

公司调研点评

国轩高科 (002074)

电气设备 | 高低压设备

补贴退坡下，铁电池优势明显

2019年05月20日

评级 谨慎推荐

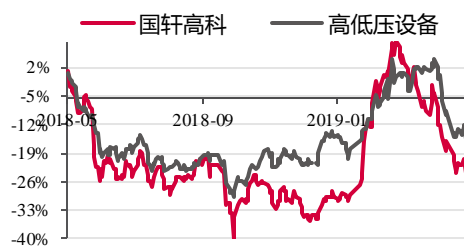
评级变动 维持

合理区间 16.0-16.5元

交易数据

当前价格(元)	13.39
52周价格区间(元)	10.00-19.27
总市值(百万)	15219.75
流通市值(百万)	13503.69
总股本(万股)	113665.08
流通股(万股)	100849.08

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
国轩高科	-21.92	-12.48	-25.79
高低压设备	-18.64	-5.49	-14.74

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

- 《国轩高科：国轩高科(002074.SZ) 2018 年报与 2019 年一季报点评：受益磷酸铁锂需求回暖，业绩质量提升》 2019-05-09
- 《国轩高科：国轩高科(002074.SZ) 2018 年三季报点评：三季报符合预期，不断加码三元业务》 2018-11-02

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4838.10	5127.00	7670.10	8453.36	10157.04
净利润(百万元)	838.01	580.35	650.53	678.76	774.01
每股收益(元)	0.74	0.51	0.57	0.60	0.68
每股净资产(元)	7.24	7.50	8.27	8.80	9.37
P/E	18.16	26.23	23.40	22.42	19.66
P/B	1.85	1.79	1.62	1.52	1.43

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

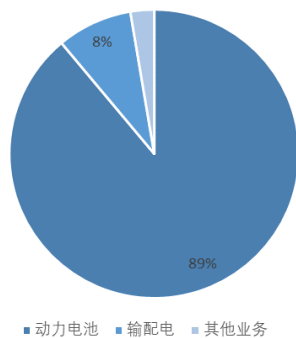
- 事件：近期，我们对公司进行了实地调研，与管理层进行了交流。
- 公司公布 2018 年报和 2019 年一季报业绩。公司 2018 年度实现营收 51.27 亿元，同比增长 5.97%，归母净利润 5.80 亿，同比下滑 30.75%，扣非归母净利润 1.91 亿，同比下滑 63.87%，非经常性损益主要是政府补助。经营活动净现金流-15.59 亿元，相比去年同期的-1.00 亿元出现恶化，主要是受下游整车厂商付款延迟所致。公司公布 2019 年度一季报，实现营收 17.52 亿元，同比增长 65.31%，归母净利润 2.02 亿，同比增长 25.22%，扣非归母净利润 1.76 亿，同比增长 32.77%。
- 公司在铁电池领域优势明显，补贴退坡下磷酸铁锂需求边际回暖。2019 年度新能源汽车补贴政策发布，行业毛利承压。乘用车领域取消地方补贴，总体的退坡幅度约为 60-67%，公司铁电池产品能量密度为 140wh/kg，与 NCM622 能量密度相当。考虑到磷酸铁锂的安全性以及长循环性带来的经济性，我们认为补贴退坡下磷酸铁锂需求边际回暖，同时铁电池在储能领域有较强的应用能力。公司在铁电池领域优势明显，装机量排名行业第三，2018 年度整体市占率 6%，在具有优势的铁电池领域市占率 13.4%，行业地位稳固。在三元电池领域，目前产能得到扩张，客户在积极拓展中。
- 盈利预测：根据公司业绩增长和产品价格走势，预测公司 2019-2021 年实现营收 76.70/84.53/101.57 亿元，归母净利润 6.51/6.79/7.74 亿元。对应 EPS 分别为 0.57、0.60、0.68 元。参考同行业估值水平及公司业绩进展，给予公司 2019 年度 28-29 倍估值，对应合理价格区间 16.0-16.5 元。维持公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：新能源汽车行业发展不及预期；公司动力电池产能释放不及预期；动力电池产品价格下跌超预期；行业出现重大安全事故导致行业短期遇冷；氢燃料电池发展超预期。

