

## 国轩高科(002074.SZ)点评

### 多极布局，志在高远

评级：**买入** 前次 **买入**

目标价(元)：**45-**

首席分析师

联系人

曾朵红

尹斌

S0740514080001

zengdh@r.qlzq.com.cn

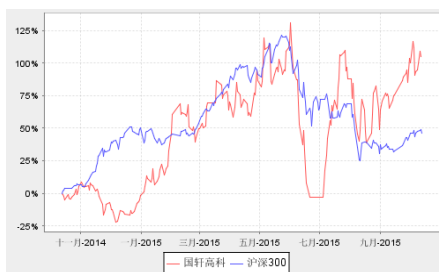
yinbin@r.qlzq.com.cn

2015年12月28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	3,059.90	5,129.99	7,255.67
营业收入增速	24.45%	19.91%	245.55%	67.65%	41.44%
净利润增长率	-21.11%	29.18%	1355.39%	56.32%	32.85%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.15	0.64	0.99	1.32
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	57.45	36.76	27.67
PEG	—	3.26	0.04	0.65	0.84
每股净资产(元)	1.84	1.95	5.99	6.98	8.30
每股现金流量	0.56	0.23	0.47	0.82	1.23
净资产收益率	6.24%	7.60%	10.61%	14.22%	15.89%
市净率	3.04	7.23	6.10	5.23	4.40
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12月25日国轩高科股份有限公司发布多个公告：1) 国轩高科股份有限公司全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司拟以自有资金10亿元对合肥国轩电池材料有限公司进行增资。增资后，国轩材料注册资本由人民币10,000万元增加至人民币110,000万元，公司持有国轩材料100%股权不变。2) 国轩高科股份有限公司全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司拟以自有资金对美国国轩(美国)有限公司(以下简称“美国国轩”)增资。增资后，美国国轩注册资本由135万美元增加至1135万美元，公司持有美国国轩100%股权不变。3) 国轩高科股份有限公司(以下简称“公司”)全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司(以下简称“合肥国轩”)拟以自有资金在上海市投资设立全资子公司上海国轩新能源有限公司(暂定名，具体以工商行政管理部门核准登记为准)。对此，点评如下：
- 多极布局，加强上下游协同布局，强化核心竞争力，实现产业升级。之前公司公告与星源材质合作建设隔膜生产线，与特锐德合作开拓充电桩运营，配套北汽新建10亿Ah产线。叠加此次公司增资加大上游正极材料以及下游BMS系统的产业布局，不断加强上下游协同发展，统筹布局，联动发展。实现从单一动力电池企业升级成电动汽车产业链平台型企业。
- 此次合肥国轩增资电池材料公司，有利于解决正极材料产能扩充建设过程中的资金需求，优化其财务结构，提高抗风险能力，实现公司电池材料产业链布局。

- BMS 作为动力电池核心部件，公司强化这一块布局，有利于实现电池与 BMS 协同发展，实现平台化优势。合肥国轩本次对外增资，有助于广泛吸引国际高新技术人才，提升研发实力；有助于与北汽新能源合作开展新一代新能源汽车电池管理系统（BMS），掌握国际领先的 BMS 系统技术；有助于挖掘国外战略合作伙伴及寻找国际合作机遇，为企业开拓海外市场打下坚实基础。
- 利用本土资源，吸引本土人才，强化区域优势。合肥国轩本次对外投资设立上海全资子公司，将充分利用上海人力资源优势，并借助上汽集团、同济大学等汽车设计开发领域的技术优势，通过吸引高端产品设计人员，从电池系统角度综合提升公司动力电池产品的性能，提升公司技术研发水平、自主创新能力，增强公司整体竞争力，从而实现公司跨越式发展。
- **多个环节产能有序释放，确保业绩高速增长。磷酸铁锂材料方面：**合肥庐江正极材料工厂一期规划为年产 8000 吨，目前已建成年产 3000 吨正极材料生产线，第二条 3000 吨生产线目前正在建设中，加上即将搬迁至庐江生产基地的合肥原有正极材料生产线，届时可满足公司 8 亿安时磷酸铁锂动力电池生产的需求供给。**三元材料及电池领域：**公司已提前做好三元电池及材料技术工艺的储备，复合三元电池生产线正在筹建中，预计明年第二季度末形成产能。庐江公司作为公司电池材料的生产基地，未来将根据产能需求与市场状况，适时投建三元正极材料生产线。**电池方面：**山东莱西配套建设年产 10 亿 Ah 动力电池生产基地一期项目产能为 3 亿安时，预计 2016 年三季度末实现正式投产。目前公司南京工厂 3 亿安时生产线于 10 月份投产，预计将于年底前完全达到设计产能。同时，南京二期 3 亿 Ah 已开始布局。公司昆山工厂 1 亿 Ah 生产线于年初投产，已正式对外批量供货。加上合肥本部一期 2.5 亿 Ah 与二期的 2 亿 Ah，合计 8.5 亿 Ah。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 13~15 亿 Ah（山东莱西未计入内）。公司作为最纯动力电池标的，业绩仍将持续高增长，标的稀缺性有望给予公司一定估值溢价。
- **盈利预测及投资建议：**受益于新能源汽车快速发展，国轩高科凭借技术优势、先发优势、区位优势，叠加外延拓展，纵向延伸，打造动力电池为核心平台化企业，新能源汽车产业链中的稀缺标的，坚定看好公司的多级协同布局与长远发展。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.64 元、0.99 元和 1.32 元，对应 PE 分别为 57 倍、37 倍和 28 倍，维持公司“买入”的投资评级。目标价位为 45 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 1: 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	3,060	5,130	7,256	货币资金	98	185	167	3,969	4,339	5,191
增长率	-2.77%	24.4%	19.9%	245.6%	67.7%	41.4%	应收款项	407	429	471	1,888	3,165	4,477
营业成本	-405	-519	-646	-1,817	-3,173	-4,684	存货	152	176	153	438	765	1,129
%销售收入	68.2%	70.3%	73.0%	59.4%	61.9%	64.6%	其他流动资产	32	21	21	37	59	82
毛利	189	219	239	1,243	1,957	2,572	流动资产	689	811	812	6,332	8,328	10,879
%销售收入	31.8%	29.7%	27.0%	40.6%	38.1%	35.4%	%总资产	63.9%	64.1%	63.7%	87.0%	86.9%	88.2%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-23	-38	-54	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	-199	-331	-432	%总资产	30.1%	30.0%	30.5%	9.7%	10.6%	9.9%
%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	-315	-526	-693	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%	13.0%	13.1%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	63	72	66	706	1,062	1,393	资产总计	1,079	1,266	1,274	7,279	9,584	12,337
%销售收入	10.6%	9.7%	7.5%	23.1%	20.7%	19.2%	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	1,790	3,109	4,558
%销售收入	2.5%	2.3%	2.5%	0.0%	-0.4%	-0.3%	其他流动负债	-2	4	6	222	331	473
资产减值损失	-8	-6	-5	-75	-89	-90	流动负债	537	680	732	2,050	3,478	5,068
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	2,065	3,494	5,084
营业利润	40	49	39	630	994	1,327	普通股股东权益	443	467	495	5,164	6,020	7,158
营业利润率	6.7%	6.6%	4.4%	20.6%	19.4%	18.3%	少数股东权益	70	66	31	49	70	95
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	7,279	9,584	12,337
税前利润	58	53	58	666	1,032	1,367	比率分析						
利润率	9.8%	7.2%	6.6%	21.8%	20.1%	18.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-13	-10	-11	-100	-155	-205	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	0.635	0.993	1.319
净利润	45	43	47	566	877	1,162	每股净资产 (元)	1.747	1.842	1.954	5.988	6.981	8.301
少数股东损益	8	14	10	19	21	25	每股经营现金净流 (元)	-0.077	0.557	0.226	0.472	0.821	1.231
归属于母公司的净利润	37	29	38	548	856	1,138	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%	17.9%	16.7%	15.7%	回报率						
				95.7%	56.3%	32.9%	净资产收益率	8.34%	6.24%	7.60%	10.61%	14.22%	15.89%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.42%	2.30%	2.95%	7.53%	8.94%	9.22%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	6.85%	9.17%	8.27%	54.54%	56.16%	61.75%
净利润	45	43	47	566	877	1,162	增长率						
少数股东损益	0	0	0	19	21	25	营业总收入增长率	-2.77%	24.45%	19.91%	245.55%	67.65%	41.44%
非现金支出	25	27	31	107	130	138	EBIT增长率	1.39%	14.83%	-7.78%	964.16%	50.41%	31.19%
非经营收益	16	18	26	-26	-38	-40	净利润增长率	1.27%	-21.11%	29.18%	1355.39%	56.32%	32.85%
营运资金变动	-106	53	-47	-241	-261	-198	总资产增长率	15.59%	17.32%	0.65%	471.35%	31.67%	28.72%
经营活动现金净流	-19	141	57	426	729	1,086	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	53.5	40.1	32.5
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%	-75.56%	-70.76%	-71.17%
其他	-55	-25	-49	-10	-26	0	EBIT利息保障倍数	4.2	4.2	3.0	5,000.2	-51.1	-58.4
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%	28.38%	36.45%	41.21%
现金净流量	-35	88	-40	3,820	391	876							

来源: 中泰证券研究所

#### 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。