

国轩高科 (002074) 三季度报点评

2017年11月5日

短期业绩承压，四季度电池放量可期 买入（维持）

首席证券分析师 曾朵红

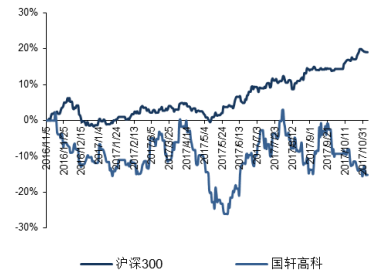
执业证书编号: S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4758	6071	9319	11809
收入同比(%)	73%	28%	54%	27%
归属母公司净利润	1031	1059	1302	1568
净利润同比(%)	76%	3%	23%	20%
毛利率(%)	46.9%	36.7%	34.1%	32.2%
ROE(%)	26.2%	21.3%	22.0%	22.2%
每股收益(元)	1.18	1.21	1.49	1.79
P/E	25.38	24.71	20.09	16.68
P/B	6.65	5.26	4.42	3.70
EV/EBITDA	21	20	16	13

股价走势



投资要点

■ 2017年前三季度公司营收37.55亿元，同比增加9.70%，归母净利润6.4亿元，同比减少13.27%，偏向预告下限，基本符合市场预期。单季度看，三季度公司营收为13.58亿元，同比增长32.69%，归属母公司股东的净利润1.94亿，同比减少4.65%，环比减少20.05%。公司预告2017年全年归母净利润10.02-11.16亿，同比变化-2.81%-8.25%，意味着四季度净利润为3.62-4.76亿（2016年四季度为2.93亿），同环比将实现高增长。

■ 三季度出货量同比持平，我们预计四季度环比高增长，全年预计出货量4gwh。上半年公司动力电池出货量1.5gwh左右（三元0.3-0.4gwh），我们预计三季度出货量1gwh左右，基本与二季度持平，由于三季度青岛产线停产调整，因此三元出货量受影响。四季度由于商用车放量，公司目前在手订单充足，因此四季度冲量将带动业绩同环比高增长；且青岛产线目前已逐步恢复生产，四季度有望重新供货北汽EC180，我们预计四季度公司三元电池出货量预计为0.4gwh，全年有望达到0.8-0.9gwh。磷酸铁锂今年新开拓宇通、北汽福田等客户，我们预计全年磷酸铁锂出货量有望达到3gwh。因此我们预计，公司四季度出货量有望达到1.5gwh，全年合计将近4gwh（2016年为2gwh）。

■ 三季度毛利率回升，但管理费用增加影响净利率水平。2017年前三季度公司毛利率37.24%，同比减少10.9个百分点，主要由于动力电池价格大幅下滑，目前磷酸铁锂价格1.6元/wh，三元1.5元/wh。三季度单季度毛利率38%，环比二季度增加2.4个百分点，我们判断是由于磷酸铁锂占比提升所致。净利率来看，前三季度净利率为17.07%，同比减少4.5个百分点；三季度单季度净利率14.4%，同比减少5.6个百分点，环比减少4.6个百分点，主要由于新产品开发导致研发费用提升，且产能扩建，新员工招募，青岛产线调整，管理费用环比增加0.7亿。费用率方面，前三季度公司费用同比增长3.82%至7.75亿元，费用率同比减少1.17个百分点到20.64%。其中，销售费用同比减少9%至2.62亿，费用率6.98%，同比降低1.46个百分点；管理费用同比增加9%至4.66亿，费用率同比降低0.11个百分点至12.42%；财务费用为0.47亿，同比上升

市场数据

收盘价(元)	29.65
一年最低价/最高	25.16/36.93
市净率(倍)	5.81
流通A股市值(百万元)	14424.96

基础数据

每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	64.74%
总股本(百万股)	876.42
流通A股(百万股)	486.51

相关研究

1. 国轩高科获南京金龙大订单，客车销量将回暖 2017-06-22
2. 获北汽大订单，三元市场拓展顺利 2017-06-01
3. 调整逐步完成，业绩回暖趋势明确 2017-04-27
4. 短期业绩承压，全年平稳增长可期 2017-03-20

62%，费用率 1.24%，同比增加 0.4 个百分点。

■ **由于应收账款增加，产能建设加大，公司流动性有所降低。**期末公司存货 11.3 亿，较年初增加 79%，由于公司为四季度车企抢装备货，库存水平上升。报告期末公司应收账款为 38.35 亿，较年初增长 59%，由于补贴发放进度延长，车企资金紧张，付款周期长。预收账款 0.5 亿，较年初增长 30%。现金流方面，三季度末公司经营活动净现金流为 0.85 亿元，同比增加 25%；由于公司积极进行产能建设，前三季度资本开支 6.9 亿，同比减少 30%，投资活动净现金流为 -9.58 亿；期内筹资活动净现金流为 0.94 亿。报告期末公司短期借款额为 6.99 亿，较年初增加 11%，账面现金为 15.86 亿元，较年初减少 31%。

■ **投资建议：**公司短期业绩承压，但随着 622 三元产能释放，客车放量，储能市场开拓，我们预计四季度及明年可维持较高增速。我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 10.59 亿、13.02 亿、15.68 亿元，EPS 为 1.21/1.49/1.79 元，同比增长 3%/23%/20%，对应 PE 为 25x/20x/17x，给予公司目标价 36 元，对应 2018 年 PE 为 24x。

■ **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司动力电池出货量不达预期，电池产品价格下滑幅度超预期。

国轩高科三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,908	6,807	11,208	14,258	营业收入	4,758	6,071	9,319	11,809
现金	2,306	1,895	2,796	3,543	营业成本	2,525	3,843	6,144	8,012
应收账款	2,411	3,147	4,749	6,018	营业税金及附加	31	39	61	77
其他应收款	35	35	35	35	销售费用	383	437	652	803
预付账款	107	163	260	340	管理费用	578	607	913	1,063
存货	630	981	1,978	2,592	财务费用	42	28	37	62
其他	419	587	1,390	1,731	资产减值损失	93	-5	121	95
非流动资产	4,307	4,988	5,335	5,445	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	34	34	34	34	投资净收益	-1	10	15	20
固定资产	2,604	3,054	3,462	3,684	营业利润	1,106	1,132	1,407	1,717
无形资产	448	439	528	517	营业外收入	98	112	120	115
其他	1,220	1,461	1,310	1,210	营业外支出	7	10	10	5
资产总计	10,215	11,795	16,544	19,704	利润总额	1,197	1,234	1,517	1,827
流动负债	4,314	4,851	8,642	10,650	所得税	165	170	208	251
短期借款	846	0	1,312	1,314	净利润	1,033	1,064	1,308	1,576
应付账款	1,710	2,602	4,160	5,426	少数股东损益	2	5	7	8
其他	1,757	2,249	3,170	3,910	归属母公司净利润	1,031	1,059	1,302	1,568
非流动负债	1,941	1,941	1,941	1,941	EBITDA	1,296	1,370	1,696	2,069
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.18	1.21	1.49	1.79
其他	1,488	1,488	1,488	1,488					
负债合计	6,255	6,792	10,584	12,591					
少数股东权益	24	30	36	44					
股本	876	876	876	876					
资本公积	1,281	1,281	1,281	1,281					
留存收益	2,043	2,816	3,766	4,911					
归属母公司股东权益	3,936	4,973	5,924	7,068					
负债和股东权益	10,215	11,795	16,544	19,704					

现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,275	1,364	563	1,610
净利润	1,033	1,064	1,308	1,576
折旧摊销	148	210	252	290
财务费用	41	28	37	62
投资损失	1	-10	-15	-20
营运资金变动	-40	77	-1,141	-393
其他经营现金流	93	-5	121	95
投资活动现金流	-1,840	-881	-585	-380
资本支出	1,305	1,100	600	400
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-535	219	15	20
筹资活动现金流	903	-895	924	-483
短期借款	0	-846	1,312	2
长期借款	306	0	0	0
普通股增加	205	0	0	0
资本公积金增长	14	0	0	0
其他筹资现金流	393	-49	-388	-485
现金净增加额	338	-412	901	747

主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	73.3%	27.6%	53.5%	26.7%
营业利润	73.3%	2.3%	24.3%	22.0%
归属于母公司净利润	76.3%	2.7%	22.9%	20.4%
获利能力				
毛利率(%)	46.9%	36.7%	34.1%	32.2%
净利率(%)	7.3%	21.7%	17.5%	14.0%
ROE(%)	26.2%	21.3%	22.0%	22.2%
ROIC(%)	34.4%	20.7%	17.3%	18.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.2%	57.6%	64.0%	63.9%
净负债比率	20.8%	6.7%	16.7%	14.0%
流动比率	1.37	1.40	1.30	1.34
速动比率	1.22	1.20	1.07	1.10
营运能力				
总资产周转率(次)	0.47	0.51	0.51	0.56
应收账款周转率(次)	2	2	2	2
应付账款周转率(次)	1.48	1.48	1.48	1.48
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.21	1.49	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.56	0.64	1.84
每股净资产(最新摊薄)	4.49	5.68	6.76	8.07
估值比率				
P/E	25.38	24.71	20.09	16.68
P/B	6.65	5.26	4.42	3.70
EV/EBITDA	21	20	16	13

数据来源: Wind 资讯, 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>

