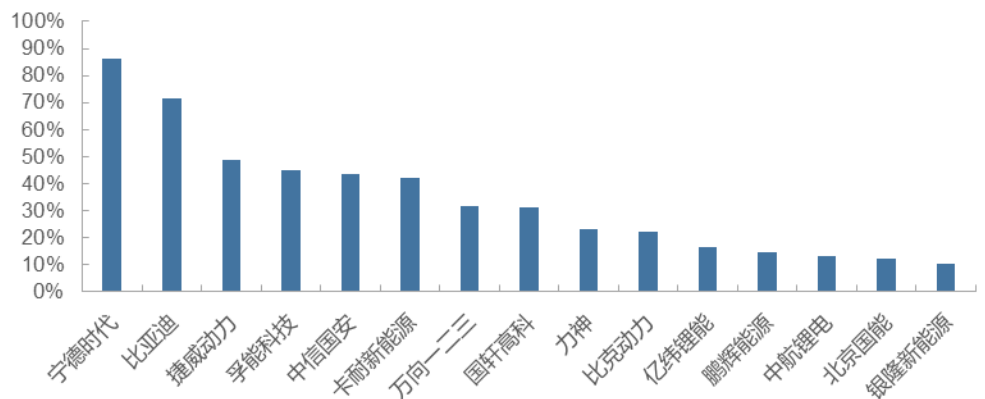
图 9 历年新能源汽车动力电池配套企业数量（家）



资料来源: GGII, 德邦研究所

根据 GGII 的数据，多数电池厂商的产能利用率不足 50%，产能结构性的过剩也反映了行业面临较大的压力。我们认为在此情况下，二三线电池厂商的扩产意愿将会降低。

图 10 2018 年国内动力电池厂商产能利用率



资料来源: GGII, 德邦研究所

根据公司公告，动力电池产品的产能和产量情况，2018 年公司已建成的产线总产能在 7GWh 左右，产能利用率为 80.26%。由于产线建成后还有投产爬坡阶段，产线的实际产能与名义产能有一定折扣。

表 9 公司动力电池产品的产能和产量情况

产品名称	年份	产能 (万安时)	产量 (万安时)	产能利用率
电池组	2018 年度	220000	176582	80.26%
	2017 年度	120000	96676	80.56%
	2016 年度	75000	63571	84.76%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4. 铁锂技术领先企业，客户关系稳定

4.1 磷酸铁锂为本，三元并举

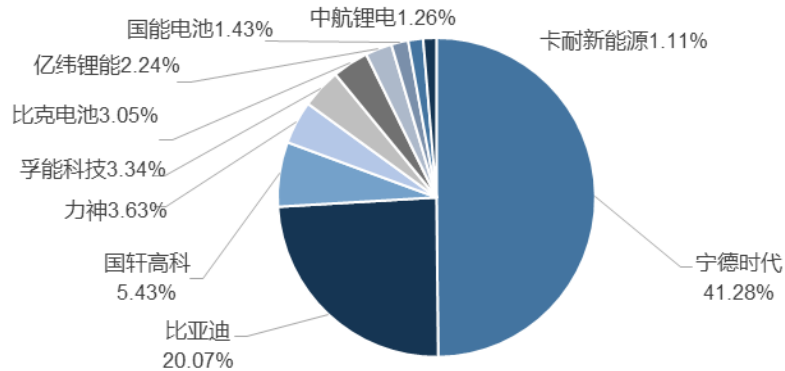
国轩高科主营磷酸铁锂电池，公司稳居国内动力电池企业装机量排名前三名，仅次于宁德时代和比亚迪。公司 2018 年装机量 3.09GWh，市场占有率为 5.38%。2019 年

