

# 国轩高科 (002074) \电气设备

## ——销量不及预期，毛利率下降较多

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	18.6元
目标价格:	元

### 事件:

公司发布年报及一季报，17年实现收入48.38亿元，同比增长1.68%，归属净利润8.38亿元，同比下降18.71%，扣非净利润5.29亿元，同比下降44.52%，基本每股收益0.95元。18年一季度实现营收10.60亿元，同比下降4.32%，归属净利润1.33亿元，同比下降20.33%，基本每股收益0.14元。公司预计上半年实现净利润3.8-4.8亿元，同比增长-14.6%到7.87%。

### 投资要点:

#### ➤ 动力电池价格和毛利率均有较大下滑，业绩低于预期

公司业绩低于我们预期，主要因为出货量增长低于预期并计提了较多的坏账损失所致。同时在动力电池价格大幅下滑和原材料价格高企的背景下，公司毛利率出现了较大下滑，一季度综合毛利率降至32.9%，同比下降5.1个百分点，环比下降13个百分点。二季度业绩中值2.69亿元，环比有大幅改善。

#### ➤ 2017年出货2.5GWh，同比增长21.2%

2017年公司动力电池业务实现销售收入40.61亿元，同比下降0.34%，毛利率39.81%，同比下降8.9个百分点。根据披露，公司2017年实现动力电池组销量7.5亿Ah，约2.5GWh，同比增长21.2%，销售均价1.64元/Wh，同比下降20.4%。2017年公司动力电池组成本0.98元/Wh，同比下降7.1%。从行业来看，根据高工锂电数据，2017年全年动力电池装机量36.2GWh，同比增长29%，以此推算公司市场占有率6.91%，份额略有下滑。17年公司实际出货量低于我们预期，主要因为对中通（交付4.34亿/合同金额13.3亿）、北汽新能源（交付3.75亿/合同金额18.75亿）、南京金龙（1551万/14.9亿）几大核心客户的销售较低。

#### ➤ 18年动力电池需求仍有增长，价格继续大幅下滑

18年新能源汽车销售预计将增长50%，在补贴调整过渡期，上半年冲量明显，A00级乘用车大幅放量，预计全年动力电池装机量增长20%以上。公司的核心客户江淮汽车、北汽新能源等销量均有大幅增长，新开拓的奇瑞、吉利等客户也将逐步上量，因此预计公司全年销量增长25%左右。价格方面，预计全年均价将下滑20%左右。成本方面，碳酸锂价格的逐步回落和公司原材料配套的提升将有助于成本端改善，但毛利率的下滑是大势所趋，全年预计仍将下降5个百分点左右。

#### ➤ 产能充足，三元占比快速提升

目前公司产能充足，18年新产能投放后，三元产能占比会迅速提升。公司计划18年投产622材料的三元动力电池产品，后续811三元产品也将陆续

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,137/631
流通A股市值（百万元）	11,826
每股净资产（元）	5.12
资产负债率（%）	64.74
一年内最高/最低（元）	36.93/16.61

### 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

### 相关报告

- 《国轩高科（002074）\电气设备行业》  
《旺季来临，四季度业绩将创新高》
- 《国轩高科（002074）\电气设备行业》  
《毛利率大幅下滑，业绩低于预期》
- 《国轩高科（002074）\电气设备行业》  
《三元动力电池放量，业绩将逐步回升》

推出，能量密度将快速提升。公司在乘用车领域的市场份额也将获得稳步提升。

➤ **备货导致存货及预付账款大幅增长，费用控制较好**

17年公司存货15.15亿元，同比大幅增长220%，其中库存商品10亿左右，约9亿Wh。18Q1存货进一步增长至17.5亿，主要为上半年的备货所致，预计二季度末库存可以大幅消减。17年公司销售费用同比下降11.8%，管理费用增长11.34%，主要因为研发费用增加，总体看费用控制较好。

➤ **维持“推荐”评级**

考虑到价格和毛利率下滑因素，下调盈利预测，预计18-20年净利润为7.41、7.86和8.83亿元，每股EPS分别为0.65、0.69和0.78元，PE分别为29、27、24倍，近1-2年来动力电池行业进入调整时期，竞争加剧，公司面临较大的业绩压力，但我们仍看好行业的长期空间，维持“推荐”评级。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4757.93	4838.10	5297.77	5737.05	6539.76
增长率（%）	73.30%	1.68%	9.50%	8.29%	13.99%
EBITDA（百万元）	1386.04	1293.31	1132.17	1190.00	1325.99
净利润（百万元）	1030.94	838.01	740.65	786.11	883.48
增长率（%）	76.35%	-18.71%	-11.62%	6.14%	12.39%
EPS（元/股）	0.91	0.95	0.65	0.69	0.78
市盈率（P/E）	20.51	25.23	28.54	26.89	23.93
市净率（P/B）	5.37	2.57	2.39	2.22	2.06
EV/EBITDA	11.38	14.52	15.85	15.39	13.63

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						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,794.44	4,249.89	4,303.97	3,997.61	4,368.65	<b>营业收入</b>	<b>4,757.93</b>	<b>4,838.10</b>	<b>5,297.77</b>	<b>5,737.05</b>	<b>6,539.76</b>
应收账款+票据	2,750.41	4,450.92	4,492.35	5,199.40	5,850.20	营业成本	2,525.27	2,944.71	3,430.84	3,815.71	4,463.39
预付账款	107.05	105.30	169.17	136.09	161.47	营业税金及附加	30.89	50.12	52.98	57.37	65.40
存货	630.35	1,514.61	1,230.05	1,495.45	1,810.76	营业费用	382.72	337.72	344.36	361.43	392.39
其他	113.17	316.17	300.00	250.00	200.00	管理费用	577.58	643.30	688.71	717.13	752.07
<b>流动资产合计</b>	<b>5,395.42</b>	<b>10,636.90</b>	<b>10,495.54</b>	<b>11,078.56</b>	<b>12,391.07</b>	财务费用	41.99	48.15	-11.05	-25.32	-24.05
长期股权投资	34.39	306.37	316.37	331.37	351.37	资产减值损失	92.71	172.66	80.00	100.00	120.00
固定资产	2,604.17	3,376.93	3,291.50	3,229.55	3,150.72	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	118.13	261.20	325.00	350.00	320.00	投资净收益	-0.61	-9.07	10.00	15.00	20.00
无形资产	448.13	481.70	468.72	455.74	442.76	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	935.13	1,269.25	1,159.43	1,080.76	996.10	<b>营业利润</b>	<b>1,106.16</b>	<b>632.38</b>	<b>721.95</b>	<b>725.72</b>	<b>790.56</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,139.95</b>	<b>5,695.46</b>	<b>5,561.02</b>	<b>5,447.43</b>	<b>5,260.96</b>	营业外净收益	91.25	361.84	150.00	200.00	250.00
<b>资产总计</b>	<b>9,535.37</b>	<b>16,332.36</b>	<b>16,056.56</b>	<b>16,525.98</b>	<b>17,652.03</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,197.41</b>	<b>994.22</b>	<b>871.95</b>	<b>925.72</b>	<b>1,040.56</b>
短期借款	627.00	849.00	0.00	0.00	0.00	所得税	164.56	154.05	129.29	136.61	153.08
应付账款+票据	2,464.54	3,363.46	3,498.21	3,439.44	3,999.53	<b>净利润</b>	<b>1,032.85</b>	<b>840.17</b>	<b>742.65</b>	<b>789.11</b>	<b>887.48</b>
其他	921.92	1,706.82	1,458.00	1,265.00	1,026.00	少数股东损益	1.91	2.17	2.00	3.00	4.00
<b>流动负债合计</b>	<b>4,013.45</b>	<b>5,919.27</b>	<b>4,956.21</b>	<b>4,704.44</b>	<b>5,025.53</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,030.94</b>	<b>838.01</b>	<b>740.65</b>	<b>786.11</b>	<b>883.48</b>
长期带息负债	453.52	934.57	934.57	934.57	934.57						
长期应付款	<b>679.10</b>	<b>679.10</b>	<b>679.10</b>	<b>679.10</b>	<b>679.10</b>						
其他	<b>429.29</b>	<b>544.30</b>	<b>600.00</b>	<b>650.00</b>	<b>700.00</b>						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,561.91</b>	<b>2,157.97</b>	<b>2,213.67</b>	<b>2,263.67</b>	<b>2,313.67</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5,575.36</b>	<b>8,077.24</b>	<b>7,169.88</b>	<b>6,968.11</b>	<b>7,339.20</b>						
少数股东权益	24.30	24.71	26.71	29.71	33.71						
股本	876.09	1,136.65	1,136.65	1,136.65	1,136.65						
资本公积	1,016.10	4,344.38	4,344.38	4,344.38	4,344.38						
留存收益	2,043.51	2,749.37	3,378.93	4,047.12	4,798.08						
<b>股东权益合计</b>	<b>3,960.01</b>	<b>8,255.12</b>	<b>8,886.67</b>	<b>9,557.87</b>	<b>10,312.83</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,535.37</b>	<b>16,332.36</b>	<b>16,056.56</b>	<b>16,525.98</b>	<b>17,652.03</b>						

  

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	73.30%	1.68%	9.50%	8.29%	13.99%
EBIT	76.50%	-16.62%	-17.60%	4.41%	12.85%
EBITDA	80.12%	-6.69%	-12.46%	5.11%	11.43%
归属于母公司净利润	76.35%	-18.71%	-11.62%	6.14%	12.39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.93%	39.14%	35.24%	33.49%	31.75%
净利率	21.71%	17.37%	14.02%	13.75%	13.57%
ROE	26.19%	10.18%	8.36%	8.25%	8.59%
ROIC	45.94%	15.14%	10.19%	10.38%	9.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	58.47%	49.46%	44.65%	42.16%	41.58%
流动比率	1.34	1.80	2.12	2.35	2.47
速动比率	1.16	1.49	1.81	1.98	2.07
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.75	1.10	1.20	1.12	1.13
存货周转率	4.01	1.94	2.79	2.55	2.46
总资产周转率	0.50	0.30	0.33	0.35	0.37
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.91	0.74	0.95	0.69	0.78
每股经营现金流	1.12	-0.08	0.99	-0.08	0.46
每股净资产	3.46	7.24	7.79	8.38	9.04
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.51	25.23	28.54	26.89	23.93
市净率	5.37	2.57	2.39	2.22	2.06
EV/EBITDA	11.38	14.52	15.85	15.39	13.63
EV/EBIT	12.73	18.18	21.09	20.62	18.03

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、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