



与 Tata AutoComp 设立合资公司，加快国际市场布局

2019.05.14

潘永乐(分析师)

电话: 020-88832354

邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518070002

事件:

2019年5月14日,公司公告关于全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司(简称“合肥国轩”)与 Tata AutoComp 在合肥签订《合资协议》,双方拟在印度共同投资成立一家合资公司,主营电池相关业务。其中合肥国轩以现金出资4000万印度卢比,将持有40%的股权。

点评:

● 公司主打磷酸铁锂路线,出货目标远大

2018年公司全年实现电池销售12.76亿AH(YoY+70.09%),折合4.08GWh。动力电池出货量稳居行业第三,仅次于宁德时代和比亚迪。在公司的可转债反馈意见公告中描述到,根据目前与客户沟通后确定的销售计划,公司计划2019年销售14.45GWh的动力电池产品,销售目标较2018年实际销量同比增长254.16%。其中包括江淮约4GWh、北汽约2.8GWh、恒天新能源汽车约1GWh等。目前产能在2019年实际可生产12.94GWh的电芯产品,产出缺口约1.51GWh将通过本次转债募投项目进行补充。

● 与印度 Tata AutoComp 设立合资公司,继 BOSCH 之后国际化再下一城

Tata AutoComp 为印度 Tata Group 旗下企业,其母公司 Tata Group 是印度最大的汽车企业。此次与 Tata 共同设立合资公司,将充分融合公司动力锂电池技术与 Tata AutoComp 的电池冷却系统、BMS 等各自领域的优势,有助于加快公司产品的国际市场开拓。同时,这也是继今年2月与 BOSCH 签订采购采购框架协议、成功进入 BOSCH 全球供应链之后,公司国际化进程再度取得成果。

● 动力电池价格下跌是趋势,公司毛利率在上市公司中目前仅次于宁德时代

根据测算,公司2016/2017/2018年每WH动力电池销售单价分别为2.06/1.69/1.12元;与宁德时代的2.06/1.41/1.15元基本接近。从近年毛利率变化来看,公司锂电业务毛利率分别为48.71%/39.81%/28.80%,与宁德时代的44.84%/35.25%/34.10%较为接近,要高于第二梯队代表性企业亿纬锂能的22.90%/22.16%/17.64%以及鹏辉能源的23.04%/24.12%/22.04%。从目前的毛利率比较来看,虽然公司主要出货的都是价格较低的磷酸铁锂产品,但公司成本控制能力依然不弱于龙头电池企业,受益于将隔膜采购转向合资子公司,2019Q1公司毛利率较2018年全年有所回升。

盈利预测与估值:

我们预计2019-2021年公司EPS为0.76、0.80、0.91元/股,分别对应目前18.01、17.11、15.04倍P/E。参考行业目前估值水平,我们维持公司“强烈推荐”的投资评级,维持目标价16.00元不变。

风险提示:

公司产能扩张不及预期;公司订单交付程度不及预期;电池产品价格下降速度超出预期;全年电动车销量不及预期;磷酸铁锂占比回升程度不及预期等。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5127.00	8798.97	10791.72	11453.00
同比(%)	5.97%	71.62%	22.65%	6.13%
归属母公司净利润	580.35	866.48	905.66	1034.96
同比(%)	-30.75%	49.30%	4.52%	14.28%
每股收益(元)	0.51	0.76	0.80	0.91
P/E	26.36	18.01	17.11	15.04
P/B	1.80	1.58	1.46	1.35
EV/EBITDA	3.01	10.04	9.82	8.62

强烈推荐 (维持)

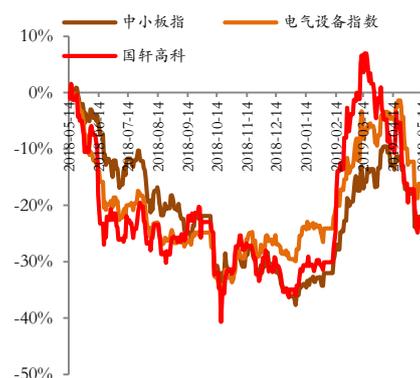
现价: 13.69元

目标价: 16.00元

股价空间: 16.87%

电力设备与新能源行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
国轩高科	-14.44	4.34	6.87
电力设备	-13.89	5.00	16.67
沪深300	-13.12	6.61	9.44