1-10月装机量 2.43GWh，市场占有率为 5.2%。

从 2018 年的装机配套情况来看，国轩高科在纯电动专用车领域的装机具有明显优势，公司占据了 12.2% 的细分市场份额，位列行业第二。

新能源补贴政策逐渐退坡，磷酸铁锂因其在安全性、使用寿命及成本等方面的明显优势，预计在客车与专用车领域仍将占据绝对优势。

图 11 动力电池企业 2018 年装机量市场份额



资料来源: GGII, 德邦研究所

研发实力强劲，电芯技术领先。在电芯技术上，公司的磷酸铁锂电池在能量密度方面不断取得突破，单体电芯能量密度已提升至 190Wh/kg，配套乘用车系统能量密度突破 140Wh/kg。公司牵头并承担国家科技部“高安全高比能锂离子电池系统的研发与集成应用”的重大专项，已成功研发出能量密度达 302Wh/kg，循环次数超过 1,500 次的软包三元电芯。

客户关系稳定，积极拓展海外客户。公司已拥有江淮汽车、北汽新能源、众泰汽车、宇通客车、上汽集团、中通客车、安凯客车等战略合作客户。除此之外，公司持续与国际知名整车企业和汽车零部件供应商就动力锂电池展开全方位探讨与合作，已与 BOSCH 签订采购框架协议向其供应磷酸铁锂电池，成功进入 BOSCH 全球供应链体系；与塔塔集团合作，拟在印度共同设立一家合资公司，进行动力锂电池的开发，标志着公司产品进一步被国际市场认可。

4.2 产能有序扩张，可转债获批缓解资金压力

公司现有产能 16GWh，其中合肥经开区有 5GWh 三元材料产能，而在其他生产基地的已有以及在建产能均为磷酸铁锂的产能。南京三期 6GWh 的方形 LFP 和庐江二期的 6GWh 的圆柱 LFP 产能仍在建设中。

11 月 18 日，公司发布公告称，与唐山市人民政府签署了《合作框架协议》，预计投资 55 亿元，用于国轩高科(唐山)“5G”新能源产业基地项目，将新建动力锂电池产能 7GWh，建成后与先期项目合计形成总产能 10GWh。投资建设周期 2 年左右，项目确保 2020 年一季度正式开工，预计 2021 年三季度全面建成并于四季度正式投产。

表 10 公司动力电池产能规划

生产基地	电池类型	产能	状态
唐山一期	磷酸铁锂(方形)	1GWh	完成
唐山二期	磷酸铁锂(方形)	2GWh	完成
唐山三期	磷酸铁锂(方形)	7GWh	2020 年一季度开工
青岛一期	磷酸铁锂(方形)	1GWh	完成
青岛二期	磷酸铁锂(圆柱)	2GWh	完成
合肥	磷酸铁锂(方形)	2GWh	完成
南京一期	磷酸铁锂(方形)	1GWh	完成

南京二期	磷酸铁锂（方形）	1GWh	完成
南京三期	磷酸铁锂（方形）	6GWh	在建
合肥经开区	三元（软包+方形）	5GWh	4GWh 方形完成， 1GWh 软包 2020 年 投产
庐江一期	磷酸铁锂（圆柱）	1GWh	完成
庐江二期	磷酸铁锂（圆柱）	6GWh	在建

资料来源：公司公告，德邦研究所整理

公司产能的规划是基于客户的订单的需求以及对新能源车市场和储能市场未来发展的判断。预计在补贴完全退坡以后，磷酸铁锂电池将在低速车市场和 300-400km 的乘用车市场凸显优势，公司坚定以磷酸铁锂电池为主要路线，顺应市场化的选择，抓住细分市场的电池需求。

可转债的发行将有效缓解资金压力。10月18日，公司公开发行可转换公司债券的申请获得证监会审核通过。本次可转债的发行总额不超过人民币 18.5 亿元，将投入于国轩南京年产 15GWh 动力电池系统 生产线及配套建设项目（一期 5GWh）、庐江国轩新能源年产 2GWh 动力锂电池产业化项目和补充流动资金。

4.3 布局上游材料，有效降低生产成本

根据公司对证监会《关于请做好国轩高科公开发行可转债发审委会议准备工作的函》的回复函中显示，通过对材料、能源和人工的有效管理，公司的生产成本逐年下降，2019 年的成本仅为 0.6964 元/Wh，较 2016 年下降 35%。

