

# 国轩高科 (002074) 业绩快报点评

## 四季度出货量低于预期，影响业绩 买入 (维持)

2018年03月05日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号:

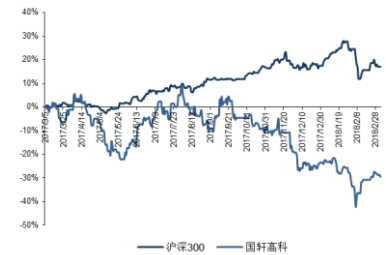
S0600516080001

021-60199798

[zengdh@dwzq.com.cn](mailto:zengdh@dwzq.com.cn)

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4758	5045	7819	10604
收入同比 (%)	73%	6%	55%	36%
归属母公司净利润	1031	920	1182	1464
净利润同比 (%)	76%	-11%	28%	24%
毛利率 (%)	46.9%	36.5%	32.8%	30.2%
ROE (%)	26.2%	18.9%	20.6%	21.5%
每股收益 (元)	0.91	0.81	1.04	1.29
P/E	22.61	25.34	19.72	15.92
P/B	5.92	4.78	4.06	3.43
EV/EBITDA	19	20	16	13

### 股价走势



### 投资要点

■ **17年业绩 9.2 亿，低于市场预期：公司 2017 年业绩快报全年实现营收 50.48 亿，同比增长 6.1%；营业利润 11.03 亿，同比下滑 0.26%；利润总额 11.03 亿，同比下滑 7.91%；归母净利润 9.2 亿，同比下滑 10.7%，低于市场预期。**

■ **四季度盈利水平恢复：单季度看，四季度实现营业收入 12.93 亿，同比下滑 3.1%，环比三季度下滑 4.8%；实现归母净利润 2.8 亿，同比下滑 4.1%，环比增长 44.8%。四季度净利率水平为 21.7%，环比大幅提升。**

图表 1：国轩高科分季度业绩情况

	4Q2017	3Q2017	2Q2017	1Q2017	4Q2016	3Q2016
营业收入(百万)	1,293	1,358	1,289	1,108	1,335	1,023
同比	-3.1%	32.7%	5.2%	-5.7%	7.1%	68.5%
毛利率		38.0%	35.6%	38.1%	43.9%	49.1%
归母净利润(百万)	281	194	243	202	293	204
同比	-4.1%	-4.7%	7.0%	-34.0%	16.2%	83.8%
净利率	21.7%	14.4%	18.9%	18.2%	22.1%	19.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **17 年公司出货量 3.1gwh 低于预期，但价格略高于行业平均水平，四季度冲量落空：2017 年公司动力电池出货量 3.1gwh，同比增加 50%，均价 1.7 元/wh 左右，高于市场均价；其中动力类电池 2.7gwh，储能 0.4gwh；三元电池 0.7gwh，铁锂 2.4gwh。从季度出货量看，我们预计 2017 年 1 季度为 0.5gwh，其余三季度较平均约 0.9gwh。四季度公司利润及净利率水平环比增长较明显，主要由于三季度公司山东产线停产整顿造成的折旧等各项费用增加，但出货量 1gwh 左右，未出现冲量，主要由于公司精选优质客户。**

### 市场数据

收盘价 (元)	20.51
一年最低价/最高价	16.61/23.27
市净率 (倍)	2.80
流通 A 股市值 (百万元)	12943.34

### 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)	1,136.65
流通 A 股 (百万股)	631.07

### 相关研究

1. 短期业绩承压，四季度电池放量可期 2017-11-08
2. 短期业绩承压，四季度放量及明年增长值得期待 2017-09-05
3. 国轩高科获南京金龙大订单，客车销量将回暖 2017-06-22
4. 获北汽大订单，三元市场拓展顺利 2017-06-01

■ **公司客户质量较高，以磷酸铁锂为主：**我们根据 2017 年电动车产量数据统计，2017 年国轩装机电量 2gwh，前几大客户为江淮，占公司装机电量 31%，其次为安凯、北汽、中通客车，分别占比 13%、12%和 11%，这些客户主要配套磷酸铁锂；上汽商用车也为公司重要客户，占公司装机电量比重达到 7%，以三元为主。整体而言公司客户质量较高。

