

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## 业绩不及预期 下半年有望改善

——国轩高科(002074)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

#### 市场数据(2017-08-29)

收盘价(元)	31.24
一年内最高/最低(元)	37.88/25.30
沪深300指数	3834.54
市净率(倍)	6.97
流通市值(亿元)	147.46

#### 基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	4.89
每股经营现金流(元)	0.25
毛利率(%)	36.79
净资产收益率_摊薄(%)	10.36
资产负债率(%)	63.95
总股本/流通股(万股)	87760/48650.81
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2017年08月30日

投资要点: 8月29日, 公司公告了17年半年度报告。

- **业绩不及预期。**17年上半年, 公司实现营收23.97亿元, 同比略降0.11%; 营业利润4.83亿元, 同比下降22.69%; 净利润4.45亿元, 同比下降16.56%, 基本每股收益0.51元, 业绩不及预期。17年上半年, 公司资产减值损失-1621万元, 而16年上半年为4294万元, 主要系前期货款回笼坏账准备相应减少; 营业外收入4172万元, 同比增长73.13%, 其中政府补助4046万元。同时, 公司预计17年1-9月净利润为6.35-6.95亿元, 同比变动幅度为-13.87%至-5.73%, 下降原因是17年我国动力电池价格普遍下降致动力电池产品毛利率显著回落。
- **动力电池业务营收略增 预计下半年增速提升。**17年上半年, 公司动力锂电池营收20.28亿元, 同比略增1.57%, 在公司营收中占比84.62%。预计下半年公司动力电池营收增速将提升, 主要基于两点: 一是下半年为我国新能源汽车产销旺季; 二是公司再次签署重大合同。8月25日, 合肥国轩与关联方江苏健康汽车签署了《买卖合同》: 合同金额18.41亿元, 提供1550套动力电池组(其中550套商用车、1000套物流车), 合同有效期至17年底。截止17年8月底, 公司17年以来累计签署重大合同金额合计约65.37亿元, 而公司16年总营收为47.58亿元, 上述合同如在17年内完全执行将显著利好公司业绩。另外, 后续密切关注公司配股发行进展。
- **投资正极三元前驱体。**17年8月29日, 公司公告全资子公司合肥国轩拟与中冶集团、比亚迪、曹妃甸发展共同设立合资公司, 合资公司注册资本93684万元, 其中合肥国轩持股占比30%(股权占比详见表1), 合资公司主要从事锂电池三元正极材料前驱体项目, 项目分两期建设, 其中一期项目设计生产提供NCM523三元材料前驱体4.8万吨和NCM622三元材料前驱体4万吨, 同时根据市场情况调节二者产量; 二期将增加一条同等处理能力的生产线。在同等条件下, 各股东对合资公司产品享有优先购买权。
- **加强新能源产业链中游产业生态圈布局。**为实现合肥国轩电芯制造过程中涂层产品的研发、生产及相关产品自主供给, 提升公司电芯制造能力, 17年8月29日, 公司公告全资子公司合肥国轩拟以自有资金出资5000万元设立全资子公司国轩涂布, 从事电芯制造中的电池材料及涂层技术研究, 涂碳铝箔、涂碳铜箔等表面处理产品的研发、生产及销售。同时, 以自有资金1000万元设立合肥国之轩投资管理有限公司, 目的在于加快新能源产业链布局。
- **加码新能源产业链上游布局 助推动力电池产业形成闭环。**17年8月

29日，公司公告全资子公司合肥国轩与兰州金川拟分别在安徽合肥设立安徽金轩、甘肃金昌设立甘肃金轩(上述设立公司均为暂定名)。安徽金轩主要从事动力电池(特别是磷酸铁锂、锰酸锂为正极的锂电池)回收、拆解、处理等全流程业务，其注册资本5000万元，其中合肥国轩以其现有的废旧电池处理设施等有效资产及现金出资，合计出资2550万元持股占比51%，兰州金川现金出资持股占比49%；甘肃金轩主要从事动力锂电池，特别是含镍钴废旧锂电池回收处理，并接受安徽金轩产出的含镍钴废旧锂电池拆解产物，其注册资本5000万元，其中兰州金川出资2550万元持股占比51%，合肥国轩持股占比49%。合作方兰州金川是中国最大、世界第二大的钴类产品专业生产商，拥有丰富的钴资源及世界领先的镍钴冶炼技术，此次合作利于二者在产业链上相互补充，推动公司在新能源动力锂电池产业形成闭环，完善公司新能源动力锂电池上游原材料和电池回收战略布局，利于巩固公司在动力电池领域的市场地位。