在动力电池的成本，材料成本占比 80% 以上，成为控制动力电池的关键。

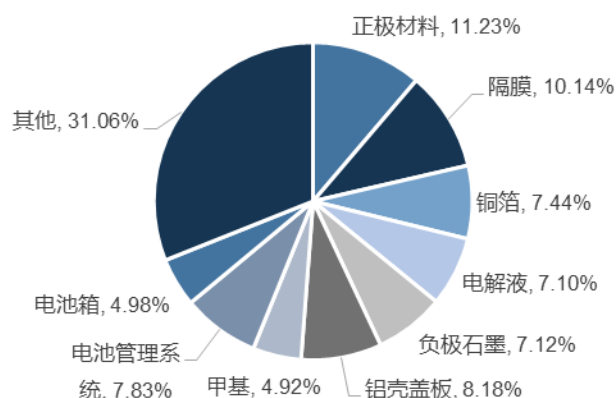
表 11 公司动力电池单位成本构成及变动（单位：元/Wh）

项目	2019 年 1-6 月			2018 年			2017 年			2016 年	
	金额	同比变动 (%)	占比 (%)	金额	同比变动 (%)	占比 (%)	金额	同比变动 (%)	占比 (%)	金额	占比 (%)
单位材料成本	0.5735	-11.19	82.36	0.6458	-22.31	81.25	0.8313	-4.58	82.06	0.8712	82.35
单位能源成本	0.0421	-9.27	6.05	0.0464	-19.84	5.78	0.0579	0.18	5.56	0.0578	5.45
单位人工成本	0.0398	-21.92	5.72	0.051	-12.56	6.35	0.0583	-4.37	5.6	0.061	5.75
单位制造费用	0.0409	-23.14	5.87	0.0532	-24.71	6.62	0.0706	3.22	6.78	0.0684	6.45
单位成本合计	0.6964	-12.57	100	0.7965	-21.77	100	1.0182	-3.8	100	1.0584	100

资料来源：公司公告，德邦研究所

在材料成本中，正极和隔膜成本占比在 10% 以上。

图 12 2019 年 1-6 月公司电池单位材料成本构成



资料来源：公司公告，德邦研究所

在正极材料方面，国轩参股设立了中冶瑞木新能源科技有限公司（合肥国轩持股 30%），保障公司动力锂电池正极原材料供应和质量提升，目前公司已经实现动力锂电池正极材料自供。

在隔膜方面，国轩与星源材质合资成立合肥星源新能源材料有限公司（合肥国轩持股 26.92%），合肥星源拥有年产 8,000 万平方米湿法锂电池隔膜的能力，合肥星源逐步进入批量供货阶段，2019 年上半年实现盈利。

此外，公司募投项目“年产 10,000 吨高镍三元正极材料和 5,000 吨硅基负极材料项目”正在有序推进中。

公司布局正、负极材料，并参与投资湿法隔膜，一方面能够保证原材料供应的数量和质量要求，另一方面也有助于公司增强与上游议价的能力，增强在产业链中的话语权，达到控制成本的目的。

4.4 5G 建设提升通信领域储能需求，绑定华为

2019 年 10 月 31 日，三大运营商公布 5G 商用套餐，并于 11 月 1 日正式上线 5G 商用套餐。标志着中国正式进入 5G 商用时代。随着 5G 基站建设进程加快，对储能电池的需求也将大幅提升。

5G 基站主要分为宏基站和微基站，其中需要储能电池设备的是中国铁塔公司集中建设的宏基站，而微基站一般采用市电直接供电，不设置电力储能设备。中国现有 4G 基站共 550 万个，传统 4G 基站单站功耗 780-930W，而 5G 基站单站功耗 2700W 左右，现阶段主要在在现有基站上升级改造。

按照 5G C-band 单站功耗 2700W、应急时常 4h 来计算，5G 基站共需要 850-1000 万个，则市场至少存在 92GWh 电池的容纳空间。

公司深度绑定华为，充分受益 5G 基站建设。公司子公司合肥国轩与华为签订了《锂电供应商采购合作协议》，双方将开展锂电领域的战略合作。预计三大运营商 5G 基站订单华为占比 50%，未来 5 年华为需要 50GWh 的储能电池需求，按照华为每年 10GWh 需求，国轩占比 20% 计算，国轩今后每年将会有 2GWh 储能订单需求，将充分受益 5G 基站建设带来的红利。

