

## 国轩高科(002074.SZ)

### 龙头再度联手，持续释放惊喜

 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

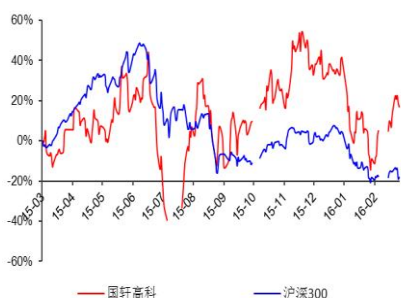
zengdh@r.qizq.com.cn yinbin@r.qizq.com.cn

2016年02月29日

#### 基本状况

总股本(百万股)	876
流通股本(百万股)	222
市价(元)	31.75
市值(百万元)	27,824
流通市值(百万元)	7,034

#### 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	2,724.2	5,462.1	7,816.7
营业收入增速	24.45%	19.91%	207.64	100.51	43.11%
净利润增长率	-21.11	29.18%	1446.2	83.76%	50.39%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.15	0.67	1.24	1.87
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	45.78	24.91	16.57
PEG	—	3.26	0.03	0.30	0.33
每股净资产(元)	1.84	1.95	6.03	7.27	9.13
每股现金流量	0.56	0.23	0.48	0.92	1.58
净资产收益率	6.24%	7.60%	11.20%	17.06%	20.42%
市净率	3.04	7.23	5.13	4.25	3.38
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：**公告称，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人民币3.07亿元认购北京新能源汽车股份有限公司新增注册资本1.2亿元。增资完成后，合肥国轩将持有北汽新能源3.75%股权。对此，我们点评如下：
  - 强强再次联手，上下游协同优势显著，乘用车领域将添保障。**北汽新能源是国内新能源汽车领军企业，掌握纯电动汽车电池、电机、电控三大核心技术及整车集成匹配技术，公司在2014、2015年销量达5510辆与2万余辆，同比增长238%与369%，同时公司2016年销售目标为7万辆，我们以单车平均用电40KWh测算，2016年北汽新能源动力电池需求量将接近3GWh，我们认为国轩将在北汽新能源中将斩获大单属大概率事件。早在2015年11月，合肥国轩以北汽新能源莱西生产基地年产15万辆新能源汽车项目为依托，以自有资金在青岛莱西投资设立全资子公司青岛国轩，配套建设年产10亿Ah动力电池生产基地，折射两大龙头企业已有深度合作。
- 此次国轩以股权的方式战略投资北汽新能源，具有以下几方面重要意义：首先，国轩能分享北汽新能源的高增长带来显著的投资收益，未来直接可以分享北汽新能源的经营成果。其次，能进一步强化两大龙头之间战略合作关系，其上下游的协同优势显著，将极大助推国轩的未来业绩。再者，之前国轩动力电池产品的主要的客户是中通、金龙、安凯等商用车企业，投资者担忧其在乘用车领域的竞争力，北汽新能源是国内新能源乘用车领军企业，此次增资参股北汽新能源能为国轩在乘用车领域的高速增长增添重要保障，也再次证明了国轩强大的技术实力与渠道优势。
- 下游旺盛需求将助推业绩长期稳定、高速增长，实乃行业稀缺标的。**公司之前发布业绩快报，2015年度实现营收27.4亿元，同比增长169.93%；净利润为5.83亿元，同比增长132.58%。受益于下游旺盛需

求，公司开年与中通客车以及南京金龙分别签订 10.4 与 10.6 亿元的供货合同，为全年的业绩高增长奠定了良好的基础。目前，除了南京金龙、中通客车，合肥国轩与江淮汽车、上汽集团、北汽集团、苏州金龙、安凯客车等国内知名整车企业结成战略合作伙伴，未来大订单值得期待。我们判断公司将在 2016、2017 年公司净利润分别实现 84%与 50%以上的高速增长，为行业中稀缺标的。

