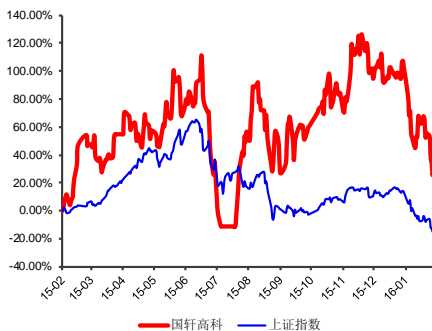


2016年2月4日

——国轩高科（002074）临时公告点评

评级：强烈推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

国轩高科（002074）深度报告：鸿鹄高飞，一举千里-2016/2/2

报告作者：

分析师：马松

执业证书编号：S0590515090002

联系人：

马松

电话：0510-82832380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：2月3日公司公告与中通客车于2016年2月2日签署《2016年动力电池采购合同》，中通客车拟向合肥国轩采购纯电动客车电池系统，合同总金额103736.6万元。

点评：

- **核心客户再下一城。**公司在新能源客车动力电池领域积累多年，2015年前十大新能源客车企业中超过一半是公司客户，并且都有非常紧密的合作关系。本次公司与中通客车的10亿大订单确定了中通客车核心客户的地位，也再次印证了公司磷酸铁锂动力电池产品的优异品质。
- **中通客车新能源客车发展势头迅猛，公司有望成为最大供应商。**中通客车是国内客车企业中较早进行新能源客车布局的企业，转型新能源态度坚决，2015年中通新能源客车实现了爆发式增长，新能源客车销量达到10498辆，同比增长4.6倍，其中纯电动客车8191辆，同比增长23倍，占比达到了78%。中通客车的新能源客车收入占比预计将达到60%左右，居国内客车行业首位。预计中通2015年对动力电池的需求量在110万KWh左右，对应价值在25亿左右，公司15年对中通供货价值2亿，占比不足10%。2016年国内新能源客车增长前景良好，预计中通新能源客车销量有超过15000辆，而根据合同，国轩将提供6000组电池，对应占比将超过三分之一，有望成为中通客车最大供应商。
- **核心客户有保障，公司产能仍将紧张。**公司目前已在合肥、苏州和南京三地有7.5亿Ah电池产能，合肥的三期项目和青岛莱西项目正在建设中，预计三季度将完成，正式开始供货。根据公司核心的客户的需求推算，2016年公司产能仍将比较紧张（具体参见我们近期发出的深度报告）。近期工信部暂停了对三元电池电动大巴的准入目录申报，这将更加加剧市场对优质磷酸铁锂动力电池的需求，公司将会直接受益，2016年业绩大幅增长的确定性很高。

- **维持“强烈推荐”评级。** 我们预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.69、1.21 和 1.58 元。近期公司股价随市场调整而大幅下调，目前估值对应 16 年仅 20 倍左右，看好公司未来发展，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示。** (1) 产能过剩，价格降幅超预期；(2) 原材料暴涨；(3) 政策风险。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,899.9	2,840.0	5,295.0	7,950.0
YOY	157.27%	49.49%	86.44%	50.14%
归属母公司净利润	282.0	604.4	1,063.5	1,383.7
EPS(元)	0.32	0.69	1.21	1.58
P/E	77.8	36.3	20.6	15.9
P/B	12.6	8.1	6.4	5.0

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位：百万

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	738.5	1,899.9	2,840.0	5,295.0	7,950.0
YOY(%)	24.4%	157.3%	49.5%	86.4%	50.1%
营业成本	519.5	1,142.5	1,566.8	2,974.7	4,705.6
营业税金及附加	4.1	14.2	21.3	53.0	79.5
销售费用	61.7	124.1	207.3	402.4	596.3
占营业收入比(%)	8.4%	6.5%	7.3%	7.6%	7.5%
管理费用	81.2	198.1	284.0	556.0	874.5
占营业收入比(%)	11.0%	10.4%	10.0%	10.5%	11.0%
EBIT	70.3	366.0	740.6	1,278.9	1,644.1
财务费用	17.1	40.8	31.1	24.0	31.0
占营业收入比(%)	2.3%	2.1%	1.1%	0.5%	0.4%
资产减值损失	5.8	70.2	20.0	30.0	50.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	49.1	310.0	709.4	1,254.9	1,613.2
营业外净收入	4.3	34.1	20.0	30.0	40.0
利润总额	53.4	344.1	729.4	1,284.9	1,653.2
所得税	10.3	51.1	124.0	218.4	264.5
所得税率(%)	19.4%	14.9%	17.0%	17.0%	16.0%
净利润	43.0	293.0	605.4	1,066.5	1,388.7
占营业收入比(%)	5.8%	15.4%	21.3%	20.1%	17.5%
少数股东损益	13.9	11.0	1.0	3.0	5.0
归属母公司净利润	29.1	282.0	604.4	1,063.5	1,383.7
YOY(%)	-21.1%	867.8%	114.3%	76.0%	30.1%
EPS (元)	0.03	0.32	0.69	1.21	1.58

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	24.4%	157.3%	49.5%	86.4%	50.1%
营业利润	-21.8%	531.3%	128.9%	76.9%	28.5%
净利润	-21.1%	867.8%	114.3%	76.0%	30.1%
获利能力					
毛利率(%)	29.7%	39.9%	44.8%	43.8%	40.8%
净利率(%)	5.8%	15.4%	21.3%	20.1%	17.5%
ROE(%)	6.2%	16.2%	22.3%	30.8%	31.3%
ROA(%)	5.6%	9.6%	13.2%	16.9%	16.5%
偿债能力					
流动比率	1.21	1.32	1.43	1.48	1.52
速动比率	0.95	1.17	1.22	1.21	1.24
资产负债率%	57.8%	53.9%	51.0%	53.7%	55.0%
营运能力					
总资产周转率	58.6%	49.6%	50.5%	70.0%	80.0%
应收账款周转天数	200.3	252.9	287.1	211.0	224.5
存货周转天数	123.4	85.4	120.2	119.2	107.2
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.32	0.69	1.21	1.58
每股净资产	0.49	0.51	0.53	1.99	3.09
估值比率					
P/E	752.8	77.8	36.3	20.6	15.9
P/B	47.0	12.6	8.1	6.4	5.0

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	194.3	697.7	623.0	1,055.9	892.1
交易性金融资产	11.9	8.9	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	438.3	1,382.3	2,431.7	3,303.3	5,163.7
存货	175.6	267.3	516.1	971.3	1,381.5
其他流动资产	11.9	9.1	0.0	0.0	0.0
流动资产总额	832.0	2,365.4	3,570.8	5,330.5	7,437.3
固定资产净值	378.6	790.6	1,399.0	1,428.2	1,627.4
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	378.6	790.6	1,399.0	1,428.2	1,627.4
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.9	96.6	100.0	300.0	400.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	379.5	887.1	1,499.0	1,728.2	2,027.4
无形资产	59.4	321.5	318.9	316.4	313.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	1.6	261.7	232.5	191.3	160.2
资产总额	1,260.6	3,826.8	5,621.2	7,566.4	9,938.7
循环贷款	232.0	583.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	418.6	1,087.8	2,357.6	3,410.3	4,692.1
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	4.3	19.8	26.0	118.4	143.0
流动负债	654.9	1,690.6	2,383.6	3,528.7	4,835.1
长期借款	38.0	214.6	214.6	214.6	214.6
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	728.3	2,064.2	2,865.1	4,062.9	5,461.6
少数股东权益	69.7	65.6	48.4	49.4	52.4
股东权益	532.3	1,789.0	2,756.1	3,503.5	4,477.1
负债和股东权益	1,260.6	3,853.2	5,621.2	7,566.4	9,938.7

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	43.0	293.0	605.4	1,066.5	1,388.7
加: 少数股东损益	13.9	11.0	1.0	3.0	5.0
公允价值变动	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	21.3	26.2	41.2	44.5	54.5
营运资金的变动	76.9	(243.1)	128.7	(89.9)	(834.6)
经营活动现金流	141.2	76.0	775.2	1,021.1	608.6
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(64.8)	(66.0)	(74.5)	(275.1)	(366.4)
投资活动现金流	(64.8)	(66.0)	(74.5)	(275.1)	(366.4)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	25.3	5.1	35.7	181.3	319.0
计入循环贷款前融资活动	(40.2)	(19.9)	(52.6)	(203.3)	(330.2)
循环贷款的增加(减少)	52.0	(11.1)	(722.9)	(109.7)	(75.9)
融资活动现金流	11.9	(31.0)	(775.5)	(313.0)	(406.1)
现金净变动额	88.3	(20.9)	(74.7)	432.9	(163.8)

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。