1 公司介绍：国内纯正的动力电池企业

公司是国内纯正的动力电池企业。公司成立于 2006 年，2015 年借壳上市。主要业务分为锂电池和输配电设备两大板块，其中合肥国轩主要从事锂电池业务，东源电器主要从事输配电业务。

股权结构稳定，动力电池业务客户覆盖广。截止 2019 年度一季报，公司控股股东珠海国轩贸易有限公司持股比例为 24.84%（实控人李缜持有 80.69% 股份），同时李缜个人直接持股比例为 11.86%。公司股东李缜、李晨及珠海国轩为一致行动人。公司动力电池业务客户覆盖广，乘用车主要客户有江淮、北汽、奇瑞、众泰、合众、猎豹和领途等，客车有宇通、安凯、中通、申龙、金龙集团、广通等，专用车有奇瑞商用车、江淮商用车、吉利商用车、湖北新楚风等。

图 1：2018 年度营收结构



资料来源：wind，财富证券

图 2：公司动力电池业务部分客户



资料来源：wind，GGII，财富证券

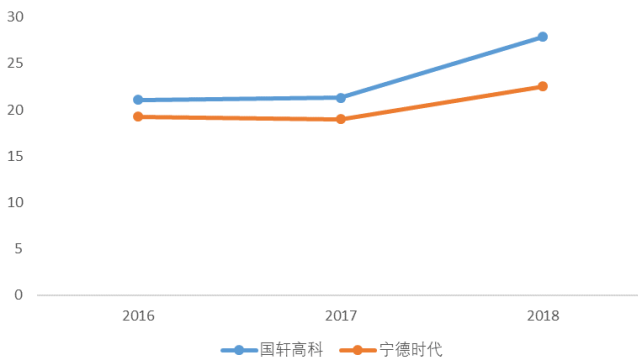
2 公司业绩：2018 年度业绩低于预期，2019 年度业绩改善

公司公布 2018 年度和 2019 年一季度业绩。公司 2018 年度实现营收 51.27 亿元，同比增长 5.97%，归母净利润 5.80 亿，同比下滑 30.75%，扣非归母净利润 1.91 亿，同比下滑 63.87%，非经常性损益主要是政府补助。公司经营活动净现金流-15.59 亿元，相比去年同期的-1.00 亿元出现恶化，主要是受下游整车厂商付款延迟所致。公司 2019 年一季度实现营收 17.52 亿元，同比增长 65.31%，归母净利润 2.02 亿，同比增长 25.22%，扣非归母净利润 1.76 亿，同比增长 32.77%。

2018 年公司盈利质量下滑，现金流恶化。由于动力电池行业竞争激烈，公司毛利率从 2016 年度的 46.93% 下滑至 2019Q1 的 30.04%。盈利质量方面，扣非归母净利润/营业收入数值从 2017 年度的 10.9% 下滑至 2018 年度的 3.7%。主要是由于行业竞争激烈，以及公司计提了较大比例的资产减值损失。现金流方面，销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的数值从 2016 年的 99.23 下滑至 2019Q1 的 59.36。总体来看，公司 2018 年度盈利质量有所下滑，现金流恶化。

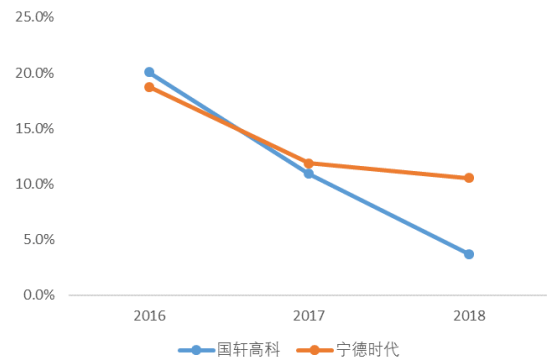
公司 2019 年度订单饱满，业绩将改善。公司产能大多在 2018 年下半年投产，产能的调试与爬坡需要一定时间，导致 2018 年度产能利用率较低。2019 年度公司预计实现 2GWh 三元电池和 14Gwh 磷酸铁锂电池有效产能，相比 2018 年度增长明显。同时公司远期产能规划超过 30Gwh，可以满足未来市场的需求。目前公司在手订单饱满，预计全年出货量相比 2018 年度实现翻倍。

图 3：三费率比较 (%)



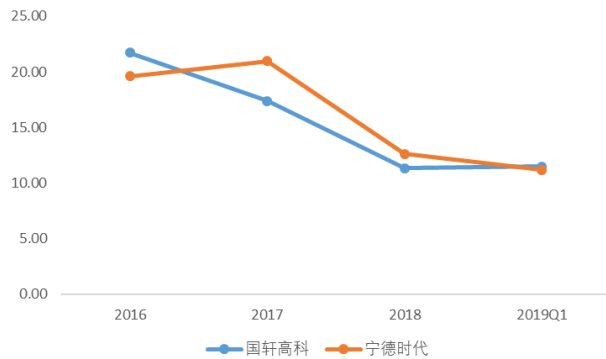
资料来源：wind，财富证券

图 4：扣非归母净利润/营业收入比较



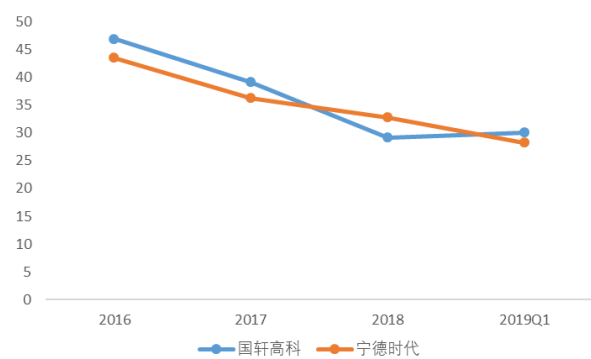
资料来源：wind，财富证券

图 5：行业净利率比较 (%)



资料来源：wind，财富证券

图 6：行业毛利率比较 (%)



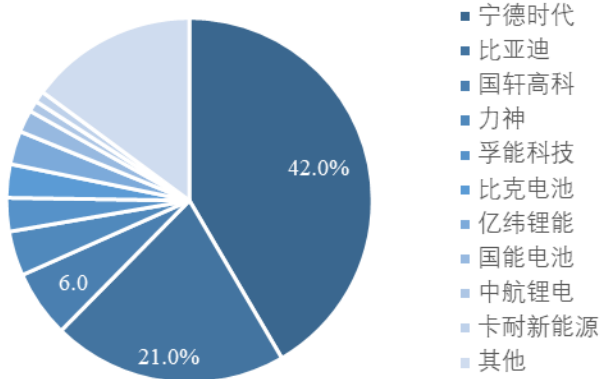
资料来源：wind，财富证券

3 公司未来：看好补贴退坡下，磷酸铁锂需求回暖

公司在铁电池领域优势明显，行业地位稳固。根据 GGII 数据，2018 年度公司装机量 3.09Gwh，同比增长 49%，市占率 6.0%，排名行业第三。公司磷酸铁锂电池装机量 2.97Gwh，市占率 13.4%，仅次于宁德时代 (46.8%) 和比亚迪 (20.1%)。公司产能在 2018 年增长明显，2019 年度产能充足。2019 年一季度公司装机量 4.95Gwh，市占率 4.1%，市占率的下滑主要是宁德时代和比亚迪市占率提升的挤压，两者市占率从 2018 年度的 63.5% 上升到 2019 年一季度的 74.8%。公司在铁电池领域一直保持行业第三的装机量，地位稳固。同时公司在三元电池领域积极发力，2018 年度三元电池装机量在行业十五名之后，

