

2019年09月02日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

## 产能初步放量+订单起步, 业绩符合预期 买入 (维持)

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5,127	7,310	9,524	12,197
同比 (%)	6%	43%	30%	28%
归母净利润 (百万元)	580	686	872	1124
同比 (%)	-31%	18%	27%	29%
每股收益 (元/股)	0.51	0.60	0.77	0.99
P/E (倍)	24.23	20.48	16.12	12.51

### 投资要点

- **19H1 扣非净利润 2.92 亿元, 同比增 10.3%, 符合预期:** 公司 2019 年上半年实现营收 36.07 亿元, 同比增长 38.36%; 归母净利润 3.52 亿元, 同比下降 24.49%, 其中非经常性损益 0.60 亿元, 同比下降 70.3%。19H1 扣非净利润 2.92 亿元, 同比增长 10.34%。盈利能力看, 上半年公司毛利率为 29.51%, 同比下降 4.2pct。分季度看, 公司 2019 年二季度实现营收 18.55 亿元, 同比增长 19.89%, 环比增长 5.86%; 归母净利润 1.5 亿元, 同比下降 50.76%, 环比下降 25.58%。盈利能力看, 二季度公司毛利率为 29.01%, 同比下降 5.28pct, 环比下降 1.03pct。
- **电池销量高速增长, 毛利率相对稳定: 动力电池业务 19H1 实现营收 32.79 亿元, 同比增长 48.72%, 占比总营收 90.1%。** 1) 铁锂放量, 三元初起步: 19H1 国轩高科装机电量 1.76gwh, 同比增长 93%, 其中磷酸铁锂装机 1.57gwh, 同比增长 85%, 铁锂市占率达到 20.5%, 较 18 全年提升 10 个百分点, 仅次于宁德时代、比亚迪; 三元装机电量 0.2gwh, 同比增 204%。上半年预计出货 3.2gwh 左右。2) 铁锂广泛拓展乘用车客户, 且储能起量: 公司开发能量密度 190wh/kg 铁锂电池, 成功应用于江淮、奇瑞等乘用车上。19H1 国轩装机主要客户为江淮、奇瑞、安凯、吉利。主要配套车型为江淮 iEV6E、奇瑞 eQ1、江淮 iEVA50、江淮 iEV7、众泰 Z500 等。其中奇瑞为公司最大的新增客户, 由于公司铁锂电池更具备成本优势, 配套 a00 级车单车电池成本可节省 0.4-0.5 万元, 因此迅速在奇瑞 eQ1 上放量。3) 成本下降弥补价格下降, 毛利率环比回升维持高位: 19H1 电池毛利率 30.35%, 同比下降 2.12pct, 环比提升 5pct。我们预计公司铁锂价格 1.1 元/wh, 同比下降 20%, 但由于原材料成本下降、能量密度提升, 公司毛利率得以维持高位。
- **输变电业务萎缩:** 19H1 实现营收 2.29 亿元, 同比降 25.2%, 毛利率 14.34%, 同比下滑 15.29pct。输变电业务采用先招标后采购, 按合同约定结算的模式, 19H1 招标项目数量大幅缩减, 对经营造成较大影响。
- **财务费用大增, 管理和销售费用控制加强, 三费率同比下降 1.1pct:** 上半年, 公司三费合计 6.35 亿元, 同比增长 30.21%, 费用率为 17.61%, 同比提下降 1.1 个百分点。
- **应收账款、库存商品维持高位, 经营现金流承压:** 2019 年上半年公司存货为 24.07 亿, 较年初增加 5.7%, 其中库存商品 16.19 亿元, 较年初增长 63%; 应收账款 66.58 亿, 较年初增长 33.13%。
- **盈利预测与投资评级:** 预计公司 19-21 年归母净利润 6.86/8.72/11.24 亿, 同比增长 18%/27%/29%, EPS 为 0.60/0.77/0.99 元/股, 对应 PE 为 20x/16x/13x。考虑到公司在铁锂电池市场技术储备和客户资源布局深厚, 新产能投放顺利, 给予 20 年 20 倍 PE, 对应目标价 15.4 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.37
一年最低/最高价	9.92/19.12
市净率(倍)	1.61
流通 A 股市值(百万元)	12514.69

