

2019年05月20日

国轩高科 (002074.SZ)

海外合作再下一城，全球化步伐加快

■**事件：**近日，公司发布公告全资子公司合肥国轩与印度 Tata AutoComp 签订了《合资协议》，双方拟在印度共同投资设立一家合资公司，主营电池模组、电池管理系统等业务。其中，合肥国轩以现金出资 4000 万印度卢比（约合 393.76 万人民币），将持有 40% 股权。本次合资合作必将对公司的国际市场开拓和可持续发展提供重要战略机遇。

■**海外配套再下一城，全球化进程加快：**国内配套方面，公司目前已拥有江淮汽车、北汽新能源、众泰汽车、宇通客车、上汽集团、中通客车、安凯客车等一批战略性合作客户。海外配套方面，公司与 BOSCH 签署采购框架协议，将为其提供车载 12V 磷酸铁锂启停电池，终端用户或遍布全球。本次与印度塔塔的合作，公司全球化进程进一步加快，公司未来有望借助塔塔集团的资源力量，深入新能源汽车前景广阔的印度市场，如合作实施顺利将显著增厚公司业绩。与此同时，公司其他海外三元电池项目也积极推进中，有望 19Q3 取得持续突破。

■**订单饱满产销满销，19 年出货有望达 10GWh：**2019 年，公司供应车型续航里程预计主要集中在 300-400km 左右，产品能量密度主要集中在 140-160Wh/kg。根据 GGII 数据，公司一季度出货量达 0.6GWh，四月份装机量达 0.28GWh，位列第三。根据公司公告，公司已与北汽、江淮、奇瑞、众泰等长期合作客户谈好供货策略，当前在手订单饱满，预计订单在 12GWh 以上，全年出货量有望达 10GWh（三元预计 1GWh 左右），全年业绩可期。

■**产业链布局完善，产能扩张顺利：**公司积极布局上游资源，与中冶集团在唐山曹妃甸设立合资公司，建立稳定的钴镍原料供货关系，公司与上海电气合资设立基于动力锂电池储能业务的公司，实现业务范围进一步扩大。2018 年“年产 4GWh 高比能动力锂电池产业化项目”、“南京国轩年产 3 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目”等项目已实现部分产线分批投产，产能迅速得到释放。根据 GGII 数据，公司 2018 年底产能规模在 7-8GWh，2019 年有效产能预计达 14GWh，其中 2GWh 三元产能，12GWh 铁锂产能。远期规划 2020 年底预计达 30GWh 产能，2022 年预计达 50GWh 产能。

■**投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 127.47%、22.89%、28.85%，净利润增速分别为 74.47%、24.40%、27.73%。维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.00 元。

■**风险提示：**产品竞争加剧，新能源车发展不及预期，海外合作进展低于预期

公司快报

证券研究报告

二次设备

投资评级 **买入-A**

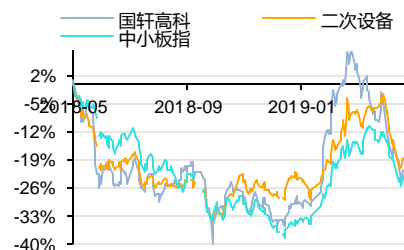
维持评级

6 个月目标价：**20 元**
股价 (2019-05-17) **13.39 元**

交易数据

总市值 (百万元)	15,219.75
流通市值 (百万元)	13,503.69
总股本 (百万股)	1,136.65
流通股本 (百万股)	1,008.49
12 个月价格区间	10.53/19.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.86	-12.7	-3.12
绝对收益	-21.92	-12.48	-25.79

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

吴用 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518070003
wuyong1@essence.com.cn

彭广春 报告联系人
penggc@essence.com.cn

丁肖逸 报告联系人
dingxy@essence.com.cn

相关报告

- 国轩高科：订单饱满扩产顺利，铁锂三元齐发力/邓永康 2019-05-02
- 国轩高科：签订德国博世，开启全球供应/邓永康 2019-02-18

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,838.1	5,127.0	11,662.5	14,332.3	18,466.7
净利润	838.0	580.3	1,012.5	1,259.6	1,608.9
每股收益(元)	0.74	0.51	0.89	1.11	1.42
每股净资产(元)	7.24	7.50	8.60	9.65	10.98
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	19.4	28.0	16.1	12.9	10.1
市净率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	17.3%	11.3%	8.7%	8.8%	8.7%
净资产收益率	10.2%	6.8%	10.4%	11.5%	12.9%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
ROIC	47.5%	16.0%	14.9%	12.4%	19.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,838.1	5,127.0	11,662.5	14,332.3	18,466.7	成长性					
减:营业成本	2,944.7	3,630.7	8,364.8	10,393.1	13,544.1	营业收入增长率	1.7%	6.0%	127.5%	22.9%	28.8%
营业税费	50.1	40.9	93.1	114.4	147.4	营业利润增长率	-8.7%	-36.7%	75.3%	24.6%	27.8%
销售费用	337.7	281.7	606.4	745.3	960.3	净利润增长率	-18.7%	-30.7%	74.5%	24.4%	27.7%
管理费用	643.3	343.6	1,166.2	1,433.2	1,754.3	EBITDA 增长率	-26.4%	8.3%	62.2%	12.1%	23.0%
财务费用	48.1	107.6	204.8	109.4	129.0	EBIT 增长率	-40.7%	-2.0%	98.9%	13.6%	27.1%
资产减值损失	172.7	233.5	166.3	190.8	196.9	NOPLAT 增长率	-9.7%	-24.8%	77.5%	13.6%	27.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	123.7%	89.9%	36.3%	-19.6%	54.6%
投资和汇兑收益	-9.1	70.1	60.0	50.0	50.0	净资产增长率	108.5%	3.6%	14.6%	12.2%	13.9%
营业利润	1,010.2	639.4	1,120.8	1,396.0	1,784.6	利润率					
加:营业外净收支	-16.0	6.6	6.0	6.0	6.0	毛利率	39.1%	29.2%	28.3%	27.5%	26.7%
利润总额	994.2	645.9	1,126.8	1,402.0	1,790.6	营业利润率	20.9%	12.5%	9.6%	9.7%	9.7%
减:所得税	154.0	64.2	112.0	139.4	178.0	净利润率	17.3%	11.3%	8.7%	8.8%	8.7%
净利润	838.0	580.3	1,012.5	1,259.6	1,608.9	EBITDA/营业收入	19.4%	19.8%	14.1%	12.9%	12.3%
						EBIT/营业收入	14.1%	13.0%	11.4%	10.5%	10.4%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	223	284	145	117	89
货币资金	4,798.8	3,092.4	933.0	1,146.6	1,477.3	流动营业资本周转天数	55	154	142	131	131
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	636	828	542	519	523
应收账款	3,605.2	5,073.1	15,315.5	9,342.3	21,915.6	应收帐款周转天数	225	305	315	310	305
应收票据	845.7	1,330.3	1,847.9	2,618.1	3,590.2	存货周转天数	80	133	95	109	115
预付帐款	105.3	178.7	429.7	343.0	674.1	总资产周转天数	1,016	1,323	786	710	669
存货	1,514.6	2,277.1	3,901.4	4,799.1	7,030.0	投资资本周转天数	227	429	292	247	217
其他流动资产	317.6	444.7	292.0	351.4	362.7	投资回报率					
可供出售金融资产	650.7	705.8	634.7	663.7	668.1	ROE	10.2%	6.8%	10.4%	11.5%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	2.8%	3.3%	4.8%	3.8%
长期股权投资	306.4	495.1	495.1	495.1	495.1	ROIC	47.5%	16.0%	14.9%	12.4%	19.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,376.9	4,704.0	4,710.7	4,622.9	4,481.2	销售费用率	7.0%	5.5%	5.2%	5.2%	5.2%
在建工程	260.4	459.0	309.5	234.7	197.4	管理费用率	13.3%	6.7%	10.0%	10.0%	9.5%
无形资产	481.7	667.4	647.1	626.7	606.4	财务费用率	1.0%	2.1%	1.8%	0.8%	0.7%
其他非流动资产	833.6	1,159.3	848.7	940.8	976.2	三费/营业收入	21.3%	14.3%	17.0%	16.0%	15.4%
资产总额	17,096.9	20,587.0	30,365.3	26,184.5	42,474.3	偿债能力					
短期债务	849.0	2,229.5	3,110.4	191.2	449.6	资产负债率	51.7%	58.5%	67.7%	58.0%	70.5%
应付帐款	3,776.8	3,500.6	11,921.8	8,640.5	17,664.8	负债权益比	107.1%	140.8%	209.9%	138.2%	239.3%
应付票据	820.7	2,449.4	2,982.6	4,240.7	5,895.3	流动比率	1.80	1.43	1.20	1.36	1.40
其他流动负债	770.7	501.7	925.6	581.6	1,042.7	速动比率	1.56	1.17	0.99	1.01	1.12
长期借款	934.6	966.3	100.6	-	3,419.0	利息保障倍数	14.13	6.19	6.47	13.77	14.83
其他非流动负债	1,690.1	2,389.5	1,524.7	1,537.0	1,486.0	分红指标					
负债总额	8,841.8	12,037.0	20,565.7	15,191.0	29,957.5	DPS(元)	0.1	-	0.08	0.09	0.08
少数股东权益	24.7	23.9	26.2	29.2	32.9	分红比率	13.6%	0.0%	9.0%	7.8%	5.8%
股本	1,136.7	1,136.7	1,136.7	1,136.7	1,136.7	股息收益率	0.7%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
留存收益	7,324.7	7,786.7	8,636.8	9,827.7	11,347.3						
股东权益	8,255.1	8,550.0	9,799.6	10,993.5	12,516.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.74	0.51	0.89	1.11	1.42
净利润	840.2	581.7	1,012.5	1,259.6	1,608.9	BVPS(元)	7.24	7.50	8.60	9.65	10.98
加:折旧和摊销	260.7	353.6	324.0	343.4	359.7	PE(X)	19.4	28.0	16.1	12.9	10.1
资产减值准备	172.7	233.5	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-27.4	-15.9	-5.8	40.5	35.4
财务费用	45.5	93.5	204.8	109.4	129.0	P/S	3.4	3.2	1.4	1.1	0.9
投资损失	9.1	-70.1	-60.0	-50.0	-50.0	EV/EBITDA	22.7	12.4	10.5	7.6	7.6
少数股东损益	2.2	1.3	2.3	3.0	3.7	CAGR(%)	14.5%	40.5%	-0.6%	14.5%	40.5%
营运资金的变动	-1,682.3	-3,465.3	-2,757.3	1,866.0	-5,022.3	PEG	1.3	0.7	-27.3	0.9	0.2
经营活动产生现金流量	-99.7	-1,558.6	-1,273.7	3,531.4	-2,970.9	ROIC/WACC	4.8	1.6	1.5	1.3	2.0
投资活动产生现金流量	-1,695.7	-1,745.0	-19.9	-139.0	-117.3	REP	1.0	1.0	1.1	1.3	0.6
融资活动产生现金流量	4,273.5	1,107.8	-865.8	-3,178.8	3,419.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康、吴用声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034