

国轩高科 (002074.SZ)

短期业绩承压，四季度放量及明年增长值得期待

2017年8月31日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红
执业证号: S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4758	6071	9430	12359
收入同比 (%)	73%	28%	55%	31%
归属母公司净利润 (百万元)	1031	1059	1308	1566
净利润同比 (%)	76%	3%	24%	20%
毛利率 (%)	46.9%	36.7%	34.0%	32.1%
ROE (%)	26.2%	21.2%	21.9%	22.0%
每股收益 (元)	1.17	1.21	1.49	1.78
P/E	25.69	25.01	20.25	16.91
P/B	6.73	5.30	4.43	3.72



投资要点

- **2017年上半年公司实现营业收入 23.97 亿元，同比下降 0.11%，实现归母净利润 4.45 亿元，同比下降 16.56%，扣非归母净利润为 3.72 亿，同比下降 27.84%。**一季度公司营收 11.08 亿元，同比下降 5.68%，净利润 2.02 亿元，同比下降 34.02%；二季度营收 12.89 亿元，同比增长 5.23%，净利润 2.43 亿元，同比增长 6.95%，二季度扣非归母净利润为 2.27 亿元，环比增长 56.55%。上半年公司锂电池出货量同比大幅增长，但业绩同比下滑，主要受动力电池价格大幅下滑所致。**公司预计 1-9 月归母净利润 6.35 亿-6.95 亿，同比下降 5.73%-13.87%。预计三季度利润为 1.9-2.5 亿，环比变动-22%-2.5%，三季度业绩环比趋势较弱，主要由于公司山东基地三元产品进行调整，产线改造和工艺升级，同时配套的新车型尚未起量，订单环比萎缩。**

图表 1: 国轩高科 2016-2017 年分季度经营情况

	2017H1	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016H1	2016Q2	2016Q1
营业总收入 (万元)	239,679.09	128,914.70	110,764.39	133,515.55	102,339.34	239,938.30	122,505.88	117,432.42
同比 (%)	-0.11%	5.23%	-5.68%	7.10%	68.54%	169.11%	83.45%	424.67%
销售毛利率 (%)	36.79%	35.63%	38.15%	43.87%	49.13%	47.68%	44.62%	50.88%
归属母公司股东的净利润	44,521.90	24,320.75	20,201.16	29,343.35	20,393.10	53,357.51	22,740.11	30,617.40
同比 (%)	-16.56%	6.95%	-34.02%	16.20%	83.77%	141.32%	51.77%	329.57%
销售净利率 (%)	18.60%	18.93%	18.22%	22.07%	19.94%	22.26%	18.57%	26.11%

资料来源: 公司 2017 年半年报, 东吴证券研究所

- **分业务看，上半年锂电池和输配电设备均略有下滑: 1) 上半年动力电池收入 20.28 亿元，同比增长 1.57%，占营业总收入的 84.62%，毛利率 37.91%，比上年同期下降了 12.43 个点。预计上半年公司锂电池出货量超过 1.5gwh (去年全年 2gwh)，以磷酸铁锂为主，三元约 0.3gwh，但由于补贴退坡，锂电池价格下滑 25%以上，目前均价 1.6 元/wh，毛利率下降 12.4 个点，因此子公司高科动力上半年净利润 4.31 亿，下降 9%。2) 上半年输配电产品收入 3.43 亿元，同比下降 6.54%，占营业总收入的 14.3%，毛利率 27.31%，比上年同期下降了 1.13%，预计下半年环比改善，全年有望持平。**

市场数据

收盘价 (元)	30.18
年最低/最高价	25.16/37.67
市净率 (倍)	6.17
流通 A 股市值 (百万元)	14682.81

基础数据

每股净资产 (元)	4.89
资本负债率 (%)	63.95
总股本 (百万股)	877.60
流通 A 股 (百万股)	486.51

相关研究

1. 国轩高科: 国轩高科获南京金龙大订单, 客车销量回暖 2017-06-21
2. 国轩高科: 获北汽大订单, 三元市场拓展顺利 2017-06-01
3. 国轩高科: 调整逐步完成, 业绩回暖趋势明确 2017-04-27
4. 国轩高科: 短期业绩承压, 全年平稳增长可期 2017-03-19
5. 国轩高科: 动力电池签订大单, 磷酸铁锂出货量有望稳步增长 2017-03-03
6. 国轩高科: 三元锂电蓄势待发, 巩固锂电龙头地位 2017-02-06

图表 2：国轩高科分业务经营情况

报告期	2017年中报		2016年报		2016年中报	
	收入(万元)	毛利率(%)	收入(万元)	毛利率(%)	收入(万元)	毛利率(%)
电池组	202,809.99	37.91%	407,465.57	48.71%	198,936.51	50.41%
输配电产品	34,279.34	27.31%	61,119.22	30.73%	36,677.07	28.44%
磷酸铁锂					737.92	33.15%
其他业务	2,589.77	74.96%	202,809.99	37.91%	3,586.80	96.50%
合计	239,679.09	36.79%	475793.19	46.93%	239,938.30	47.68%

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **销售费率下降，管理费用率、财务费率上升。**2017 年上半年公司毛利率 36.79%，同比下降 10.89 个百分点。上半年公司销售费用为 1.77 亿元，同比减少 17.34%，费用率下降 1.55 个百分点；管理费用为 2.64 亿元，同比增加 11.23%，费用率同比上升 1.1 个百分点，主要系合肥国轩业务规模扩大导致人力费用增加，管理成本提高，以及股权激励费用摊销所致；财务费用同比增加 53.92%至 2337 万元，费用率同比上升 0.35 个百分点，主要系本期公司贷款增加导致利息支出增加所致，公司本报告期末长期借款余额 8.09 亿，较年初增加 137%，短期借款余额 8 亿，较年初增长 41%。

图表 3：国轩高科 2017 年上半年费用率

	规模(万元)	规模同比	费用率	费用率同比
销售费用	17,721.83	-17.34%	7.39%	-1.55%
管理费用	26,443.89	11.23%	11.03%	1.12%
财务费用	2,337.33	53.92%	0.98%	0.35%

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **流动性方面**，公司 2017 年上半年度应收账款余额为 29.97 亿元，比年初增加 24.3%，由于补贴政策趋严，车企资金紧张，造成公司回款能力差。报告期末公司存货为 8.97 亿，较年初增长 42.3%，主要由于公司电池库存增加所致。**现金流方面**，公司报告期内经营活动净现金流为 2.23 亿元，较同期增加了 1 亿，由于应付账款较年初增加 5.95 亿。**投资活动上半年净现金流**为-4.62 亿元，主要为产能建设资本性开支。**筹资活动**上半年净现金流为 3.55 亿元，主要通过借款方式。期末公司现金及现金等价物余额 21.8 亿，较年初增加 5.6%。
- **三元产线全面技改升级，加速向 622 转型，后续配套车型吉利、众泰等车型销量值得期待；客车四季度放量，磷酸铁锂环比将高增长。**公司三元 622 技术已经成熟，三元产能 2gwh，下半年将全年改造产线，从 111 切换成 622，已和北汽、奇瑞、众泰、吉利、上汽大通等形稳定合作，上半年公司三元电池出货量预计为 0.3gwh，全年有望达到 0.9gwh，明年随配套车企车型上市及销量爬坡，三元电池增速将大幅提升，预计可达 2.5gwh。磷酸铁锂方面，公司在手订单充足，今年新开拓宇通、北汽福田等客户，全年看公司磷酸铁锂电池有望保持平稳增长，预计全年磷酸铁锂出货量将超过 3gwh。同时公司储能市场布局也值得期待，未来随着锂电池成本不断下降，储能市场空间将打开，而公司属于领先布局者。
- **加大产业链上下游布局，打造锂电池闭环。公司公告：1) 三元正极前驱体：**合肥国轩拟与中冶集团、比亚迪、曹妃甸发展共同设立公司，从事三

元前驱体生产，合资公司注册资本 9.37 亿，中冶集团持股 51%，合肥国轩持股 30%，比亚迪 10%，曹妃甸 9%。项目分两期建设，一期生产提供三元 532 前驱体 4.8 万吨和 622 前驱体 4 万吨，预计将在明年下半年建成，二期将增长同等生产能力的生产线。中冶集团拥有资源优势，同时三元产能的释放也配套公司三元产能扩张。**2) 成立涂布公司：**子公司合肥国轩拟出资 5000 万成立国轩涂布公司，主要从事涂碳铝箔和涂碳铜箔，未来还将拓展至隔膜涂覆领域。公司成立涂布公司，一方面由于涂布利润空间丰厚，另一方面由公司进行涂布更利于技术的改进。**3) 电池回收：**合肥国轩拟与兰州金川分别于安徽与甘肃成立子公司，从事电池回收循环利用业务，由公司进行电池回收，金川进行电池拆解、提炼和加工，实现资源的循环利用，打造电池闭环。**4) 投资公司：**合肥国轩拟出资 1000 万设立投资管理公司，可为公司后续外延拓展做准备。