5. 输配电业务业务较为稳定，营收占比逐年下滑

江苏东源电器集团股份有限公司（简称“东源电器”），系国家高新技术企业、全国输变电设备高压开关行业和全国新能源设备行业重点骨干企业。公司注册资本 5.5 亿元，2006 年 10 月在深交所挂牌上市，2015 年 4 月经中国证监会批准重组，成为“国轩高科” A 股上市公司（股票代码：002074）的控股子公司。

东源电器下设输变电产业区和新能源产业区，拥有南通泰富电器制造有限公司、南通阿斯通电器制造有限公司、南通国轩新能源科技有限公司、南通东源电力智能设备有限公司、苏州东源天利电器有限公司共 5 家控股子公司。公司主营产品为智能化输变电设备、电力新能源设备和汽车新能源设备，产品覆盖了国内大部分地区，并远销欧洲、非洲等海外市场，年产销规模超过 10 万台（套）。主导产品 40.5kV 系列真空断路器及 40.5kV 系列铠装柜连年在全国销量居首。

图 13 产品展示：真空断路器



资料来源：东源电器官网，德邦研究所

图 14 产品展示：铠装柜

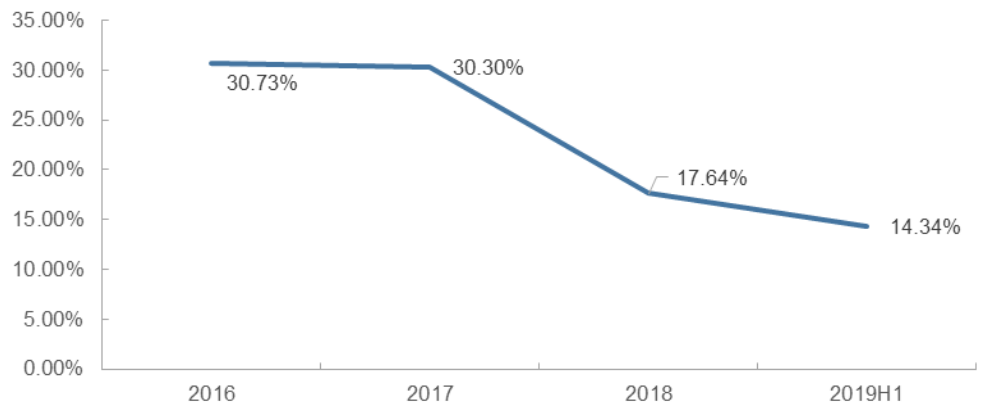


资料来源：东源电器官网，德邦研究所

公司输变电业务采用先招标后采购，按合同约定结算的采购模式。东源电器营销管理体制实行统一管理、统一调控、合理优化、综合使用市场资源的营销策略，主要采取直接销售模式。东源电器输配电产品采取以项目招投标为核心的销售模式进行销售。