### 基础数据

每股净资产(元)	7.69
资产负债率(%)	61.34
总股本(百万股)	1136.65
流通 A 股(百万股)	1011.70

### 相关研究

- 1、《国轩高科 (002074) 中报点评: 降价趋势下经营性利润承压, 符合预期》2018-09-05

**19H1 扣非净利润 2.92 亿元，同比增 10.3%，符合预期：**公司 2019 年上半年实现营业收入 36.07 亿元，同比增长 38.36%；归母净利润 3.52 亿元，同比下降 24.49%，其中非经常性损益 0.60 亿元，同比下降 70.3%。19H1 扣非净利润 2.92 亿元，同比增长 10.34%。盈利能力看，上半年公司毛利率为 29.51%，同比下降 4.2pct。

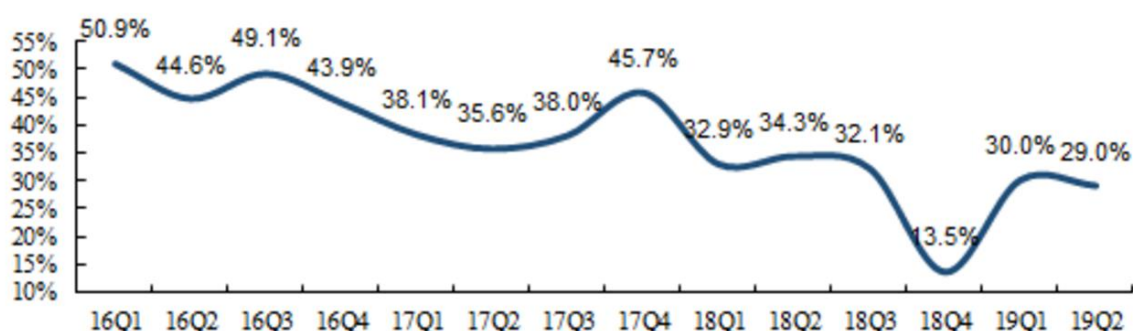
**19Q2 毛利率环比稳定，费用较高影响单季度利润：**分季度看，公司 2019 年二季度实现营业收入 18.55 亿元，同比增长 19.89%，环比增长 5.86%；归母净利润 1.5 亿元，同比下降 50.76%，环比下降 25.58%；扣非净利润 1.15 亿元，同比下降 12.28%，环比下降 34.51%。盈利能力看，二季度公司毛利率为 29.01%，同比下降 5.28pct，环比下降 1.03pct。二季度净利率为 8.01%，同比下降 11.71pct，环比下降 3.49pct；扣非净利率为 6.22%，同比下降 2.28pct，环比下降 3.84pct。

图表 1：国轩高科分季度经营情况

	2Q2019	1Q2019	4Q2018	3Q2018	2Q2018	1Q2018
营业收入(百万)	1,854.6	1,752.0	1,030.2	1,490.0	1,546.9	1,059.8
-同比	19.89%	65.31%	-4.90%	9.73%	19.99%	-4.32%
毛利率	29.01%	30.04%	13.51%	32.10%	34.29%	32.87%
归母净利润(百万)	150.0	201.5	-78.7	193.5	304.6	161.0
-同比	-50.76%	25.22%	-139.66%	-0.51%	25.24%	-20.33%
净利率	8.01%	11.50%	-7.39%	12.88%	19.72%	15.18%
扣非归母净利润(百万)	115.44	176.26	-209.29	136.21	131.60	132.76
-同比	-12.28%	32.77%	-1616.88%	-5.33%	-42.00%	-8.40%
扣非归母净利率	6.22%	10.06%	-20.31%	9.14%	8.51%	12.53%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：国轩高科单季度毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**电池销量高增长，毛利率相对稳定：**动力电池业务 19H1 实现营业收入 32.79 亿元，同

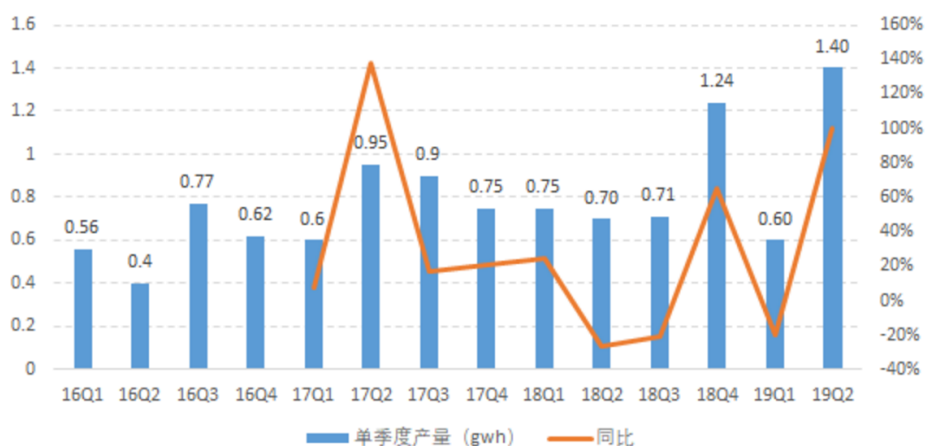
比增长 48.72%，占比总营收 90.1%。子公司国轩合肥 19H1 实现营收 33.54 亿元，同比增长 46.5%；净利润 4.39 亿元，同比下降 4.4%。

1) **铁锂放量，三元初起步**：19H1 国轩高科装机电量 1.76gwh，同比增长 93%，其中磷酸铁锂装机 1.57gwh，同比增长 85%，铁锂市占率达到 20.5%，较 18 全年提升 10 个百分点，仅次于宁德时代、比亚迪；三元装机电量 0.2gwh，同比增 204%。根据高工锂电统计，公司 19H1 动力电池产量 2gwh，同比增 38%，其中铁锂产量 1.76gwh，三元产量 0.24gwh。上半年预计出货 3.2gwh 左右，其中 19Q1/Q2 分别出货 1.2 和 2gwh。

3) **铁锂广泛拓展乘用车客户，且储能起量**：公司开发能量密度 190wh/kg 铁锂电池，成功应用于江淮、奇瑞等乘用车上。19H1 国轩装机主要客户为江淮 (0.99gwh，占公司出货量 56%)、奇瑞 (0.38gwh，占比 21.3%)、安凯 (0.13gwh，占比 7.5%)、吉利 (0.13gwh，占比 7.5%)。主要配套车型为江淮 iEV6E、奇瑞 eQ1、江淮 iEVA50、江淮 iEV7、众泰 Z500 等。其中奇瑞为公司最大的新增客户，由于公司铁锂电池更具备成本优势，配套 a00 级车单车电池成本可节省 0.4-0.5 万元，因此迅速在奇瑞 eQ1 上放量。

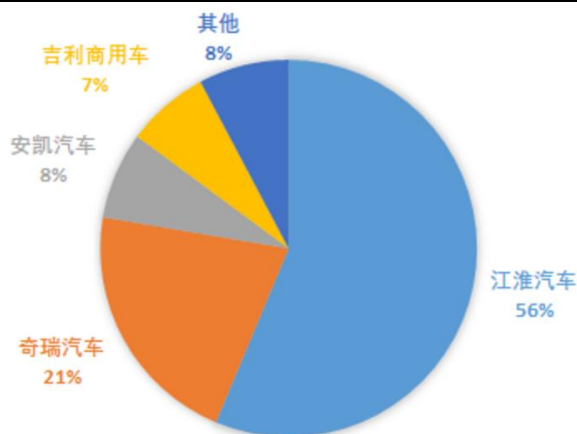
3) **成本下降弥补价格下降，毛利率环比回升维持高位**：19H1 电池毛利率 30.35%，同比下降 2.12pct，环比提升 5pct。我们预计公司铁锂价格 1.1 元/wh，同比下降 20%，但由于原材料成本下降、能量密度提升，公司毛利率得以维持高位。预计 19Q3 补贴退坡后，价格环比下调 5-10%，毛利率或略有回落。

图表 3：国轩高科季度产量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：19H1 国轩高科客户结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**输变电业务萎缩：**19H1 实现营收 2.29 亿元，同比下降 25.2%，毛利率 14.34%，同比下滑 15.29 个百分点。输变电业务采用先招标后采购，按合同约定结算的采购模式，19H1 招标项目数量大幅缩减，对公司经营造成较大影响。

图表 5：国轩高科分业务经营情况

	2019上半年					2018下半年		2018上半年	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
电池业务	32.79	48.7%	30.4%	-2.1%	5.0%	23.55	25.4%	22.05	32.5%
输变电业务	2.29	-25.2%	14.3%	-15.3%	26.3%	1.25	-12.0%	3.06	29.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**财务费用大增，管理和销售费用控制加强，三费费率同比下降 1.1pct：**上半年，公司三费合计 6.35 亿元，同比增长 30.21%，费用率为 17.61%，同比提下降 1.1 个百分点。其中销售费用 1.47 亿元，同比下降 8.47%，销售费用率 4.06%；管理费用（含研发）3.54 亿元，同比增长 19.32%，其中研发费用 1.74 亿，研发费用/营收为 4.82%；财务费用 1.35 亿元，同比大增 334.88%。2Q 销售及财务费用费率提升，19Q2 三费合计 3.61 亿元，同比增长 50%，环比增长 32%。

图表 6：国轩高科 19H1 费用情况

项目	规模 (百万)	规模同比 (%)	费用率	费用率同比
销售费用	146.59	-8.47%	4.06%	-2.08%
财务费用	134.53	334.88%	3.73%	2.54%
管理+研发	354.00	19.32%	9.82%	-1.57%
三费合计	635.11	30.21%	17.61%	-1.10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**应收账款、库存商品维持高位，经营现金流承压：**2019年上半年公司存货为24.07亿，较年初增加5.7%，其中库存商品16.19亿元，较年初增长63%，发出商品1.2亿，较年初减少83%；应收账款66.58亿，较年初增长33.13%；期末公司预收账款1.5亿元，较年初增长130.2%。经营活动净现金流为-2.61亿，去年同期为-1.39亿元。期末公司账面现金为24.4亿，较年初下降21.09%；短期借款26.76亿元，较年初增长20.04%。

**盈利预测与投资建议：**预计公司19-21年归母净利润6.86/8.72/11.24亿，同比增长18%/27%/29%，EPS为0.60/0.77/0.99元/股，对应PE为20x/16x/13x。考虑到公司在铁锂电池市场技术储备和客户资源布局深厚，新产能投放顺利，给予20年20倍PE，对应目标价15.4元，给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

国轩高科三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>12,396</b>	<b>14,479</b>	<b>18,988</b>	<b>24,198</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,127</b>	<b>7,310</b>	<b>9,524</b>	<b>12,197</b>
现金	3,092	2,193	2,857	3,659	减:营业成本	3,631	5,154	6,999	8,974
应收账款	5,001	7,068	9,210	11,795	营业税金及附加	41	56	72	93
存货	2,277	3,254	4,442	5,713	销售费用	282	351	429	549
其他流动资产	1,775	1,638	2,063	2,517	管理费用	691	738	876	1,061
<b>非流动资产</b>	<b>8,191</b>	<b>8,793</b>	<b>8,973</b>	<b>8,915</b>	财务费用	108	207	191	232
长期股权投资	495	495	495	495	资产减值损失	234	195	225	271
固定资产	4,704	4,994	5,244	5,306	加:投资净收益	70	0	70	70
无形资产	667	650	731	711	其他收益				
其他非流动资产	2,324	2,654	2,503	2,402	<b>营业利润</b>	<b>639</b>	<b>788</b>	<b>1,002</b>	<b>1,287</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,587</b>	<b>23,272</b>	<b>27,961</b>	<b>33,112</b>	加:营业外净收支	7	2	2	6
<b>流动负债</b>	<b>8,681</b>	<b>10,467</b>	<b>15,512</b>	<b>19,842</b>	<b>利润总额</b>	<b>646</b>	<b>790</b>	<b>1,004</b>	<b>1,293</b>
短期借款	2,424	1,794	3,920	5,116	减:所得税费用	64	103	130	168
应付账款	3,062	4,346	5,903	7,568	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	3,195	4,327	5,689	7,158	<b>归属母公司净利润</b>	<b>580</b>	<b>686</b>	<b>872</b>	<b>1,124</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3,356</b>	<b>3,356</b>	<b>2,363</b>	<b>2,363</b>	EBIT	747	996	1192	1519
长期借款	966	966	966	966	EBITDA	1,101	1,374	1,613	1,977
其他非流动负债	2,389	2,389	1,396	1,396					
<b>负债合计</b>	<b>12,037</b>	<b>13,823</b>	<b>17,874</b>	<b>22,204</b>	<b>重要财务与估值指</b>				
少数股东权益	24	25	25	27	<b>标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
归属母公司股东权益	8,526	9,424	10,061	10,881	每股收益(元)	0.51	0.60	0.77	0.99
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,587</b>	<b>23,272</b>	<b>27,961</b>	<b>33,112</b>	每股净资产(元)	7.50	8.29	8.85	9.57
					发行在外股份(百万				
					股)	1,137	1,137	1,137	1,137
					ROIC(%)	7.0%	6.9%	7.3%	8.1%
					ROE(%)	6.8%	7.3%	8.7%	10.3%
					毛利率(%)	29.2%	29.5%	26.5%	26.4%
					销售净利率(%)	11.3%	9.4%	9.2%	9.2%
					资产负债率(%)	58.5%	59.4%	63.9%	67.1%
					收入增长率(%)	6.0%	42.6%	30.3%	28.1%
					净利润增长率(%)	-30.7%	18.3%	27.1%	28.8%
					P/E	24.23	20.48	16.12	12.51
					P/B	1.65	1.49	1.40	1.29
					EV/EBITDA	17	13	11	9

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

