安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 08 月 29 日

国轩高科（002074.SZ）

公司动态分析

证券研究报告

二次设备

# 锂电龙头深化产业链布局，行业洗牌进行时

**■事件：**公司近日发布半年度报告，报告期内实现营业总收入 23.97 亿元，同比减少 0.11%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比减少 16.56%。公司报告期归母净利润降低，主要系受到新能源产业政策变动，动力电池价格普遍下滑影响。1-9 月，公司预计归母净利润实现 6.35-6.95 亿元，同比减少 13.87%-5.73%。

**■行业洗牌进行时，锂电营收逆势小幅增长：**报告期内，公司动力电池业务实现营业收入 20.28 亿元，同比增长 1.57%。但是受到电池组价格下降的影响，毛利率同比下降 12.43%，至 37.91%。在行业降本的大环境下，公司销售价格不可避免地下滑，导致盈利能力下降。但是销售量依然有所保证，使得营业收入小幅上升。此外，公司输配电产品实现营业收入 3.43 亿元，同比下降 6.54%，毛利率小幅下滑 1.13%至 27.31%。但该业务营收占比较小，为 14.3%。

**■动力电池产业链持续完善，重点项目稳步推进：**报告期内，公司电池组产品实现营业收入 20.28 亿元同比增长 1.57%。但是受到电池组价格下降的影响，毛利率同比下降 12.43%，为 37.91%。为应对产品价格下降带来的影响，公司持续推进上下游产业链整合，优化资源，降低成本。当前，公司已初步完成涵盖正极材料、湿法隔膜、碳涂铝箔等上游关键原材料的产业化布局，并掌握磷酸铁锂与三元正极材料及涂碳铝箔核心材料开发与制备技术。下半年，公司将继续布局三元正极材料前驱体、电池资源循环利用、涂碳铜箔等多项业务。未来待各项目逐步落地，成本得到优化，业绩有望实现大幅增长。

**■重点开发乘用车客户，积极转型三元电池：**报告期内，公司在稳固商用车客户的基础上积极推进与乘用车客户的合作。本年公司的主要乘用车客户包括北汽新能源、江淮、吉利、众泰、奇瑞等，合作车型覆盖 EC180 等多款明星车型。下半年，另有多款车型将逐步开始供货。在商用车市场，公司成功进入宇通客车供应链。当前，公司已拥有上汽集团、北汽新能源、宇通客车、吉利汽车、中通客车、南京金龙、安凯客车、江淮汽车等一批战略性合作客户。此外，公司也将业务重点从磷酸铁锂电池转向三元电池，报告期内，公司新一代三元 622 方形铝壳电池产业化及三元 811 电池、软包电池研发项目取得重要进展。其中 622 电池已经开始放量生产并供货，有效提升能量密度。

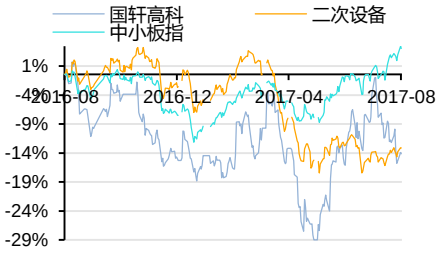
**■投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 40.00 元。我们预计公司 2017 年-2020 年的收入增速分别为 95.2%、15.2%、18.4%，净利润增速分别为 21.0%、33.4%、25.5%；维持买入-A 的投资评级，6 个

| | |
|---|---|
| 投资评级 | 买入-A |
| | 维持评级 |
| 6 个月目标价： | 40.00 元 |
| 股价（2017-08-29） | 31.24 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 27,416.22 |
| 流通市值(百万元) | 14,745.90 |
| 总股本（百万股） | 877.60 |
| 流通股本(百万股) | 472.02 |
| 12 个月价格区间 | 26.00/37.17 元 |

**股价表现**




*资料来源：Wind 资讯*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | -14.48 | 7.91 | -20.08 |
| 绝对收益 | -10.49 | 20.84 | -15.28 |


邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐 报告联系人
chenle1@essence.com.cn

吴用 报告联系人
wuyong1@essence.com.cn


**相关报告**

| | |
|---|---|
| 国轩高科：Q3 业绩符合预期，新能源汽车旺季来临/黄守宏 | 2016-10-27 |
| 国轩高科：业绩继续高增，龙头成色渐足/黄守宏 | 2016-08-23 |


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

月目标价为 40.00 元。

■风险提示：新能源汽车发展不及预期，产品竞争加剧

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 主营收入 | 2,745.5 | 4,757.9 | 9,285.8 | 10,695.6 | 12,661.1 |
| 净利润 | 584.6 | 1,030.9 | 1,247.8 | 1,664.2 | 2,089.0 |
| 每股收益(元) | 0.67 | 1.17 | 1.42 | 1.90 | 2.38 |
| 每股净资产(元) | 3.44 | 4.48 | 5.54 | 7.17 | 9.25 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率(倍) | 46.9 | 26.6 | 22.0 | 16.5 | 13.1 |
| 市净率(倍) | 9.1 | 7.0 | 5.6 | 4.4 | 3.4 |
| 净利润率 | 21.3% | 21.7% | 13.4% | 15.6% | 16.5% |
| 净资产收益率 | 19.4% | 26.2% | 25.7% | 26.5% | 25.7% |
| 股息收益率 | 0.5% | 0.5% | 0.8% | 1.1% | 1.2% |
| ROIC | 90.1% | 93.6% | 70.0% | 40.1% | 115.1% |

*数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测*

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

# 财务报表预测和估值数据汇总

## 利润表

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 2,745.5 | 4,757.9 | 9,285.8 | 10,695.6 | 12,661.1 |
| 减:营业成本 | 1,499.4 | 2,525.3 | 6,135.2 | 6,968.8 | 8,249.9 |
| 营业税费 | 25.7 | 30.9 | 60.3 | 69.4 | 82.2 |
| 销售费用 | 210.4 | 382.7 | 607.6 | 646.4 | 701.9 |
| 管理费用 | 272.0 | 577.6 | 987.9 | 1,084.5 | 1,220.4 |
| 财务费用 | 21.8 | 42.0 | 37.3 | -24.0 | -61.3 |
| 资产减值损失 | 79.9 | 92.7 | -30.0 | 47.5 | 36.7 |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | 3.0 | -2.0 | 0.3 |
| 投资和汇兑收益 | 2.1 | -0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.2 |
| **营业利润** | 638.5 | 1,106.2 | 1,490.9 | 1,901.6 | 2,431.7 |
| 加:营业外净收支 | 41.8 | 91.3 | 66.5 | 78.9 | 72.7 |
| **利润总额** | 680.2 | 1,197.4 | 1,557.4 | 1,980.5 | 2,504.3 |
| 减:所得税 | 92.9 | 164.6 | 214.0 | 272.2 | 344.2 |
| **净利润** | 584.6 | 1,030.9 | 1,247.8 | 1,664.2 | 2,089.0 |

## 财务指标

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长性** | | | | | |
| 营业收入增长率 | 210.0% | 73.3% | 95.2% | 15.2% | 18.4% |
| 营业利润增长率 | 1523.4% | 73.3% | 34.8% | 27.6% | 27.9% |
| 净利润增长率 | 1453.1% | 76.3% | 21.0% | 33.4% | 25.5% |
| EBITDA 增长率 | 730.9% | 75.4% | 26.6% | 21.6% | 25.1% |
| EBIT 增长率 | 970.5% | 73.9% | 33.1% | 22.9% | 26.2% |
| NOPLAT 增长率 | 1038.3% | 73.7% | 33.1% | 22.9% | 26.2% |
| 投资资本增长率 | 67.2% | 78.1% | 114.1% | -55.9% | 69.4% |
| 净资产增长率 | 478.6% | 30.2% | 25.7% | 29.6% | 29.4% |
| **利润率** | | | | | |
| 毛利率 | 45.4% | 46.9% | 33.9% | 34.8% | 34.8% |
| 营业利润率 | 23.3% | 23.2% | 16.1% | 17.8% | 19.2% |
| 净利润率 | 21.3% | 21.7% | 13.4% | 15.6% | 16.5% |
| EBITDA/营业收入 | 26.5% | 26.8% | 17.4% | 18.4% | 19.4% |
| EBIT/营业收入 | 24.0% | 24.1% | 16.5% | 17.6% | 18.7% |
| **运营效率** | | | | | |
| 固定资产周转天数 | 105 | 145 | 99 | 84 | 69 |
| 流动营业资本周转天数 | 24 | 10 | 33 | 21 | 11 |
| 流动资产周转天数 | 352 | 396 | 302 | 322 | 361 |
| 应收帐款周转天数 | 126 | 148 | 158 | 153 | 148 |
| 存货周转天数 | 42 | 42 | 55 | 52 | 53 |
| 总资产周转天数 | 524 | 640 | 457 | 447 | 467 |
| 投资资本周转天数 | 111 | 111 | 115 | 98 | 68 |
| **投资回报率** | | | | | |
| ROE | 19.4% | 26.2% | 25.7% | 26.5% | 25.7% |
| ROA | 8.7% | 10.1% | 10.1% | 12.9% | 11.0% |
| ROIC | 90.1% | 93.6% | 70.0% | 40.1% | 115.1% |
| **费用率** | | | | | |
| 销售费用率 | 7.7% | 8.0% | 6.5% | 6.0% | 5.5% |
| 管理费用率 | 9.9% | 12.1% | 10.6% | 10.1% | 9.6% |
| 财务费用率 | 0.8% | 0.9% | 0.4% | -0.2% | -0.5% |
| 三费/营业收入 | 18.4% | 21.1% | 17.6% | 16.0% | 14.7% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 54.7% | 61.2% | 62.7% | 51.3% | 57.5% |
| 负债权益比 | 120.7% | 157.9% | 168.2% | 105.2% | 135.2% |
| 流动比率 | 1.66 | 1.37 | 1.27 | 1.64 | 1.56 |
| 速动比率 | 1.48 | 1.22 | 0.98 | 1.48 | 1.28 |
| 利息保障倍数 | 30.30 | 27.34 | 40.98 | -78.22 | -38.68 |
| **分红指标** | | | | | |
| DPS(元) | 0.15 | 0.15 | 0.26 | 0.34 | 0.39 |
| 分红比率 | 22.5% | 12.8% | 18.5% | 17.9% | 16.4% |
| 股息收益率 | 0.5% | 0.5% | 0.8% | 1.1% | 1.2% |

## 资产负债表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 2,010.7 | 2,306.3 | 742.9 | 4,110.2 | 4,731.9 |
| 交易性金融资产 | - | - | 3.0 | 1.0 | 1.3 |
| 应收帐款 | 1,465.6 | 2,445.3 | 5,703.3 | 3,385.5 | 7,021.8 |
| 应收票据 | 433.7 | 305.1 | 748.9 | 791.8 | 950.5 |
| 预付帐款 | 64.3 | 107.1 | 201.9 | 190.7 | 289.3 |
| 存货 | 488.6 | 630.3 | 2,191.3 | 900.6 | 2,802.8 |
| 其他流动资产 | 93.0 | 113.7 | 69.0 | 91.9 | 91.5 |
| 可供出售金融资产 | 22.3 | 547.5 | 190.0 | 253.3 | 330.3 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | - | 34.4 | 34.4 | 34.4 | 34.4 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 1,220.1 | 2,604.2 | 2,528.4 | 2,452.6 | 2,376.8 |
| 在建工程 | 138.3 | 117.8 | 117.8 | 117.8 | 117.8 |
| 无形资产 | 226.2 | 448.1 | 435.6 | 423.1 | 410.6 |
| 其他非流动资产 | 550.4 | 554.9 | 379.7 | 481.0 | 464.7 |
| **资产总额** | 6,713.3 | 10,214.7 | 13,346.2 | 13,233.8 | 19,623.8 |
| 短期债务 | 344.0 | 627.0 | 213.2 | - | - |
| 应付帐款 | 1,265.8 | 2,369.5 | 4,342.2 | 3,928.0 | 6,302.5 |
| 应付票据 | 539.9 | 754.5 | 2,147.1 | 1,198.7 | 2,831.7 |
| 其他流动负债 | 595.0 | 562.6 | 906.3 | 648.7 | 1,061.1 |
| 长期借款 | 148.0 | 453.5 | - | - | - |
| 其他非流动负债 | 778.6 | 1,487.6 | 760.7 | 1,009.0 | 1,085.8 |
| **负债总额** | 3,671.2 | 6,254.7 | 8,369.5 | 6,784.4 | 11,281.1 |
| 少数股东权益 | 26.0 | 24.3 | 115.1 | 158.5 | 228.1 |
| 股本 | 876.4 | 876.1 | 877.6 | 877.6 | 877.6 |
| 留存收益 | 2,411.1 | 3,324.4 | 3,984.0 | 5,413.4 | 7,237.0 |
| **股东权益** | 3,042.1 | 3,960.0 | 4,976.7 | 6,449.5 | 8,342.7 |

## 现金流量表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 587.3 | 1,032.9 | 1,247.8 | 1,664.2 | 2,089.0 |
| 加:折旧和摊销 | 67.8 | 147.5 | 88.3 | 88.3 | 88.3 |
| 资产减值准备 | 79.9 | 92.7 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | 3.0 | -2.0 | 0.3 |
| 财务费用 | 21.1 | 41.0 | 37.3 | -24.0 | -61.3 |
| 投资损失 | -2.1 | 0.6 | -0.5 | -0.7 | -0.2 |
| 少数股东损益 | 2.7 | 1.9 | 95.5 | 44.2 | 71.2 |
| 营运资金的变动 | 294.9 | 797.7 | -2,061.7 | 2,067.0 | -1,304.7 |
| **经营活动产生现金流量** | 520.4 | 1,274.7 | -590.3 | 3,837.0 | 882.6 |
| **投资活动产生现金流量** | -499.6 | -1,839.6 | 371.5 | -68.3 | -77.5 |
| **融资活动产生现金流量** | 1,110.5 | 903.2 | -1,344.6 | -401.4 | -183.5 |

## 业绩和估值指标

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS(元) | 0.67 | 1.17 | 1.42 | 1.90 | 2.38 |
| BVPS(元) | 3.44 | 4.48 | 5.54 | 7.17 | 9.25 |
| PE(X) | 46.9 | 26.6 | 22.0 | 16.5 | 13.1 |
| PB(X) | 9.1 | 7.0 | 5.6 | 4.4 | 3.4 |
| P/FCF | 65.5 | 28.9 | -14.6 | 7.3 | 31.2 |
| P/S | 10.0 | 5.8 | 3.0 | 2.6 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 42.0 | 19.7 | 16.4 | 11.6 | 9.1 |
| CAGR(%) | 42.7% | 27.9% | 204.8% | 42.7% | 27.9% |
| PEG | 1.1 | 1.0 | 0.1 | 0.4 | 0.5 |
| ROIC/WACC | 8.6 | 8.9 | 6.7 | 3.8 | 11.0 |
| REP | 3.4 | 1.5 | 1.0 | 3.4 | 0.7 |

**资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

## ■ 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。

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 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@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 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | | |

**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


本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。