

公司业绩符合预期，产能逐步释放

——国轩高科(002074.SZ)公司三季报点评

季报点评

开文明(分析师) 孟可(联系人)
021-68865582 mengke@xsdzq.cn
kaiwenming@xsdzq.cn 证书编号: S0280118090006
证书编号: S0280517100002

● 2018年1-9月归母扣非后净利润4.01亿元，同比下降22.32%:

2018年1-9月公司实现收入40.97亿元(YOY+9.11%);归母净利润6.59亿元(YOY+3.02%),位于业绩预告区间(6.41-7亿元)靠近下限位置;归母扣非后净利润4.01亿元(YOY-22.32%);受新能源汽车补贴政策调整影响,动力锂电池价格普遍下降,导致公司产品毛利率有所下滑,毛利率为33.12%(YOY-4.11pct)。Q3公司实现收入14.9亿元(YOY+9.73%);归母净利润1.93亿元(YOY-0.51%);扣非后归母净利润1.36亿元(YOY-5.33%);毛利率为32.08%(环比下降2.21pct)。公司2018年新增产能逐步释放,2018年全年实际出货量较2017年有较大增长,公司预计2018年归母净利润为8.5-9.5亿元,同比增长1.43%-13.36%。

● 构建垂直锂电产业链，产能逐步释放

公司磷酸铁锂正极材料目前具备13,000吨/年的生产能力,年产10,000吨高镍三元正极材料和5,000吨硅基负极材料项目将于2018年底达产。此外,公司正在拓展江苏电网镇江调峰项目和庐江电池回收项目。产能方面,公司已完成原有两条111产线升级为三元622产线的改造,并已稳定批量供货。同时新建4GWh升级版三元产线,预计在2018年四季度供货,公司2018年底整体产能可达13-14GWh。

● 与江淮汽车达成战略合作，技术升级应对无补贴时代

公司全资子公司合肥国轩已与江淮汽车签署战略合作协议,2019年公司 will 提供动力锂电池共4GWh。双方将在新能源乘用车和商用车领域,开发多款能量密度140Wh/kg以上的纯电动车动力电池系统,全面升级磷酸铁锂电芯产品,满足补贴政策的技术要求。此次战略合作将给公司带来积极影响。

● 行业地位有望巩固，维持“推荐”评级:

我们预计2018年-2020年EPS分别为0.79、0.87和0.98元(原预测为0.74、0.83和0.98元),当前股价对应2018-2020年PE分别为15.5、14.0和12.4倍,产能逐步释放和技术升级将巩固公司行业地位,维持“推荐”评级。

● 风险提示: 新能源汽车补贴政策变动; 电池技术路线变化; 电池价格下跌。

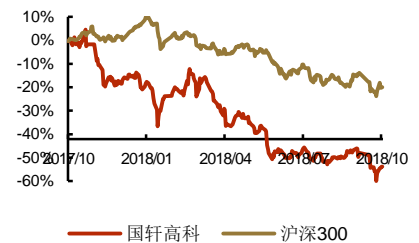
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4758	4,838	6,663	8,117	9,115
增长率(%)	73.3	1.7	37.7	21.8	12.3
净利润(百万元)	1030.9	838	893	990	1,114
增长率(%)	76.3	-18.7	6.6	10.8	12.5
毛利率(%)	46.9	39.1	33.1	32.3	31.6
净利率(%)	21.7	17.3	13.4	12.2	12.2
ROE(%)	26.1	10.2	9.9	10.0	10.3
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.79	0.87	0.98
P/E(倍)	13.41	16.5	15.5	14.0	12.4
P/B(倍)	3.51	1.7	1.5	1.4	1.3

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.10.25
收盘价(元):	12.16
一年最低/最高(元):	10.0/32.47
总股本(亿股):	11.37
总市值(亿元):	138.22
流通股本(亿股):	10.08
流通市值(亿元):	122.6
近3月换手率:	75.81%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.25	1.49	-34.17
绝对	-9.76	-9.5	-53.65

