



大单奠定 2016 业绩基调

- 近日,公司相继公布 2015 年年报和 2016 年一季度业绩预告。2015 年,公司归母净利润 5.9 亿元,同比增长 133.3%。2016 年公司一季度归母净利润约为 3.0 亿元-3.2 亿元,同比增长约 320%-350%。可以说公司的业绩惊喜不断。
- 从具体业务来看,1) 2015 年,公司锂电池业务完成出货量约 3.1 亿安时,同比增长 138.2%,主要是得益于国内新能源汽车的爆发式增长,公司今年 2 月份连续签署两个超过 10 亿元的重大合同,为 2016 年的业绩定调;2) 公司原有的输配电业务 2015 实现营收 5.5 亿元,主要是因为反向购买的原因,原有业务只计入了八个月的营收,如果按全年算,原有输配电业务应该是平稳增长,相信 2016 年该业务的收入规模将得以恢复。
- 公司已经在合肥、苏州、南京和青岛布局了相关的电池生产线,并且靠近其主要的客户,如安凯、中通、南京金龙、苏州金龙和北汽新能源等,能够及时响应客户需求。截止 2015 年末,公司锂电池产能达到 7.5 亿 AH;合肥三期和青岛一期预计三季度将建成投产,届时公司产能将提升至 20 亿 AH 左右。今年 2 月,公司与南京金龙、中通客车签订的重大合同按现时的锂电池价格测算,锂电池供货量就将达到 3 亿 AH 左右,几乎相当于 2015 年全年的出货量,这两个大单奠定了 2016 年业绩高增长的基调。锂电池行业竞争正在加剧,按我们的测算,2015 年公司锂电池的销售价格为 6.8 元/AH,同比下滑约 10%,但公司的锂电池销售价格仍高于同业,我们认为这体现了公司在锂电池业务领域较强的技术水平和议价能力,有利于公司在竞争中获取客户和盈利能力。
- 我们认为,拥有核心竞争力的锂电池企业需要具备完善的产业链和稳定的客户。受益于激烈的市场竞争和大规模生产,锂电池价格必将快速步入下降通道,企业竞争能力的体现就在成本,而据我们测算,正极材料和隔膜的成本占锂电池生产成本的比重高达 50%,公司已经布局的正极材料和隔膜项目能够满足公司自给的需要,能够在成本上获得竞争优势,这也是公司毛利率一直高企的原因。此外,我们也注意到,公司的客户集中度不高,不会受单一客户的控制,但公司与部分客户的关系较为紧密,有利于公司获得稳定的订单。
- 业绩预测与估值:** 我们上调公司 2016-2017 年每股收益分别至 1.35 元和 1.77 元,维持我们对公司的“买入”评级。
- 风险提示:** 新能源汽车市场销量不及预期,电池生产成本控制或不及预期等。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2745.50	4951.88	6810.00	8181.63
增长率	210.05%	80.36%	37.52%	20.14%
归属母公司净利润(百万元)	584.61	1184.37	1552.81	1831.07
增长率	1453.11%	102.59%	31.11%	17.92%
每股收益 EPS(元)	0.67	1.35	1.77	2.09
净资产收益率 ROE	19.31%	28.12%	26.93%	24.10%
PE	54	27	20	17
PB	10.38	7.46	5.45	4.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

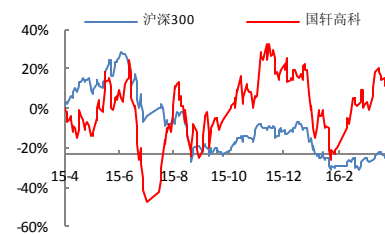
分析师: 兰可

执业证号: S1250514030001

电话: 010-57631191

邮箱: lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	8.76
流通 A 股(亿股)	2.22
52 周内股价区间(元)	16.29-44.1
总市值(亿元)	315.66
总资产(亿元)	67.13
每股净资产(元)	3.44

相关研究

1. 国轩高科(002074): 极具竞争力的锂电池生产商 (2015-11-25)

国轩高科 (002074): 大单奠定 2016 大趋势

1 业绩惊喜不断

近日, 公司相继公布 2015 年年报和 2016 年一季度业绩预告。2015 年, 公司实现营业收入 27.5 亿元, 比上年同期增长 170.7%; 归属于上市公司股东的净利润 5.9 亿元, 比上年同期增长 133.3%; 摊薄后每股收益 0.67 元, 符合我们的预期。2016 年一季度业绩预告显示, 公司一季度归母净利润约为 23.0 亿元-3.2 亿元, 同比增长约 320%-350%。业绩惊喜不断。