输配电设备行业高端环节缺乏强有力的自主品牌，中低端市场有大量企业涉足，同质化、无序竞争等问题日渐暴露，受此影响公司 2018 年输配电业务毛利下滑较大。

图 15 输配电业务毛利率下滑较大



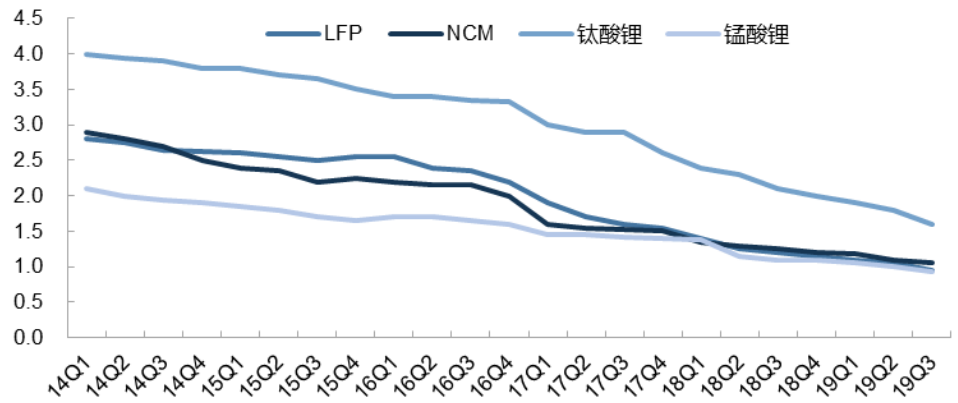
资料来源：wind，德邦研究所

输配电设备是国家重要的基础性行业，广泛应用于电力系统、轨道交通、汽车制造等领域，行业的周期性与国民经济发展的周期性基本一致。从中期的趋势来看，现在我国处在增速换挡的“L 型”触底期，预计公司未来两年输配电业务营收也将触底企稳，介于公司动力电池业务的迅猛发展，输配电业务的营收占比仍将会逐年下滑。

6. 盈利预测及投资建议

受新能源补贴政策的退坡和行业产能的释放的影响，近年来动力电池价格呈现逐年下降趋势，根据 GGII 数据，磷酸铁锂电池组件售价从 2014 年的 2.8 元/Wh 下降至 2019Q3 的 0.95 元/Wh，降幅高达 66%。三元材料电池组件售价从 2014 年的 2.9 元/Wh 下降至 2019Q3 的 1.05 元/Wh，降幅达 63.8%。

图 16 动力电池组件价格 (元/Wh)



资料来源: GGII, 德邦研究所

国轩 2019 年 1-6 月动力电池产品平均销售单价为 1 元/Wh, 销售毛利率为 30.35%, 较 2018 年提升 1.5%, 净利率 9.71%, 较 2018 年下降 1.6%。随着补贴退坡, 公司动力电池产品在未来两年价格和毛利率仍有下降, 但预期下降空间有限。

表 12 公司动力电池产品平均销售单价及销售毛利率、净利率

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
销售单价 (元/Wh)	1	1.12	1.69	2.06
动力电池业务销售毛利率	30.35%	28.80%	39.81%	48.71%
销售净利率	9.71%	11.35%	17.37%	21.71%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

我们的盈利预测基于以下假设:

动力电池业务方面, 预期 19/20/21 年公司销量为 6.4/9.3/12GWh, 电池价格仍有 12%/8%/5% 的降幅, 预计公司 19/20/21 年营业收入为 63/84.2/103.2 亿元, 毛利率有小幅下滑, 19/20/21 年为 28%/27%/26%。

输配电业务方面, 预计公司 19/20/21 年营业收入为 4/4/4 亿元。

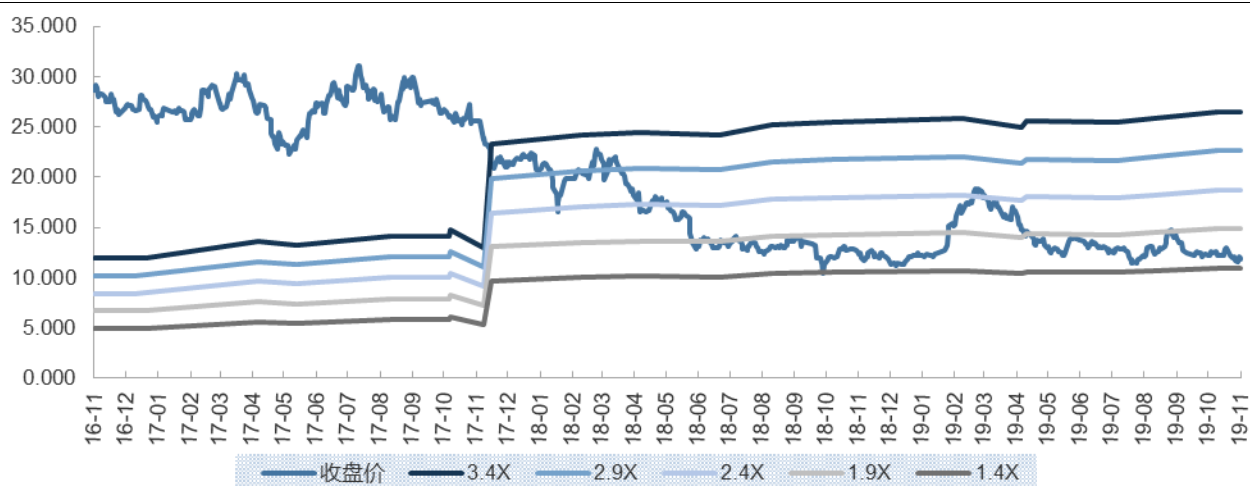
预期公司 19/20/21 年总营业收入为 68.12/89.15/107.5 亿元, 归母净利润为 6.77/7.44/7.64 亿元, 对应 eps 为 0.6/0.65/0.67 元。短期来看, 受补贴退坡影响, 新能源汽车产业链盈利承压。中长期看, 补贴政策完全退出后, 动力电池行业趋向出清, 行业竞争更趋市场化, 市场份额将向行业排名靠前的企业集中, 动力电池价格和毛利率将逐渐趋于稳定。补贴政策完全退出将更有利于宁德时代、比亚迪、国轩高科等优质动力电池企业。公司深耕动力电池行业多年, 动力电池装机量在行业稳定排名前三, 未来储能领域的需求的爆发将为公司带来新的盈利增长点, 给予公司 20 年 20-22 倍 PE, 对应目标价 13-14.3 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图 17PE band



资料来源：德邦研究所

图 18PB band



资料来源：德邦研究所

表 13 可比公司估值

证券简称	总市值(百万元)	流通市值(百万元)	市盈率 PE		市净率 PB (MRQ)
			TTM	19E 20E	
002074.SZ 国轩高科	13,923.97	8,172.74	29.86	20.66 18.81	1.54
300750.SZ 宁德时代	153,792.96	62,484.62	33.59	34.72 28.32	4.45
300014.SZ 亿纬锂能	32,059.14	15,596.80	35.14	25.87 19.42	4.91
300438.SZ 鹏辉能源	4,757.09	2,727.09	19.37	12.36 9.72	2.05
300207.SZ 欣旺达	20,708.87	12,338.90	29.20	22.36 15.57	3.81

资料来源：wind, 德邦研究所

7.风险提示

新能源汽车销量不及预期的风险。我国新能源汽车的发展仍处于起步阶段，新能源汽车产销量在汽车行业中的占比依然偏低。续航里程较短、充电时间较长、购置成本较高、充电配套设施不完善等仍是制约消费者购买新能源汽车的重要因素。如果未来制约消费者需求的因素无法改善，消费者对新能源汽车的认可度无法提高，则可能导致新能源汽车的需求出现变化，从而对公司生产经营产生不利影响。

动力电池行业竞争加剧导致公司盈利能力低于预期。新能源汽车补贴金额逐年退坡、补贴标准逐渐提高，也使得动力电池企业必须降低生产成本、进一步提升产品的综合性

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

能。动力电池企业之间的竞争日趋激烈，动力电池企业纷纷通过建立合资公司、产业链上下游收购、扩大产能等多种方式参与竞争，若电池价格超预期下行，则对公司营业收入和盈利将会低于预期。

表 14 电池价格降幅对公司营业收入（亿元）敏感性分析

	2019E	2020E	2021E
乐观	-10%	-5%	-3%
	64.4	88.9	111.3
中性	-12%	-8%	-5%
	63.0	84.2	103.2
悲观	-15%	-10%	-10%
	60.9	79.6	92.4

资料来源：德邦研究所

行业技术路线变化的风险。公司在磷酸铁锂电池领域深耕多年，正在积极布局三元动力电池。如果未来新能源汽车动力电池的技术路线发生重大变化，可能对磷酸铁锂电池和三元动力电池的下游市场需求带来一定的不利影响；同时，如果公司未能及时、有效开发推出与主流技术路线相适应的新产品，将对公司的竞争优势与盈利能力产生不利影响。

应收账款余额较大的风险。截止 2019 年三季度，公司应收账款余额 709,559 万元。应收账款余额较大主要受公司所处行业特点、商业模式等因素所致。虽然期末应收账款的账龄主要集中在 1 年以内，但由于应收账款金额较大，且占资产总额的比例较高，如不能及时收回或发生坏账，将会对公司业绩造成不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	5127	6812	8915	10750
每股收益	0.51	0.60	0.65	0.67	营业成本	3631	4947	6550	7993
每股净资产	7.50	7.99	8.55	9.12	毛利率%	29.2	27.4	26.5	25.7
每股经营现金流	-1.37	0.15	0.86	0.06	营业税金及附加	41	53	71	86
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10	营业税金率%	0.8	0.8	0.8	0.8
价值评估 (倍)					营业费用	282	368	481	581
P/E	22.64	20.66	18.81	18.31	营业费用率%	5.5	5.4	5.4	5.4
P/B	1.54	1.54	1.44	1.35	管理费用	344	395	553	656
P/S	2.70	2.03	1.55	1.29	管理费用率%	6.7	5.8	6.2	6.1
EV/EBITDA	17.26	15.56	14.15	13.91	研发费用	347	429	562	677
股息率%	0.9	0.8	0.8	0.8	研发费用率%	6.8	6.3	6.3	6.3
盈利能力指标 (%)					EBIT	483	619	698	758
毛利率	29.2	27.4	26.5	25.7	财务费用	108	305	345	401
净利润率	11.3	9.9	8.3	7.1	财务费用率%	2.1	4.5	3.9	3.7
净资产收益率	6.8	7.5	7.7	7.4	资产减值损失	234	0	0	0
资产回报率	2.8	2.8	2.7	2.4	投资收益	70	30	50	40
投资回报率	4.8	4.7	4.6	4.2	营业利润	639	749	829	852
盈利增长 (%)					营业外收支	7	9	9	9
营业收入增长率	6.0	32.9	30.9	20.6	利润总额	646	758	838	861
EBIT 增长率	-44.0	28.3	12.7	8.6	EBITDA	836	1106	1290	1455
净利润增长率	-30.7	16.7	9.8	2.8	所得税	64	80	92	95
偿债能力指标					有效所得税率%	9.9	10.5	11.0	11.0
资产负债率%	58.5	61.7	64.6	66.7	少数股东损益	1	1	1	2
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.3	归属母公司所有者净利润	580	677	744	764
速动比率	1.1	1.0	1.0	1.0					
现金比率	0.4	0.3	0.2	0.2	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	3092	3000	3150	3340
应收帐款周转天数	381.9	420.0	385.0	380.0	应收款项	6331	7838	9403	11192
存货周转天数	190.6	200.0	195.0	190.0	存货	2277	2711	3499	4160
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	其它流动资产	696	785	894	991
固定资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.5	流动资产合计	12396	14334	16946	19683
					长期股权投资	495	535	585	645
					固定资产	4704	5684	6655	7517
					在建工程	461	661	661	561
					无形资产	583	807	974	1136
					非流动资产合计	8191	9463	10561	11534
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	20587	23797	27508	31218
净利润	580	677	744	764	短期借款	2230	4448	3795	5678
少数股东损益	1	1	1	2	应付账款	5511	5828	7178	7664
非现金支出	587	487	592	697	预收账款	65	89	116	140
非经营收益	-40	211	221	277	其它流动负债	875	1359	1863	2227
营运资金变动	-2688	-1206	-581	-1674	流动负债合计	8681	11725	12952	15708
经营活动现金流	-1559	171	976	67	长期借款	966	566	566	866
资产	-1901	-1792	-1716	-1606	其它长期负债	2389	2396	4246	4246
投资	75	47	40	-50	非流动负债合计	3356	2963	4813	5113
其他	81	30	50	40	负债总计	12037	14687	17764	20821
投资活动现金流	-1745	-1715	-1626	-1616	实收资本	1137	1137	1137	1137
债权募资	2185	2226	1196	2183	普通股股东权益	8526	9085	9716	10369
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	24	25	27	28
其他	-1077	-774	-397	-444	负债和所有者权益合计	20587	23797	27508	31218
融资活动现金流	1108	1452	800	1739					
现金净流量	-2196	-92	150	190					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-11-28

资料来源：公司年报（2018），德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月 内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标 普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。