

# 国轩高科 (002074.SZ) 动力电池行业

评级：买入 维持评级

公司点评

姚罡  
联系人  
(8621)60935531  
yaogang@gjzq.com.cn

苏广宁  
联系人  
(8621)61620766  
suguangning@gjzq.com.cn

张帅  
分析师 SAC 执业编号：S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 龙头强强联手，夯实高增长基础

### 事件

- 公司于10月29日发布三季报：三季度单季实现营收为6.07亿元，同比增长314.72%；实现归母净利润1.11亿元，同比增长383.56%；公司1-9月实现营收达到14.99亿元，同比增长200.46%；实现归母净利润为3.32亿元，同比增长257.97%；公司预计2015年全年净利润为4.51~5.26亿元，同比增速为80~110%；
- 公司于10月30日发布公告：与深圳市星源材质科技股份有限公司（以下简称“星源材质”）就在合肥庐江投资建设锂离子电池隔膜生产线项目达成合作协议，并于2015年10月29日签署了《战略合作框架协议》；双方计划在合肥庐江成立合资公司，注册资本1亿元，公司占股35%；星源材质占股51%；第三方占股14%；合资公司锂离子电池隔膜产能建设将分期完成，其中一期建设年产8000万m<sup>2</sup>湿法动力锂电池隔膜生产线两条和陶瓷涂覆生产线四条，星源材质向合资公司提供最先进的技术；

### 评论

- 业绩保持高速增长，现金流状况改善，充分收益动力电池需求爆发：**公司前三季度累计收入、净利润保持高速增长，体现了新能源汽车领域需求旺盛，公司作为国内4家有着5年以上新能源车动力电池稳定运行业绩的公司，成为大量新能源汽车企业电池供应商的首选之一；第三季度毛利率有所下降，毛利环比增速有所下降，预计主要原因与第三季度的生产、出货、收入确认进度有关，三季度单季净利润率为18.25%，较第二季度单季度净利润27.66%及上半年净利润率近25%略低，预计公司将在全年达到23~25%的总体净利润水平；公司前三季度累计收入增速达到200%，但应收账款增速为89%，应收票据增速为132%，预收账款增速达到119%，均体现了公司由于在动力电池行业的龙头地位带来的商务条件谈判主动性，现金流状况显著改善。
- 动力电池成本持续降低，盈利能力可持续：**生产和技术方面，公司通过现有产能不断挖潜，在现有产线上提升总体能量产出，降低了单位电池能量的制造成本，同时不断研发更高性能的设计和配方，此次与国产隔膜最为领先的供应商——深圳星源材质合作，更加体现了公司通过强强联合，进行产业链纵向整合，提升自身核心材料的供应能力、保障生产、提升效能、降低成本将大大促进电池制造技术的提升；在销售方面，公司产品线分为公交客车动力电池系统及乘用车电池系统，今年售价相对较低的乘用车电池系统明年迎来质保期由5年10万公里提升至8年12万公里的大调整，我们认为总体售价会保持稳定，降幅有限，而销量的提升将为公司带来期间费用的摊薄，使得净利润率有望维持或仅小幅降低；在财务处理方面，公司按照审慎保守原则，计提产品质量保证金，销售费用增速达到235%，高于销售收入增速，并且计提了预计负债（提升速度为106%），使得公司当期确认的收入和利润质量得到保障；
- 业绩成长确定性高：**公司在动力电池领域具有龙头地位，在动力电池鱼龙混杂的2015年，由于供应能力有限，部分用户采用未经过市场和应用检验的动力电池，明年公司完成新产能建设，有效供应能力大幅增长，而部分对手的不合格产品将露出马脚，反而有利于公司提升面对车厂的议价能力；在有效产能翻倍成长的情况下，预计公司利润也将达到此增速水平。

### 盈利预测

- 我们预计公司2015、2016、2017年的EPS分别为0.586元、1.219元和1.612元的预测；目前公司股价33.6元，对应2015、2016及2017年市盈率分别为：57倍、28倍、21倍。