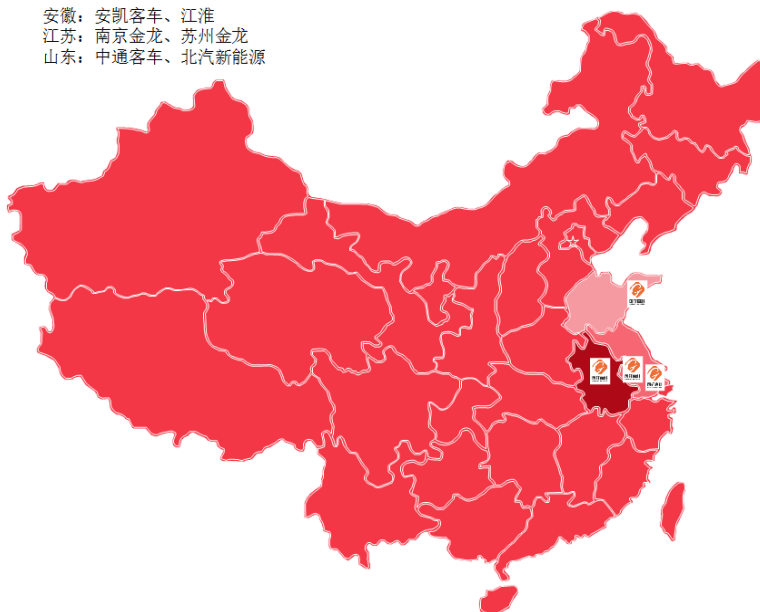
从具体业务来看, 1) 2015 年, 公司锂电池业务完成出货量约 3.1 亿安时, 同比增长约 138.24%, 主要是得益于国内新能源汽车的爆发式增长, 公司今年 2 月份连续签署两个超过 10 亿元的重大合同, 为 2016 年的业绩定调; 2) 公司原有的输配电业务 2015 实现营收 5.5 亿元, 主要是因为反向购买的原因, 原有业务只计入了八个月的营收, 如果按全年算, 原有输配电业务应该是平稳增长, 相信 2016 年该业务的收入规模将得以恢复。

2 产能有节奏扩张, 不冒进

截止目前, 公司已经在安徽合肥、江苏苏州、江苏南京和山东青岛布局了相关的电池生产线。公司的这些生产基地都分布在华东地区, 并且靠近其主要的客户, 如安凯、中通、南京金龙、苏州金龙和北汽新能源等, 能够及时响应客户需求。

图 1: 国轩高科生产能力布局在华东地区

安徽: 安凯客车、江淮
 江苏: 南京金龙、苏州金龙
 山东: 中通客车、北汽新能源

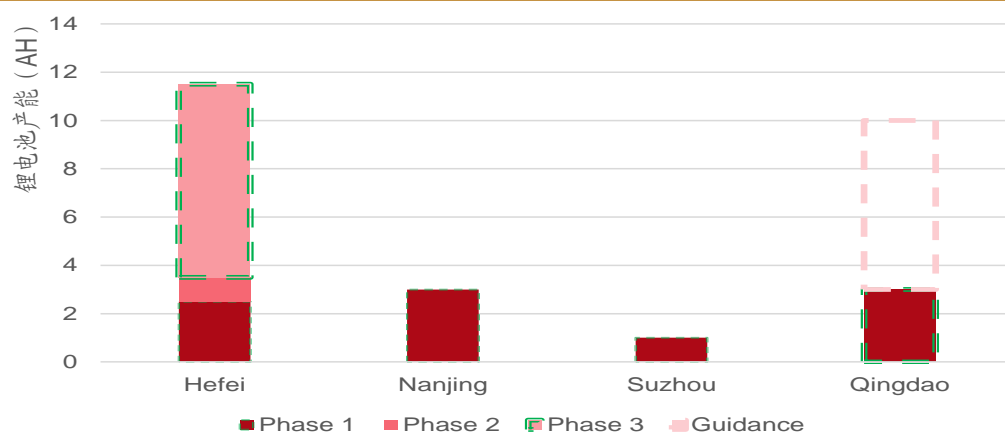


数据来源: Randz Research, 西南证券整理

2015 年, 公司合肥国轩二期、南京国轩一期、苏州国轩一期新建产线顺利投产, 截止年末公司锂电池产能达到 7.5 亿 AH; 目前合肥三期项目和青岛一期项目正在抓紧建设, 预计今年三季度将建成投产, 届时公司的锂电池产能将提升至 20 亿 AH 左右, 全年有效产能

也能达到 10 亿 AH 左右。今年 2 月，公司全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司相继与南京金龙客车、中通客车签订重大合同，合计合同总金额约为 21 亿元，按现时的锂电池价格测算，2016 年公司仅这两个客户的锂电池供货量就将达到 3 亿 AH 左右，几乎接近 2015 年全年的出货量，大单奠定了 2016 年业绩高增长的基调。同时公司产能有节奏的扩张也能够更好适应市场变化。

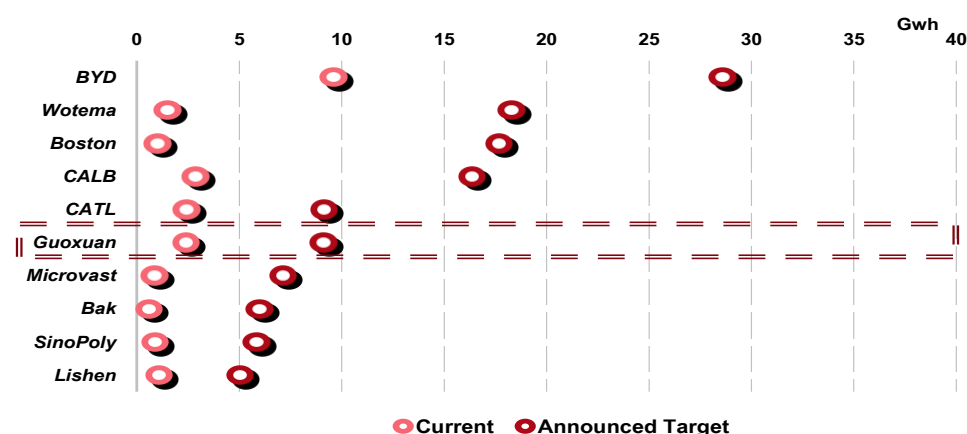
图 2: 公司各锂电池生产基地产能状况



数据来源: 公司公告, Randiz Research, 西南证券整理

我们也注意到，一段时间以来，锂电池行业内涌入了大量新的参与者相继宣布了庞大的投资计划，而行业内原有的参与者依赖于自身的先发优势也启动了新一轮的扩张，审视这些扩张计划，我们预计锂电池行业未来很可能迎来产能过剩的状况，价格竞争不可避免，另一方面随着规模化的生产，锂电池单位生产成本也在降低，锂电池价格持续走低是大趋势。按我们的测算，2015 年国轩高科锂电池的销售价格为 6.8 元/AH，同比下滑约 10%；而据坚瑞消防近日发布的重组报告书披露，2015 年沃特玛锂电池平均销售价格为 6.5 元/AH，显示国轩高科的锂电池销售价格显然高于同业，我们认为这体现了公司在锂电池业务领域较强的技术水平和议价能力，将有利于公司在竞争中获取客户和盈利能力。

图 3: 锂电池行业的产能竞赛



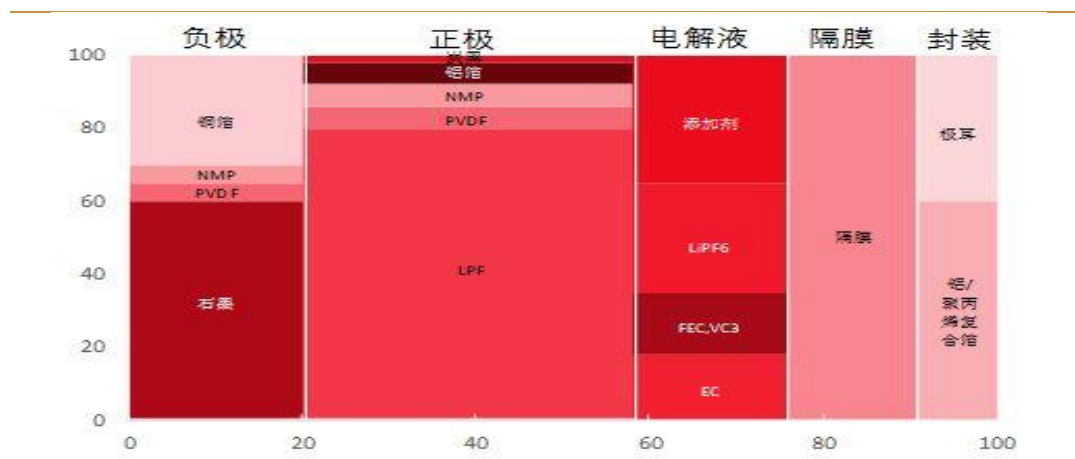
数据来源: Randiz Research, 西南证券整理

3 产业链构建竞争优势

新能源汽车的高速发展，引起波澜壮阔的投资热潮，未来锂电池行业的优胜劣汰的洗牌不可避免，能够存活下来的必将是那些拥有核心竞争力的锂电池企业，这其中完善的产业链和稳定的客户尤为重要。受益于激烈的市场竞争和大规模生产，锂电池价格必将快速步入下降通道，企业竞争能力的体现就在成本，而据我们测算，正极材料和隔膜的成本占锂电池生产成本的比重高达 50%，因此如果能够在产业链上拥有这两项优势的企业将获得较明显的竞争优势，同时在产品的一致性和均一化上获得更多掌控力。