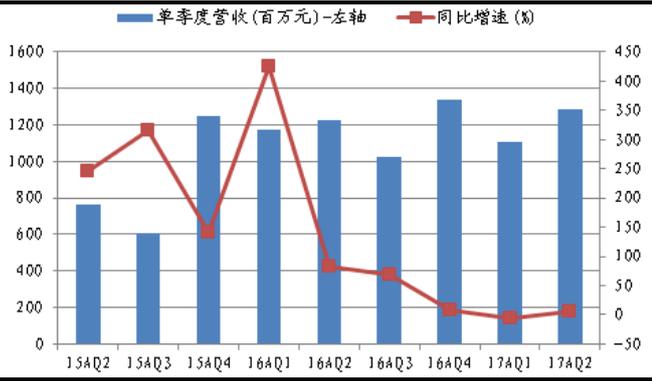
- **输配电设备业务营收下滑。**17年上半年，公司输配电产品营收3.43亿元，同比下降6.54%，在公司营收中占比14.30%。
- **盈利能力显著回落 预计下半年将逐步趋稳。**17年上半年，公司销售毛利率36.79%，较16年上半年的47.68%显著回落10.89个百分点，其中第二季度为35.63%，环比一季度回落2.52个百分点，盈利能力下降主要是我国新能源汽车补贴政策调整致整车压力较大，整车压力传导至动力电池领域，且行业竞争加剧所致。分业务毛利率：电池组为37.91%，同比回落12.43个百分点；输配电产品27.31%，同比回落1.13个百分点。目前，公司已初步完成涵盖正极材料、湿法隔膜、涂碳铝箔等上游关键原材料产业化布局，并掌握磷酸铁锂与三元正极材料等核心材料开发与技术，预计未来产业整合效应将逐步显现，总体预计下半年盈利能力将逐步趋稳。
- **高管增持显信心。**17年5月16日，公司公布公司高管计划增持公告：胡江林先生(公司董事、常务副总)、马桂富先生(董事会秘书、副总经理)计划于2017年5月16日起三个月内增持公司股份，各增持金额不低于500万元人民币。至7月22日，胡江林、马桂福分别增持502和501万元，增持后持股占比分别为0.0201%和0.0204%。
- **维持公司“增持”投资评级。**暂不考虑配股影响，预测公司2017年、2018年EPS分别为1.21元与1.45元，按08月29日31.24元收盘价计算，对应的PE分别为27.6倍与22.9倍。目前估值相对锂电行业水平合理，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**新能源汽车推广不及预期；行业竞争加剧；订单执行不及预期；项目进展不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2745.5	4757.9	6530.2	8752.7	11268.9
增长比率	210.0%	73.3%	37.2%	34.0%	28.7%
净利润(百万元)	584.6	1030.9	1057.7	1272.7	1519.2
增长比率	1453.1%	76.3%	2.6%	20.3%	19.4%
每股收益(元)	0.67	1.17	1.21	1.45	1.73
市盈率(倍)	49.9	28.3	27.6	22.9	19.2

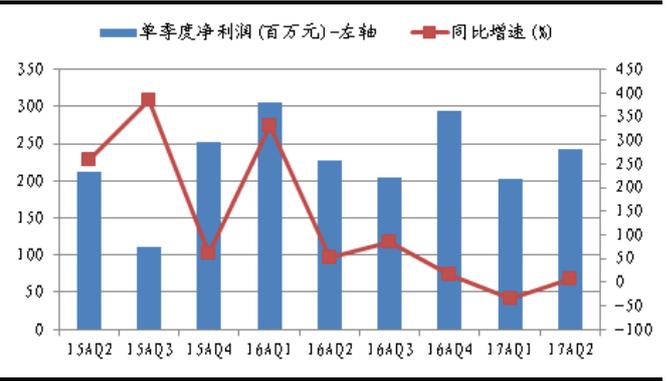
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2015-17 年公司单季度营收及增速



