

## 国轩高科(002074.SZ)

行业景气叠加内生强劲增长，助推

靓丽业绩

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**45-**

分析师

分析师

曾朵红

尹斌

S0740514080001

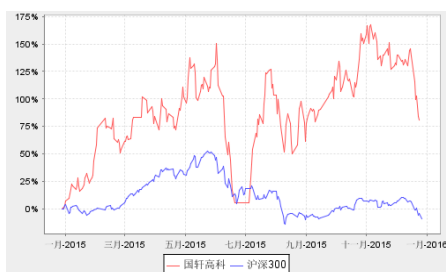
zengdh@r.qlzq.com.cn yinbin@r.qlzq.com.cn

2016年1月12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)	37.18
市值(百万元)	32061.51
流通市值(百万元)	9420.22

### 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	3,465.63	5,997.25	8,556.56
营业收入增速	24.45%	19.91%	291.37%	73.05%	42.67%
净利润增长率	-21.11%	29.18%	1483.76%	62.62%	32.55%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.15	0.69	1.12	1.49
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	38.45	23.64	17.84
PEG	—	3.26	0.03	0.38	0.55
每股净资产(元)	1.84	1.95	6.04	7.17	8.66
每股现金流量	0.56	0.23	0.49	0.91	1.40
净资产收益率	6.24%	7.60%	11.44%	15.68%	17.21%
市净率	3.04	7.23	4.40	3.71	3.07
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

- **事件：**公司公告称，由原来业绩预告 2015 年净利润 4.51 至 5.26 亿元，同比增长区间为 80%至 110%。现修正为 2015 年归属于上市公司股东净利润为 5.51 至 6.26 亿元，同比 2014 年 2.51 亿元增长区间为 120%至 150%。对此，我们点评如下：
- **下游旺盛需求+新增产能快速释放+技术革新升级，2015 年业绩同比翻倍大超预期：**2015 年第四季度，公司动力锂电池一直处于供不应求的状态，尽管公司电池生产线满负荷生产仍无法满足新能源汽车市场的强烈需求。随着 2015 年四季度南京工厂的投产，新增产能不断释放，动力锂电池产品销售价格稳定，虽然部分原材料如碳酸锂价格上涨，但今年公司一批技术研发成果实现了产业化，技术进步对冲了材料成本上升的影响，公司动力锂电池产品毛利率仍维持较高水平，推动了公司动力锂电池业务于第四季度取得高速增长。因此带动了公司利润水平的大幅提升，使得公司经营业绩好于预期。预期公司 2015 年归属于上市公司股东净利润为 5.51 至 6.26 亿元，同比 2014 年 2.51 亿元增长区间为 120%至 150%。
- **加强上下游协同布局，强化核心竞争力，升级成电动汽车产业链平台型企业。**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，配套北汽在青岛莱西新建 10 亿 Ah 产线。同时，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。
- **股价接近于实际控制人增持价格，兼具安全边际与强劲向上动能：**公司实际控制人李缜自 2015 年 7 月 27 日至 12 月 7 日，李缜先后从二级市场以自有资金分四次合计增持公司股份 195 万股，成交金额合计 5035.46 万元，平均增持价格 25.82 元，完成增持计划。目前股价为 26.58 元，已接近实际空人的增持价格，股价兼具足够安全边际与强劲的向上动能。

**图表 1：实际控制人李筑增持情况**

增持次数	第一次	第二次	第三次	第四次
增持股数	552000	765000	550000	83000
增持价格	26.18	26.37	22.95	37.45
增持金额/元	14451360	20173050	12622500	3108350
增持均价/元	25.82			

来源：中泰证券研究所

■ **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，业绩仍将持续高速增长，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，抢占动力电池龙头地位，同时外延拓展、纵向延伸，打造动力电池为核心平台化企业，叠加股权激励与大股东增持等多重利好，公司实属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 0.69 元、1.12 元和 1.49 元，对应 PE 分别为 38 倍、24 倍和 18 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 40 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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>593</b>	<b>738</b>	<b>886</b>	<b>3,466</b>	<b>5,997</b>	<b>8,557</b>
增长率	-2.77%	24.4%	19.9%	291.4%	73.0%	42.7%
营业成本	-405	-519	-646	-2,083	-3,735	-5,579
%销售收入	68.2%	70.3%	73.0%	60.1%	62.3%	65.2%
毛利	189	219	239	1,383	2,262	2,978
%销售收入	31.8%	29.7%	27.0%	39.9%	37.7%	34.8%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-26	-45	-64
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-54	-62	-64	-225	-387	-509
%销售收入	9.0%	8.4%	7.3%	6.5%	6.5%	6.0%
管理费用	-69	-81	-104	-357	-615	-817
%销售收入	11.6%	11.0%	11.8%	10.3%	10.3%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	63	72	66	775	1,216	1,588
%销售收入	10.6%	9.7%	7.5%	22.4%	20.3%	18.6%
财务费用	-15	-17	-22	0	21	24
%销售收入	2.5%	2.3%	2.5%	0.0%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-8	-6	-5	-85	-107	-107
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	40	49	39	689	1,130	1,505
营业利润率	6.7%	6.6%	4.4%	19.9%	18.8%	17.6%
营业外收支	19	4	19	36	38	40
税前利润	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>58</b>	<b>725</b>	<b>1,168</b>	<b>1,545</b>
利润率	9.8%	7.2%	6.6%	20.9%	19.5%	18.1%
所得税	-13	-10	-11	-109	-175	-232
所得税率	22.7%	19.4%	18.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	45	43	47	616	993	1,313
少数股东损益	8	14	10	20	23	28
归属于母公司的净利润	<b>37</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>596</b>	<b>969</b>	<b>1,285</b>
净利率	6.2%	3.9%	4.3%	17.2%	16.2%	15.0%
				112.9%	62.6%	32.6%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	45	43	47	616	993	1,313
少数股东损益	0	0	0	20	23	28
非现金支出	25	27	31	117	147	156
非经营收益	16	18	26	-26	-38	-40
营运资金变动	-106	53	-47	-284	-320	-223
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>141</b>	<b>57</b>	<b>444</b>	<b>805</b>	<b>1,234</b>
资本开支	35	52	37	305	312	210
投资	3	-13	-29	-175	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-65</b>	<b>-66</b>	<b>-480</b>	<b>-312</b>	<b>-210</b>
股权募资	0	2	0	4,147	0	0
债权募资	71	34	18	-262	0	0
其他	-55	-25	-49	-10	-26	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>-31</b>	<b>3,875</b>	<b>-26</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-35</b>	<b>88</b>	<b>-40</b>	<b>3,838</b>	<b>467</b>	<b>1,024</b>
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	98	185	167	3,985	4,429	5,425
应收款项	407	429	471	2,138	3,701	5,280
存货	152	176	153	502	901	1,345
其他流动资产	32	21	21	42	67	96
流动资产	689	811	812	6,667	9,097	12,146
%总资产	63.9%	64.1%	63.7%	87.6%	87.9%	89.3%
长期投资	0	0	0	175	175	175
固定资产	325	379	388	709	1,020	1,224
%总资产	30.1%	30.0%	30.5%	9.3%	9.9%	9.0%
无形资产	53	61	62	50	48	46
非流动资产	389	454	462	947	1,256	1,458
%总资产	36.1%	35.9%	36.3%	12.4%	12.1%	10.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>1,274</b>	<b>7,614</b>	<b>10,353</b>	<b>13,603</b>
短期借款	269	258	300	38	38	38
应付款项	270	419	427	2,049	3,656	5,422
其他流动负债	-2	4	6	248	387	559
流动负债	537	680	732	2,335	4,081	6,018
长期贷款	24	38	0	0	0	0
其他长期负债	5	15	16	16	16	16
<b>负债</b>	<b>566</b>	<b>733</b>	<b>748</b>	<b>2,350</b>	<b>4,097</b>	<b>6,034</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>443</b>	<b>467</b>	<b>495</b>	<b>5,212</b>	<b>6,182</b>	<b>7,467</b>
少数股东权益	70	66	31	51	74	102
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>1,274</b>	<b>7,614</b>	<b>10,353</b>	<b>13,603</b>
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.146	0.115	0.149	0.691	1.124	1.490
每股净资产 (元)	1.747	1.842	1.954	6.044	7.169	8.659
每股经营现金流 (元)	-0.077	0.557	0.226	0.491	0.907	1.398
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.030	0.030	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.34%	6.24%	7.60%	11.44%	15.68%	17.21%
总资产收益率	3.42%	2.30%	2.95%	7.83%	9.36%	9.45%
投入资本收益率	6.85%	9.17%	8.27%	58.08%	61.42%	67.49%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-2.77%	24.45%	19.91%	291.37%	73.05%	42.67%
EBIT增长率	1.39%	14.83%	-7.78%	1067.85%	56.94%	30.58%
净利润增长率	1.27%	-21.11%	29.18%	1483.76%	62.62%	32.55%
总资产增长率	15.59%	17.32%	0.65%	497.64%	35.98%	31.39%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	211.4	193.5	173.5	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	122.9	115.0	92.8	88.0	88.0	88.0
应付账款周转天数	99.0	109.1	103.7	180.2	180.2	180.2
固定资产周转天数	153.2	163.0	157.9	47.2	34.3	27.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	37.61%	18.54%	23.61%	-75.16%	-70.33%	-71.28%
EBIT利息保障倍数	4.2	4.2	3.0	5,487.4	-58.4	-65.9
资产负债率	52.50%	57.94%	58.73%	30.87%	39.57%	44.36%

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：

本报告仅供中泰证券有限公司（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“中泰证券有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。