图表 2：国轩客户结构（按装机电量口径）

电池企业	下游客户	车型	电池类型	车辆总数	电量 (kwh)	占比
合肥国轩	安徽江淮汽车	乘用车	磷酸铁锂	27,468	589,806	29.18%
		专用车	磷酸铁锂	626	34,137	1.69%
	北京新能源汽车	乘用车	磷酸铁锂	4,935	106,103	5.25%
		乘用车	三元材料	6,423	128,494	6.36%
	奇瑞汽车	乘用车	磷酸铁锂	125	22,095	1.09%
	北汽福田汽车	乘用车	三元材料	2	79	0.00%
	北汽福田汽车	客车	磷酸铁锂	440	73,656	3.64%
	安徽安凯汽车	客车	磷酸铁锂	883	269,907	13.36%
	上海汽车商用车	客车	磷酸铁锂	67	3,878	0.19%
			磷酸铁锂	12	539	0.03%
		专用车	磷酸铁锂	151	11,174	0.55%
			三元材料	1,794	127,833	6.33%
	中通客车控股	专用车	磷酸铁锂	20	766	0.04%
		客车	磷酸铁锂	1,776	224,116	11.09%
	郑州宇通客车	客车	磷酸铁锂	71	8,004	0.40%
	上海申龙客车	客车	磷酸铁锂	1,032	172,570	8.54%
	南京金龙客车	客车	磷酸铁锂	55	9,176	0.45%
	金龙联合汽车(苏州)	客车	磷酸铁锂	190	18,011	0.89%
	珠海市广通客车	客车	磷酸铁锂	436	81,824	4.05%
	江苏陆地万舟新能源电动汽车	客车	磷酸铁锂	260	23,192	1.15%
	厦门金龙联合汽车	客车	磷酸铁锂	191	18,097	0.90%
	厦门金龙旅行车	客车	磷酸铁锂	22	3,240	0.16%
	上海万象汽车	客车	磷酸铁锂	1	97	0.00%
	福建龙马环卫装备	专用车	磷酸铁锂	17	694	0.03%
	成都大运	客车	磷酸铁锂	97	13,247	0.66%
		专用车	磷酸铁锂	8	558	0.03%
	东莞中汽宏远汽车	客车	磷酸铁锂	103	13,424	0.66%
	湖南中车时代电动汽车	客车	磷酸铁锂	65	8,867	0.44%
	江苏悦达专用车	专用车	磷酸铁锂	2	99	0.00%
	洛阳中集凌宇汽车	专用车	磷酸铁锂	1	49	0.00%
	南京汽车	专用车	磷酸铁锂	23	478	0.02%
	南京市公共交通工具厂	客车	磷酸铁锂	201	27,360	1.35%
		专用车	磷酸铁锂	12	539	0.03%
	四川新筑通工汽车	客车	磷酸铁锂	1	173	0.01%
	扬子江	客车	磷酸铁锂	17	2,938	0.15%
	重庆恒通客车	客车	磷酸铁锂	54	6,221	0.31%
	东风汽车公司	专用车	磷酸铁锂	31	1,533	0.08%
	汉腾汽车	乘用车	三元材料	60	1,408	0.07%
	湖南江南汽车	乘用车	三元材料	15	641	0.03%
	江西昌河汽车	乘用车	三元材料	58	1,230	0.06%
专用车		三元材料	54	1,145	0.06%	
昆明客车	专用车	磷酸铁锂	123	7,671	0.38%	
洛阳中集凌宇汽车	专用车	磷酸铁锂	1	49	0.00%	
上海万象汽车	客车	磷酸铁锂	1	97	0.00%	
山东沂星电动汽车	客车	磷酸铁锂	32	5,530	0.27%	
北京北电科林电子	专用车	磷酸铁锂	3	225	0.01%	
北京华林特装车	专用车	磷酸铁锂	1	49	0.00%	
合计				47,960	2,021,016	100%

资料来源：节能网，东吴证券研究所

■ **产品已调整，可满足补贴门槛提升，且新增产能释放，出货量有望保持较高增速，降价幅度还需等待与下游车厂谈判：**公司 32131 圆柱磷酸铁锂能量密度可达 170wh/kg，成组后可达到 140wh/kg，满足