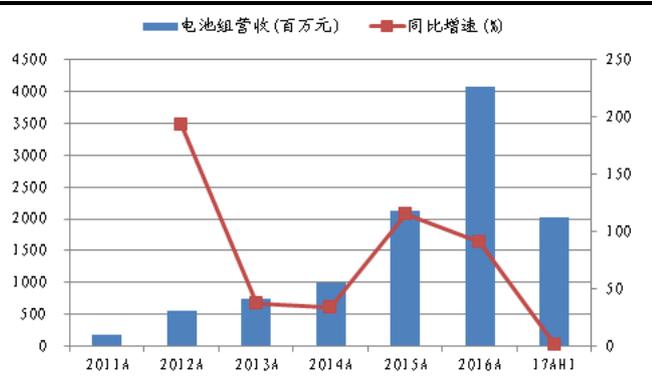
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-17 年公司单季度净利润及增速



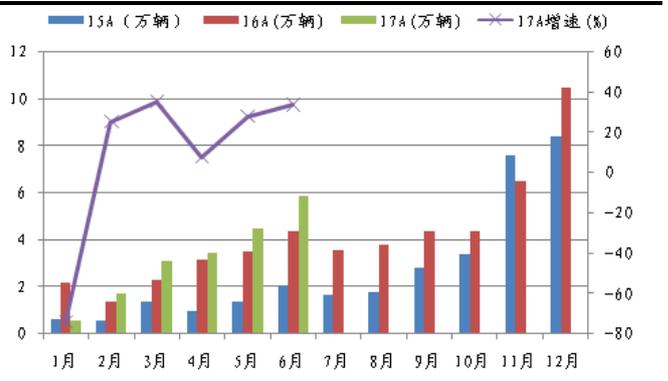
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2011-17 年公司电池组营收及增速



资料来源: 中原证券, 公司公告

图 4: 2015-17 年我国新能源汽车月度销量及增速



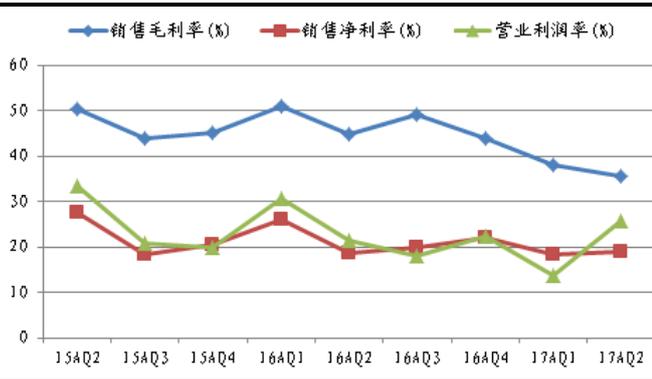
资料来源: 中原证券, 中汽协

表 1: 合肥国轩、中国中冶等合资公司股权概况

序号	公司名称	出资金额 (元)	出资比例
1	中国冶金科工集团有限公司	477,788,400	51%
2	合肥国轩高科动力能源有限公司	281,052,000	30%
3	比亚迪股份有限公司	93,684,000	10%
4	唐山曹妃甸发展投资集团有限公司	84,315,600	9%
5	合计	936,840,000	100%

