

2017年04月27日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：边文媛 S0350116100011
0755-25332057 bianwj@ghzq.com.cn

一季报符合预期，二季度预计业绩转暖

——国轩高科（002074）一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
国轩高科	-1.4	-1.4	-7.8
沪深 300	-0.9	1.7	8.8

市场数据 2017-04-26

当前价格（元）	30.84
52 周价格区间（元）	29.02 - 44.28
总市值（百万）	27065.18
流通市值（百万）	14557.09
总股本（万股）	87760.00
流通股（万股）	47201.97
日均成交额（百万）	443.86
近一月换手（%）	44.99

相关报告

《国轩高科（002074）事件点评：业绩快报符合预期，签订大单彰显龙头地位》——2017-03-05

《国轩高科（002074）动态研究报告：年产 6 亿 Ah 动力电池生产线即将投产，增厚业绩》——2016-06-30

《国轩高科（002074）2015 年报点评：业绩翻倍，2016 更值得期待（买入）*电力设备新能源*谭倩》——2016-03-31

《国轩高科（002074）：动力电池，动力增长（买入）*电力设备新能源*谭倩》——2015-11-23

事件：

公司发布 2017 年一季报，实现营业收入 11.08 亿元，同比减少 5.68%；归属于母公司所有者的净利润为 2.02 亿元，同比减少 34.02%；扣非净利润 1.45 亿，同比减少 52.26%。预计 2017 年上半年实现归母净利润 4.35 亿-5.35 亿，同比减少 18.47%-0.27%。

投资要点：

■ 公司业绩符合预期，公司业绩同比下滑主要源自行业量价的下滑。公司一季度实现营业收入 11.08 亿元，同比减少 5.68%；归属于母公司所有者的净利润为 2.02 亿元，同比减少 34.02%，扣非净利润 1.45 亿，同比减少 52.26%，符合预期。根据中汽协公布的数据，受新能源补贴政策调整的影响，一季度新能源汽车产量为 5.83 万辆，同比下滑 7.7%。从车型结构来看，一季度产出的车以带电量较少的 A00 级纯电动乘用车（单车带电量 20Kwh 左右）为主，而单车带电量较多的纯电动客车产量占比较低，仅为 8.24%。新能源车的总量下滑以及单车带电量的结构性调整导致电池需求量降低。价格方面，补贴额度的降低使得车企将降成本压力主要传导至动力电池环节，一季度动力电池价格同比降幅达到 20% 以上。尽管价格下调，公司凭借规模化生产以及延伸至上游锂电材料环节实现了较好的成本控制，因而公司毛利率 38.2%，较 2016 年仅下滑 8.8 个百分点。

■ 预期二季度开始好转，全年有望以量补价获得增长。公司预计 2017 年上半年实现归母净利润 4.35 亿-5.35 亿，同比减少 18.47%-0.27%，那么单第二季度将实现归母净利润 2.33 亿-3.33 亿元，同比增加 2.64%-46.7%，环比分别增长 15.3%~64.9%。二季度业绩同比环比业绩改善主要得益于量的提升。首先，纯电动客车的销量有望在地方政府开启采购后得到提升，从而带动公司磷酸铁锂电池销量的提升。其次，公司的三元电池将贡献较大增量。公司的三元电池配套的乘用车型，如北汽 EC180，奇瑞 EQ，以及专用车型上汽大通等已经进入前三批推荐目录。据电动汽车资源网整理的的数据，一季度北汽 EC180 实现销量 7129 辆，预计二季度销量继续增长。公司的三元产线一季度还处于调整阶段，预计二季度产能得到更加充分的释放。综合全年来看，预计公司整体出货量 5Gwh，其中磷酸铁锂电池 3.2Gwh，三元电池 1.8Gwh，同比增长 150%，通过以量补价公司业绩仍能获得可观增长。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

- **盈利预测和评级:** 预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.52 元, 1.96 元, 2.28 元, 对应 PE 分别为 22 倍、17 倍、15 倍。动力电池正在经历洗牌, 未来龙头企业将胜出, 行业集中度将提升。新能源车产业发展最核心的环节仍然是动力电池。公司是市场上稀缺的纯正的动力电池龙头, 且估值较低, **维持“买入”评级。**
- **风险提示:** 新能源汽车产销不达预期, 公司产能利用率不达预期, 动力电池竞争加剧。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	4758	8180	11227	13899
增长率 (%)	73%	72%	37%	24%
净利润 (百万元)	1031	1337	1721	2000
增长率 (%)	76%	30%	29%	16%
摊薄每股收益 (元)	1.20	1.52	1.96	2.28
ROE (%)	26.03%	25.25%	24.53%	22.19%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 前三批推荐目录公司入选配套车型统计

批次	入选配套车型数	三元	磷酸铁 锂	乘用车	客车	专用车
第一批	7	2	5	7		
第二批	7	2	5	1	5	1
第三批	42	3	39	2	27	13

资料来源: 工信部, 国海证券研究所

表 2: 一季度新能源车产量统计

	一季度累计	同比增长 (%)
新能源汽车	58317	-7.7
乘用车	51691	22.9
EV 乘用车	43181	58.7
PHEV 乘用车	8510	-42.8
商用车	6626	-68.6
EV 商用车	4807	-75.3
PHEV 商用车	1819	9.9

资料来源: 中汽协, 国海证券研究所

表 1: 国轩高科盈利预测表

2017-04-2									
证券代码:	002074.SZ		股价:	30.84	投资评级:	买入	日期:	6	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	26%	25%	25%	22%	EPS	1.20	1.52	1.96	2.28
毛利率	47%	37%	34%	30%	BVPS	4.57	6.00	7.96	10.23
期间费率	22%	22%	18%	15%	估值				
销售净利率	22%	16%	15%	14%	P/E	27.93	21.92	17.03	14.65
成长能力					P/B	7.32	5.56	4.20	3.26
收入增长率	73%	72%	37%	24%	P/S	6.05	3.58	2.61	2.11
利润增长率	76%	30%	29%	16%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.47	0.57	0.61	0.61	营业收入	4758	8180	11227	13899
应收账款周转率	1.73	1.73	1.73	1.73	营业成本	2525	5136	7450	9678
存货周转率	4.01	4.01	4.01	4.01	营业税金及附加	31	53	73	90
偿债能力					销售费用	383	558	666	744
资产负债率	61%	63%	62%	60%	管理费用	578	793	938	962
流动比	1.37	1.31	1.36	1.44	财务费用	42	65	64	55
速动比	1.22	1.13	1.17	1.23	其他费用/(-收入)	(93)	(105)	(120)	(130)
					营业利润	1106	1470	1916	2240
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	91	83	83	83
现金及现金等价物	2306	2866	4080	5927	利润总额	1197	1553	1999	2323
应收款项	2750	4729	6490	8035	所得税费用	165	213	275	319
存货净额	630	1295	1878	2438	净利润	1033	1340	1724	2004
其他流动资产	221	345	456	553	少数股东损益	2	2	3	4
流动资产合计	5908	9186	12856	16904	归属于母公司净利润	1031	1337	1721	2000
固定资产	2604	2944	3049	3144					
在建工程	118	518	918	1118	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	448	448	415	383	经营活动现金流	1275	1507	1915	2365
长期股权投资	34	34	34	34	净利润	1033	1340	1724	2004
资产总计	10215	14233	18375	22686	少数股东权益	2	2	3	4
短期借款	627	682	802	902	折旧摊销	128	305	339	346
应付款项	2465	5064	7342	9533	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	39	67	91	113	营运资金变动	112	(5395)	(4758)	(4414)
其他流动负债	1183	1183	1183	1183	投资活动现金流	(1840)	(740)	(506)	(295)
流动负债合计	4314	6996	9419	11731	资本支出	(1364)	(740)	(506)	(295)
长期借款及应付债券	454	454	454	454	长期投资	(34)	0	0	0
其他长期负债	1488	1488	1488	1488	其他	(442)	0	0	0
长期负债合计	1941	1941	1941	1941	筹资活动现金流	1124	51	115	94
负债合计	6255	8937	11360	13673	债务融资	589	55	120	100
股本	862	878	878	878	权益融资	205	0	0	0
股东权益	3960	5296	7015	9013	其它	331	(4)	(5)	(6)
负债和股东权益总计	10215	14233	18375	22686	现金净增加额	559	819	1524	2164

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015 年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

孙纯鹏，厦门大学工学硕士，2017 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。