

国轩高科(002074.SZ)三季度点评

三季度符合预期,行业持续景气助推业绩高

速增长

评级: **买入**

买入

目标价(元): **40-**

首席分析师

联系人

曾朵红

尹斌

S0740514080001

zengdh@r.qlzq.com.cn

yinbin@r.qlzq.com.cn

2015年10月29日

基本状况

总股本(百万股)	862.33
流通股本(百万股)	253.37
市价(元)	34.36
市值(百万元)	29629.73
流通市值(百万元)	8705.72

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	738.45	885.51	2,958.46	4,830.76	6,421.37
营业收入增速	24.45%	19.91%	234.10%	63.29%	32.93%
净利润增长率	-21.11%	29.18%	1207.00%	56.86%	19.21%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.15	0.57	0.89	1.07
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	48.69	95.11	59.10	37.68	31.61
PEG	—	3.26	0.05	0.66	1.65
每股净资产(元)	1.84	1.95	5.92	6.82	7.89
每股现金流量	0.56	0.23	0.45	0.74	1.08
净资产收益率	6.24%	7.60%	9.63%	13.12%	13.53%
市净率	3.04	7.23	5.69	4.95	4.28
总股本(百万股)	253.37	253.37	862.33	862.33	862.33

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2015年前三季度业绩同比增长257.97%，符合预期：**公司发布2015年三季度报，三季度单季实现营业收入6.07亿元，同比增长314.72%；实现归属于上市公司股东净利润1.11亿元，同比增长383.56%，对应EPS为0.11元。1-9月实现营业收入14.99亿元，同比增长200.46%；实现归属于上市公司股东的净利润为3.32亿元，同比增长257.97%，对应摊薄后的EPS为0.49元，此前公司业绩预告，2015年1-9月归属于上市公司股东的净利润变化区间为3.11亿元至3.48亿元，三季度业绩处于中位，符合我们和市场的预期。业绩增速主要是由于目前我国新能源汽车产业已进入快速发展阶段，公司作为国内动力锂离子电池行业的龙头企业之一，新增产能不断释放，市场规模不断扩大，经营业绩持续快速增长。同时，公司第三季度预告，2015年全年实现归属股东净利润为4.51-5.26亿元，同比增长80%至110%。
- 管理费用率增至13.02%，毛利率下降6.48个百分点：**三季度单季毛利率为43.80%，环比减少6.48个百分点，其原因是公司动力电池升级换代以及新产线投产不久，导致其良品率相对较低。三季度公司期间费用率同比增加环比增加9.26个百分点至22.85%。其中，销售费用率环比增加1.8个百分点至8.44%；管理费用率环比大幅6.36个百分点至13.02%，主要是公司研发投入大幅增加所致，如三元电池开发以及产品的升级换代。2015年前三季度，公司期间费用率同比下降5.32个百分点至18.02%。其中，销售费用率降低0.87个百分点至7.20%，销售费用为1.08亿元，同比增长141.50%，主要系合肥国轩销售收入增加计提的产品质量保证金，以及物流运输费用相应增加所致。管理费用率与财务费用率分别大幅降低2.43、2.02个百分点至9.78%与1.04%。管理费用为1.47亿元，同比增长116.73%，主要系职工薪酬增加以及研发投入增加所致。

