

2018年09月03日

降价趋势下经营性利润承压，符合预期

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4838	6164	8252	9408
同比（%）	2%	27%	34%	14%
归母净利润（百万元）	838	931	1042	1160
同比（%）	-19%	11%	12%	11%
每股收益（元/股）	0.74	0.82	0.92	1.02
P/E（倍）	17.70	15.94	14.24	12.79

投资要点

- **2018年上半年公司归母净利润4.66亿元，同比增4.57%，符合预期：**2018年上半年公司营收26.07亿元，同比增长8.76%；归母净利润4.66亿元，同比增长4.57%，其中转让苏州国轩股权获得0.60亿元投资收益、政府补贴1.8亿；上半年扣非归母净利润2.64亿元，同比下降28.90%。公司预告1-9月净利润6.4亿-7亿，同比增0.21%-9.43%，其中三季度1.74亿-2.34亿。
- **受市场降价影响，2Q业绩同比下降明显：**二季度公司实现营收15.47亿元，同比增长19.99%，环比增长45.96%；归母净利润3.05亿元，同比增长25.24%，环比上升89.25%；扣非归母净利润1.32亿，同比下滑42.00%，环比下滑0.88%，扣非净利8.5%，下滑9个百分点，其中资产减值损失0.74亿对业绩有所影响。2Q毛利率为34.29%，同比减少1.34个百分点，环比增加1.42个百分点。
- **分业务看，上半年电池业务营收同比小幅增长，但盈利水平有所下滑。**2018年上半年动力电池板块营收22.05亿元（占公司总营收84.6%），同比增长8.71%。出货量预计1.8gwh左右，均价1.4-1.5元/wh（含税）。毛利率继续下滑，同比降低5.44个百分点至32.47%，较同行依然处于较高水平。上半年公司动力电池装机电量0.9gwh，主要客户为江淮（44%）、北汽（20%）、安凯（6%）、汉腾（6%）。输配电产品板块营收下滑，毛利率同比小幅回调。上半年输配电营收3.06亿元，占公司营收11.75%，同比减少10.62%，毛利率同比增长2.32个百分点至29.63%。
- **费用率整体稳定，资产减值损失大增。**上半年公司费用同比增长4.89%至4.88亿元，费用率下降0.69个百分点至18.71%。其中，销售费用同比下降9.63%至1.60亿元，费用率6.14%，同比下滑1.25个百分点；管理费用上升12.19%至2.97亿元，费用率11.38%，与去年基本持平，其中研发费用1.33亿，同比增加0.85%，研发费用率为5%；财务费用为0.31亿元，同比增加32.35%。坏账损失0.85亿，同比增加6倍。
- **应收账款大幅增加，经营净现金流转负，并适当延长应付项目账期。**期末公司存货16.18亿，较年初上涨6.85%，其中原材料2.7亿，较年初增22.7%；库存商品8.9亿，较年初下降9%。报告期末公司应收账款为52.63亿，较年初上涨48.18%，增加17亿（同期营业收入26亿）。预收账款0.52亿，较年初下降0.44%。期末应付票据15.6亿，较年初增加90%；应付账款29.8亿，较年初增加17%。现金流方面，公司经营活动流入18.65亿，净现金流入为-1.39亿元，同比减少3.61亿。报告期内公司资本开支10.64亿，在建工程9.7亿，投资活动净现金流为-10.58亿；期内筹资活动净现金流为2.59亿，同比减少27%。报告期末公司短期借款额为21.01亿，较年初增加147%。
- **盈利预测与投资评级：**预测公司2018-2020年净利润9.31/10.42/11.60亿，EPS为0.82/0.92/1.02元，对应PE分别为16x/14x/13x，给以2019年18倍PE，对应目标价17元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策支持及产销不达预期；价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.05
一年最低/最高价	12.35/31.29
市净率(倍)	1.73
流通A股市值(百万元)	13157.65

基础数据

每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	54.61
总股本(百万股)	1136.65
流通A股(百万股)	1008.25

相关研究

- 1、《国轩高科：四季度出货量低于预期，影响业绩》2018-03-05
- 2、《短期业绩承压，四季度电池放量可期》2017-11-07
- 3、《国轩高科：短期业绩承压，四季度放量及明年增长值得期待》2017-09-01

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	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,187	11,681	14,312	16,341	营业收入	4,838	6,164	8,252	9,408
现金	4,799	3,382	3,591	4,065	营业成本	2,945	4,180	5,926	6,920
应收账款	3,552	4,491	6,032	6,892	营业税金及附加	50	64	85	97
其他应收款	54	54	54	54	销售费用	338	370	454	499
预付账款	105	149	212	247	管理费用	643	616	701	753
存货	1,515	2,006	2,704	3,167	财务费用	48	60	34	24
其他流动资产	1,163	1,600	1,719	1,916	资产减值损失	173	73	118	59
非流动资产	5,910	6,568	6,851	6,896	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	306	306	306	306	投资净收益	-9	10	15	20
固定资产	3,377	3,765	4,113	4,274	营业利润	1,010	860	998	1,127
无形资产	482	469	555	540	营业外收入	1	250	250	250
其他非流动资产	1,745	2,027	1,876	1,776	营业外支出	17	9	9	5
资产总计	17,097	18,249	21,163	23,237	利润总额	994	1,101	1,239	1,372
流动负债	6,217	6,459	8,607	9,829	所得税	154	171	192	206
短期借款	1,265	0	0	0	净利润	840	931	1,047	1,166
应付账款	2,543	3,610	5,117	5,976	少数股东损益	2	0	5	6
其他流动负债	2,410	2,849	3,490	3,853	归属母公司净利润	838	931	1,042	1,160
非流动负债	2,625	2,625	2,625	2,625	EBITDA	1,319	1,195	1,349	1,505
长期借款	935	935	935	935	EPS (元)	0.74	0.82	0.92	1.02
其他非流动负债	1,690	1,690	1,690	1,690					
负债合计	8,842	9,083	11,232	12,453					
少数股东权益	25	25	30	36	主要财务比率				
股本	1,137	1,137	1,137	1,137	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
资本公积	4,575	4,575	4,575	4,575	成长能力				
留存收益	2,749	3,429	4,189	5,036	营业收入	1.7%	27.4%	33.9%	14.0%
归属母公司股东权益	8,230	9,141	9,901	10,748	营业利润	-8.7%	-14.9%	16.0%	12.9%
负债和股东权益	17,097	18,249	21,163	23,237	归属于母公司净利润	-18.7%	11.0%	12.0%	11.4%
					获利能力				
					毛利率(%)	39.1%	32.2%	28.2%	26.4%
					净利率(%)	17.4%	15.1%	12.7%	12.4%
					ROE(%)	10.2%	10.2%	10.5%	10.8%
					ROIC(%)	16.3%	9.8%	9.6%	10.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	51.7%	49.8%	53.1%	53.6%
					净负债比率	24.9%	10.3%	8.3%	7.5%
					流动比率	1.80	1.81	1.66	1.66
					速动比率	1.56	1.50	1.35	1.34
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.34	0.34	0.39
					应收账款周转率	1	1	1	1
					应付账款周转率	1.16	1.16	1.16	1.16
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.74	0.82	0.92	1.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	0.75	0.98	1.05
					每股净资产(最新摊薄)	7.24	8.04	8.71	9.46
					估值比率				
					P/E	17.70	15.94	14.24	12.79
					P/B	1.80	1.62	1.50	1.38
					EV/EBITDA	13	14	13	11

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

