

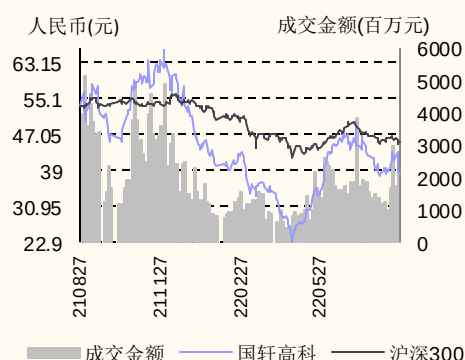
国轩高科 (002074.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 38.23 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	17.79
已上市流通 A 股(亿股)	12.38
总市值(亿元)	680.06
年内股价最高最低(元)	66.37/22.90
沪深 300 指数	4108
深证成指	12060



短期业绩承压，布局上游盈利能力有望迎拐点

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,724	10,356	31,434	44,131	57,532
营业收入增长率	35.60%	54.01%	203.53%	40.39%	30.37%
归母净利润(百万元)	150	102	748	2,164	2,647
归母净利润增长率	192.02%	-31.92%	633.68%	189.45%	22.34%
摊薄每股收益(元)	0.117	0.061	0.420	1.216	1.488
每股经营性现金流净额	0.53	0.64	-1.63	2.41	2.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.37%	0.54%	3.87%	10.29%	11.44%
P/E	334.70	837.34	90.97	31.43	25.69
P/B	4.59	4.54	3.52	3.23	2.94

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 事件：公司 8 月 26 日发布 22 年半年报：1) 1H22，公司营收 86.38 亿元，同比+143.24%，归母净利润 0.65 亿元，同比+34.15%，扣非净利润-1.73 亿元，同比-52.92%。

经营分析

- **电池业务：**1) 公司上半年动力电池业务毛利率为 12.49%，同比下降 6.78pct,主要系 22Q1 部分订单尚未顺价所导致，目前公司已基本完成顺价机制；2) 公司上半年储能电池毛利率为 10.24%，主要系公司与部分储能客户价格传导相对滞后所致，预计 22H2 将会改善。3) 公司电池业务 22 年 22Q1 出货约 5.4GWh、22Q2 出货约 5.8GWh,我们预计公司 22 年全年电池出货有望达 35GWh 以上。
- **资源端+中游材料：**1) 碳酸锂：公司布局碳酸锂产能 12 万吨（国轩科丰 2 万吨已于 22 年一季度投产、宜丰国轩和奉新国轩各 5 万吨预计 22 年四季度小批量试产），预计 22 年出货 6000 吨以上，至 2023 年预计权益碳酸锂自给率将接近 60%；2) 中游材料：携手星源布局隔膜（持股 27.69%）、携手中冶瑞木布局正极（持股 30%）、携手安徽铜冠铜箔保障铜箔供应（持股 3.5%）、设子公司精密涂布量产涂碳铝箔。
- **展望未来：**未来几年公司产能和装机量迈入加速增长期。预计 22 年公司电池产能将达到 100GWh,25 年规划达到 300GWh,公司目前已拥有合肥（新站、经开、庐江、肥东）、南京、青岛、唐山、南通、柳州、宜春等十大生产基地，并于 2021 年收购博世在德国哥根廷的工厂，开启在欧洲本地化生产的进程。是国内规划产能最大的电池厂之一。

盈利预测与投资建议

- 公司是未来几年碳酸锂自给率最高的电池企业之一，预计 2022-2024 年公司归母净利润为 7.48、21.64、26.47 亿元，当前股价对应 PE 分别为 90/31/25 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争格局恶化风险，公司产能建设不及预期风险。

相关报告

- 1.《国轩高科深度报告-《2022-06-09 公司深度研究》》，2022.6.12

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

薛少龙 联系人
xueshaolong@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,959	6,724	10,356	31,434	44,131	57,532
增长率		35.6%	54.0%	203.5%	40.4%	30.4%
主营业务成本	-3,345	-5,028	-8,429	-24,729	-32,494	-43,166
%销售收入	67.5%	74.8%	81.4%	78.7%	73.6%	75.0%
毛利	1,613	1,696	1,927	6,705	11,637	14,367
%销售收入	32.5%	25.2%	18.6%	21.3%	26.4%	25.0%
营业税金及附加	-38	-43	-75	-227	-319	-416
%销售收入	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-334	-266	-330	-1,006	-1,271	-1,624
%销售收入	6.7%	4.0%	3.2%	3.2%	2.9%	2.8%
管理费用	-398	-398	-569	-1,572	-2,096	-2,705
%销售收入	8.0%	5.9%	5.5%	5.0%	4.8%	4.7%
研发费用	-437	-499	-644	-1,886	-2,515	-3,247
%销售收入	8.8%	7.4%	6.2%	6.0%	5.7%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	406	490	308	2,014	5,435	6,374
%销售收入	8.2%	7.3%	3.0%	6.4%	12.3%	11.1%
财务费用	-291	-312	-335	-675	-1,020	-1,193
%销售收入	5.9%	4.6%	3.2%	2.1%	2.3%	2.1%
资产减值损失	-544	-471	-541	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-24	61	15	50	55	63
%税前利润	n.a	36.6%	30.3%	3.6%	1.2%	1.2%
营业利润	59	168	39	1,389	4,470	5,245
营业利润率	1.2%	2.5%	0.4%	4.4%	10.1%	9.1%
营业外收支	-7	-1	9	0	0	0
税前利润	52	166	48	1,389	4,470	5,245
利润率	1.0%	2.5%	0.5%	4.4%	10.1%	9.1%
所得税	-4	-20	29	-208	-671	-787
所得税率	6.9%	11.7%	-60.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	48	147	77	1,181	3,800	4,458
少数股东损益	-3	-3	-25	433	1,636	1,811
归属于母公司的净利润	51	150	102	748	2,164	2,647
净利率	1.0%	2.2%	1.0%	2.4%	4.9%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	48	147	77	1,181	3,800	4,458
少数股东损益	-3	-3	-25	433	1,636	1,811
非现金支出	1,059	1,078	1,351	1,192	1,351	1,509
非经营收益	198	157	256	1,288	1,012	1,135
营运资金变动	-1,989	-697	-625	-6,567	-1,876	-2,404
经营活动现金净流	-683	685	1,058	-2,905	4,286	4,698
资本开支	-1,957	-2,091	-4,442	-461	-2,912	-2,912
投资	-163	-255	258	0	0	0
其他	58	103	-1	50	55	63
投资活动现金净流	-2,062	-2,243	-4,185	-411	-2,857	-2,848
股权募资	160	21	7,675	141	0	0
债权募资	3,660	1,534	3,818	4,363	2,014	1,708
其他	-740	-221	-1,361	-1,196	-1,512	-1,732
筹资活动现金净流	3,080	1,334	10,132	3,308	503	-24
现金净流量	331	-241	7,002	-9	1,932	1,826

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,615	3,344	11,385	11,375	13,306	15,131
应收款项	6,308	7,758	8,297	14,896	18,570	22,688
存货	3,959	3,220	4,488	8,130	9,793	11,826
其他流动资产	879	1,298	1,110	1,355	1,467	1,620
流动资产	14,761	15,620	25,280	35,756	43,136	51,265
%总资产	58.6%	56.1%	58.0%	67.5%	69.7%	71.8%
长期投资	1,496	1,659	2,084	2,084	2,084	2,084
固定资产	6,832	8,312	11,394	12,880	14,395	15,754
%总资产	27.1%	29.9%	26.1%	24.3%	23.3%	22.1%
无形资产	1,033	1,507	2,453	2,211	2,258	2,303
非流动资产	10,409	12,215	18,333	17,185	18,746	20,148
%总资产	41.4%	43.9%	42.0%	32.5%	30.3%	28.2%
资产总计	25,170	27,835	43,613	52,941	61,881	71,414
短期借款	4,292	4,131	6,719	10,834	12,347	13,055
应付款项	6,752	7,288	10,519	14,357	16,455	19,744
其他流动负债	352	475	1,044	725	1,931	2,287
流动负债	11,397	11,894	18,282	25,916	30,733	35,086
长期贷款	723	2,587	4,378	5,378	6,378	7,378
其他长期负债	3,995	2,279	1,579	1,307	1,075	1,330
负债	16,115	16,759	24,239	32,600	38,186	43,794
普通股股东权益	8,904	10,906	18,778	19,310	21,029	23,143
其中：股本	1,137	1,281	1,665	1,779	1,779	1,779
未分配利润	2,996	3,158	3,384	3,775	5,494	7,608
少数股东权益	152	169	597	1,030	2,666	4,477
负债股东权益合计	25,170	27,835	43,613	52,941	61,881	71,414

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.045	0.117	0.061	0.420	1.216	1.488
每股净资产	7.834	8.517	11.280	10.855	11.822	13.010
每股经营现金净流	-0.601	0.535	0.636	-1.633	2.410	2.641
每股股利	0.100	0.000	0.100	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	0.58%	1.37%	0.54%	3.87%	10.29%	11.44%
总资产收益率	0.20%	0.54%	0.23%	1.41%	3.50%	3.71%
投入资本收益率	2.28%	2.30%	1.60%	4.62%	10.89%	11.28%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.28%	35.60%	54.01%	203.53%	40.39%	30.37%
EBIT增长率	-15.82%	20.70%	-37.18%	553.68%	169.88%	17.29%
净利润增长率	-91.17%	192.02%	-31.92%	633.68%	189.45%	22.34%
总资产增长率	22.26%	10.58%	56.69%	21.39%	16.89%	15.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	390.4	331.0	234.5	135.0	120.0	114.0
存货周转天数	340.2	260.6	166.9	120.0	110.0	100.0
应付账款周转天数	403.8	303.4	204.0	135.0	121.5	109.4
固定资产周转天数	408.4	388.6	308.8	103.7	74.0	55.9
偿债能力						
净负债/股东权益	42.70%	35.75%	0.81%	25.97%	22.65%	19.00%
EBIT利息保障倍数	1.4	1.6	0.9	3.0	5.3	5.3
资产负债率	64.02%	60.21%	55.58%	61.58%	61.71%	61.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	16	30
增持	0	1	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.14	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-12	买入	44.59	55.10 ~ 70.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402