

**国轩高科 (002074) : 毛利率逐步平稳, 静待产能释放**
**审慎推荐(首次)**

## 电气设备

**当前股价: 30.19 元**
**报告日期: 2017 年 10 月 30 日**

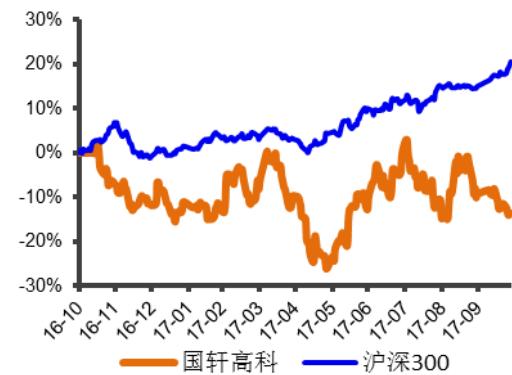
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4757.93	7136.90	9991.66	12989.15
(+/-)	73.30%	50.00%	40.00%	30.00%
归属母公司净利润	1030.94	1036.95	1228.73	1614.08
(+/-)	76.35%	0.58%	18.49%	31.36%
EPS (元)	1.176	1.183	1.402	1.842
市盈率	25.67	25.52	21.53	16.39
毛利率	46.93%	38.00%	35.00%	35.00%
ROE	26.19%	21.24%	20.47%	21.59%

### 公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	8.76/4.87
流通市值 (亿元)	146.87
每股净资产 (元)	5.12
资产负债率 (%)	64.74

### 股价表现 (最近一年)


**资料来源: Wind, 华鑫证券研发部**
**分析师: 潘永乐**
**执业证书编号: S1050517100001**
**联系电话: 021-54967705**
**邮箱: panyl@cfsc.com.cn**

### 相关事件:

2017 年 10 月 27 日公司公告三季报, 2017 年 Q1~Q3 公司实现营业收入 37.55 亿元, 同比增长 9.70%; 实现归母净利润 6.40 亿元, 同比下滑 13.27%。其中 Q3 单季公司实现营业收入 13.58 亿元, 同比增长 32.69%; 实现归母净利润 1.94 亿元, 同比下滑 4.65%。同时公司预告 2017 年全年归母净利润区间为 10.02 亿~11.16 亿, 同比变动区间为-2.81%~8.25%。

### 投资要点:

● **全产业链布局, 公司毛利率逐步平稳。**公司通过整合锂电上游的正极/负极/隔膜产业链, 目前合肥国轩已具备 8000 吨磷酸铁锂正极材料产能, 实现了磷酸铁锂全部自供; 计划通过配股融资建设 10000 吨高镍三元正极材料产能、5000 吨硅基负极材料产能, 加上与星源材质合作的 8000 万 m<sup>2</sup> 湿法动力锂电隔膜生产线, 公司全产业链布局已经初见雏形。由此公司降低了上游原材料上涨对公司毛利率的冲击, 2017 年 Q1/Q2/Q3 公司毛利率分别为 38.15%/35.63%/38.01%, 毛利率逐步走稳。

● **配股方案已获通过, 关注具体进展。**2017 年 9 月 5 日公司公告配股方案已获审核通过, 9 月 25 日公告确定配股比例为 10 配 3。本次公司计划配股融资 36 亿元, 投向合肥国轩 6 亿 AH、青岛国轩 3 亿 AH、南京国轩 3 亿 AH 三个锂电项目以及年产 1 万吨高镍三元材料和 5 千吨硅基负极材料、年产 21 万套新能源车充电设施、年产 20 万套电动汽车动力总成项目、工程研究院建设项目建设等。

● **存货大幅增长, Q4 销售有望跟随市场放量。**Q3 公司存货同比上升了 79.20%, 随着公司新建生产线投产, 叠加年末进入新能源车传统销售高峰, Q4 公司销售有望跟随市场放量。但值得我们关注的是, Q3 公司应收账款和预付款两个项目分别同比增长了 59.9% 和 144.28%, 需关注下游整车厂付款延迟情况。

● **盈利预测:** 基于公司 17 年底产能逐步释放、毛利率趋于稳定的前提假设, 我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 1.183、1.402、1.842 元, 首次给予其“审慎推荐”的投资评级。



● **风险提示：**新能源汽车行业补贴政策出现重大变化；公司产能扩张进度不及预期；动力锂电价格下跌幅度超出预期等。



预测财务报表 (单位: 百万元)

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2745.50	4757.93	7136.90	9991.66	12989.1	货币资金	1768.10	1794.44	2388.22	3488.03	5012.67
减: 营业成本	1499.39	2525.27	4424.88	6494.58	8442.95	应收和预付款项	1963.66	2857.46	3909.89	5581.81	6757.40
营业税金及附加	25.66	30.89	46.34	64.87	84.33	存货	488.63	630.35	1296.36	1531.55	2144.74
营业费用	210.38	382.72	574.08	803.72	1044.83	其他流动资产	92.44	113.17	113.17	113.17	113.17
管理费用	272.04	577.58	866.37	1212.92	1576.80	长期股权投资	0.00	34.39	34.39	34.39	34.39
财务费用	21.79	41.99	-4.29	-39.99	-69.51	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	79.88	92.71	59.09	59.09	59.09	固定资产和在建工程	1358.35	2722.30	2352.40	1982.50	1612.59
加: 投资收益	2.10	-0.61	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	306.60	528.55	481.25	433.94	386.64
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	412.08	854.71	852.72	850.74	850.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	6389.85	9535.37	11428.4	14016.1	16912.3
营业利润	638.47	1106.16	1170.43	1396.47	1850.67	短期借款	344.00	627.00	0.00	0.00	0.00
加: 其他非经营损益	41.75	91.25	51.77	51.77	51.77	应付和预收款项	2095.78	3162.65	4734.42	6198.51	7618.66
利润总额	680.22	1197.41	1222.20	1448.24	1902.44	长期借款	148.00	453.52	453.52	453.52	453.52
减: 所得税	92.92	164.56	183.33	217.24	285.37	其他负债	760.02	1332.20	1332.20	1332.20	1332.20
净利润	587.31	1032.85	1038.87	1231.01	1617.07	负债合计	3347.80	5575.36	6520.13	7984.22	9404.38
减: 少数股东损益	2.69	1.91	1.92	2.28	3.00	股本	876.35	876.09	876.09	876.09	876.09
归母净利润	584.61	1030.94	1036.95	1228.73	1614.08	资本公积	996.31	1016.10	1016.10	1016.10	1016.10
资料来源: WIND, 华鑫证券研发部						留存收益	1143.40	2043.51	2989.85	4111.22	5584.26
						归属母公司股东权益	3016.06	3935.71	4882.05	6003.41	7476.46
						少数股东权益	25.99	24.30	26.23	28.51	31.50
						股东权益合计	3042.05	3960.01	4908.28	6031.92	7507.96
						负债和股东权益合计	6389.85	9535.37	11428.4	14016.1	16912.3
						资料来源: WIND, 华鑫证券研发部					



## 分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>