国轩高科在庐江布局了大型正极材料生产基地，规划设计产能约 5 万吨，计划分期投入生产。正极材料工厂一期项目，规划产能为 8000 吨，可以满足约 9 亿安时的锂电池生产线的需要。后期公司正极材料的产能建设将伴随公司电池生产线的需要而适时投建。就现在公司运营情况来看，正极材料能够保证大部分公司电池生产的需求，这也是公司能够保持较高毛利率的重要原因。

图 4：锂电池成本构成图

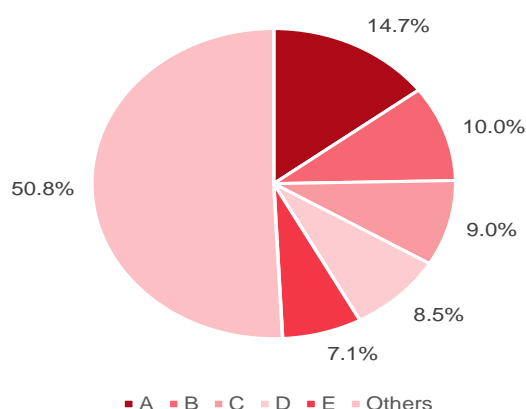


数据来源：Randz Research，西南证券整理

另外，公司透过子公司合肥国轩拟以自有资金与深圳市星源材质在合肥庐江共同投资设立合肥星源新能源材料有限公司。合资公司注册资本 10,000 万元，其中合肥国轩占股 35%。该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 m²湿法动力锂电池隔膜生产线两条和陶瓷涂覆生产线四条。星源材质是隔膜制造领域的领先企业，该合资公司生产的隔膜主要向公司供应，保证了公司未来锂电池隔膜的需求，并且有利于进一步降低公司的电池生产成本。

客户方面，我们也注意到，2015 年第一大客户占营收的比重也仅为 15% 左右，折算为锂电池约为 0.6 亿安时，其他前五大客户之间营收差距不大，显示公司的客户集中度不高，不会受单一客户的控制。但是我们也注意到，公司与部分客户的关系较为紧密，包括今年 2 月签署两个重大合同和南京金龙和中通客车，此外，近期合肥国轩拟以自有资金人民币 30,720 万元认购北汽新能源新增注册资本 12,000 万元，增资完成后，合肥国轩将持有北汽新能源 3.75% 股权，进一步加强了与北汽新能源的合作，这样的紧密合作有利于公司获得稳定的订单。

图 5: 2015 年公司主要客户营收分布情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 业绩预测与投资评级

关键假设: 1) 我们预计公司输配电业务能够实现稳步增长; 2) 受益于大单的提振以及行业景气, 锂电池业务出货量将快速增长, 有鉴于此, 我们上调了此前盈利预测中对公司锂电池产销量的预测。

表 1: 国轩高科分业务营收成本预测

万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计					
营业收入	88,550.62	274,549.62	495,187.64	681,000.47	818,163.43
yoy	19.91%	210.05%	80.36%	37.52%	20.14%
营业成本	64,634.22	149,938.58	270,714.08	377,464.86	459,669.82
毛利率	27.01%	45.39%	45.33%	44.57%	43.82%
输配电					
收入	87,441.75	55,173.81	74,484.64	80,443.41	86,878.89
yoy	19.06%	-36.90%	35.00%	8.00%	8.00%
成本	64,223.35	40,110.07	54,373.79	59,528.13	65,159.17
毛利率	26.55%	27.30%	27.00%	26.00%	25.00%
电池组					
收入	0.00	213,332.57	418,252.99	598,107.05	728,834.54
yoy			96.06%	43.00%	21.86%
成本	0.00	109,400.52	215,400.29	316,996.74	393,570.65
毛利率		48.72%	48.50%	47.00%	46.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券预测

我们上调公司 2016-2017 年每股收益分别至 1.35 元和 1.77 元, 维持我们对公司的“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2745.50	4951.88	6810.00	8181.63	净利润	587.31	1189.82	1559.96	1839.50
营业成本	1499.39	2707.14	3774.65	4596.70	折旧与摊销	67.82	124.61	124.61	124.61
营业税金及附加	25.66	35.76	56.41	63.43	财务费用	21.79	14.39	9.93	4.22
销售费用	210.38	349.51	501.25	589.84	资产减值损失	79.88	30.00	30.00	30.00
管理费用	272.04	480.75	674.77	810.68	经营营运资本变动	29.20	-934.88	-186.76	-106.10
财务费用	21.79	14.39	9.93	4.22	其他	-265.60	6.08	-44.29	-21.49
资产减值损失	79.88	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	520.40	430.03	1493.45	1870.73
投资收益	2.10	2.00	2.00	2.00	资本支出	-1045.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.02	0.01	其他	545.57	40.10	2.02	2.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-499.60	40.10	2.02	2.01
营业利润	638.47	1336.31	1765.01	2088.78	短期借款	84.00	-44.00	0.00	0.00
其他非经营损益	41.75	41.75	41.75	41.75	长期借款	148.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	680.22	1378.07	1806.76	2130.53	股权融资	1880.45	0.00	0.00	0.00
所得税	92.92	188.24	246.80	291.03	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	587.31	1189.82	1559.96	1839.50	其他	-1001.98	-79.36	-9.93	-4.22
少数股东损益	2.69	5.46	7.16	8.44	筹资活动现金流净额	1110.47	-123.36	-9.93	-4.22
归属母公司股东净利润	584.61	1184.37	1552.81	1831.07	现金流量净额	1131.64	346.77	1485.53	1868.52
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2010.66	2357.42	3842.96	5711.48	成长能力				
应收和预付款项	1963.66	3528.31	4837.39	5823.80	销售收入增长率	210.05%	80.36%	37.52%	20.14%
存货	488.63	882.18	1230.09	1497.98	营业利润增长率	1523.44%	109.30%	32.08%	18.34%
其他流动资产	93.03	99.07	136.25	163.69	净利润增长率	1137.45%	102.59%	31.11%	17.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	728.65%	102.63%	28.76%	16.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1358.35	1256.67	1155.00	1053.33	毛利率	45.39%	45.33%	44.57%	43.82%
无形资产和开发支出	306.60	283.98	261.37	238.75	三费率	18.36%	17.06%	17.41%	17.17%
其他非流动资产	492.35	492.04	491.72	491.41	净利率	21.39%	24.03%	22.91%	22.48%
资产总计	6713.27	8899.68	11954.77	14980.43	ROE	19.31%	28.12%	26.93%	24.10%
短期借款	344.00	300.00	300.00	300.00	ROA	8.75%	13.37%	13.05%	12.28%
应付和预收款项	1977.83	2795.18	4035.57	5025.56	ROIC	55.37%	63.65%	62.32%	68.36%
长期借款	148.00	148.00	148.00	148.00	EBITDA/销售收入	26.52%	29.79%	27.89%	27.10%
其他负债	1201.39	1424.59	1679.33	1875.49	营运能力				
负债合计	3671.22	4667.78	6162.90	7349.06	总资产周转率	0.69	0.63	0.65	0.61
股本	876.35	876.35	876.35	876.35	固定资产周转率	3.42	4.24	6.38	8.47
资本公积	1267.68	1267.68	1267.68	1267.68	应收账款周转率	2.98	2.49	2.24	2.12
留存收益	1143.43	2327.80	3880.61	5711.67	存货周转率	4.67	3.95	3.57	3.37
归属母公司股东权益	3016.06	4200.46	5753.26	7584.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.94%	—	—	—
少数股东权益	25.99	31.45	38.61	47.05	资本结构				
股东权益合计	3042.05	4231.91	5791.87	7631.37	资产负债率	54.69%	52.45%	51.55%	49.06%
负债和股东权益合计	6713.27	8899.68	11954.77	14980.43	带息债务/总负债	13.40%	9.60%	7.27%	6.10%
					流动比率	1.66	1.84	1.92	2.05
					速动比率	1.48	1.60	1.68	1.82
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	728.08	1475.31	1899.55	2217.60	每股收益	0.67	1.35	1.77	2.09
PE	55.06	27.18	20.73	17.58	每股净资产	3.47	4.83	6.61	8.71
PB	10.58	7.61	5.56	4.22	每股经营现金	0.59	0.49	1.70	2.13
PS	11.72	6.50	4.73	3.93	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	41.54	20.19	14.90	11.92					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn