国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2018 年 08 月 30 日

# 国轩高科（002074）\电气设备

## ——业绩逐季改善，下半年继续发力

| | |
|---|---|
| 投资建议： | 推荐 |
| 上次建议： | 推荐 |
| 当前价格： | 13.18 元 |
| 目标价格： | |

### 基本数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通股本（百万股） | 1,137/1,113 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 14,664 |
| 每股净资产（元） | 7.38 |
| 资产负债率（%） | 50.18 |
| 一年内最高/最低（元） | 36.00/12.35 |

### 一年内股价相对走势

马松　　分析师
执业证书编号：S0590515090002
电话：0510-85613713
邮箱：mas@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《国轩高科（002074）\电气设备行业》《销量不及预期，毛利率下降较多》

2、《国轩高科（002074）\电气设备行业》《旺季来临，四季度业绩将创新高》

3、《国轩高科（002074）\电气设备行业》《毛利率大幅下滑，业绩低于预期》

**事件：**

公司发布半年报，上半年实现收入26.07亿元，同比增长8.76%，实现净利润4.66亿元，同比增长4.57%，扣非后净利润2.64亿元，同比下滑28.9%，基本每股收益0.41元。公司预计1-9月份净利润6.41-7亿元，同比增长0.21%-9.43%。

**投资要点：**

➢ **二季度收入加速增长，三季度有望进一步好转**

公司二季度实现收入15.47亿元，同比增长20%，净利润3.05亿元，扣除政府补贴1.03亿及国轩股权转让的6000万后，实际净利润约1.42亿元，在可比口径下，同比下降14.4%，环比一季度大幅好转。根据业绩预告，三季度实现利润中值在2.05亿元，考虑到三季度非经常性损益较少，预计实际实现的经营利润将比二季度进一步好转。

➢ **动力电池出货量大幅增长，毛利率有所下滑**

上半年公司动力电池组收入22.05亿元，同比增长8.71%，毛利率32.47%，同比下降5.4个百分点。根据统计，上半年国内公司动力电池装机量约15.5GWh，公司装机量0.91GWh，占比约6%，排名第三。预计上半年公司实现出货量约1.5GWh，其中三元0.2GWh左右。由于三元出货量较小，毛利率还较低，拖累了公司整体毛利率。扣除三元电池的影响后，预计公司磷酸铁锂动力电池的毛利率同比下降3个百分点左右，在价格大幅下降的背景下，公司成本控制能力仍然较好。

➢ **乘用车客户开拓顺利，三元占比有望稳步提升**

目前公司已经与江淮和北汽新能源形成了长期稳定的供货关系，上半年公司对众泰的三元动力电池实现了批量的订单交付，随着下半年高续航里程车型的放量，公司对众泰的出货量会加速提升。同时公司与奇瑞、吉利等新客户的合作开发也逐步取得突破，预计下半年会有部分订单。目前青岛国轩、合肥国轩各一条年产1GWh三元电池生产线升级改造已完成，在青岛的三元电池产线已经通过验收，评价良好。合肥国轩电池年产4GWh三元电池生产线在2018年下半年投产，届时公司会有6GWh三元动力电池产线，产能充足。随着乘用车客户的突破，公司三元电池占比会稳步提升，毛利率也将逐步修复至合理水平。

➢ **产品开发成效显著，磷酸铁锂在物流车和储能市场逐步放量**

公司通过材料体系优化和结构设计等等措施，已经开发出单体能量密度超180Wh / kg的磷酸铁锂电芯，实现与三元电池系统相近密度。同时公司三元622电芯单体能量密度超过210Wh/kg，更高能量密度的电芯的开发量产



请务必阅读报告末页的重要声明

也在稳步推进中。在物流车领域，磷酸铁锂正在发力，报告期内公司大力开拓物流车客户。近几批的新能源汽车公告中，公司有数十款物流车的车型。上半年由于补贴因素，物流车还未正常出货，下半年补贴新政下，估计物流车仍会快速放量，为公司全年带来较大弹性增量。储能领域，公司已经获得了批量的订单，如与山东电工电气集团承建的长旺储能电站项目。同时公司与上海电气的合作也在快速推进，预计 19 年储能会有较大进展。

➢ **碳酸锂价格大幅下行，有望缓解成本压力**

上半年在供给增加同时需求平稳的情况下，碳酸锂价格大幅回调，目前不含税价格已经降至8万元/吨，同比下降30%以上，未来有望继续下行。钴价格也有小幅回调。原材料价格的大幅下降将大大缓解行业的成本压力，对电池行业偏利好。

➢ **维持“推荐”评级**

考虑到公司确认的苏州国轩的股权转让收益和政府补助，我们上调公司18年盈利预测，预计18-20年公司EPS分别为0.74、0.77和0.88元，PE分别为18、17和15倍。由于竞争加剧和降价的压力，公司短期内业绩压力较大，但长期看降价会带来需求的快速扩张，行业未来空间巨大，目前股价处于底部位置，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示**

1、新能源汽车销量不及预期；2、电池价格下滑超预期；3、电池安全事故。

| 财务数据和估值 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 4,757.93 | 4,838.10 | 5772.77 | 6687.05 | 7987.75 |
| 增长率（%） | 73.30% | 1.68% | 19.32% | 15.84% | 19.45% |
| EBITDA（百万元） | 1,386.04 | 1,293.31 | 1274.31 | 1350.11 | 1495.80 |
| 净利润（百万元） | 1,030.94 | 838.01 | 842.03 | 874.88 | 995.83 |
| 增长率（%） | 76.35% | -18.71% | 0.48% | 3.90% | 13.83% |
| EPS（元/股） | 0.91 | 0.95 | 0.74 | 0.77 | 0.88 |
| 市盈率（P/E） | 20.51 | 19.58 | 17.79 | 17.12 | 15.04 |
| 市净率（P/B） | 5.37 | 2.57 | 1.67 | 1.55 | 1.42 |
| EV/EBITDA | 11.38 | 14.52 | 11.35 | 11.55 | 8.93 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

## 图表 1：财务预测摘要

### 资产负债表

| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1,794.44 | 4,249.89 | 2,270.88 | 1,671.76 | 3,940.16 |
| 应收账款+票据 | 2,750.41 | 4,450.92 | 6,158.68 | 7,345.42 | 6,696.32 |
| 预付账款 | 107.05 | 105.30 | 278.30 | 329.87 | 222.09 |
| 存货 | 630.35 | 1,514.61 | 1,554.19 | 1,703.84 | 2,384.71 |
| 其他 | 113.17 | 316.17 | 300.00 | 250.00 | 200.00 |
| **流动资产合计** | 5,395.42 | 10,636.9 | 10,562.0 | 11,300.8 | 13,443.2 |
| 长期股权投资 | 34.39 | 306.37 | 316.37 | 331.37 | 351.37 |
| 固定资产 | 2,604.17 | 3,376.93 | 3,221.50 | 3,109.55 | 2,970.72 |
| 在建工程 | 118.13 | 261.20 | 325.00 | 350.00 | 320.00 |
| 无形资产 | 448.13 | 481.70 | 468.72 | 455.74 | 442.76 |
| 其他非流动资产 | 935.13 | 1,269.25 | 1,159.43 | 1,080.76 | 996.10 |
| **非流动资产合计** | 4,139.95 | 5,695.46 | 5,491.02 | 5,327.43 | 5,080.96 |
| **资产总计** | 9,535.37 | 16,332.3 | 16,053.0 | 16,628.3 | 18,524.2 |
| 短期借款 | 627.00 | 849.00 | 0.00 | 295.55 | 0.00 |
| 应付账款+票据 | 2,464.54 | 3,363.46 | 4,308.55 | 3,984.60 | 5,214.62 |
| 其他 | 921.92 | 1,706.82 | 558.00 | 365.00 | 426.00 |
| **流动负债合计** | **4,013.45** | **5,919.27** | **4,866.55** | **4,645.15** | **5,640.62** |
| 长期带息负债 | 453.52 | 934.57 | 934.57 | 934.57 | 934.57 |
| 长期应付款 | **679.10** | **679.10** | **679.10** | **679.10** | **679.10** |
| 其他 | **429.29** | **544.30** | **600.00** | **650.00** | **700.00** |
| **非流动负债合计** | 1,561.91 | 2,157.97 | 2,213.67 | 2,263.67 | 2,313.67 |
| **负债合计** | 5,575.36 | 8,077.24 | 7,080.22 | 6,908.82 | 7,954.29 |
| 少数股东权益 | 24.30 | 24.71 | 26.71 | 29.71 | 33.71 |
| 股本 | 876.09 | 1,136.65 | 1,136.65 | 1,136.65 | 1,136.65 |
| 资本公积 | 1,016.10 | 4,344.38 | 4,344.38 | 4,344.38 | 4,344.38 |
| 留存收益 | 2,043.51 | 2,749.37 | 3,465.10 | 4,208.74 | 5,055.20 |
| **股东权益合计** | 3,960.01 | 8,255.12 | 8,972.84 | 9,719.49 | 10,569.9 |
| **负债和股东权益总** | 9,535.37 | 16,332.3 | 16,053.0 | 16,628.3 | 18,524.2 |

### 现金流量表

| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 1,034.43 | 849.38 | 596.03 | 641.88 | 758.83 |
| 折旧摊销 | 147.53 | 260.68 | 281.28 | 301.59 | 323.47 |
| 财务费用 | 40.95 | 45.48 | 1.82 | 18.37 | -0.41 |
| 存货减少 | -150.37 | -901.95 | -39.58 | -149.65 | -680.87 |
| 营运资金变动 | 190.49 | -490.85 | -2,068.31 | -1,705.26 | 2,097.90 |
| 其它 | **12.53** | **147.31** | **248.09** | **227.00** | **263.00** |
| **经营活动现金流** | 1,275.56 | -89.95 | -980.67 | -666.06 | 2,761.91 |
| 资本支出 | 1,307.44 | 1,357.14 | 325.00 | 350.00 | 320.00 |
| 长期投资 | 622.72 | 384.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | **90.59** | **45.62** | **303.78** | **271.00** | **271.00** |
| **投资活动现金流** | - | -1,695.71 | -21.22 | -79.00 | -49.00 |
| 债权融资 | 742.86 | 840.11 | -849.00 | 295.55 | -295.55 |
| 股权融资 | 205.10 | 3,536.32 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -44.71 | -102.92 | -128.12 | -149.60 | -148.96 |
| **筹资活动现金流** | 903.24 | 4,273.51 | -977.12 | 145.95 | -444.51 |
| **现金净增加额** | 339.99 | 2,480.25 | -1,979.01 | -599.11 | 2,268.40 |

### 利润表

| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **4,757.9** | **4,838.1** | **5,772.7** | **6,687.0** | **7,987.7** |
| 营业成本 | 2,525.2 | 2,944.7 | 3,836.0 | 4,561.2 | 5,519.5 |
| 营业税金及附加 | 30.89 | 50.12 | 57.73 | 66.87 | 79.88 |
| 营业费用 | 382.72 | 337.72 | 323.28 | 354.41 | 423.35 |
| 管理费用 | 577.58 | 643.30 | 692.73 | 769.01 | 878.65 |
| 财务费用 | 41.99 | 48.15 | 11.82 | 30.37 | 13.59 |
| 资产减值损失 | 92.71 | 172.66 | 150.00 | 150.00 | 180.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | -0.61 | -9.07 | 10.00 | 15.00 | 20.00 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 1,106.1 | 632.38 | 711.21 | 770.15 | 912.74 |
| 营业外净收益 | 91.25 | 361.84 | 280.00 | 260.00 | 260.00 |
| **利润总额** | 1,197.4 | 994.22 | 991.21 | 1,030.1 | 1,172.7 |
| 所得税 | 164.56 | 154.05 | 147.18 | 152.27 | 172.91 |
| **净利润** | 1,032.8 | 840.17 | 844.03 | 877.88 | 999.83 |
| 少数股东损益 | 1.91 | 2.17 | 2.00 | 3.00 | 4.00 |
| **归属于母公司净利** | 1,030.9 | 838.01 | 842.03 | 874.88 | 995.83 |

### 主要财务比率

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 73.30% | 1.68% | 19.32% | 15.84% | 19.45% |
| EBIT | 76.50% | - | -3.83% | 5.59% | 11.81% |
| EBITDA | 80.12% | -6.69% | -1.47% | 5.95% | 10.79% |
| 归属于母公司净利 | 76.35% | - | 0.48% | 3.90% | 13.83% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 46.93% | 39.14% | 33.55% | 31.79% | 30.90% |
| 净利率 | 21.71% | 17.37% | 14.62% | 13.13% | 12.52% |
| ROE | 26.19% | 10.18% | 9.41% | 9.03% | 9.45% |
| ROIC | 40.75% | 15.37% | 9.57% | 7.98% | 7.56% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债 | 58.47% | 49.46% | 44.11% | 41.55% | 42.94% |
| 流动比率 | 1.34 | 1.80 | 2.17 | 2.43 | 2.38 |
| 速动比率 | 1.16 | 1.49 | 1.79 | 2.01 | 1.93 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 1.75 | 1.10 | 0.95 | 0.92 | 1.21 |
| 存货周转率 | 4.01 | 1.94 | 2.47 | 2.68 | 2.31 |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.30 | 0.36 | 0.40 | 0.43 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.91 | 0.95 | 0.74 | 0.77 | 0.88 |
| 每股经营现金流 | 1.12 | -0.08 | -0.86 | -0.59 | 2.43 |
| 每股净资产 | 3.46 | 7.24 | 7.87 | 8.52 | 9.27 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 14.53 | 13.87 | 17.79 | 17.12 | 15.04 |
| 市净率 | 3.81 | 1.82 | 1.67 | 1.55 | 1.42 |
| EV/EBITDA | 8.30 | 10.13 | 11.35 | 11.55 | 8.93 |
| EV/EBIT | 9.28 | 12.68 | 14.57 | 14.87 | 11.39 |

数据来源：公司报告、国联证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

## 分公司机构销售联系方式

**无锡**

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
| --- | --- | --- |
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 薛靖韬 | 0755-82560810 |