客车最高补贴要求，同时还在进行 190wh/kg 磷酸铁锂电芯研发。目前公司产能达到 6.5gwh，年底将达到 13-14gwh。公司配套的江淮及北汽乘用车都将根据补贴方案相应增加带电量，从而拉动公司出货量。**2018 年一季度公司生产饱满，预计出货量 0.8gwh，同比增长 60% 以上，以量补价，业绩有望持平。我们预计 2018 年公司出货量有望达到 5.5-6gwh，**价格方面预计行业下降幅度 15-20%，公司与大客户价格尚未明确。盈利方面，由于公司布局上游材料且客户结构好，因此我们预计毛利率水平虽有下滑，但仍可高于行业平均。

■ **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 9.2 亿、11.82 亿、14.64 亿元，EPS 为 0.81/1.04/1.29 元，同比增长-11%/28%/24%，PE 为 25x/20x/16x。给予目标价 28 元，对应 2018 年 27 倍 PE，维持“买入”评级

■ **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，公司出货量不达预期，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				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5,908	6,009	9,458	12,891	<b>营业收入</b>	4,758	5,045	7,819	10,604
现金	2,306	1,957	2,346	3,181	营业成本	2,525	3,203	5,256	7,401
应收账款	2,411	2,615	3,984	5,404	营业税金及附加	31	33	51	69
其他应收款	35	35	35	35	销售费用	383	363	469	562
预付账款	107	136	223	314	管理费用	578	505	665	848
存货	630	811	1,686	2,392	财务费用	42	27	24	40
其他	419	456	1,185	1,566	资产减值损失	93	-45	103	107
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	1,106	969	1,266	1,596
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	9	9	5
<b>资产总计</b>	10,215	10,997	14,794	18,336	利润总额	1,197	1,072	1,377	1,706
<b>流动负债</b>	4,314	4,155	7,083	9,549	所得税	165	147	189	234
短期借款	846	0	722	890	<b>净利润</b>	1,033	925	1,188	1,472
应付账款	1,710	2,169	3,559	5,012	少数股东损益	2	5	6	7
其他	1,757	1,986	2,801	3,647	<b>归属母公司净利润</b>	1,031	920	1,182	1,464
<b>非流动负债</b>	1,941	1,941	1,941	1,941	EBITDA	1,296	1,207	1,543	1,926
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	0.91	0.81	1.04	1.29
其他	1,488	1,488	1,488	1,488					
<b>负债合计</b>	6,255	6,096	9,024	11,490					
少数股东权益	24	29	35	42	<b>主要财务比率</b>	2016	2017E	2018E	2019E
股本	876	1,137	1,137	1,137	<b>成长能力</b>				
资本公积	1,281	1,021	1,021	1,021	营业收入	73.3%	6.0%	55.0%	35.6%
留存收益	2,043	2,715	3,577	4,646	营业利润	73.3%	-12.4%	30.7%	26.0%
归属母公司股东权益	3,936	4,872	5,735	6,804	归属于母公司净利润	76.3%	-10.8%	28.5%	23.9%
<b>负债和股东权益</b>	10,215	10,997	14,794	18,336	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	46.9%	36.5%	32.8%	30.2%
					净利率(%)	7.3%	21.7%	18.3%	15.2%
					ROE(%)	26.2%	18.9%	20.6%	21.5%
					ROIC(%)	34.4%	19.7%	17.4%	18.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	61.2%	55.4%	61.0%	62.7%
					净负债比率	20.8%	7.4%	13.0%	11.7%
					流动比率	1.37	1.45	1.34	1.35
					速动比率	1.22	1.25	1.10	1.10
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率(次)	0.47	0.46	0.46	0.53
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.91	0.81	1.04	1.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.22	0.52	1.31
					每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.29	5.05	5.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.61	25.34	19.72	15.92
					P/B	5.92	4.78	4.06	3.43
					EV/EBITDA	19	20	16	13

现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1,275	1,389	594	1,484
净利润	1,033	925	1,188	1,472
折旧摊销	148	210	252	290
财务费用	41	27	24	40
投资损失	1	-10	-15	-20
营运资金变动	-40	282	-958	-405
其他经营现金流	93	-45	103	107
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	903	-857	379	-268
短期借款	0	-846	722	168
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	-261	0	0
其他筹资现金流	393	-11	-343	-436
<b>现金净增加额</b>	338	-349	388	836

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>

