

**公司点评**
**国轩高科 (002074)**
**电气设备 | 高低压设备**
**三季度报符合预期，不断加码三元业务**

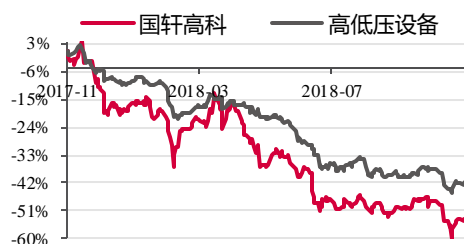
2018年11月01日

**评级**                      **谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间**                      **13.7-15.2 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	12.17
52 周价格区间 (元)	10.00-32.47
总市值 (百万)	13833.04
流通市值 (百万)	12270.39
总股本 (万股)	113665.08
流通股 (万股)	100824.87

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
国轩高科	-11.1	-11.17	-52.56
高低压设备	-6.46	-6.91	-41.68

**龙靓**

 执业证书编号: S0530516040001  
 longliang@cfzq.com

**陈日健**

chenrj@cfzq.com

**分析师**

0731-84403365

**研究助理**
**相关报告**

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	4757.93	4838.10	6153.13	8371.52	8835.19
净利润 (百万元)	1030.94	838.01	860.70	945.19	1046.62
每股收益 (元)	0.91	0.74	0.76	0.83	0.92
每股净资产 (元)	3.46	7.24	7.86	8.69	9.47
P/E	13.42	16.51	16.07	14.64	13.22
P/B	3.51	1.68	1.55	1.40	1.28

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**投资要点:**

- 2018 三季度报告符合预期:** 公司 2018 前三季度实现营业收入 40.97 亿元, 同比增长 9.11%; 实现归母净利润 6.59 亿元, 同比增长 3.02%; 扣除非经常性损益后归母净利润 4.01 亿元, 同比减少 22.32%。其中第三季度实现营业收入 14.90 亿元, 同比增长 9.73%; 归母净利润 1.93 亿元, 同比减少 0.51%。第三季度毛利率 32.10%, 相比半年报下滑 1.61 pct。公司增收不增利主要是受到电池价格持续下降的影响。
- 现金流吃紧, 短期承压:** 受到行业补贴政策的影响, 电池企业普遍有较多的应收账款和票据, 公司应收账款和票据 67.35 亿元, 占据营收 164%, 相比于年初的 91% 有所上升。存货 16.52 亿元, 相比年初上升 1.37 亿元。公司经营性现金流净额为 -3.15 亿元, 持续恶化。
- 磷酸铁锂电池起步, 不断扩张三元电池:** 公司以磷酸铁锂为基础, 近年来不断扩展三元电池, 目前公司整体产能约为 14Gwh。公司磷酸铁锂电池单体能量密度已达到了 180Wh/kg, 预计将于 2018 年底前再向江淮汽车供应 iEVA50 车型 3500 套左右电池包用于出租车等领域; 在三元电池方面, 目前有 2Gwh 三元电池产能, 单体能量密度 210Wh/kg 的 622 三元电芯产品已于 2018 年 6 月开始交付下游客户, 新建设的 4Gwh 三元产线预计 2018 年四季度开始陆续达产。
- 深度绑定江淮汽车, 产销有保证:** 根据 GGII 数据, 公司 1-9 月装机量 1.36Gwh, 占据 4.9% 的市场份额, 全市场排名第三。公司预计今年出货量超过 4Gwh, 相比去年翻倍, 业绩有所保证。10 月 23 日, 公司和江淮汽车签订战略协议, 双方共同开发成本符合市场化需求的整车和动力电池产品; 2019 年公司向江淮汽车提供 4Gwh 电池, 锁定了部分销量和营收; 2018-2020 年, 公司全面升级磷酸铁锂电芯产品。公司客户主要有江淮汽车、北汽新能源和众泰汽车等, 我们认为未来三元业务的扩展对于公司的可持续发展较为重要, 客户的拓展以及相应的电动汽车的销售将影响公司三元电池业务业绩。
- 盈利预测:** 结合公司的主营业务的推进以及未来产品销量的增长态势, 我们预测公司 2018-2020 年实现营收 61.53/83.72/88.35 亿元, 实现归母净利润 8.61/9.45/10.47 亿元。对应 EPS 分别为 0.76、0.83、0.92 元。

考虑到公司三元电池业务处于拓展阶段，未来的销量爬坡需要时间，同时补贴政策下应收账款回收较慢。参考同行业估值水平及公司业绩增速，给予公司 18-20 倍估值，对应合理价格区间 13.7-15.2 元。首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：**公司销售增长不及预期，下游客户纯电动汽车销量不及预期，插电式混合动力汽车短期内超预期替代纯电动汽车导致电池需求量放缓，电动汽车事故频发导致行业遇冷，公司三元电池产销不及预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。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送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438