### 投资建议

- 我们维持“买入”评级，6个月目标价为40-43元/股，对应2016年33-35倍市盈率。

风险提示：补贴不到位，市场竞争加剧。

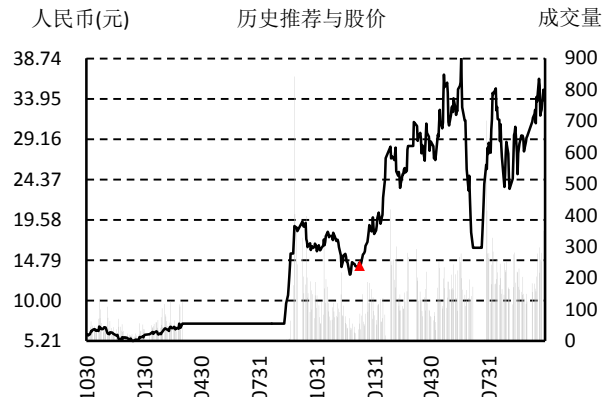
附录：三张报表预测摘要

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
主营业务收入	593	738	886	2,629	6,394	8,875	货币资金	98	185	167	600	700	80
增长率		24.4%	19.9%	196.9%	143.2%	38.8%	应收款项	407	429	471	1,335	3,421	4,99
主营业务成本	-405	-519	-646	-1,529	-3,996	-5,726	存货	152	176	153	419	1,095	1,56
%销售收入	68.2%	70.3%	73.0%	58.1%	62.5%	64.5%	其他流动资产	32	21	21	41	91	12
毛利	189	219	239	1,100	2,399	3,150	流动资产	689	811	812	2,395	5,307	7,48
%销售收入	31.8%	29.7%	27.0%	41.9%	37.5%	35.5%	%总资产	63.9%	91.4%	63.7%	71.4%	74.9%	76.2%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-13	-32	-44	长期投资	0	0	0	1	0	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	325	1	388	734	1,547	2,10
营业费用	-54	-62	-64	-184	-416	-533	%总资产	30.1%	0.1%	30.5%	21.9%	21.8%	21.4%
%销售收入	9.0%	8.4%	7.3%	7.0%	6.5%	6.0%	无形资产	53	61	62	222	231	23
管理费用	-69	-81	-104	-237	-544	-710	非流动资产	389	76	462	959	1,779	2,34
%销售收入	11.6%	11.0%	11.8%	9.0%	8.5%	8.0%	%总资产	36.1%	8.6%	36.3%	28.6%	25.1%	23.8%
息税前利润 (EBIT)	63	72	66	667	1,407	1,863	<b>资产总计</b>	<b>1,079</b>	<b>887</b>	<b>1,274</b>	<b>3,354</b>	<b>7,086</b>	<b>9,83</b>
%销售收入	10.6%	9.7%	7.5%	25.4%	22.0%	21.0%	短期借款	269	258	298	1,226	2,159	2,29
财务费用	-15	-17	-22	-44	-105	-140	应付款项	270	419	429	1,060	2,747	3,91
%销售收入	2.5%	2.3%	2.5%	1.7%	1.6%	1.6%	其他流动负债	2	4	6	31	80	11
资产减值损失	-8	-6	-5	0	0	0	流动负债	541	680	732	2,316	4,985	6,32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	24	38	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	2	15	16	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>566</b>	<b>733</b>	<b>748</b>	<b>2,316</b>	<b>4,985</b>	<b>6,32</b>
营业利润	40	49	39	622	1,302	1,723	<b>普通股股东权益</b>	<b>443</b>	<b>467</b>	<b>495</b>	<b>1,000</b>	<b>2,051</b>	<b>3,44</b>
营业利润率	6.7%	6.6%	4.4%	23.7%	20.4%	19.4%	少数股东权益	70	66	31	38	50	6
营业外收支	19	4	19	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>1,274</b>	<b>3,354</b>	<b>7,086</b>	<b>9,83</b>
税前利润	58	53	58	632	1,312	1,733	<b>比率分析</b>						
利润率	9.8%	7.2%	6.6%	24.1%	20.5%	19.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017
所得税	-13	-10	-11	-120	-249	-329	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.7%	19.4%	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	0.146	0.115	0.148	0.586	1.219	1.61
净利润	45	43	47	512	1,063	1,403	每股净资产	1.747	1.842	1.954	3.948	8.097	13.58
少数股东损益	8	14	10	7	12	13	每股经营现金净流	-0.077	0.557	0.226	0.454	0.690	3.14
归属于母公司的净利润	37	29	38	505	1,051	1,390	每股股利	0.000	0.080	0.100	0.000	0.000	0.00
净利率	6.2%	3.9%	4.2%	19.2%	16.4%	15.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	8.34%	6.24%	7.60%	50.51%	51.24%	40.40
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	3.42%	2.30%	2.95%	15.06%	14.83%	14.15
净利润	45	43	47	512	1,063	1,403	投入资本收益率	6.00%	6.99%	6.53%	23.85%	26.76%	26.02
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	25	27	31	44	79	122	主营业务收入增长率	-2.77%	24.45%	19.91%	196.91%	143.20%	38.80
非经营收益	16	18	26	52	108	146	EBIT增长率	1.39%	14.83%	-7.78%	904.65%	111.16%	32.36
营运资金变动	-106	53	-47	-493	-1,076	-875	净利润增长率	1.27%	-21.11%	29.12%	1243.03%	108.01%	32.28
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>141</b>	<b>57</b>	<b>115</b>	<b>175</b>	<b>797</b>	总资产增长率	15.59%	17.32%	0.65%	163.29%	111.26%	38.72
资本开支	-35	-52	-37	-542	-889	-676	<b>资产管理能力</b>						
投资	3	0	5	-1	0	0	应收账款周转天数	211.4	193.5	173.5	170.0	180.0	190.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	122.9	115.0	92.8	100.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-52</b>	<b>-32</b>	<b>-543</b>	<b>-889</b>	<b>-676</b>	应付账款周转天数	99.0	109.1	103.7	110.0	110.0	110.0
股权募资	0	2	0	0	0	0	固定资产周转天数	172.7	#DIV/0!	159.8	87.9	65.4	61.0
债权募资	71	34	18	913	933	135	<b>偿债能力</b>						
其他	-55	-25	-49	-52	-118	-156	净负债/股东权益	37.61%	18.54%	23.23%	59.42%	68.99%	42.37
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>-31</b>	<b>861</b>	<b>814</b>	<b>-21</b>	EBIT利息保障倍数	4.2	4.2	3.0	15.1	13.4	13.0
<b>现金净流量</b>	<b>-35</b>	<b>101</b>	<b>-6</b>	<b>433</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	资产负债率	52.50%	57.94%	58.73%	69.05%	70.35%	64.35

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-01-07	买入	14.53	23.00~23.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD