

国轩高科 (002074.SZ)

公司快报

年报与一季报预告均超预期，16年静待高增长！

投资要点

- ◆ **事件**：2015年3月30日，公司发布2015年年报，报告期内实现营收27.4亿元，同增170.67%，归母净利润5.8亿元，同增133.30%，对应EPS为0.80元，利润分配为：每10股派发现金红利1.5元（含税）。同时，公司发布16年一季度业绩预告称，2016Q1归母净利润范围2.99~3.21亿元，同增320%-350%。主要原因系子公司合肥国轩产能逐步释放、产销两旺，销售额大幅增长所致。
- ◆ **电池业务带动15年业绩高速增长，2016Q1继续超预期**：2015年公司业绩大幅增长受益于新能源汽车放量，锂电池需求大增。实现营收27.4亿和归母净利润5.85亿超出预期，其中2015Q4实现营收12.47亿元，同增276.4%，归母净利润2.53亿元，同增2439%，环增128%，主要由于南京基地新建产能投产释放，加上年底抢装效应所致。全年业绩具体分业务来看：1) 动力锂电池业务营收同增114.81%至21.35亿元，营收占比达77.77%，毛利率达到48.70%；2) 输变电业务实现营收5.52亿元占比达到20.10%，毛利率达到27.30%。锂电业务高速增长是公司业绩的核心驱动力，2016Q1在行业出现政策调整期、“骗补”调查、暂停三元在大巴上使用等一系列不利因素的情况下，公司于2月份先后斩获中通客车10.4亿元和南京金龙10.58亿元大订单，一季报预告归母净利润约3亿元，继续超出预期。
- ◆ **锂电产能16年有望翻番，全产业链布局成就锂电王牌**。公司作为锂电行业王牌，与金龙、中通、江淮、北汽等国内知名厂商均建立了战略合作关系，订单无忧，至2015年底电池产能已扩至7.5亿Ah（合肥国轩4.5亿Ah，南京国轩3亿Ah），据第一电动数据国轩15年出货量约1.2Gwh，加上新建的合肥三期8亿Ah和青岛莱西基地3亿Ah的产能有望2016Q3投产，预计2016年底产能将扩至19亿Ah，出货量9亿Ah，另外公司庐江8000吨将于今年逐步投产，加上与星源材质合作建设的隔膜产线，将进一步降低成本，继续扩大成本优势，参股北汽新能源切入其乘用车业务，加上东源电器拓展的充电桩业务，公司基本完成全产业链的布局，静待16年业绩继续高歌猛进，再创新高。
- ◆ **投资建议**：预计公司2016-2018年EPS分别为1.14、1.75和2.29元，对应PE分别为32.1、20.9和16.0倍，继续给予“买入-A”评级，6个月目标价为45元。
- ◆ **风险提示**：上游原材料价格大幅波动，市场竞争加剧，电池产能扩张不达预期。

电力设备 | 二次设备 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

45元

股价(2016-03-31)

36.73元

交易数据

总市值(百万元)

32,188.34

流通市值(百万元)

8,137.16

总股本(百万股)

876.35

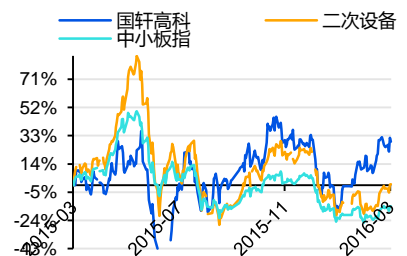
流通股本(百万股)

221.54

12个月价格区间

16.29/41.50元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

4.72

18.64

44.24

绝对收益

13.61

-1.0

32.01

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002

tanzhiyong@huajinsc.cn

021-20655640

报告联系人

陈雁冰

chenyanbing@huajinsc.cn

021-20655676

相关报告

国轩高科：15年业绩超预期，16年又添20亿大订单！ 2016-03-01

国轩高科：三季报业绩持续高速增长，锂电池龙头展望产业链纵向一体化 2015-11-05

国轩高科：中报预告业绩同比增两倍，全年高速增长敬请期待 2015-07-24

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	885.5	2,745.5	4,667.3	7,001.0	9,661.4
同比增长(%)	19.9%	210.0%	70.0%	50.0%	38.0%
营业利润(百万元)	39.3	638.5	1,412.3	2,050.3	2,603.8
同比增长(%)	-19.9%	1523.4%	121.2%	45.2%	27.0%
净利润(百万元)	37.6	584.6	1,001.8	1,536.8	2,005.7
同比增长(%)	29.2%	1453.1%	71.4%	53.4%	30.5%
每股收益(元)	0.04	0.67	1.14	1.75	2.29
PE	855.1	55.1	32.1	20.9	16.0
PB	65.0	10.7	8.4	6.0	4.4

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	885.5	2,745.5	4,667.3	7,001.0	9,661.4	年增长率					
减:营业成本	646.3	1,499.4	2,567.0	3,920.6	5,603.6	营业收入增长率	19.9%	210.0%	70.0%	50.0%	38.0%
营业税费	4.5	25.7	18.7	28.0	55.9	营业利润增长率	-19.9%	1523.4	121.2%	45.2%	27.0%
销售费用	64.2	210.4	362.1	529.2	740.1	净利润增长率	29.2%	1453.1	71.4%	53.4%	30.5%
管理费用	104.1	272.0	284.7	434.1	608.7	EBITDA 增长率	0.3%	730.9%	99.3%	44.0%	26.5%
财务费用	22.4	21.8	-	-	-	EBIT 增长率	-6.9%	970.5%	113.9%	45.2%	27.0%
资产减值损失	4.7	79.9	30.1	38.2	49.4	NOPLAT 增长率	-6.2%	1038.3	110.6%	45.2%	27.0%
加:公允价值变动收益	-0.0	-	6.9	-1.7	-1.2	投资资本增长率	2.8%	67.2%	189.9%	-51.2%	116.1%
投资和汇兑收益	0.0	2.1	0.7	0.9	1.3	净资产增长率	-1.2%	478.6%	30.5%	44.5%	39.1%
营业利润	39.3	638.5	1,412.3	2,050.3	2,603.8	盈利能力					
加:营业外净收支	19.1	41.8	21.7	27.5	30.3	毛利率	27.0%	45.4%	45.0%	44.0%	42.0%
利润总额	58.5	680.2	1,434.0	2,077.8	2,634.2	营业利润率	4.4%	23.3%	30.3%	29.3%	27.0%
减:所得税	11.0	92.9	215.1	311.7	395.1	净利润率	4.3%	21.3%	21.5%	22.0%	20.8%
净利润	37.6	584.6	1,001.8	1,536.8	2,005.7	EBITDA/营业收入	9.9%	26.5%	31.1%	29.8%	27.3%
						EBIT/营业收入	7.0%	24.0%	30.3%	29.3%	27.0%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	58.7%	54.7%	35.3%	44.2%	39.5%
货币资金	167.0	2,010.7	752.5	4,041.1	4,472.8	负债权益比	142.3%	120.7%	54.7%	79.3%	65.2%
交易性金融资产	8.9	-	6.9	5.3	4.1	流动比率	1.11	1.66	2.51	2.12	2.49
应收帐款	456.0	1,465.6	2,906.6	3,233.7	4,861.8	速动比率	0.90	1.48	2.07	1.87	2.14
应收票据	14.8	433.7	157.2	432.3	582.0	利息保障倍数	2.76	30.30			
预付帐款	11.8	64.3	71.4	106.4	172.0	营运能力					
存货	153.1	488.6	851.9	1,054.6	1,628.5	固定资产周转天数	156	105	93	60	43
其他流动资产	0.2	93.0	31.1	41.4	55.2	流动资产周转天数	80	24	89	73	61
可供出售金融资产	-	22.3	7.4	9.9	13.2	流动营业资本周转天数	330	352	360	352	385
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	179	126	169	158	151
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	67	42	52	49	50
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	516	524	513	445	454
固定资产	387.7	1,220.1	1,189.8	1,159.6	1,129.4	投资资本周转天数	254	111	159	117	88
在建工程	-	138.3	138.3	138.3	138.3	费用率					
无形资产	52.3	226.2	218.5	210.9	203.2	销售费用率	7.3%	7.7%	7.8%	7.6%	7.7%
其他非流动资产	22.2	550.4	247.6	297.3	364.2	管理费用率	11.8%	9.9%	6.1%	6.2%	6.3%
资产总额	1,274.0	6,713.3	6,579.3	10,730.9	13,624.6	财务费用率	2.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	260.0	344.0	-	-	-	三费/营业收入	21.5%	18.4%	13.9%	13.8%	14.0%
应付帐款	273.7	1,265.8	999.9	2,561.2	2,701.7	投资回报率					
应付票据	142.1	539.9	635.6	1,147.1	1,407.1	ROE	7.6%	19.4%	26.1%	28.6%	27.2%
其他流动负债	56.6	595.0	265.0	490.2	628.1	ROA	3.7%	8.7%	18.5%	16.5%	16.4%
长期借款	-	148.0	-	-	-	ROIC	8.1%	90.1%	113.5%	56.8%	147.8%
其他非流动负债	15.9	778.6	269.9	354.8	467.8	分红指标					
负债总额	748.2	3,671.2	2,170.4	4,553.3	5,204.7	DPS(元)	0.01	0.15	-	-	-
少数股东权益	30.7	26.0	134.6	363.9	597.2	分红比率	20.2%	22.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	253.4	876.4	876.4	876.4	876.4	股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	241.7	2,411.1	2,959.8	4,499.1	6,508.1						
股东权益	525.7	3,042.1	3,970.7	5,739.4	7,981.7						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.04	0.67	1.14	1.75	2.29
现金流量表						BVPS(元)	0.56	3.44	4.38	6.13	8.43
						PE(X)	855.1	55.1	32.1	20.9	16.0
净利润	47.5	587.3	1,001.8	1,536.8	2,005.7	PB(X)	65.0	10.7	8.4	6.0	4.4
加:折旧和摊销	26.2	67.8	37.9	37.9	37.9	P/FCF	1,448.4	76.9	-16.4	10.3	119.4
资产减值准备	4.7	79.9	-	-	-	P/S	36.4	11.7	6.9	4.6	3.3
公允价值变动损失	0.0	-	6.9	-1.7	-1.2	EV/EBITDA	107.8	41.5	21.7	13.6	10.6
财务费用	24.3	21.1	-	-	-	CAGR(%)	233.9%	56.2%	204.8%	233.9%	56.2%
投资损失	-0.0	-2.1	-0.7	-0.9	-1.3	PEG	3.7	1.0	0.2	0.1	0.3
少数股东损益	9.8	2.7	217.1	229.4	233.3	ROIC/WACC	0.8	8.6	10.8	5.4	14.1
营运资金的变动	-43.3	294.9	-2,182.3	1,481.5	-1,844.4						
经营活动产生现金流量	57.2	520.4	-919.3	3,283.0	430.1						
投资活动产生现金流量	-66.0	-499.6	27.1	-2.5	-5.3						
融资活动产生现金流量	-31.0	1,110.5	-366.1	8.1	6.9						

资料来源: Wind 资讯 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn