

垂直锂电生态圈日渐完善，二季度毛利率企稳回升

半年报点评

开文明(分析师) 刘华峰(联系人)
 021-68865582 021-68865595
 kaiwenming@xsdzq.cn liuhuafeng@xsdzq.cn
 证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280116120013

● 2018年Q2毛利率有所回升

2018年H1公司实现收入26.07亿元(YOY+8.76%);归母净利润4.66亿元(YOY+4.57%),位于业绩预告区间(3.8-4.8亿元)靠近上限位置;扣非后归母净利润2.64亿元(YOY-28.90%);受新能源汽车补贴政策调整影响,动力电池价格下降导致毛利率有所下滑,毛利率为33.71%(YOY-3.08pct)。Q2公司实现收入15.47亿元(YOY+19.99%);归母净利润3.05亿元(YOY+25.24%);扣非后归母净利润1.32亿元(YOY-42.00%);毛利率为34.29%(环比增长1.42pct)。公司预计2018年1-9月归母净利润为6.41-7.00亿元,同比增长0.21%-9.43%。

● 锂电材料年底投产,进一步完善纵向垂直锂电生态圈

随着年产1万吨高镍三元正极材料和5000吨硅基负极材料项目在2018年年底投产,公司联合国内外上下游企业所建立的“镍钴锂资源—电池四大材料—电芯及PACK”纵向垂直锂电池生态圈将得到进一步完善,公司有望在采购管控、生产管理、成本控制、质量一致性以及市场推广等方面构建领先优势。

● 三元扩产力度大,三元电池占比有望持续提升

公司大力拓展乘用车市场、稳步发展商用车市场、精心耕耘专用车市场、做大做强储能应用领域,上半年乘用车占比已超过商用车。公司开发的LFP电池单体能量密度超180Wh/kg,三元电池单体能量密度超210Wh/kg。随着青岛国轩、合肥国轩各一条年产1GWh三元电池生产线升级改造完成,合肥国轩电池年产4GWh三元电池生产线在2018年下半年投产,以及下游客户新车型陆续上市,三元电池在公司产品结构中的占比有望逐步提升。公司动力电池收入为22.05亿元,同比增长8.71%;毛利率为32.47%,同比下滑5.44%,电池毛利率在同行业仍处于领先水平。

● 维持“推荐”评级:

我们预计2018-2020年归母净利润为8.45、9.39和11.13亿元(原预测为8.94、11.40和13.92亿元),EPS分别为0.74、0.83和0.98元,当前股价对应2018-2020年PE分别为18、16和14倍。维持“推荐”评级。

● **风险提示:** 新能源汽车销量不及预期,电池价格下跌超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4758	4,838	5,894	7,200	9,115
增长率(%)	73.3	1.7	21.8	22.2	26.6
净利润(百万元)	1030.9	838	845	939	1,113
增长率(%)	76.3	-18.7	0.8	11.1	18.6
毛利率(%)	46.9	39.1	33.0	32.4	31.6
净利率(%)	21.7	17.3	14.3	13.0	12.2
ROE(%)	26.1	10.2	9.4	9.6	10.4
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.74	0.83	0.98
P/E(倍)	14.53	17.9	17.7	16.0	13.5
P/B(倍)	3.81	1.8	1.7	1.5	1.4

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.08.29
收盘价(元):	13.18
一年最低/最高(元):	12.35/36.0
总股本(亿股):	11.37
总市值(亿元):	149.81
流通股本(亿股):	11.13
流通市值(亿元):	146.64
近3月换手率:	63.7%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.39	-10.59	-39.29
绝对	-7.83	-21.89	-50.81

相关报告

《年报、一季报业绩不及预期,静待拐点到来》2018-04-25

《电池龙头,备战“新”战场》2018-02-22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5908	11187	11846	12764	14558	营业收入	4758	4838	5894	7200	9115
现金	2306	4799	5692	3704	4474	营业成本	2525	2945	3948	4869	6234
应收账款	2411	3552	3712	5161	6073	营业税金及附加	31	50	46	61	76
其他应收款	35	54	54	77	89	营业费用	383	338	362	432	547
预付账款	107	105	153	163	237	管理费用	578	643	766	900	1094
存货	630	1515	1361	2185	2356	财务费用	42	48	59	46	73
其他流动资产	419	1163	874	1474	1329	资产减值损失	93	173	206	230	273
非流动资产	4307	5910	6887	8016	9557	公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
长期投资	34	306	578	850	1122	投资净收益	-1	-9	55	0	0
固定资产	2604	3377	4037	4819	5970	营业利润	1106	1010	1000	1112	1319
无形资产	448	482	556	644	750	营业外收入	98	1	2	2	2
其他非流动资产	1220	1745	1715	1702	1714	营业外支出	7	17	0	0	0
资产总计	10215	17097	18733	20780	24114	利润总额	1197	994	1002	1114	1321
流动负债	4314	6217	7192	8495	10901	所得税	165	154	155	173	205
短期借款	627	849	849	849	849	净利润	1033	840	847	941	1116
应付账款	1710	2543	3159	3873	5131	少数股东损益	2	2	2	2	3
其他流动负债	1976	2825	3184	3774	4921	归属母公司净利润	1031	838	845	939	1113
非流动负债	1941	2625	2553	2477	2434	EBITDA	1344	1224	1133	1308	1597
长期借款	454	935	863	787	744	EPS(元)	0.91	0.74	0.74	0.83	0.98
其他非流动负债	1488	1690	1690	1690	1690						
负债合计	6255	8842	9745	10973	13335	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	24	25	27	29	32	成长能力					
股本	876	1137	1137	1137	1137	营业收入(%)	73.3	1.7	21.8	22.2	26.6
资本公积	1281	4575	4575	4575	4575	营业利润(%)	73.3	-8.7	-1.0	11.1	18.6
留存收益	2043	2749	3450	4236	5184	归属于母公司净利润(%)	76.3	-18.7	0.8	11.1	18.6
归属母公司股东权益	3936	8230	8962	9778	10747	获利能力					
负债和股东权益	10215	17097	18733	20780	24114	毛利率(%)	46.9	39.1	33.0	32.4	31.6
						净利率(%)	21.7	17.3	14.3	13.0	12.2
						ROE(%)	26.1	10.2	9.4	9.6	10.4
						ROIC(%)	16.5	7.1	6.5	7.0	7.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.2	51.7	52.0	52.8	55.3
						净负债比率(%)	-25.4	(31.5)	(41.9)	(18.5)	-23.9
						流动比率	1.4	1.8	1.6	1.5	1.3
						速动比率	1.2	1.6	1.5	1.2	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	2.5	1.6	1.6	1.6	1.6
						应付账款周转率	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.91	0.74	0.74	0.83	0.98
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	-0.17	2.17	-0.35	2.50
						每股净资产(最新摊薄)	3.46	7.24	7.88	8.60	9.46
						估值比率					
						P/E	14.53	17.88	17.73	15.96	13.46
						P/B	3.81	1.82	1.67	1.53	1.39
						EV/EBITDA	11.18	11.0	10.9	10.9	8.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>