

## 国轩高科 (002074)

## 毛利率降幅趋缓，财务压力需缓解

## 强烈推荐 (维持)

现价: 14.72 元

## 主要数据

行业	电力设备
公司网址	www.hfgxgk.com
大股东/持股	珠海国轩贸易有限责任公司 /24.84%
实际控制人	李缜
总股本(百万股)	1,137
流通 A 股(百万股)	1,012
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	167.32
流通 A 股市值(亿元)	148.45
每股净资产(元)	7.67
资产负债率(%)	58.1

## 行情走势图



## 相关研究报告

《国轩高科\*002074\*三季度业绩符合预期，产品结构调整迫在眉睫》 2018-10-26

## 证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号  
S1060516080002  
021-20661645  
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

张龔 投资咨询资格编号  
S1060518090002  
021-38643759  
ZHANGYAN641@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## 事项:

公司发布18年年报，报告期内实现营业收入51.27亿元，同比增长5.97%；实现归属于上市公司股东的净利润5.80亿元，同比下降30.75%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.91亿元，同比下降63.87%。

公司18年利润分配预案为：每10股派发现金红利1.00元（含税）。

公司发布19年一季报，实现营业收入17.52亿元，同比增长65.31%；实现归属于上市公司股东的净利润2.02亿元，同比增长25.22%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.76亿元，同比增长32.77%。

公司调整部分募集资金投资项目实施进度，其中“年产10000吨高镍三元正极材料和5000吨硅基负极材料项目”预定可使用日期调整为2019年12月，原定日期2018年12月；其中“年产21万台新能源汽车充电设施及关键零部件项目”预定可使用日期调整为2019年12月，原定日期2018年12月。

## 平安观点:

- **毛利率降速趋缓，装机量排名居前**：中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示，2018年公司动力电池装机量3.10Gwh，市占率5.45%；19Q1动力电池装机量达到0.49Gwh，市占率3.98%，市场份额略有下滑，装机量排名国内第三；主要原因为北汽新能源及部分客车企业客户一季度采购量较低。公司19Q1综合毛利率30.04%，环比18Q4企稳反弹（18Q1/2/3/4综合毛利率分别为32.87%/34.29%/32.10%/13.51%）。根据公司出货量估算，公司动力电池18年平均售价3.57元/Ah，同比17年均价下降34%；动力电池售价的快速下降导致公司毛利率仍处于下滑通道，19Q1毛利率降速趋缓。19年下半年新能源汽车地方购置补贴全面退出，整车企业成本控制压力凸显，动力电池价格承压仍是行业趋势；公司将受益于采用磷酸铁锂动力电池系统性价比的乘用车产销增长带来的市场份额回升。
- **应收项增长较快，财务压力需化解**：18年年末公司应收票据及应收账款余额63.3亿元，19Q1期末达到72.6亿元，应收项增速较快；公司18年年报显示，18年末应收票据余额中商业承兑票据达7.48亿元占比过半。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4838	5127	8138	10817	12750
YoY(%)	1.7	6.0	58.7	32.9	17.9
净利润(百万元)	838	580	806	915	1028
YoY(%)	-18.7	-30.7	38.9	13.5	12.4
毛利率(%)	39.1	29.2	28.0	27.3	25.1
净利率(%)	17.3	11.3	9.9	8.5	8.1
ROE(%)	10.2	6.8	8.7	9.2	9.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.51	0.71	0.81	0.90
P/E(倍)	20.0	28.8	20.8	18.3	16.3
P/B(倍)	2.0	2.0	1.8	1.7	1.5

19Q1 期末公司短期借款余额 22.3 亿元，较 18 年初 8.5 亿元增长 162%；公司 19Q1 资产负债率为 58.07%，整体负债结构短期化。公司季度经营活动产生的现金流量净额连续三季度为负，主要原因为国家补贴方法周期延长后整车厂付款周期变差，这一现状将在国家补贴的清算和部分预拨制度下得到改善。经营性现金流为负、负债结构短期化、应收款项增长为公司带来较大的财务压力，公司 19Q1 单季度利息支出为 0.61 亿元，财务费用达到 0.51 亿元，同比 18Q1 增长 290%。公司目前推进规模 20 亿元的可转债发行，此次融资完成后公司负债结构将显著改善，资金链压力获得释放。

- **客户结算节点影响存货规模：**因安凯客车、国网江苏等客户结算时点差异，公司 18 年末存货结构中含发出商品 6.8 亿元，导致 18 年末公司存货账面价值达到 22.8 亿元；剔除该部分影响后公司实际存货余额约为 16 亿元，与 17 年同期无显著差异。截止 19Q1 期末公司存货为 18.5 亿，环比有改善。
- **综合费用率有所控制：**公司 19Q1 综合费用率 15.62%，为近 9 个季度最低水平（18Q1/2/3/4 综合费用率分别为 22.76%/15.94%/18.17%/31.25%），主要由销售费用和研发费用的控制实现。18 年公司销售费用中“质保及售后服务费用”金额为 1.33 亿元，同比 17 年减少 37.2%；占当期收入比例为 2.6%，同比 17 年 4.4%下降 1.8pct；预计负债项产品质量保证金余额为 3.95 亿元，同比 17 年减少 27.3%。公司 18 年研发费用 3.47 亿元，同比增长 3.97%；占收入比例为 6.78%，同比减少 0.13pct；其中研发人员薪酬同比减少 43.8%。
- **投资建议：**公司累计装机量维持国内前三，市场地位靠前；储能业务开拓及性价比车型涌现助力公司磷酸铁锂电池收入规模扩张；综合费用率有效控制助力公司改善净利润水平。根据最新经营情况，我们调整公司盈利预测 19/20/21 年 EPS 分别为 0.71/0.81/0.90 元（前值 19/20 年为 0.79/0.92 元），对应 4 月 30 日收盘价 PE 分别为 20.8/18.3/16.3 倍。考虑到随着后续公司可转债推进，公司负债结构、现金流情况都将显著改善，因此维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 应收账款回收风险，公司应收款增长较快且新增票据中商业承兑票据较多，若资金回流速度不及预期将显著增加公司财务成本；2) 动力电池降价风险，国补过渡期后地方购车补贴全面取消，整车厂面临成本压力，若动力电池降价幅度超出预期，将影响公司毛利率水平；3) 产品结构及技术路线风险，公司在高能量密度磷酸铁锂电池领域具备较强竞争力，若后续高镍三元、OLO 等技术路线应用进度超预期，或将影响公司份额及利润率水平。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	12396	20302	23752	29046
现金	3092	4915	6534	7702
应收票据及应收账款	6331	10697	11939	14741
其他应收款	73	130	140	179
预付账款	179	272	327	379
存货	2277	3843	4367	5603
其他流动资产	444	444	444	444
<b>非流动资产</b>	8191	10206	12034	13312
长期投资	495	684	872	1061
固定资产	4704	6365	7827	8798
无形资产	667	772	898	1015
其他非流动资产	2324	2386	2437	2439
<b>资产总计</b>	20587	30508	35785	42358
<b>流动负债</b>	8681	18090	22811	28823
短期借款	2230	6184	10138	11839
应付票据及应付账款	5511	8814	10403	12931
其他流动负债	940	3093	2270	4052
<b>非流动负债</b>	3356	3173	2954	2620
长期借款	1959	1777	1558	1223
其他非流动负债	1396	1396	1396	1396
<b>负债合计</b>	12037	21264	25765	31442
少数股东权益	24	26	28	31
股本	1137	1137	1137	1137
资本公积	4571	4571	4571	4571
留存收益	3216	3886	4659	5520
<b>归属母公司股东权益</b>	8526	9219	9992	10885
<b>负债和股东权益</b>	20587	30508	35785	42358

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	-1559	453	605	2195
净利润	582	808	917	1031
折旧摊销	354	325	431	523
财务费用	108	196	378	498
投资损失	-70	0	0	0
营运资金变动	-2683	-877	-1121	142
其他经营现金流	151	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1745	-2341	-2258	-1802
资本支出	1926	1827	1639	1089
长期投资	-235	-189	-191	-189
其他投资现金流	-54	-702	-810	-901
<b>筹资活动现金流</b>	1108	-243	-682	-926
短期借款	1381	0	0	0
长期借款	1025	-182	-219	-335
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-1293	-61	-464	-592
<b>现金净增加额</b>	-2186	-2131	-2336	-533

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	5127	8138	10817	12750
营业成本	3631	5861	7862	9546
营业税金及附加	41	70	90	112
营业费用	282	391	498	510
管理费用	344	529	682	740
研发费用	347	448	541	612
财务费用	108	196	378	498
资产减值损失	234	285	325	319
其他收益	423	550	550	750
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	70	-0	-0	-0
资产处置收益	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	639	909	993	1163
营业外收入	11	30	30	30
营业外支出	4	15	15	15
<b>利润总额</b>	646	924	1008	1178
所得税	64	115	91	147
<b>净利润</b>	582	808	917	1031
少数股东损益	1	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	580	806	915	1028
EBITDA	1171	1445	1817	2200
EPS (元)	0.51	0.71	0.81	0.90

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	6.0	58.7	32.9	17.9
营业利润(%)	-36.7	42.2	9.3	17.1
归属于母公司净利润(%)	-30.7	38.9	13.5	12.4
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	29.2	28.0	27.3	25.1
净利率(%)	11.3	9.9	8.5	8.1
ROE(%)	6.8	8.7	9.2	9.4
ROIC(%)	5.3	5.3	5.4	5.8
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	58.5	69.7	72.0	74.2
净负债比率(%)	26.4	48.2	66.2	62.9
流动比率	1.4	1.1	1.0	1.0
速动比率	1.1	0.9	0.8	0.8
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>每股指标 (元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.71	0.81	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.62	0.40	0.53	1.93
每股净资产(最新摊薄)	7.50	8.11	8.79	9.58
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	28.8	20.8	18.3	16.3
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.2	14.7	12.9	10.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033