

2017年11月14日

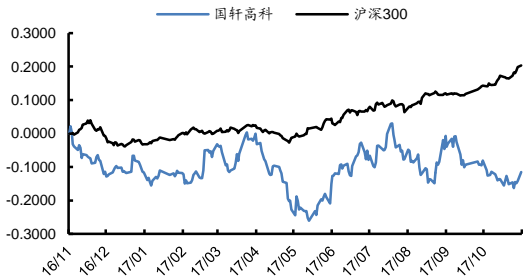
公司研究

评级：买入（维持）

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

三季报业绩承压，第四季度业绩将显著回暖 ——国轩高科（002074）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
国轩高科	-3.7	-4.1	-11.5
沪深300	5.3	11.7	20.3

市场数据

2017-11-13

当前价格（元）	30.93
52周价格区间（元）	25.16 - 36.93
总市值（百万）	27107.67
流通市值（百万）	15047.69
总股本（万股）	87642.00
流通股（万股）	48650.81
日均成交额（百万）	326.63
近一月换手（%）	36.97

相关报告

《国轩高科（002074）事件点评：频接大单凸显实力，打消市场疑虑》——2017-06-22

《国轩高科（002074）一季报点评：一季报符合预期，二季度预计业绩转暖》——2017-04-27

《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

事件：

公司发布三季报：公司前三季度营业收入为37.55亿元，同比增加9.70%，归母公司净利润6.4亿元，同比减少13.27%，靠近中报预计的利润区间下限，基本符合预期。公司预计全年业绩区间为10.02亿-11.16亿，净利润变动幅度为-2.81%到8.25%。

投资要点：

- **公司前三季度业绩承压，基本符合预期。**公司前三季度营业收入为37.55亿元，同比增加9.70%，归母公司净利润6.4亿元，同比减少13.27%，靠近中报预计的利润区间下限，基本符合预期。前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为6.98%，12.42%，1.24%，相比去年同期变化分别为-1.46pct，-0.11pct，0.4pct。前三季度财务费用4660万，同比增加61.8%，主要系贷款利息支出增加。公司36亿的配股本周开启，我们预计配股完成后，公司资金压力将大大缓解。管理费用环比二季度增加7000万，主要系青岛工厂在大规模检修和产线升级改造，研发费用较高。
- **第三季度电池出货已有回暖，四季度订单饱满将迎业绩大增。**公司第三季度实现营收13.58亿元，同比增加32.69%，环比增加5.34%，假设扣除输配电产品部分收入，按照动力电池1.6-1.7元/wh（含税）的均价，我们预计公司第三季度动力电池出货量在1Gwh。公司虽然第三季度存货11.3亿，主要为第四季度备货，但是目前电芯仍然处于供不应求状态，因为公司第四季度订单饱满。乘用车方面：四季度对北汽EC180合计有7000-8000台供货计划，合肥622三元产线已于10月份开始向众泰乘用车正式供货，新型磷酸铁锂圆柱电池也已批量供应给江淮最新IEV7纯电动轿车；客车方面，由于年初的补贴政策调整今年客车的放量节奏整体延迟了一个季度，预计四季度为客车集中交付期。从公司对全年的业绩预期推导公司第四季度业绩指引为3.6亿-4.7亿，环比将大幅改善。从订单以及排产情况看，我们认为公司达成业绩预期是大概率事件。
- **产能扩建有序推进，积极开拓乘用车客户挖掘更大市场。**公司现有合肥、南京、青岛、唐山等多个生产基地共计7.5Gwh的标准产能，明年预计青岛和合肥会继续新增3Gwh的产能。公司今年新开发了吉

*谭倩》——2016-03-31

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%。

利、众泰等新能源乘用车客户，预计明年开始放量，公司的客户结构中乘用车占比将提升。

- 由于今年动力电池行业量价的不利因素导致龙头企业业绩承压。明年的动力电池量增确定，因为供给端油耗积分开始考核叠加 2019 年补贴退坡抢装，而需求端乘用车新车型出台拉动市场需求。价格与补贴政策密切相关，我们预计政策大概率是通过提升门槛来变相将补贴。公司作为第二梯队的龙头，以量补价逻辑将可以维持。暂不考虑配股对股本增加的影响，我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.22 元，1.55 元，1.86 元，对应 PE 分别为 25 倍、20 倍、17 倍，**维持“买入”评级。**
- **风险提示:** 新能源车产销不达预期，公司相关扩产项目进度不达预期，电池行业竞争加剧导致价格战。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	4758	6655	8803	11688
增长率(%)	73%	40%	32%	33%
净利润（百万元）	1031	1068	1360	1629
增长率(%)	76%	4%	27%	20%
摊薄每股收益（元）	1.20	1.22	1.55	1.86
ROE(%)	26.03%	21.25%	21.30%	20.33%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 国轩高科盈利预测表 (暂不考虑本次配股对股本的影响)

证券代码:	002074.SZ				股价:	30.93	投资评级:	买入	日期:	2017-11-13
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%	21%	21%	20%	EPS	1.20	1.22	1.55	1.86	
毛利率	47%	36%	35%	32%	BVPS	4.57	5.71	7.25	9.11	
期间费率	22%	22%	18%	17%	估值					
销售净利率	22%	16%	15%	14%	P/E	25.86	25.38	19.93	16.64	
成长能力					P/B	6.77	5.42	4.26	3.40	
收入增长率	73%	40%	32%	33%	P/S	5.60	4.07	3.08	2.32	
利润增长率	76%	4%	27%	20%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.47	0.51	0.55	0.58	营业收入	4758	6655	8803	11688	
应收账款周转率	1.73	1.73	1.73	1.73	营业成本	2525	4253	5724	7977	
存货周转率	4.01	4.01	4.01	4.01	营业税金及附加	31	43	57	76	
偿债能力					销售费用	383	435	576	715	
资产负债率	61%	62%	60%	60%	管理费用	578	658	820	989	
流动比	1.37	1.31	1.36	1.42	财务费用	42	48	49	43	
速动比	1.22	1.14	1.18	1.22	其他费用/(-收入)	(93)	(90)	(90)	(90)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	1106	1128	1487	1799	
现金及现金等价物	2306	2873	3655	5021	营业外净收支	91	113	93	93	
应收款项	2750	3847	5089	6756	利润总额	1197	1241	1580	1892	
存货净额	630	1072	1443	2010	所得税费用	165	170	217	260	
其他流动资产	221	290	368	472	净利润	1033	1070	1363	1632	
流动资产合计	5908	8034	10507	14212	少数股东损益	2	2	3	3	
固定资产	2604	2944	3049	3144	归属于母公司净利润	1031	1068	1360	1629	
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	1514	1481	1882	
长期股权投资	34	34	34	34	净利润	1033	1070	1363	1632	
资产总计	10215	13081	16026	19993	少数股东权益	2	2	3	3	
短期借款	627	682	802	902	折旧摊销	128	305	339	346	
应付款项	2465	4193	5642	7859	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	39	54	72	95	营运资金变动	112	(3352)	(3157)	(4579)	
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	6113	7699	10039	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	1132	52	116	95	
负债合计	6255	8054	9641	11981	债务融资	589	55	120	100	
股本	862	876	876	876	权益融资	205	0	0	0	
股东权益	3960	5027	6386	8013	其它	338	(3)	(4)	(5)	
负债和股东权益总计	10215	13081	16026	19993	现金净增加额	567	826	1091	1682	

资料来源: Wind 资讯、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。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。