- **公司产能成倍释放，未来业绩的基石。**公司现有产能已达 7.5 亿 Ah(合肥 4.5 亿 Ah+南京 3 亿 Ah)，今年三季度莱西 3 亿 Ah、合肥 8 亿 Ah 投产，截至 2016 年底规划产能高达 20 亿 Ah (15 亿 Ah 磷酸铁锂+5 亿 Ah 三元)，公司有序、高速扩产，同时多技术路线布局，不断强化核心竞争力，为公司业绩高增长奠定了坚实基础。我们预计 2016 年销量可达 8~10 亿 Ah，对应 55 亿以上的营收，同比增长翻番；保守估计 2016 利润率约为 20% (2015 年为 25%+) 以上，对应约合 11 亿的净利润。动力电池产能由 2015 年初 2.5 亿 Ah 增长到目前 7.5 亿 Ah 仍然供不应求，我们判断 2016 年一季度业绩仍将大幅增长，全年业绩有望接近翻番。
- **从单一动力电池企业升级成电动汽车产业链平台型企业。**公司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。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，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，布局升级电动汽车产业链平台型企业，2016 年订单可期，产能扩展顺利，电动车销量持续超预期等多重利好，我们坚定看好公司未来发展。业绩预测 EPS 为 0.67/1.24/1.87 元，对应 PE 分别为 46/25/17 倍，维持公司“买入”的投资评级，目标价位为 45 元，对应 2016 年 37 倍 PE。维持公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**政策风险，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
<b>营业收入</b>	<b>593</b>	<b>738</b>	<b>886</b>	<b>2,724</b>	<b>5,462</b>	<b>7,817</b>	货币资金	98	185	167	3,976	4,429	5,585
增长率	-2.77%	24.4%	19.9%	207.6%	100.5%	43.1%	应收款项	407	429	471	1,681	3,370	4,823
营业成本	-405	-519	-646	-1,507	-3,172	-4,579	存货	152	176	153	363	765	1,104
% 销售收入	68.2%	70.3%	73.0%	55.3%	58.1%	58.6%	其他流动资产	32	21	21	33	59	81
毛利	189	219	239	1,217	2,291	3,238	流动资产	689	811	812	6,053	8,623	11,593
% 销售收入	31.8%	29.7%	27.0%	44.7%	41.9%	41.4%	% 总资产	63.9%	64.1%	63.7%	86.5%	87.3%	88.8%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-20	-41	-58	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	-177	-352	-465	% 总资产	30.1%	30.0%	30.5%	10.1%	10.3%	9.4%
% 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	-281	-560	-746	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%	13.5%	12.7%	11.2%
息税前利润 (EBIT)	63	72	66	739	1,338	1,968	<b>资产总计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>1,274</b>	<b>6,999</b>	<b>9,879</b>	<b>13,051</b>
% 销售收入	10.6%	9.7%	7.5%	27.1%	24.5%	25.2%	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	1,499	3,134	4,512
% 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	197	347	498
资产减值损失	-8	-6	-5	-67	-108	-99	流动负债	537	680	732	1,735	3,519	5,048
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%	<b>负债</b>	<b>566</b>	<b>733</b>	<b>748</b>	<b>1,751</b>	<b>3,535</b>	<b>5,063</b>
营业利润	40	49	39	672	1,251	1,893	普通股股东权益	443	467	495	5,198	6,268	7,876
营业利润率	6.7%	6.6%	4.4%	24.7%	22.9%	24.2%	少数股东权益	70	66	31	51	76	111
营业外收支	19	4	19	36	38	40	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,079</b>	<b>1,266</b>	<b>1,274</b>	<b>6,999</b>	<b>9,879</b>	<b>13,051</b>
税前利润	58	53	58	708	1,289	1,933	<b>比率分析</b>						
利润率	9.8%	7.2%	6.6%	26.0%	23.6%	24.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-13	-10	-11	-106	-193	-290	<b>每股指标</b>						
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	0.675	1.240	1.865
净利润	45	43	47	602	1,095	1,643	每股净资产(元)	1.747	1.842	1.954	6.028	7.268	9.134
少数股东损益	8	14	10	20	26	35	每股经营现金净流(元)	-0.077	0.557	0.226	0.480	0.917	1.585
归属于母公司的净利润	37	29	38	582	1,070	1,609	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%	21.4%	19.6%	20.6%	<b>回报率</b>						
				107.9%	83.8%	50.4%	净资产收益率	8.34%	6.24%	7.60%	11.20%	17.06%	20.42%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.42%	2.30%	2.95%	8.32%	10.83%	12.33%
净利润	45	43	47	602	1,095	1,643	投入资本收益率	6.85%	9.17%	8.27%	55.69%	64.22%	74.09%
少数股东损益	0	0	0	20	26	35	<b>增长率</b>						
非现金支出	25	27	31	98	149	147	营业收入增长率	-2.77%	24.45%	19.91%	207.64%	100.51%	43.11%
非经营收益	16	18	26	-26	-38	-40	EBIT增长率	1.39%	14.83%	-7.78%	1014.42%	80.93%	47.11%
营运资金变动	-106	53	-47	-261	-415	-384	净利润增长率	1.27%	-21.11%	29.18%	1446.29%	83.76%	50.39%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>141</b>	<b>57</b>	<b>434</b>	<b>817</b>	<b>1,401</b>	总资产增长率	15.59%	17.32%	0.65%	449.41%	41.14%	32.11%
资本开支	35	52	37	305	312	210	<b>资产管理能力</b>						
投资	3	-13	-29	-175	0	0	应收账款周转天数	211.4	193.5	173.5	180.0	180.0	180.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	122.9	115.0	92.8	88.0	88.0	88.0
<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>	应付账款周转天数	99.0	109.1	103.7	180.2	180.2	180.2
股权筹资	0	2	0	4,147	0	0	固定资产周转天数	153.2	163.0	157.9	60.0	37.7	30.2
债权筹资	71	34	18	-262	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-55	-25	-49	-10	-26	0	净负债/股东权益	37.61%	18.54%	23.61%	-75.19%	-69.35%	-69.56%
<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>	EBIT利息保障倍数	4.2	4.2	3.0	5,236.4	-64.3	-81.7
<b>现金净流量</b>	<b>-35</b>	<b>88</b>	<b>-40</b>	<b>3,829</b>	<b>479</b>	<b>1,191</b>	资产负债率	52.50%	57.94%	58.73%	25.01%	35.78%	38.80%

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股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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。