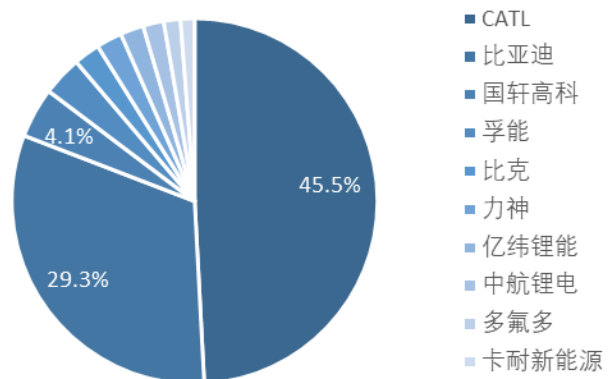
2019 年一季度装机量行业排名第十一，市占率 0.8%。2019 年度公司将立足磷酸铁锂电池的同时，积极发力三元电池。

图 7：2018 年度动力电池装机量市场份额



资料来源：GGII，财富证券

图 8：2019Q1 动力电池装机量市场份额



资料来源：GGII，财富证券

补贴如期退坡，磷酸铁锂需求将回暖。 补贴政策一直是新能源汽车行业的指挥棒，2019 年度乘用车领域取消地方补贴，总体的新能源汽车退坡幅度大约为 60-67%，相比于 2018 年度乘用车退坡幅度的 30% 左右的退坡，2019 年度的乘用车退坡幅度与金额方面均大于 2018 年度。我们认为 2019 年度退坡的补贴金额需要整个产业链进行消化，主要在于以下几个方面，一是行业整体毛利率仍将下滑，二是上游原材料 2018 年度以来的价格下跌可以让出部分利润空间；三是终端部分车型或将增配提价应对补贴退坡影响。补贴逐渐退坡下，在乘用车领域，磷酸铁锂长循环性带来的全生命周期的经济性优势突出。同时磷酸铁锂在储能市场有广阔的应用前景，未来储能市场的发展将拉动磷酸铁锂电池的需求。总的来看，看好未来磷酸铁锂需求回暖带来的公司业绩的提升。

表 1：新能源乘用车补贴退坡情况

续航里程 km	纯电动乘用车					插混
	150-200	200-250	250-300	300-400	≥400	> 50
2018 年	1.5	2.4	3.4	4.5	5	2.2
过渡期不符合 2019 年度标准	0.15	0.24	0.34	0.45	0.5	0.22
过渡期符合 2019 年标准			2.04	2.7	3	1.32
2019 年			1.8	1.8	2.5	1
	退坡幅度					
过渡期不符合 2019 年度标准	90%	90%	90%	90%	90%	90%
过渡期符合 2019 年标准	100%	100%	40%	40%	40%	40%
2019 年	100%	100%	47%	60%	50%	55%

资料来源：《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2019〕138 号），财富证券

备注：最右侧一列为插混数据

4 盈利预测

根据公司业绩增长和产品价格走势,预测 2019-2021 年度实现营收 76.70/84.53/101.57 亿元,归母净利润 6.51/6.79/7.74 亿元。对应 EPS 分别为 0.57、0.60、0.68 元。参考同行业估值水平及公司业绩进展,给予公司 2019 年度 28-29 倍估值,对应合理价格区间 16.0-16.5 元。维持公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

新能源汽车行业发展不及预期;公司动力电池产能释放不及预期;动力电池产品价格下跌超预期;行业出现重大安全事故导致行业短期遇冷;氢燃料电池发展超预期。

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

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