基本资料

总市值(亿元)	155.49
总股本(亿股)	11.37
流通股比例	89.05%
资产负债率	56.15%

相关报告

点评报告-国轩高科(002074.SZ): 业绩相对稳定,出货量高速增长20190510

深度报告-国轩高科(002074.SZ): 铁锂景气度恢复,成本导向下公司价值再发现20190321



公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12396	10609	11342	11816	营业收入	5127	8799	10792	11453
现金	3092	4178	3967	4112	营业成本	3631	6463	8334	8774
应收账款	5001	3654	4069	4241	营业税金及附加	41	41	44	42
其它应收款	73	54	60	62	营业费用	282	403	465	503
预付账款	179	130	138	149	管理费用	344	564	572	589
存货	2277	1474	1755	1835	财务费用	108	113	96	119
其他	1774	1119	1352	1415	资产减值损失	234	264	273	301
非流动资产	8191	8592	9715	10737	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	495	279	360	378	投资净收益	70	20	27	39
固定资产	4704	5830	6734	7632	营业利润	639	971	1035	1164
无形资产	583	689	760	847	营业外收入	11	37	16	21
其他	2408	1794	1861	1881	营业外支出	4	9	10	8
资产总计	20587	19201	21057	22553	利润总额	646	999	1041	1177
流动负债	8681	6404	7101	7395	所得税	64	130	134	141
短期借款	2230	1235	1438	1634	净利润	582	868	907	1037
应付账款	0	1418	1320	913	少数股东损益	1	2	2	2
其他	6452	3751	4343	4849	归属母公司净利润	580	866	906	1035
非流动负债	3356	3095	3479	3764	EBITDA	1134	1452	1556	1796
长期借款	966	1239	1501	1690	EPS (摊薄)	0.51	0.76	0.80	0.91
其他	2389	1856	1978	2075					
负债合计	12037	9499	10580	11160	主要财务比率				
少数股东权益	24	26	27	29	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1137	1137	1137	1137	成长能力				
资本公积	4571	4571	4571	4571	营业收入增长率	6.0%	71.6%	22.6%	6.1%
留存收益	3216	3969	4742	5657	营业利润增长率	-36.7%	51.9%	6.6%	12.5%
归属母公司股东权益	8519	9676	10449	11364	归属于母公司净利润增长率	-30.7%	49.3%	4.5%	14.3%
负债和股东权益	20587	19201	21057	22553	获利能力				
					毛利率	29.2%	26.5%	22.8%	23.4%
					净利率	11.3%	9.9%	8.4%	9.1%
					ROE	6.9%	9.5%	9.0%	9.5%
					ROIC	5.6%	7.4%	6.9%	7.3%
					偿债能力				
					资产负债率	58.5%	49.5%	50.2%	49.5%
					净负债比率	28.17%	28.96%	30.57%	32.08%
					流动比率	1.43	1.66	1.60	1.60
					速动比率	1.17	1.43	1.35	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.44	0.54	0.53
					应收账款周转率	1.20	2.03	2.79	2.76
					应付账款周转率	2.86	9.12	6.09	7.86
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.76	0.80	0.91
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.37	2.86	0.74	1.18
					每股净资产 (最新摊薄)	7.50	8.51	9.19	10.00
					估值比率				
					P/E	26.36	17.66	16.89	14.78
					P/B	1.80	1.58	1.46	1.35
					EV/EBITDA	3.01	10.04	9.82	8.62

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生



广证恒生电力设备新能源团队介绍:

潘永乐: 厦门大学金融硕士, 8 年证券研究经验, 主要覆盖工控、电力设备。

徐超: 浙江大学核技术硕士, 2 年证券研究经验, 主要覆盖新能源发电。

李子豪: 北京理工大学航天工程硕士, 1 年证券研究经验, 主要覆盖新能源汽车。

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中性: 6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动;

回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来自于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券股份有限公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险, 投资需谨慎。