

业绩略低预期，布局长远爆发在后

——国轩高科（002074）三季度财报点评

2017年10月27日

推荐/首次

国轩高科

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032

事件：

公司发布2017年第三季度报告。单季度看，公司第三季度营业收入13.58亿元，与去年同期相比增长32.69%；归母净利润1.94亿元，与去年同期相比减少4.65%；基本每股收益为0.22元，较去年同期减少4.35%。前三季度公司营收37.55亿元，较去年同期增长9.70%；归母净利润6.4亿元，较去年同期减少13.27%；基本每股收益为0.73元，较上年同期减少13.10%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	1174.32	1225.06	1023.39	1335.16	1107.64	1289.15	1357.96
增长率（%）	424.67%	83.45%	68.54%	7.10%	-5.68%	5.23%	32.69%
毛利率（%）	50.88%	44.62%	49.13%	43.87%	38.15%	35.63%	38.01%
期间费用率（%）	17.30%	21.57%	27.29%	19.15%	19.09%	19.67%	22.84%
营业利润率（%）	30.74%	21.52%	17.91%	22.34%	13.69%	25.70%	12.97%
净利润（百万元）	306.62	227.44	204.07	294.73	201.87	244.05	195.05
增长率（%）	330.20%	51.40%	84.10%	15.60%	-34.16%	07.30%	-04.42%
每股盈利（季度，元）	0.35	0.26	0.23	0.33	0.23	0.28	0.22
资产负债率（%）	55.93%	59.23%	59.78%	61.23%	61.76%	63.95%	64.74%
净资产收益率（%）	9.15%	6.59%	5.58%	7.44%	4.85%	5.65%	4.32%
总资产收益率（%）	4.03%	2.69%	2.24%	2.89%	1.85%	2.04%	1.52%

观点：

- **公司营业收入增长明显，产品销量增加；积极布局产业链，掌握核心竞争力。**公司制定了2017年下半年的战略：“一切以订单交付为中心”。公司经过多年的布局与耕耘，在产业链下游，已拥有上汽集团、北汽新能源、宇通客车、吉利汽车、中通汽车、南京金龙、安凯客车、江淮汽车等一批战略合作客户。同时，公司为在新能源汽车动力电池行业内保持成本优势与技术优势，积极布局上游核心节点，已初步完成上游关键原材料的产业化布局，包括正极材料、湿法隔膜、涂碳铝箔等，并掌握核心材料的开发与制备技术，如磷酸铁锂、三元正极材料及涂碳铝箔核心材料。
- **前三季度公司归母净利润略减，市场竞争日渐激烈，公司技术优势有望在后续显现。**利润下降主要是因为第三季度锂电池售价下降，并且上游原材料成本增加，从而压缩公司利润空间。公司前三季度营业成本23.57亿元，较上年同期增长32.70%。营业成本的增加一方面是由于公司产能扩张所致，另一方面，也

反映上游原材料价格存在上涨压力。同时, 公司预付账款同比增长144.28%, 反映了锂电原材料市场的供求关系逐渐变化, 预付材料采购款增加, 锂电市场的竞争日渐激烈。公司专注于动力锂电池的研发与制造, 拥有较完善的研发体系, 为产品的设计与验证奠定基础。同时公司新一代三元622方形铝壳电池产业化及三元811电池、软包电池产品研发项目取得重要进展。总的来说, 公司在新客户开拓与新产品开发方面取得了明显进步。但国内动力电池价格下降趋势明显, 同时上游材料上涨, 影响盈利水平。

- **公司产能稳步快速扩张, 存货增加可能导致一定压力。** 第三季度期末, 公司在建工程为6.66亿元, 较上年同期增长404.95%。公司基于新能源汽车的前景预测, 扩大产能与增加新建产线的投入。但公司第三季度末存货11.29亿元, 与去年同期相比增长79.20%, 主要系公司为四季度放量生产备货增加所致。存货的大幅增长, 对公司第四季度的销售造成一定的压力。同时, 随着公司产能扩张, 公司负债增多, 应付利息也相应增加, 财务费用较上年同期增长61.80%。但公司经营活动现金流增长明显。

结论:

我们看好动力锂电行业产业升级的大趋势, 同时看好公司在锂电产业链核心环节的深度布局, 我们认为公司未来仍将保持国内动力锂电龙头地位。我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 64.5 亿元、90.9 亿元、133 亿元, 归母净利润分别为 9.3 亿元、12.5 亿元、15.6 亿元, EPS 分别为 1.06 元、1.42 元、1.78 元, PE 分别为 28.4 倍、21.2 倍、17 倍。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示

新能源车发展不达预期, 动力锂电行业同质化竞争严重

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4556	5908	8491	11934	17492	营业收入	2745	4758	6453	9087	13297
货币资金	2011	2306	3128	4405	6445	营业成本	1499	2525	4104	5936	9051
应收账款	1402	2411	3270	4606	6739	营业税金及附加	26	31	42	59	86
其他应收款	63	35	47	66	97	营业费用	210	383	516	700	997
预付款项	64	107	107	107	107	管理费用	272	578	710	954	1330
存货	489	630	1237	1789	2728	财务费用	22	42	5	-3	28
其他流动资产	54	65	65	65	65	资产减值损失	79.88	92.71	90.00	90.00	90.00
非流动资产合计	2157	4307	3469	3256	3005	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	34	34	34	34	投资净收益	2.10	-0.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	1220.0	2604.1	#####	2304.8	2090.8	营业利润	638	1106	985	1351	1715
无形资产	226	448	403	363	327	营业外收入	47.05	97.98	100.00	100.00	100.00
其他非流动资产	191	94	94	94	94	营业外支出	5.30	6.73	6.00	6.00	6.00
资产总计	6713	10215	11959	15190	20498	利润总额	680	1197	1079	1445	1809
流动负债合计	2745	4314	4624	6843	10885	所得税	93	165	148	199	249
短期借款	344	627	139	691	1723	净利润	587	1033	931	1247	1560
应付账款	923	1710	2586	3741	5703	少数股东损益	3	2	0	0	0
预收款项	290	39	39	39	39	归属母公司净利润	585	1031	931	1247	1560
一年内到期的非流	65	219	219	219	219	EBITDA	949	1715	1280	1640	2033
非流动负债合计	927	1941	1477	1477	1477	BPS (元)	0.80	1.19	1.06	1.42	1.78
长期借款	148	454	454	454	454	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	3671	6255	6101	8320	12362	成长能力					
少数股东权益	26	24	24	24	24	营业收入增长	210.05	73.30%	35.62%	40.83%	46.33%
实收资本(或股本)	876	876	876	876	876	营业利润增长	1523.4	73.25%	-10.95	37.17%	26.93%
资本公积	1268	1281	2159	2159	2159	归属于母公司净利润	-9.72%	33.94%	-9.72%	33.94%	25.18%
未分配利润	1029	1921	2566	3431	4512	获利能力					
归属母公司股东权	3016	3936	5834	6845	8110	毛利率(%)	45.39%	46.93%	36.39%	34.67%	31.93%
负债和所有者权益	6713	10215	11959	15190	20498	净利率(%)	21.39%	21.71%	14.42%	13.72%	11.74%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						8.71%					
2015A						2016A					
2017E						2018E					
2019E						2019E					
经营活动现金流						ROE(%)					
520						19.38%					
1275						26.19%					
286						15.95%					
1127						18.21%					
1461						19.24%					
净利润						偿债能力					
587						资产负债率(%)					
1033						55%					
931						61%					
1247						51%					
1560						55%					
1560						60%					
折旧摊销						流动比率					
288.88						1.66					
566.90						1.37					
0.00						1.84					
252.18						1.74					
253.98						1.61					
财务费用						速动比率					
22						1.48					
42						1.22					
5						1.57					
-3						1.48					
28						1.36					
应收账款减少						营运能力					
0						总资产周转率					
-860						0.69					
-1335						0.56					
-2134						0.58					
-2134						0.67					
-2134						0.75					
预收帐款增加						应收账款周转率					
0						3					
0						2					
0						2					
0						2					
0						2					
投资活动现金流						应付账款周转率					
-500						4.97					
-1840						3.61					
506						3.00					
-170						2.87					
-130						2.82					
公允价值变动收益						每股指标(元)					
0						每股收益(最新摊薄)					
0						0.80					
0						1.19					
596						1.06					
0						1.42					
0						1.78					
长期股权投资减少						每股净现金流(最新)					
0						1.29					
0						0.39					
0						0.94					
0						1.46					
0						2.33					
投资收益						每股净资产(最新摊)					
2						3.44					
-1						4.49					
0						6.66					
0						7.81					
0						9.25					
筹资活动现金流						估值比率					
1110						P/E					
903						37.75					
29						25.38					
320						28.44					
710						21.23					
710						16.96					
应付债券增加						P/B					
0						8.77					
0						6.72					
0						4.54					
0						3.87					
0						3.26					
长期借款增加						EV/EBITDA					
0						26.35					
0						14.84					
0						18.87					
0						14.28					
0						11.03					
普通股增加											
623											
0											
0											
资本公积增加											
1257											
14											
878											
0											
0											
现金净增加额											
1131											
338											
821											
1277											
2041											

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。