

全年营收超百亿，成本压力延续

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年报及 2022 一季报, 2021 年全年实现营业收入 103.56 亿元, 同比增长 54.01%; 实现归母净利润 1.02 亿元, 同比下降 31.92%; 实现扣非归母净利润-3.42 亿元, 同比下降 45.03%。2021 年单四季度实现营业收入 46.31 亿元, 同比增长 74.99%, 环比增长 113.12%; 实现归母净利润 0.34 亿元, 同比下降 47.12%, 环比增长 73.25%; 实现扣非归母净利润-1.69 亿元, 同比下降 291.91%, 环比下降 183.43%; 2022 年一季度实现营业收入 39.16 亿元, 同比增长 203.14%, 环比下降 15.44%; 实现归母净利润 0.32 亿元, 同比增长 32.79%, 环比下降 5.46%; 实现扣非归母净利润 0.10 亿元, 同比增长 154.69%, 环比增长 105.78%。
- **公司完成大众战投, 并加深产业链布局。** 2021 年, 公司完成非公开发行股票, 引入战略投资者大众中国, 大众中国成为公司第一大股东, 同时完成大众中国推荐的 3 名董事的聘任。预计远期, 公司磷酸铁锂电芯有望为大众部分车型提供额外动力解决方案。此外, 公司积极推进产业链布局, 投资建设肥东产业基地、江西宜春碳酸锂项目等, 搭建电池回收网络, 加速形成产业闭环。预计未来, 随着碳酸锂等矿产资源供应偏紧, 公司自有碳酸锂项目有望对于公司原材料供应提供保障, 同时一定程度上降低原材料成本。
- **产品单价下滑, 成本端显著承压。** 公司 2021 年全年销售毛利率达到 18.61%, 电池组产品毛利率低至 17.88%, 均跌至历史最低, 22Q1 销售毛利率更达到 14.49%。经测算, 公司电池组产品毛利率下滑主要受碳酸锂等原材料拖累。2021 年初, 碳酸锂价格仅不足 5 万元/吨, 至 2021 年底, 碳酸锂价格接近 30 万元/吨, 至 2022 年 Q1, 碳酸锂价格已站上 50 万元/吨。若 1GWh 磷酸铁锂电池需要使用 550 吨碳酸锂, 对应 2021 年全年每 Wh 电池理论成本将上涨 0.14 元/Wh。公司 2021 年销售锂电池约 14.46GWh, 对应单位营收为 0.68 元/Wh, 低于 2020 年 0.76 元/Wh 水平, 成本端扩产带来的规模优势又被以碳酸锂为主的上游原材料涨价稀释, 导致全年毛利率受损严重。预期随着低价库存告罄, 若公司持续以高价购入原材料, 那么成本端压力或将被再次放大。
- **信用减值损失拖累仍在, 应收账款周转率提升, 预期向好。** 公司 2019-2020 年业绩受减值损失拖累严重, 2021 年, 公司信用减值损失仍计提 3.4 亿元。据 2021 年年报披露, 公司应收账款金额较 2020 年下降 8.26%, 达 67.2 元, 其中账龄在 2 年以上且未计提的金额为 2.8 亿元, 存在一定风险。然而, 2021 年公司应收账款周转率提升至 1.56, 较 2020 年提升 0.46, 公司应收账款变现能力变强。预期未来随着客户结构优化、管理水平提升, 公司将逐步摆脱信用减值风险, 盈利能力进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.34 元、0.68 元、1.03 元, 未来三年归母净利润将保持 156% 的复合增长率。考虑到公司股权激励助力产销量 (营业收入) 稳定增长, 成本压力缓解后盈利预期向好, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放的风险; 原材料价格持续上涨, 部分物料供应紧缺的风险; 供过于求, 市场竞争加剧的风险; 坏账损失的风险。

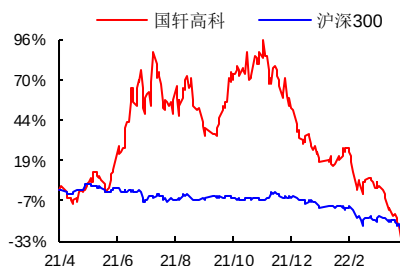
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10356.08	21742.73	33408.71	46557.67
增长率	54.01%	109.95%	53.65%	39.36%
归属母公司净利润 (百万元)	101.89	562.68	1129.34	1706.63
增长率	-31.92%	452.24%	100.71%	51.12%
每股收益 EPS (元)	0.06	0.34	0.68	1.03
净资产收益率 ROE	0.40%	2.89%	5.49%	7.66%
PE	438	79	40	26
PB	2.38	2.37	2.23	2.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
 执业证号: S1250520100002
 电话: 021-58351923
 邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.65
流通 A 股(亿股)	11.22
52 周内股价区间(元)	22.95-66.52
总市值(亿元)	446.14
总资产(亿元)	315.52
每股净资产(元)	8.78

相关研究

1. 国轩高科 (002074): 成本承压, 业绩不及预期 (2021-11-01)
2. 国轩高科 (002074): 配套电池放量在即, 业绩拐点将现 (2021-09-01)

关键假设:

假设 1: 下游新能源汽车需求旺盛, 公司锂电池产品供不应求, 销量随产能建设稳步增长, 2022-2024 年销量达到 30/50/70GWh;

假设 2: 因碳酸锂等原材料价格显著上涨, 公司在 2022 年上调锂电池产品单价至 0.7 元/Wh 以传导部分成本压力, 假设单位成本为 0.57 元/Wh, 则 2022 年毛利率约为 18.5%;

假设 3: 2023-2024 年原材料价格回落, 锂电池产品单价及成本修复至历史水平, 毛利率回升;

假设 4: 公司输配电产品毛利率修复至历史平均水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
电池组	收入	9765	21093	32694	45771
	增速	\	116.0%	55.0%	40.0%
	毛利率	17.9%	18.5%	20.0%	20.0%
输配电产品	收入	458	504	555	610
	增速	\	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	132.6	146	160	177
	增速	\	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	91.4%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	10356	21743	33409	46558
	增速	\	110.0%	53.7%	39.4%
	毛利率	18.6%	18.9%	20.3%	20.2%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10356.08	21742.73	33408.71	46557.67	净利润	76.93	562.68	1129.34	1706.63
营业成本	8429.25	17633.67	26642.37	37153.09	折旧与摊销	809.84	875.55	875.55	875.55
营业税金及附加	74.94	153.34	234.39	328.93	财务费用	335.25	1022.67	1304.26	1623.72
销售费用	330.22	543.57	668.17	698.37	资产减值损失	-197.74	100.00	100.00	100.00
管理费用	1067.92	2174.27	3340.87	4655.77	经营资本变动	2264.83	632.94	-376.57	-3578.81
财务费用	335.25	1022.67	1304.26	1623.72	其他	-2230.89	-100.00	-100.00	-100.00
资产减值损失	-197.74	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1058.21	3093.84	2932.58	627.09
投资收益	14.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3873.57	-3000.00	-4000.00	-5000.00
公允价值变动损益	-0.18	0.00	0.00	0.00	其他	-311.63	126.67	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	500.00	200.00	0.00	投资活动现金流净额	-4185.20	-2873.33	-4000.00	-5000.00
营业利润	39.16	615.20	1318.63	1997.80	短期借款	2228.56	1519.55	1000.00	1656.37
其他非经营损益	8.67	10.00	10.00	10.00	长期借款	1791.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.83	625.20	1328.63	2007.80	股权融资	7347.23	0.00	0.00	0.00
所得税	-29.09	62.52	199.29	301.17	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	76.93	562.68	1129.34	1706.63	其他	-1235.44	-2757.41	-1304.26	-1623.72
少数股东损益	-24.96	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	10131.55	-1237.86	-304.26	32.64
归属母公司股东净利润	101.89	562.68	1129.34	1706.63	现金流量净额	7002.05	-1017.34	-1371.68	-4340.26
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11385.05	10367.71	8996.03	4655.77	成长能力				
应收和预付款项	7378.23	12367.20	15562.10	17081.25	销售收入增长率	54.01%	109.95%	53.65%	39.36%
存货	4488.47	7053.47	7992.71	11145.93	营业利润增长率	-76.63%	1470.91%	114.34%	51.51%
其他流动资产	2028.69	1524.03	2313.10	3202.47	净利润增长率	-47.63%	631.46%	100.71%	51.12%
长期股权投资	1033.48	1033.48	1033.48	1033.48	EBITDA 增长率	8.94%	112.24%	39.19%	28.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11393.78	13700.16	17006.53	21312.91	毛利率	18.61%	18.90%	20.25%	20.20%
无形资产和开发支出	2434.13	2254.08	2074.03	1893.97	三费率	18.14%	17.20%	15.90%	14.99%
其他非流动资产	3471.57	3469.70	3467.83	3465.96	净利率	0.74%	2.59%	3.38%	3.67%
资产总计	43613.41	51769.82	58445.81	63791.73	ROE	0.40%	2.89%	5.49%	7.66%
短期借款	5480.45	7000.00	8000.00	9656.37	ROA	0.18%	1.09%	1.93%	2.68%
应付和预收款项	10643.38	18622.15	22785.76	24321.79	ROIC	4.13%	8.54%	10.66%	11.09%
长期借款	4377.86	4377.86	4377.86	4377.86	EBITDA/销售收入	11.44%	11.56%	10.47%	9.66%
其他负债	3737.32	2328.64	2711.67	3158.57	营运能力				
负债合计	24239.01	32328.65	37875.30	41514.59	总资产周转率	0.29	0.46	0.61	0.76
股本	1664.71	1664.71	1664.71	1664.71	固定资产周转率	1.30	2.58	4.33	6.63
资本公积	13194.37	13194.37	13194.37	13194.37	应收账款周转率	1.56	2.47	2.76	3.41
留存收益	3561.86	4124.54	5253.88	6960.51	存货周转率	2.08	3.06	3.54	3.88
归属母公司股东权益	18777.72	18844.49	19973.83	21680.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.66%	—	—	—
少数股东权益	596.68	596.68	596.68	596.68	资本结构				
股东权益合计	19374.40	19441.17	20570.51	22277.14	资产负债率	55.58%	62.45%	64.80%	65.08%
负债和股东权益合计	43613.41	51769.82	58445.81	63791.73	带息债务/总负债	42.73%	36.74%	34.00%	35.01%
					流动比率	1.38	1.19	1.09	1.01
					速动比率	1.14	0.92	0.84	0.70
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.34	0.68	1.03
					每股净资产	11.28	11.32	12.00	13.02
					每股经营现金	0.64	1.86	1.76	0.38
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1184.25	2513.42	3498.44	4497.08					
PE	437.87	79.29	39.50	26.14					
PB	2.38	2.37	2.23	2.06					
PS	4.31	2.05	1.34	0.96					
EV/EBITDA	34.89	16.96	12.86	11.34					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn