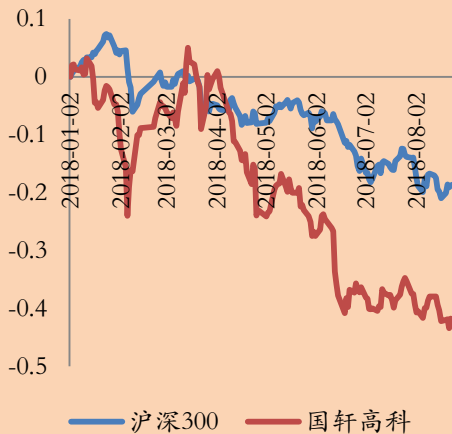




国轩高科 (002074)

投资评级: 增持

报告日期: 2018-08-30



吴海滨

0551-65161837

wllvswhb@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161830

xucc1990@126.com

业绩回稳 静待三元产品释放

公司 2018 年上半年实现营业收入 260,671.77 万元, 比上年同期增长 8.76%; 实现归属于上市公司股东的净利润 46,555.18 万元, 比上年同期增长 4.57%。

□ 营收、利润略有增长, 整体业绩回稳

上半年公司业绩回稳。动力电池业务实现营收 22.05 亿元, 同比增长 8.71%, 毛利率下滑 5.44 个 pct 到 32.47%, 根据真锂研究的数据, 上半年公司装机量 892MWh, 同比增长 72%, 预计整体出货量较去年同期应该也有较大幅度增长, 而受到市场电池价格下降影响, 毛利下降; 输配电业务营收 3.06 亿元, 同比下降 10.62%, 毛利率回升 2.32% 到 29.63%。总的来看, 整体毛利率下降近 3 个 pct 到 33.71%。销售费用占比继续下降到 6.14%, 带动期间费用率略下降了 0.7 个 pct 到 18.71%。营运方面, 公司应收账款和存货周转率下滑明显, 其中应收账款主要受新能源汽车政策补贴调整影响, 整车厂商付款延迟所致。

□ 三元产能释放是关键

公司今年在巩固与江淮汽车、北汽新能源合作的基础上, 深耕众泰、奇瑞乘用车领域。已有的合肥和青岛共计 2Gwh 的三元 622 产线正为众泰、奇瑞供货, 江淮和北汽乘用车仍以磷酸铁锂电池为主。合肥还有 4Gwh 三元产线在建。下半年专用车供应量开始释放, 另外部分乘用车整车厂的升级车型上市也有望带来增长。公司的主打产品磷酸铁锂电池已开发出单体能量密度超过 180Wh/kg 的电芯, 可以满足车企对能量密度的要求。公司预计今年出货量达到 5-6Gwh, 其目标能否达到很大一部分取决于三元产能的释放。

□ 投资建议

预计 2018/19/20 年实现归母净利润 8.94/10.05/11.52 亿元, EPS0.79/0.88/1.01 元/股, 我们给予“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4838	6238	8149	9220
收入同比(%)	2%	29%	31%	13%
归属母公司净利润	838	894	1005	1152
净利润同比(%)	-19%	7%	13%	15%
毛利率(%)	39.1%	33.4%	33.2%	32.4%
ROE(%)	10.2%	9.7%	9.9%	10.2%
每股收益(元)	0.74	0.79	0.88	1.01
P/E	17.88	16.76	14.90	13.01
P/B	1.82	1.63	1.47	1.33
EV/EBITDA	23	7	7	4

资料来源: 华安证券研究所

财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,187	12,791	13,638	14,346	营业收入	4,838	6,238	8,149	9,220
现金	4,799	6,683	4,260	4,488	营业成本	2,945	4,155	5,446	6,234
应收账款	3,605	3,778	5,466	5,949	营业税金及附加	50	53	77	82
其他应收款	54	86	87	110	销售费用	338	424	561	631
预付账款	105	176	237	295	管理费用	643	607	938	979
存货	1,570	1,138	2,198	2,112	财务费用	48	20	30	45
其他流动资产	1,054	929	1,390	1,392	资产减值损失	173	145	152	159
非流动资产	5,910	6,644	8,870	10,473	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	306	34	34	34	投资净收益	(9)	0	0	0
固定资产	3,377	3,163	2,949	2,735	营业利润	1,010	834	944	1,089
无形资产	482	450	420	392	营业外收入	1	220	242	266
其他非流动资产	1,745	2,997	5,466	7,312	营业外支出	17	0	0	0
资产总计	17,097	19,435	22,508	24,819	利润总额	994	1,054	1,186	1,355
流动负债	6,217	7,281	9,382	10,569	所得税	154	158	178	203
短期借款	849	807	781	753	净利润	840	896	1,008	1,152
应付账款	2,543	3,201	4,449	4,948	少数股东损益	2	3	3	0
其他流动负债	2,825	3,273	4,152	4,868	归属母公司净利润	838	894	1,005	1,152
非流动负债	2,625	2,913	2,933	2,944	EBITDA	939	1,100	1,218	1,376
长期借款	935	1,212	1,212	1,212	EPS (元)	0.74	0.79	0.88	1.01
其他非流动负	1,690	1,701	1,722	1,732					
负债合计	8,842	10,194	12,316	13,513					
少数股东权益	25	27	30	30					
股本	1,137	1,137	1,137	1,137					
资本公积	4,575	4,472	4,472	4,472					
留存收益	2,749	3,605	4,553	5,667					
归属母公司股东权	8,230	9,214	10,162	11,276					
负债和股东权益	17,097	19,435	22,508	24,819					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	(100)	1,347	(2,186)	457
净利润	840	894	1,005	1,152
折旧摊销	261	246	244	242
财务费用	45	20	30	45
投资损失	9	0	0	0
营运资金变动	(1,675)	40	(3,621)	(1,141)
其他经营现金	420	148	155	159
投资活动现金流	(1,696)	414	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(272)	272	0	0
其他投资现金	(1,424)	142	0	0
筹资活动现金流	4,274	(108)	(57)	(88)
短期借款	222	(42)	(26)	(28)
长期借款	481	277	0	0
普通股增加	261	0	0	0
资本公积增加	3,294	(103)	0	0
其他筹资现金	16	(240)	(31)	(60)
现金净增加额	2,478	1,653	(2,244)	369

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	1.68%	28.94%	30.63%	13.14%
营业利润	-8.68%	-17.40%	13.14%	15.32%
归属于母公司净利润	-18.71%	6.63%	12.51%	14.55%
获利能力				
毛利率(%)	39.14%	33.39%	33.17%	32.38%
净利率(%)	17.32%	14.32%	12.34%	12.49%
ROE(%)	10.18%	9.70%	9.89%	10.19%
ROIC(%)	43.31%	20.62%	44.78%	36.42%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.72%	52.45%	54.72%	54.45%
净负债比率(%)	1.89%	-0.44%	36.12%	49.05%
流动比率	1.80	1.76	1.45	1.36
速动比率	1.55	1.60	1.22	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.34	0.39	0.39
应收账款周转率	1.62	1.68	1.74	1.60
应付账款周转率	2.28	2.17	2.13	1.96
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.79	0.88	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.09)	1.19	(1.92)	0.40
每股净资产(最新摊薄)	7.24	8.11	8.94	9.92
估值比率				
P/E	17.9	16.8	14.9	13.0
P/B	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	22.90	7.34	6.64	4.37

资料来源: 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。