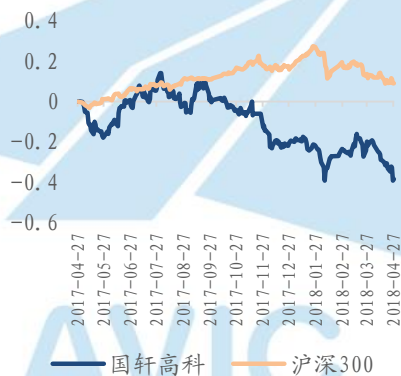


**国轩高科 (002074)**
**成本上升利润承压, 客户稳定期待反弹**

行业分类: 电子(新能源) 2018年4月27日

投资评级		买入
当前价格	17.01	
基本数据		
总股本(万股)	113,665	
流通A股市值(亿元)	107.35	
一年内最低/最高价(元)	16.78/31.56	
总市值(亿元)	193.34	
每股净资产(元)	7.24	
资产负债率(%)	51.72	

近一年公司与沪深300走势对比图


**◆ 事件: 公司发布2017年年报和2018年一季度报**

公司发布2017年年度报告。2017年公司实现营业收入48.38亿元,同比增长1.68%;归母净利润为8.38亿元,同比减少18.71%;扣非净利润为5.29亿元,同比减少44.52%;基本每股收益0.95元,同比减少20.17%。2017年利润分配方案为:每10股派发现金1元(含税)。

公司发布2018年第一季度报告。公司第一季度营业收入为10.6亿元,同比减少4.32%;归母净利润为1.61亿元,同比减少20.33%;扣非净利润为1.33亿元,同比减少8.4%。

**◆ 评论:**

**产品价格下降、成本上升使利润承压。**公司2017年实现营业收入48.38亿元,同比增长1.68%;营业成本29.4亿元,同比增长16.61%;净利润8.4亿元,同比下降18.66%。净利润的下降主要系产品售价下降和上游主要原料价格上升所致。

**公司自主创新、研发能力不断提高,增强企业核心竞争力。**2017年,公司完善全球化研究平台建设,海外研发中心逐渐形成规模;公司承担的国家重大专项高比能动力电池的研发与集成应用项目通过相关部门中期审核,实现单体电芯能量密度达到307Wh/kg,研发目标取得阶段性进展。另外,新一代三元622方形铝壳电池产业化及三元811电池、软包电池产品研发项目取得了重要进展。公司研发投入3.3亿元,占营业收入的6.91%。研发的大量投入将长期增强产品竞争力,未来新产品的产能释放也成为公司业务的有利驱动。

**三元方向发展明确,紧抓战略合作客户。**公司将在稳定磷酸铁锂电池市场份额的前提下,逐步提升三元电池的占比。公司现有产线2018年预计可以产出动力电池6.5gwh,上半年还将有6-7gwh产线建设投产,其中三元622产线5gwh。本年年底整体产能约可达到13-14gwh。经过多年耕耘,公司已拥有上汽集团、北汽新能源、宇通客车、吉利汽车、中通客车、南京金龙、安凯客车、江淮汽车、众泰汽车等一批战略合作客户,客户结构丰富、稳定。

**◆ 风险提示: 整体经济下行,增速不及预期**

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4838.10	7044.27	9319.57	11090.29
增长率	1.68%	45.60%	32.30%	19.00%
归属母公司净利润(百万元)	838.01	1020.71	1424.10	1707.35
增长率	-18.71%	21.80%	39.52%	19.89%
每股收益EPS(元)	0.74*	0.90	1.25	1.50
净资产收益率ROE	10.18%	11.03%	13.34%	13.78%
PE	23	19	14	11
PB	2.34	2.08	1.81	1.56

资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

注: \*数字按照公司年末总股本核算

**股市有风险 入市须谨慎**
**请务必阅读正文后的免责声明部分**

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传 真: 0755-83688539

图表 1: 财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					现金流量表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4838.1	7044.27	9319.5	11090.2	净利润	840.17	1023.44	1427.68	1711.76
营业成本	2944.7	4395.63	5778.1	6875.98	折旧与摊销	260.68	552.39	606.77	655.22
营业税金及附加	50.12	61.52	79.48	102.11	财务费用	48.15	14.09	18.64	22.18
销售费用	337.72	302.90	391.42	454.70	资产减值损失	172.66	120.63	116.54	100.30
管理费用	643.30	1000.29	1276.7	1508.28	经营营运资本变动	-1325.9	-952.36	-740.98	-573.99
财务费用	48.15	14.09	18.64	22.18	其他	-95.38	-117.63	-113.54	-97.30
资产减值损失	172.66	120.63	116.54	100.30	<b>经营性现金流净额</b>	-99.68	640.55	1315.10	1818.16
投资收益	-9.07	-3.00	-3.00	-3.00	资本支出	-961.47	-352.29	-322.29	-272.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-734.24	-241.71	-280.74	-280.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资性现金流净额</b>	-1695.7	-594.00	-603.03	-553.03
<b>营业利润</b>	1010.2	1146.22	1655.5	2023.74	短期借款	222.00	248.98	629.44	-268.60
其他非经营损益	-15.98	64.87	33.87	1.87	长期借款	481.05	320.00	150.00	127.00
<b>利润总额</b>	994.22	1211.09	1689.4	2025.61	股权融资	3554.48	0.00	0.00	0.00
所得税	154.05	187.65	261.76	313.85	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	840.17	1023.44	1427.6	1711.76	其他	15.98	-227.60	183.79	180.25
少数股东损益	2.17	2.73	3.57	4.40	<b>筹资性现金流净额</b>	4273.51	341.37	963.23	38.64
归属母公司股东净利润	838.01	1020.71	1424.1	1707.35	<b>现金流量净额</b>	2470.51	387.92	1675.30	1303.78

资产负债表					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4798.7	5186.70	6862.0	8165.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4556.2	6637.73	8780.3	10448.6	销售收入增长率	1.68%	45.60%	32.30%	19.00%
存货	1514.6	2288.35	3025.6	3611.07	营业利润增长率	-8.68%	13.46%	44.44%	22.24%
其他流动资产	317.56	405.55	536.55	638.49	净利润增长率	-18.66%	21.81%	39.50%	19.90%
长期股权投资	306.37	306.37	306.37	306.37	EBITDA 增长率	1.80%	29.85%	33.18%	18.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3637.3	3488.78	3266.0	2955.10	毛利率	39.14%	37.60%	38.00%	38.00%
无形资产和开发支出	562.13	512.27	462.18	411.86	三费率	21.27%	18.70%	18.10%	17.90%
其他非流动资产	1403.8	1709.94	2006.0	2292.09	净利率	17.37%	14.53%	15.32%	15.43%
<b>资产总计</b>	17096.	20535.7	25245.	28829.4	ROE	10.18%	11.03%	13.34%	13.78%
短期借款	849.00	1097.98	1727.4	1458.81	ROA	4.91%	4.98%	5.66%	5.94%
应付和预收款项	3690.6	5500.01	7232.9	8607.17	ROIC	13.94%	11.45%	13.32%	14.12%
长期借款	934.57	1254.57	1404.5	1531.57	EBITDA/销售收入	27.26%	24.31%	24.48%	24.36%
其他负债	3367.5	3404.66	4174.1	4813.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	8841.7	11257.2	14539.	16411.5	总资产周转率	0.35	0.37	0.41	0.41
股本	1136.6	1136.65	1136.6	1136.65	固定资产周转率	1.62	2.12	2.93	3.78
资本公积	4575.3	4575.39	4575.3	4575.39	应收账款周转率	1.62	1.62	1.55	1.48
留存收益	2749.2	3769.99	5194.1	6901.45	存货周转率	2.63	2.25	2.13	2.04
归属母公司股东权益	8230.4	9251.03	10675.	12382.4	销售商品提供劳务收到现金/营收	105.24%	—	—	—
少数股东权益	24.71	27.45	31.02	35.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	8255.1	9278.48	10706.	12417.9	资产负债率	51.72%	54.82%	57.59%	56.93%
负债和股东权益合计	17096.	20535.7	25245.	28829.4	带息债务/总负债	20.17%	20.90%	21.54%	18.22%

业绩和估值指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1319.0	1712.70	2280.9	2701.14
PE	23.07	18.94	13.58	11.32
PB	2.34	2.08	1.81	1.56
PS	4.00	2.74	2.07	1.74
EV/EBITDA	11.627	8.655	5.984	4.416
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

注: \*数字按照公司年末总股本核算

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

沈文文，CFA，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士、生理学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。