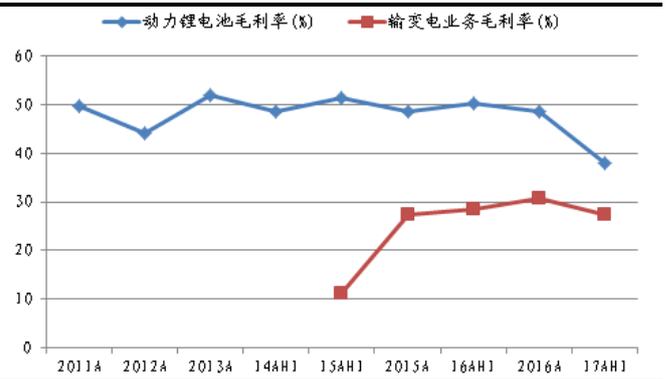
资料来源: 中原证券

图 5: 2015-17 年公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2011-17 年公司分业务盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2745.5</b>	<b>4757.9</b>	<b>6530.2</b>	<b>8752.7</b>	<b>11268.9</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,499.4	2,525.3	4,110.8	5,654.4	7,377.0	营业收入增长率	210.0%	73.3%	37.2%	34.0%	28.7%
营业税费	25.7	30.9	45.6	66.6	79.2	营业利润增长率	1523.4%	73.3%	2.8%	23.2%	21.1%
销售费用	210.4	382.7	480.0	640.7	822.6	净利润增长率	1453.1%	76.3%	2.6%	20.3%	19.4%
管理费用	272.0	577.6	735.8	972.0	1,296.3	EBITDA 增长率	730.9%	75.4%	-2.4%	16.1%	19.2%
财务费用	21.8	42.0	19.8	-43.2	-61.7	EBIT 增长率	970.5%	73.9%	0.8%	17.4%	20.4%
资产减值损失	79.9	92.7	5.0	60.0	60.0	NOPLAT 增长率	1038.3%	73.7%	1.1%	17.4%	20.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	3.0	-2.0	0.3	投资资本增长率	67.2%	78.1%	28.4%	-56.1%	106.0%
投资和汇兑收益	2.1	-0.6	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	478.6%	30.2%	30.0%	21.6%	21.2%
<b>营业利润</b>	<b>638.5</b>	<b>1,106.2</b>	<b>1,137.2</b>	<b>1,401.3</b>	<b>1,696.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	41.8	91.3	88.0	73.0	63.0	毛利率	45.4%	46.9%	37.0%	35.4%	34.5%
<b>利润总额</b>	<b>680.2</b>	<b>1,197.4</b>	<b>1,225.2</b>	<b>1,474.3</b>	<b>1,759.8</b>	营业利润率	23.3%	23.2%	17.4%	16.0%	15.1%
减: 所得税	92.9	164.6	165.4	199.0	237.6	净利润率	21.3%	21.7%	16.2%	14.5%	13.5%
<b>净利润</b>	<b>584.6</b>	<b>1030.9</b>	<b>1057.7</b>	<b>1272.7</b>	<b>1519.2</b>	EBITDA/营业收入	26.5%	26.8%	19.1%	16.5%	15.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	24.0%	24.1%	17.7%	15.5%	14.5%
货币资金	2,010.7	2,306.3	1,877.6	4,353.9	4,554.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	3.0	1.0	1.3	固定资产周转天数	105	145	141	102	77
应收帐款	1,465.6	2,445.3	3,032.2	3,855.4	5,338.9	<b>流动营业资本周转天数</b>	24	10	22	6	4
应收票据	433.7	305.1	783.3	675.5	1,159.9	流动资产周转天数	352	396	362	363	383
预付帐款	64.3	107.1	167.0	182.3	300.4	应收帐款周转天数	126	148	151	142	147
存货	488.6	630.3	1,260.3	1,248.4	2,063.1	存货周转天数	42	42	52	52	53
其他流动资产	93.0	113.7	115.0	111.9	113.5	总资产周转天数	524	640	597	534	513
可供出售金融资产	22.3	547.5	547.0	547.0	547.0	投资资本周转天数	111	111	119	72	52
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	34.4	34.4	34.4	34.4	ROE	19.4%	26.2%	20.7%	20.4%	20.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.7%	10.1%	9.3%	8.8%	8.7%
固定资产	1,220.1	2,604.2	2,528.4	2,452.6	2,376.8	ROIC	90.1%	93.6%	53.1%	48.6%	133.3%
在建工程	138.3	117.8	117.8	117.8	117.8	<b>费用率</b>					
无形资产	226.2	448.1	435.6	423.1	410.6	销售费用率	7.7%	8.0%	7.4%	7.3%	7.3%
其他非流动资产	550.4	554.9	543.1	535.5	537.3	管理费用率	9.9%	12.1%	11.3%	11.1%	11.5%
<b>资产总额</b>	<b>6,713.3</b>	<b>10,214.7</b>	<b>11,444.7</b>	<b>14,538.8</b>	<b>17,556.0</b>	财务费用率	0.8%	0.9%	0.3%	-0.5%	-0.5%
短期债务	344.0	627.0	-	-	-	三费/营业收入	18.4%	21.1%	18.9%	17.9%	18.3%
应付帐款	1,265.8	2,369.5	2,654.9	4,297.1	5,271.5	<b>偿债能力</b>					
应付票据	539.9	754.5	1,189.7	1,525.0	2,078.9	资产负债率	54.7%	61.2%	55.0%	57.0%	56.8%
其他流动负债	595.0	562.6	952.0	858.7	1,093.8	负债权益比	120.7%	157.9%	122.3%	132.3%	131.5%
长期借款	148.0	453.5	-	-	-	流动比率	1.66	1.37	1.51	1.56	1.60
其他非流动负债	778.6	1,487.6	1,500.0	1,600.0	1,529.2	速动比率	1.48	1.22	1.25	1.37	1.36
<b>负债总额</b>	<b>3,671.2</b>	<b>6,254.7</b>	<b>6,296.6</b>	<b>8,280.9</b>	<b>9,973.4</b>	利息保障倍数	30.30	27.34	58.44	-31.45	-26.48
<b>少数股东权益</b>	<b>26.0</b>	<b>24.3</b>	<b>26.4</b>	<b>29.0</b>	<b>32.0</b>	<b>分红指标</b>					
股本	876.4	876.1	877.6	877.6	877.6	DPS(元)	0.15	0.15	0.16	0.19	0.23
留存收益	2,411.1	3,324.4	4,244.1	5,351.3	6,673.0	分红比率	22.5%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>股东权益</b>	<b>3,042.1</b>	<b>3,960.0</b>	<b>5,148.1</b>	<b>6,257.9</b>	<b>7,582.6</b>	股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	587.3	1,032.9	1,057.7	1,272.7	1,519.2	EPS(元)	0.67	1.17	1.21	1.45	1.73
加: 折旧和摊销	67.8	147.5	88.3	88.3	88.3	BVPS(元)	3.44	4.48	5.84	7.10	8.60
资产减值准备	79.9	92.7	-	-	-	PE(X)	49.9	28.3	27.6	22.9	19.2
公允价值变动损失	-	-	3.0	-2.0	0.3	PB(X)	9.7	7.4	5.7	4.7	3.9
财务费用	21.1	41.0	19.8	-43.2	-61.7	P/FCF	69.7	30.8	-51.5	11.1	73.5
投资收益	-2.1	0.6	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	10.6	6.1	4.5	3.3	2.6
少数股东损益	2.7	1.9	2.1	2.6	3.0	EV/EBITDA	37.3	21.2	21.2	16.6	13.8
营运资金的变动	294.9	797.7	-609.4	1,276.0	-1,215.8	CAGR(%)	29.5%	13.8%	181.6%	29.5%	13.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>520.4</b>	<b>1,274.7</b>	<b>560.5</b>	<b>2,593.4</b>	<b>332.3</b>	PEG	1.7	2.0	0.2	0.8	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-499.6</b>	<b>-1,839.6</b>	<b>-6.4</b>	<b>5.0</b>	<b>1.0</b>	ROIC/WACC	8.6	8.9	5.1	4.6	12.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,110.5</b>	<b>903.2</b>	<b>-982.8</b>	<b>-122.0</b>	<b>-132.3</b>	REP	3.0	1.6	2.2	4.9	0.9

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。