- **投资建议：**公司短期业绩承压，但随着 622 三元产能释放，客车放量，储能市场开拓，预计四季度及明年可维持较高增速。我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 10.59 亿、13.08 亿、15.66 亿元，EPS 为 1.21/1.49/1.78 元，同比增长 3/24/20%，对应 PE 为 25x/20x/17x，给予公司目标价 39 元，对应 18 年 27 倍 PE。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司动力电池出货量不达预期，电池产品价格下滑幅度超预期。

国轩高科三大财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,908	6,833	11,343	14,920	营业收入	4,758	6,071	9,430	12,359
现金	2,306	1,921	2,829	3,708	营业成本	2,525	3,843	6,224	8,392
应收账款	2,411	3,147	4,805	6,298	营业税金及附加	31	39	61	80
其他应收款	35	35	35	35	销售费用	383	437	660	840
预付账款	107	163	264	356	管理费用	578	607	924	1,174
存货	630	981	2,005	2,717	财务费用	42	28	36	66
其他流动资产	419	587	1,405	1,807	资产减值损失	93	-5	125	112
非流动资产	4,307	4,988	5,335	5,445	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	34	34	34	34	投资净收益	-1	10	15	20
固定资产	2,604	3,054	3,462	3,684	营业利润	1,106	1,132	1,414	1,715
无形资产	448	439	528	517	营业外收入	98	112	120	115
其他非流动资产	1,220	1,461	1,310	1,210	营业外支出	7	10	10	5
资产总计	10,215	11,821	16,678	20,366	利润总额	1,197	1,234	1,524	1,825
流动负债	4,314	4,851	8,720	11,257	所得税	165	170	209	251
短期借款	846	0	1,304	1,511	净利润	1,033	1,064	1,315	1,574
应付账款	1,710	2,602	4,215	5,683	少数股东损益	2	5	7	8
其他流动负债	1,757	2,249	3,202	4,063	归属母公司净利润	1,031	1,059	1,308	1,566
非流动负债	1,941	1,941	1,941	1,941	EBITDA	1,296	1,370	1,703	2,070
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.17	1.21	1.49	1.78
其他非流动负债	1,488	1,488	1,488	1,488					
负债合计	6,255	6,792	10,662	13,198	主要财务比率				
少数股东权益	24	30	36	44	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	876	878	878	878	成长能力				
资本公积	1,281	1,306	1,332	1,332	营业收入	73.3%	27.6%	55.3%	31.1%
留存收益	2,043	2,816	3,771	4,914	营业利润	73.3%	2.3%	24.9%	21.2%
归属母公司股东权益	3,936	5,000	5,980	7,124	归属于母公司净利润	76.3%	2.7%	23.5%	19.7%
负债和股东权益	10,215	11,821	16,678	20,366	获利能力				
					毛利率 (%)	46.9%	36.7%	34.0%	32.1%
					净利率 (%)	21.7%	17.5%	13.9%	12.7%
					ROE (%)	26.2%	21.2%	21.9%	22.0%
					ROIC (%)	34.4%	20.7%	17.3%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	61.2%	57.5%	63.9%	64.8%
					净负债比率	20.8%	6.7%	16.5%	14.9%
					流动比率	1.37	1.41	1.30	1.33
					速动比率	1.22	1.21	1.07	1.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.51	0.51	0.57
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	1.48	1.48	1.48	1.48
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.17	1.21	1.49	1.78
					每股经营现金流 (最新摊薄)	1.45	1.55	0.63	1.75
					每股净资产 (最新摊薄)	4.49	5.70	6.81	8.12
					估值比率				
					P/E	25.69	25.01	20.25	16.91
					P/B	6.73	5.30	4.43	3.72
					EV/EBITDA	21	20	16	13

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,275	1,364	553	1,539
净利润	1,033	1,064	1,315	1,574
折旧摊销	148	210	252	290
财务费用	41	28	36	66
投资损失	1	-10	-15	-20
营运资金变动	-40	77	-1,160	-482
其他经营现金	93	-5	125	112
投资活动现金流	-1,840	-881	-585	-380
资本支出	1,305	1,100	600	400
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-535	219	15	20
筹资活动现金流	903	-869	940	-281
短期借款	0	-846	1,304	208
长期借款	306	0	0	0
普通股增加	205	26	26	0
资本公积金增长	14	24	26	0
其他筹资现金	393	-49	-390	-488
现金净增加额	338	-386	908	879

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 公司报表

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>