- **存货增长 329.76%、预收款增长增加 119.26%，现金流有所改善：**公司 2015 年前三度末的存货为 4.91 亿元，较期初的 1.14 亿元增加了 329.76%，主要系合肥国轩产能增加，存货相应增加，以及资产重组完毕合并报表范围变化所致。预收款 2.50 亿元，比期初 1.14 亿元增长 119.26%，主要系合肥国轩客户预收货款增加所致。经营性净现金流入为 0.35 亿元，比去年同期 0.19 亿元有所改善，主要系销售回款及客户预付款增加所致。
- **公司产能成倍释放，业绩有望持续呈高速增长：**公司在年初的产能为 2.5 亿 Ah，去年开始就一直在积极扩产中，到今年中产能达到 4.5 亿 Ah 的，而在南京工厂年产 3 亿 Ah 生产线正在设备调试阶段，四季度随着公司南京工厂的正式投产，公司产能将达到 7.5 亿 Ah。目前公司正在积极推进募投项目中合肥 2.4 亿 Ah 生产线的项目筹建，预计明年上半年可正式投产，未来公司将根据市场战略布局适时推进新产线建设。根据公司报表以及产能，上半年的产量约为 1.0 亿 Ah，三季度约为 1 亿 Ah，我们预计公司四季度的销量环比将有 50% 以上的大幅提升，即四季度产量约为 1.5 亿 Ah，预计国轩高科 2015 年将接近 3.5 亿 Ah 的销量。营收超过 22 亿元，同比增长 120%，下半年因为供需紧张的局面将持续，规模效应的进一步发挥，毛利率将环比维持高位。未来公司在合肥的新厂区仍将进一步扩产，预计在 2016 年的公司包括合肥、南京、昆山等地的产能将扩至 10~12 亿 Ah，全年的销售额预计将高达 40 亿。公司作为最纯动力电池标的，业绩持续高增长，标的稀缺性有望给予公司一定估值溢价。
- **创新商业融资租赁模式：**国轩高科是国内动力锂电池行业内较早运用融资租赁商业模式的企业之一。针对纯电动汽车一次性投资成本高、运营成本低等特点，国轩高科与国内多家融资租赁公司合作的创新的融资租赁商业模式已在新能源汽车行业得到了广泛运用。电池制造商作为出卖人，金融租赁公司作为出租人，相关新能源汽车运营企业作为承租人，三方签订合同。通过这种商业模式，可有效解决汽车运营企业一次性投入资金不足的问题，同时促进电池制造商迅速实现销售资金回笼，有利于公司运营。
- **加强动力锂电池业务与输配电设备双主营业务协同发展：**目前公司正积极推进资产及业务整合工作，原东源电器资产下沉方案已经公司股东大会审议通过，后续将根据既定方案完成工商变更及资产交割等事宜，目前整合工作进展顺利。公司资产整合完成后，将形成动力锂电池业务和输配电设备业务双主业，除在战略和管理领域进行整合，实现优势互补外，公司还将通过技术和产品整合，在新能源汽车及动力锂电池关键零部件产品领域展开深层次合作。公司南通子公司正着力开发大功率充电桩、车载充电机及车用高压配电箱三个产品，其中车载充电机及车用高压配电箱先期确定为公司动力锂电池配套产品。通过上述公司内部业务合作，进一步拓展原上市公司经营主体业务范围，从而创造新的利润增长点。
- **盈利预测及投资建议：**受益于新能源汽车快速发展，借力公司上市的国轩高科促使公司成功转型，步入纯正动力电池龙头企业，依靠国轩固有的区位优势+技术积淀+精密布局+优质客户，打造动力电池为核心的产业链，成为新能源汽车产业链中最值得投资的价值标的之一。我们坚定看好公司，预计未来三年年均复合增长率 75% 以上。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.57 元、0.89 元和 1.07 元，对应 PE 分别为 59 倍、38 倍和 32 倍，维持公司“买入”的投资评级。目标价位为 40 元，对应于公司 2016 年 45 倍 PE。
- **风险提示：**新能源汽车推广不达预期；动力电池扩产不达预期；市场竞争风险

图表 2: 公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	593	738	886	2,958	4,831	6,421	货币资金	98	185	167	3,952	4,255	4,973
增长率	-2.77%	24.4%	19.9%	234.1%	63.3%	32.9%	应收款项	407	429	471	1,825	2,981	3,962
营业成本	-405	-519	-646	-1,804	-3,035	-4,266	存货	152	176	153	435	732	1,029
%销售收入	68.2%	70.3%	73.0%	61.0%	62.8%	66.4%	其他流动资产	32	21	21	37	56	76
毛利	189	219	239	1,155	1,796	2,155	流动资产	689	811	812	6,250	8,024	10,040
%销售收入	31.8%	29.7%	27.0%	39.0%	37.2%	33.6%	%总资产	63.9%	64.1%	63.7%	86.8%	86.5%	87.3%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-22	-36	-48	长期投资	0	0	0	175	175	175
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	325	379	388	709	1,020	1,224
营业费用	-54	-62	-64	-192	-312	-382	%总资产	30.1%	30.0%	30.5%	9.8%	11.0%	10.6%
%销售收入	9.0%	8.4%	7.3%	6.5%	6.5%	6.0%	无形资产	53	61	62	50	48	46
管理费用	-69	-81	-104	-305	-495	-613	非流动资产	389	454	462	947	1,256	1,458
%销售收入	11.6%	11.0%	11.8%	10.3%	10.3%	9.6%	%总资产	36.1%	35.9%	36.3%	13.2%	13.5%	12.7%
息税前利润 (EBIT)	63	72	66	636	953	1,112	资产总计	1,079	1,266	1,274	7,197	9,280	11,498
%销售收入	10.6%	9.7%	7.5%	21.5%	19.7%	17.3%	短期借款	269	258	300	38	38	38
财务费用	-15	-17	-22	0	21	24	应付款项	270	419	427	1,771	2,968	4,137
%销售收入	2.5%	2.3%	2.5%	0.0%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	-2	4	6	216	313	421
资产减值损失	-8	-6	-5	-73	-82	-70	流动负债	537	680	732	2,025	3,318	4,596
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	24	38	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5	15	16	16	16	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	566	733	748	2,041	3,334	4,612
营业利润	40	49	39	563	892	1,066	普通股股东权益	443	467	495	5,108	5,880	6,800
营业利润率	6.7%	6.6%	4.4%	19.0%	18.5%	16.6%	少数股东权益	70	66	31	47	66	86
营业外收支	19	4	19	36	38	40	负债股东权益合计	1,079	1,266	1,274	7,197	9,280	11,498
税前利润	58	53	58	599	930	1,106	比率分析						
利润率	9.8%	7.2%	6.6%	20.2%	19.2%	17.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-13	-10	-11	-90	-139	-166	每股指标						
所得税率	22.7%	19.4%	18.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.146	0.115	0.149	0.571	0.895	1.067
净利润	45	43	47	509	790	940	每股净资产 (元)	1.747	1.842	1.954	5.924	6.819	7.885
少数股东损益	8	14	10	17	19	20	每股经营现金净流 (元)	-0.077	0.557	0.226	0.453	0.743	1.077
归属于母公司的净利润	37	29	38	492	772	920	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
净利率	6.2%	3.9%	4.3%	16.6%	16.0%	14.3%	回报率						
				75.7%	56.9%	19.2%	净资产收益率	8.34%	6.24%	7.60%	9.63%	13.12%	13.53%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.42%	2.30%	2.95%	6.84%	8.32%	8.00%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	6.85%	9.17%	8.27%	51.02%	52.38%	53.47%
净利润	45	43	47	509	790	940	增长率						
少数股东损益	0	0	0	17	19	20	营业总收入增长率	-2.77%	24.45%	19.91%	234.10%	63.29%	32.93%
非现金支出	25	27	31	104	123	118	EBIT增长率	1.39%	14.83%	-7.78%	857.98%	49.92%	16.70%
非经营收益	16	18	26	-26	-38	-40	净利润增长率	1.27%	-21.11%	29.18%	1207.00%	56.86%	19.21%
营运资金变动	-106	53	-47	-197	-234	-90	总资产增长率	15.59%	17.32%	0.65%	464.89%	28.95%	23.89%
经营活动现金净流	-19	141	57	407	659	948	资产管理能力						
资本开支	35	52	37	305	312	210	应收账款周转天数	211.4	193.5	173.5	180.0	180.0	180.0
投资	3	-13	-29	-175	0	0	存货周转天数	122.9	115.0	92.8	88.0	88.0	88.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	99.0	109.1	103.7	180.2	180.2	180.2
投资活动现金净流	-32	-65	-66	-480	-312	-210	固定资产周转天数	153.2	163.0	157.9	55.3	42.6	36.8
股权募资	0	2	0	4,147	0	0	偿债能力						
债权募资	71	34	18	-262	0	0	净负债/股东权益	37.61%	18.54%	23.61%	-76.09%	-71.07%	-71.80%
其他	-55	-25	-49	-10	-26	0	EBIT利息保障倍数	4.2	4.2	3.0	4,501.2	-45.9	-47.0
筹资活动现金净流	16	12	-31	3,875	-26	0	资产负债率	52.50%	57.94%	58.73%	28.36%	35.93%	40.11%
现金净流量	-35	88	-40	3,802	321	738							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。