相关报告

《垂直锂电生态圈日渐完善，二季度毛利率企稳回升》2018-08-29

《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)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5908	11187	12792	12632	14346	营业收入	4758	4838	6663	8117	9115
现金	2306	4799	5089	3260	4574	营业成本	2525	2945	4456	5493	6234
应收账款	2411	3552	4660	5344	5890	营业税金及附加	31	50	52	69	76
其他应收款	35	54	68	80	86	营业费用	383	338	410	487	547
预付账款	107	105	187	169	231	管理费用	578	643	866	1015	1094
存货	630	1515	1731	2270	2271	财务费用	42	48	88	78	78
其他流动资产	419	1163	1057	1509	1294	资产减值损失	93	173	233	260	273
非流动资产	4307	5910	7453	8666	9499	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	4575	5442	5927	营业利润	1106	1010	1053	1166	1313
无形资产	448	482	556	644	750	营业外收入	98	1	8	8	8
其他非流动资产	1220	1745	1744	1729	1699	营业外支出	7	17	2	0	0
资产总计	10215	17097	20245	21298	23845	利润总额	1197	994	1060	1174	1321
流动负债	4314	6217	8562	8830	10590	所得税	165	154	164	182	205
短期借款	627	849	849	849	849	净利润	1033	840	896	992	1117
应付账款	1710	2543	3892	4040	4963	少数股东损益	2	2	2	3	3
其他流动负债	1976	2825	3821	3941	4778	归属母公司净利润	1031	838	893	990	1114
非流动负债	1941	2625	2646	2561	2375	EBITDA	1344	1224	1215	1418	1620
长期借款	454	935	956	871	685	EPS (元)	0.91	0.74	0.79	0.87	0.98
其他非流动负债	1488	1690	1690	1690	1690						
负债合计	6255	8842	11208	11390	12965	主要财务比率					
少数股东权益	24	25	27	30	32	成长能力					
股本	876	1137	1137	1137	1137	营业收入(%)	73.3	1.7	37.7	21.8	12.3
资本公积	1281	4575	4575	4575	4575	营业利润(%)	73.3	-8.7	4.3	10.7	12.6
留存收益	2043	2749	3491	4319	5268	归属于母公司净利润(%)	76.3	-18.7	6.6	10.8	12.5
归属母公司股东权益	3936	8230	9010	9878	10847	获利能力					
负债和股东权益	10215	17097	20245	21298	23845	毛利率(%)	46.9	39.1	33.1	32.3	31.6
						净利率(%)	21.7	17.3	13.4	12.2	12.2
						ROE(%)	26.1	10.2	9.9	10.0	10.3
						ROIC(%)	16.5	7.1	6.9	7.4	7.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.2	51.7	55.4	53.5	54.4
						净负债比率(%)	-25.4	(31.5)	(33.7)	(12.7)	-25.2
						流动比率	1.4	1.8	1.5	1.4	1.4
						速动比率	1.2	1.6	1.3	1.2	1.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.4	0.4	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	0.79	0.87	0.98
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	-0.17	2.07	-0.07	2.53
						每股净资产(最新摊薄)	3.46	7.24	7.93	8.69	9.54
						估值比率					
						P/E	13.41	16.49	15.47	13.97	12.41
						P/B	3.51	1.68	1.53	1.40	1.27
						EV/EBITDA	10.32	10.1	9.8	9.7	7.5

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1275	-100	2356	-82	2872
净利润	1033	840	896	992	1117
折旧摊销	148	261	220	287	339
财务费用	42	48	88	78	78
投资损失	1	9	-55	0	0
营运资金变动	40	-1393	1207	-1440	1338
其他经营现金流	12	135	0	0	0
投资活动现金流	-1840	-1696	-1709	-1500	-1173
资本支出	1307	1357	1271	941	562
长期投资	-564	-384	-272	-272	-272
其他投资现金流	-1096	-723	-709	-831	-883
筹资活动现金流	903	4274	-357	-247	-385
短期借款	283	222	0	0	0
长期借款	306	481	21	-85	(186)
普通股增加	-0	261	0	0	0
资本公积增加	14	3294	0	0	0
其他筹资现金流	301	16	-378	-162	-199
现金净增加额	339	2471	290	-1829	1314

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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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/>