证券研究报告

年报点评

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 04 月 10 日

骆驼股份（601311）\汽车

——业绩低于预期，17 年有望迎来拐点

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	16.2 元
目标价格：	元

事件：

公司2016年实现营收63.01亿元，同比增长17.19%；归属于上市公司股东的净利润5.15亿元，同比减少15.45%；归属于上市公司股东的扣非净利润4.53亿元，同比减少13.38%；基本每股收益0.61元。每10股派0.61元。

投资要点：

➢ **Q4净利率环比有所回升，全年业绩表现低于预期**

公司Q4单季度实现营收2.06亿元，同比增长21.83%，与之前一样，由于受消费税影响，营收端的增长未能有效传导到利润端，公司Q4单季度净利率10.21%，同比减少3.6个百分点，下滑趋势有所扩大；但就16年来看，Q4的净利率为全年最高，环比上升2.58个百分点，公司的盈利能力有所修复。全年来看，公司的业绩表现低于我们之前的预期，一方面是受到消费税的影响，公司全年缴纳消费税1.96亿元，若剔除这一部分的影响，公司净利率将同比上涨19%；另一方面，公司业绩也受到了动力电池的达产时间低于预期的影响。

➢ **汽车起动电池维持较快增长，启停电池后续值得期待**

公司2016年铅酸蓄电池产量2263万KVAH，同比增长14.35%，与乘用车的行业增速基本相当，国内龙头地位稳固。公司设立的2017年铅酸电池产量目标为2745.64万KVAH，同比增长21%。后续随着环保政策的趋严、消费税征收的愈加规范，汽车起动电池行业有望进一步提升集中度，公司作为行业龙头，将持续受益，市占率有望进一步提升。根据工信部于4月5日最新公示的2016年度乘用车企业平均燃料消耗量情况来看，整体形势仍较为严峻，而后续随着标准的逐年趋严，整车厂压力日益增加，而启停电池作为性价比突出的一种节能减排方式，后续的渗透率有望持续提升，显著增厚公司利润。

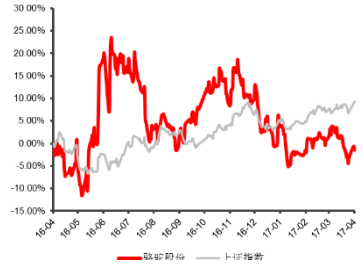
➢ **动力电池投产进度低于预期，17年有望迎来放量期**

公司2016年动力电池的投产进度低于我们之前的预期，全年销量仅为1.07万KWh，实现营收1700万元。2016年12月，公司的“新能源汽车动力电池项目”一期正式投产，产能规模达20亿WH。随着产能的落地，公司的锂电业务有望于17年迎来放量期，公司设立的2017年动力锂电池目标产量为90.05万KWh。公司“三电+租赁”的商业模式极具竞争力，目前已和南京金龙、武汉扬子江、凯马汽车、恒天新楚风、吉利汽车、北汽等厂家建立了良好的合作关系，17年该项业务有望成为公司利润增量的重要来源。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	848/848
流通 A 股市值（百万元）	13,744
每股净资产（元）	5.70
资产负债率（%）	27.48
一年内最高/最低（元）	21.07/13.97

一年内股价相对走势



马松　　分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

郦莉

电话：0510-85613713

邮箱：ll@glsc.com.cn

相关报告

1、《骆驼股份（601311）\汽车行业》

2016.10.24

请务必阅读报告末页的重要声明

➢ **维持“推荐”评级。**

我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.71、0.76、0.80 元，市盈率分别为 23 倍、21 倍、20 倍，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示。**

（1）国内车市景气度下行；（2）公司新业务发展不及预期。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5376.98	6301.12	7597.62	8169.49	8571.81
增长率（%）	4.06%	17.19%	20.58%	7.53%	4.92%
EBITDA（百万元）	958.20	947.34	1006.12	1078.70	1127.57
净利润（百万元）	609.49	515.34	601.63	644.81	677.22
增长率（%）	-9.20%	-15.45%	16.74%	7.18%	5.03%
EPS（元/股）	0.718	0.607	0.709	0.760	0.798
市盈率（P/E）	22.55	26.67	22.84	21.31	20.29
市净率（P/B）	3.03	2.84	2.56	2.31	2.09
EV/EBITDA	15.40	15.59	14.91	13.71	12.82

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	161.54	157.97	303.90	326.78	487.03
应收账款+票据	1,378.05	1,494.60	1,793.52	1,937.00	2,033.85
预付账款	106.14	84.37	101.25	109.35	114.82
存货	722.50	1,146.78	1,376.13	1,486.22	1,560.54
其他	1,209.93	460.14	552.17	596.34	626.16
流动资产合计	3,578.16	3,344.86	4,127.97	4,456.69	4,823.39
长期股权投资	61.20	66.56	72.56	79.56	87.56
固定资产	1,955.47	2,060.93	2,148.90	2,202.80	2,237.95
在建工程	103.32	315.32	300.00	300.00	300.00
无形资产	285.01	315.28	315.28	363.50	409.92
其他非流动资产	396.35	645.93	695.70	695.47	695.47
非流动资产合计	2,801.34	3,404.02	3,532.44	3,641.33	3,730.91
资产总计	6,379.49	6,748.88	7,660.42	8,098.02	8,554.30
短期借款	199.50	273.00	476.30	233.89	0.00
应付账款+票据	307.03	376.00	451.20	487.29	511.66
其他	440.45	297.85	357.42	386.01	405.31
流动负债合计	946.98	946.84	1,284.91	1,107.19	916.97
长期带息负债	775.00	775.00	775.00	775.00	775.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	775.00	775.00	775.00	775.00	775.00
负债合计	1,721.98	1,721.84	2,059.91	1,882.19	1,691.97
少数股东权益	121.13	193.78	225.78	260.78	297.78
股本	851.64	848.40	848.40	848.40	848.40
资本公积	1,029.75	1,020.24	1,020.24	1,020.24	1,020.24
留存收益	2,655.00	2,964.62	3,506.09	4,086.42	4,695.92
股东权益合计	4,657.52	5,027.04	5,600.50	6,215.84	6,862.33
负债和股东权益总计	6,379.49	6,748.88	7,660.42	8,098.02	8,554.30

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	520.34	511.90	559.63	596.31	621.22
折旧摊销	221.74	256.67	212.09	232.62	252.93
财务费用	56.74	56.99	49.65	47.53	35.80
存货减少	55.19	-434.48	-229.36	-110.09	-74.31
营运资金变动	-44.13	-461.85	-273.05	-131.07	-88.47
其它	-41.67	43.57	15.49	15.49	15.49
经营活动现金流	768.21	-27.20	334.45	650.80	762.65
资本支出	247.57	257.85	350.00	350.00	350.00
长期投资	575.77	260.75	0.00	0.00	0.00
其他	273.15	836.95	68.00	76.50	85.00
投资活动现金流	-550.19	318.35	-282.00	-273.50	-265.00
债权融资	-159.00	-26.50	203.30	-242.41	-233.89
股权融资	60.00	5.14	0.00	0.00	0.00
其他	-161.85	-246.54	-109.81	-112.01	-103.52
筹资活动现金流	-260.85	-267.90	93.49	-354.42	-337.40
现金净增加额	-34.11	28.18	145.94	22.87	160.25

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,376.98	6,301.12	7,597.62	8,169.49	8,571.81
营业成本	4,259.82	4,863.68	5,926.90	6,411.42	6,772.59
营业税金及附加	27.82	289.61	314.00	329.00	337.00
营业费用	295.47	323.66	372.28	392.14	402.88
管理费用	175.44	227.79	265.92	277.76	282.87
财务费用	44.63	46.67	44.63	42.14	30.14
资产减值损失	16.60	12.37	15.49	15.49	15.49
公允价值变动收益	0.54	-0.46	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.07	5.36	6.00	7.00	8.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	561.81	542.26	664.39	708.54	738.84
营业外净收益	122.12	97.59	80.00	90.00	100.00
利润总额	683.93	639.85	744.39	798.54	838.84
所得税	68.00	95.70	110.76	118.73	124.63
净利润	615.93	544.15	633.63	679.81	714.22
少数股东损益	6.44	28.81	32.00	35.00	37.00
归属于母公司净利润	609.49	515.34	601.63	644.81	677.22

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.06%	17.19%	20.58%	7.53%	4.92%
EBIT	-14.30%	-6.22%	14.97%	6.55%	3.38%
EBITDA	-6.15%	-1.13%	6.20%	7.21%	4.53%
归属于母公司净利润	27.89%	-15.45%	16.74%	7.18%	5.03%
获利能力					
毛利率	20.78%	22.81%	21.99%	21.52%	20.99%
净利率	11.45%	8.64%	8.34%	8.32%	8.33%
ROE	13.44%	10.66%	11.19%	10.83%	10.32%
ROIC	11.87%	9.66%	10.38%	9.71%	9.42%
偿债能力					
资产负债率	26.99%	25.51%	26.89%	23.24%	19.78%
流动比率	3.78	3.53	3.21	4.03	5.26
速动比率	1.74	1.84	1.71	2.14	2.88
营运能力					
应收账款周转率	4.24	4.86	4.89	4.87	4.86
存货周转率	5.90	4.24	4.31	4.31	4.34
总资产周转率	0.84	0.93	0.99	1.01	1.00
每股指标（元）					
每股收益	0.72	0.61	0.71	0.76	0.80
每股经营现金流	0.91	-0.03	0.39	0.77	0.90
每股净资产	5.35	5.70	6.34	7.02	7.74
估值比率					
市盈率	22.55	26.67	22.84	21.31	20.29
市净率	3.03	2.84	2.56	2.31	2.09
EV/EBITDA	15.40	15.59	14.91	13.71	12.82
EV/EBIT	20.04	21.38	18.89	17.48	16.52

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064