

2019年08月28日

国轩高科 (002074.SZ)

深耕战略客户，国外合作走强

■事件：公司公布2019年半年报，报告期内公司实现营收36.06亿，同比增长38.37%；归母净利润3.52亿元，同比降低24.49%；扣非归母净利润2.92亿元，同比增长10.34%。归母净利润降低主要系：1.研发管理投入显著加大。2.受补贴滑坡影响，产品价格承压。

■深耕战略客户，市场拓展顺利：报告期内，公司大力拓展乘用车市场、稳步发展商用车市场、精心耕耘专用车市场，做大做强储能应用领域，动力锂业务营收同比提升48.72%。经过多年深耕，公司已拥有上汽集团、北汽新能源、宇通客车、中通客车、南京金龙、安凯客车、江淮汽车、奇瑞汽车、北汽福田以及湖北新楚风等一批战略性合作客户。同时，公司积极开拓乘用车市场，与江淮汽车、北汽新能源、奇瑞汽车等建立了常年战略合作模式，2019H1公司产品结构中，乘用车占比已超过商用车。

■海外合作走强，国际化布局加快：公司与德国博世签约，将于2020年开始为其批量供应锂电池、模组和电池包等，该合作全面开启了公司的全球化进程，有望进一步提升公司在高端市场的竞争力；与印度Tata合资建企，出资400万占有40%股权，国际化进程进一步加速，此合作有望整合印度本土资源，进军印度市场增厚公司业绩。此外，公司积极建设海外研发中心，目前，公司已形成上海、合肥、硅谷、克利夫兰、日本筑波、新加坡等在内的全球研发和验证平台。

■渗透产业链上下游，建立先发优势：上游原材料方面，公司与中冶集团合作，在曹妃甸合资建立中冶瑞木，主要经营三元正极材料前驱体，建立了稳固的钴镍原料供应关系，保障公司三元材料供应。下游应用方面，公司与上海电气合资成立储能公司上海电气国轩，主营动力锂电池储能业务，实现公司储能产品市场的快速拓展。目前公司已经实现动力锂电池正极材料自供，为后续自身降低电池成本提供了有效路径；南京国轩、青岛国轩、国轩电池等动力电池项目亦陆续投产。公司对产业上下游的充分渗透有望先发制人，为公司建立领先优势。

■做强铁锂发力三元，产品研发卓有成效：2019H1，公司研发投入同比提高30.93%，在电解液添加剂研发、硅基负极材料等几项核心技术上取得突破。LFP电芯单体能量密度超190Wh/kg，并成功产业化应用于江淮汽车、奇瑞新能源等下游客户，使得LFP电池在新能源乘用车领域实现了与三元电池并驾齐驱的局面。公司自主开发的三元电芯产品已完成设计验证并实现量产，单体能量密度超过210Wh/kg，三元电芯循环寿命突破1500周。随着公司产能逐步释放和下游客户新车型陆续上市，三元电池在公司产品结构中的占比有望逐步提升。

公司快报

证券研究报告

二次设备

投资评级 买入-A

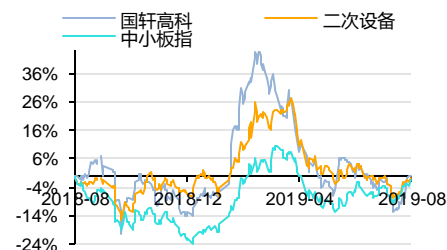
维持评级

6个月目标价：16元
股价(2019-08-28) 13.07元

交易数据

总市值(百万元)	14,856.03
流通市值(百万元)	13,180.97
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	-0.75	-5.95	0.62
绝对收益	1.63	2.03	1.48

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：海外合作再下一城，全球化步伐加快/邓永康	2019-05-20
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

■ **投资建议：**我们预计公司19-21年的收入分别为80/115.35/140.26亿元，净利润分别为7.54/10.68/13.08亿元，EPS分别为0.66、0.94、1.15。给予买入-A的投资评级，6个月目标价为16元。

■ **风险提示：**下游需求不及预期，行业竞争加速导致价格加速下行等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,838.1	5,127.0	8,000.8	11,535.3	14,026.3
净利润	838.0	580.3	753.5	1,067.9	1,308.3
每股收益(元)	0.74	0.51	0.66	0.94	1.15
每股净资产(元)	7.24	7.50	8.39	9.28	10.37

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	17.7	25.6	19.7	13.9	11.4
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
净利润率	17.3%	11.3%	9.4%	9.3%	9.3%
净资产收益率	10.2%	6.8%	7.9%	10.1%	11.1%
股息收益率	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%
ROIC	47.5%	16.0%	11.7%	13.8%	14.5%

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	8,000.8	11,535.3	14,026.3	成长性					
减:营业成本	2,944.7	3,630.7	5,677.6	8,438.2	10,366.9	营业收入增长率	1.7%	6.0%	56.1%	44.2%	21.6%
营业税费	50.1	40.9	63.9	92.1	112.0	营业利润增长率	-8.7%	-36.7%	30.2%	42.0%	22.6%
销售费用	337.7	281.7	320.0	461.4	561.1	净利润增长率	-18.7%	-30.7%	29.8%	41.7%	22.5%
管理费用	643.3	343.6	800.1	1,153.5	1,332.5	EBITDA 增长率	-26.4%	8.3%	34.4%	16.5%	17.2%
财务费用	48.1	107.6	210.3	66.6	56.9	EBIT 增长率	-40.7%	-2.0%	56.4%	19.8%	20.6%
资产减值损失	172.7	233.5	166.3	190.8	196.9	NOPLAT 增长率	-9.7%	-24.8%	39.6%	19.8%	20.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	123.7%	89.9%	2.0%	14.5%	3.0%
投资和汇兑收益	-9.1	70.1	70.0	50.0	50.0	净资产增长率	108.5%	3.6%	11.9%	10.6%	11.7%
营业利润	1,010.2	639.4	832.6	1,182.6	1,450.1	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%	29.0%	26.8%	26.1%
利润总额	994.2	645.9	838.6	1,188.6	1,456.1	营业利润率	20.9%	12.5%	10.4%	10.3%	10.3%
减:所得税	154.0	64.2	83.4	118.2	144.8	净利润率	17.3%	11.3%	9.4%	9.3%	9.3%
净利润	838.0	580.3	753.5	1,067.9	1,308.3	EBITDA/营业收入	19.4%	19.8%	17.1%	13.8%	13.3%
						EBIT/营业收入	14.1%	13.0%	13.0%	10.8%	10.7%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	223	284	212	146	117
货币资金	4,798.8	3,092.4	640.1	922.8	1,122.1	流动营业资本周转天数	55	154	145	129	129
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	636	828	568	520	527
应收账款	3,605.2	5,073.1	8,914.1	10,931.7	12,810.1	应收帐款周转天数	225	305	315	310	305
应收票据	845.7	1,330.3	850.1	2,744.4	1,971.0	存货周转天数	80	133	94	110	116
预付帐款	105.3	178.7	234.3	393.1	385.4	总资产周转天数	1,016	1,323	924	758	719
存货	1,514.6	2,277.1	1,916.5	5,147.4	3,906.8	投资资本周转天数	227	429	364	273	243
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%	7.9%	10.1%	11.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	2.8%	3.7%	3.8%	4.7%
长期股权投资	306.4	495.1	495.1	495.1	495.1	ROIC	47.5%	16.0%	11.7%	13.8%	14.5%
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%	4.0%	4.0%	4.0%
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%	2.6%	0.6%	0.4%
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%	16.6%	14.6%	13.9%
资产总额	17,096.9	20,587.0	20,492.8	28,074.9	27,982.4	偿债能力					
短期债务	849.0	2,229.5	409.5	510.9	285.1	资产负债率	51.7%	58.5%	53.3%	62.3%	57.8%
应付帐款	3,776.8	3,500.6	6,967.4	9,727.2	10,407.3	负权益比	107.1%	140.8%	114.3%	165.4%	136.7%
应付票据	820.7	2,449.4	1,237.6	4,627.0	3,131.2	流动比率	1.80	1.43	1.37	1.32	1.40
其他流动负债	770.7	501.7	790.3	643.6	853.2	速动比率	1.56	1.17	1.16	0.99	1.13
长期借款	934.6	966.3	-	449.2	-	利息保障倍数	14.13	6.19	4.96	18.75	26.47
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	10,929.4	17,494.9	16,162.9	DPS(元)	0.10	0.10	0.06	0.07	0.07
少数股东权益	24.7	23.9	25.6	28.2	31.2	分红比率	13.6%	19.3%	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	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.5%
留存收益	7,324.7	7,786.7	8,401.2	9,415.3	10,651.7						
股东权益	8,255.1	8,550.0	9,563.4	10,580.1	11,819.5						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	840.2	581.7	753.5	1,067.9	1,308.3	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	260.7	353.6	324.0	343.4	359.7	EPS(元)	0.74	0.51	0.66	0.94	1.15
资产减值准备	172.7	233.5	-	-	-	BVPS(元)	7.24	7.50	8.39	9.28	10.37
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	17.7	25.6	19.7	13.9	11.4
财务费用	45.5	93.5	210.3	66.6	56.9	PB(X)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
投资损失	9.1	-70.1	-70.0	-50.0	-50.0	P/FCF	-25.1	-14.5	-4.8	32.6	47.8
少数股东损益	2.2	1.3	1.7	2.5	3.0	P/S	3.1	2.9	1.9	1.3	1.1
营运资金的变动	-1,682.3	-3,465.3	-12.5	-1,457.9	-517.5	EV/EBITDA	22.7	12.4	9.9	8.6	6.8
经营活动产生现金流量	-99.7	-1,558.6	1,207.0	-27.4	1,160.4	CAGR(%)	8.4%	31.1%	-9.9%	8.4%	31.1%
投资活动产生现金流量	-1,695.7	-1,745.0	-9.9	-139.0	-117.3	PEG	2.1	0.8	-2.0	1.7	0.4
融资活动产生现金流量	4,273.5	1,107.8	-3,649.4	449.2	-843.8	ROIC/WACC	4.6	1.5	1.1	1.3	1.4
						REP	1.1	1.0	1.5	1.1	0.9

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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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
	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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@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