

国轩高科(002074.SZ)一季报点评

步步为营，屡创佳绩，期待新高

评级：**买入**

买入

目标价(元)：**51.2-**

首席分析师

联系人

曾朵红

尹斌

S0740514080001

zengdh@r.qlzq.com.cn

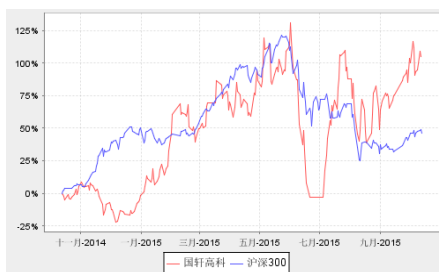
yinbin@r.qlzq.com.cn

2016年4月27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)	34.36
市值(百万元)	29629.73
流通市值(百万元)	8705.72

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,014.3	2,745.5	6,164.4	8,406.2	10,465.
营业收入增速	37.36%	170.67	124.53	36.37%	24.49%
净利润增长率	759.92	133.30	115.85	32.03%	10.14%
摊薄每股收益(元)	1.24	0.67	1.46	1.93	2.13
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)	11.40	55.61	22.37	16.95	15.38
P/G	0.02	0.42	0.19	0.53	1.52
每股净资产(元)	5.46	3.75	5.70	6.83	8.06
每股现金流量	1.05	0.59	0.16	1.00	1.23
净资产收益率	22.69%	17.78%	14.89%	16.43%	15.32%
市净率	2.59	9.89	5.74	4.80	4.06
总股本(百万股)	202.21	876.35	862.33	862.33	862.33

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2016年Q1业绩同比增长329.57%，符合预期：**公司发布2016年一季度报，2016年Q1实现营业收入11.74亿元，同比增长424.67%；实现归属于上市公司股东净利润3.06亿元，同比增长329.57%，对应EPS为0.35元。此前公司业绩预告，2016年Q1归属于上市公司股东净利润为2.99亿元~3.21亿元，同比增长320%~350%，符合预期。同时，公司预计2016年上半年实现净利润5.09亿元~6.19亿元，同比增长130%-180%。
- 下游旺盛需求叠加产能高速释放，量升价稳助推靓丽业绩：**业绩大幅增长归因于：1) 一方面受益于下游客户产销高速增长，加上2015年年底冲量造成动力电池有回补需求，给公司带来持续订单；2) 随着合肥二期工厂2亿Ah、南京工厂3亿Ah及昆山工厂1亿Ah的逐步投产，公司动力锂电池产能逐步释放，产量大幅增长；3) 由于Q1延续去年紧平衡状态，基本维持电池价格2.5元/Wh稳定；4) 技术进步以及规模化生产对冲了材料成本上升的影响并有冗余，一季度毛利率与净利率分别为50.88%与26.07%，环比增加5.91与5.82个百分点，接近历史最高水平。
- 深谋布局，成果斐然，业绩将再上高楼：**1) **需求方面：**2016年以来，公司相继与中通客车、南京金龙签订10.4亿元、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。2) **优质客户：**公司还与江淮、上汽、北汽、苏州金龙、安凯等国内知名整车企业结成战略合作伙伴，未来订单充足，销量有保障。3) **产能方面：**截至2015年底，公司产能已达8.5亿Ah(合肥一期2.5亿Ah+合肥二期2亿Ah+南京3亿Ah+昆山1亿Ah)，2016年将有青岛莱西3亿Ah、合肥国轩三期8亿Ah产能在3季度投产，并在2016年四季度有效供货，预计到2016年底具备20亿Ah产能。4) **技术协同发展：**公司磷酸铁锂、磷酸锰铁锂、三元等多技术路线协同布局，不断强化核心竞争力，预期三季度5亿Ah三元电池投产，打消投

资者担心公司技术单一的风险。综合行业与公司状况，我们预计 2016 年全年出货量在 8~10 亿 Ah，增长势头迅猛，动力电池龙头地位无可撼动。

- **多元发展、纵向整合、产业链广泛布局，升级为电动汽车产业链平台型企业：** 1) 在现有动力锂电池的基础上，公司内部整合东源电器原有的输配电设备业务的优势，切入新能源汽车充电设备领域，目前已经开发出大功率充电桩、车载充电机及车用高压配电箱等产品，未来将作为公司动力锂电池配套产品，开发国内外充电设施市场，形成协同效应。2) 投资 3.7 亿增资北汽新能源 3.75% 的股权，强化与龙头的战略合作关系，保障公司动力电池的销售，并配套北汽在青岛莱西新建 10 亿 Ah 产线；3) 动力电池领域，加强电池原材料及电池管理系统的投资布局。公司与星源材质合作建设隔膜生产线，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。公司不断加强上下游协同发展，统筹布局，联动发展，将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。
- **财务费用同比下降 54.27%，净现金流同比增长 1.68 亿，财务状况优异：** 报告期内销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 8.36%、8.75% 与 0.19%，环比分别增长 0.14 个百分点、减少 1.31 与 0.31 个百分点。Q1 季度销售费用为 9817 万元，同比上升 1364.62%，原因为本期合并范围较上年同期发生变化，及销售规模扩大计提的售后维保费用增加；管理费用为 1.03 亿元，同比增长 298.94%，原因为本期合并范围较上年同期发生变化，及研发费用和股权激励费用等；财务费用为 222 万元，较去年同期下降 54.27%。经营活动产生的现金净流量为 2363 万元，增加 1.68 亿元，主要原因系子公司合肥国轩销售业绩良好，经营活动现金流量净额实现净增长。Q1 季度存货 6.24 亿元，比期初增长 27.77%，存货增长主要是原材料和在产品，同期公司订单有较好增长；
- **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。预计公司 2016/2017/2018 年 EPS 为 1.46/1.93/2.38 元，对应 PE 分别为 22/17/15 倍，维持公司“买入”的投资评级，目标价位为 51.2 元，对应 2016 年 35 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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	738	1,014	2,745	6,164	8,406	10,465
增长率	24.45%	37.4%	170.7%	124.5%	36.4%	24.5%
营业成本	-519	-491	-1,499	-3,407	-4,994	-6,684
%销售收入	70.3%	48.4%	54.6%	55.3%	59.4%	63.9%
毛利	219	523	1,246	2,757	3,412	3,782
%销售收入	29.7%	51.6%	45.4%	44.7%	40.6%	36.1%
营业税金及附加	-4	-10	-26	-46	-63	-78
%销售收入	0.6%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-62	-60	-210	-472	-572	-659
%销售收入	8.4%	5.9%	7.7%	7.7%	6.8%	6.3%
管理费用	-81	-93	-272	-611	-740	-837
%销售收入	11.0%	9.2%	9.9%	9.9%	8.8%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	72	361	738	1,628	2,038	2,207
%销售收入	9.7%	35.6%	26.9%	26.4%	24.2%	21.1%
财务费用	-17	-18	-22	-13	12	17
%销售收入	2.3%	1.8%	0.8%	0.2%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-6	-66	-80	-169	-131	-108
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	2	2	2
%税前利润	0.0%	—	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	49	276	638	1,449	1,922	2,119
营业利润率	6.6%	27.2%	23.3%	23.5%	22.9%	20.2%
营业外收支	4	15	42	36	38	40
税前利润	53	291	680	1,485	1,960	2,159
利润率	7.2%	28.7%	24.8%	24.1%	23.3%	20.6%
所得税	-10	-41	-93	-223	-294	-324
所得税率	19.4%	14.1%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	43	250	587	1,262	1,666	1,835
少数股东损益	14	0	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	29	251	585	1,262	1,666	1,835
净利率	3.9%	24.7%	21.3%	20.5%	19.8%	17.5%
				350.7%	32.0%	10.1%
				0.3203053	0.1014398	
现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	43	250	587	1,262	1,666	1,835
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	80	148	260	230	215
非经营收益	18	6	-22	-11	-28	-30
营运资金变动	53	-124	-193	-1,273	-376	-191
经营活动现金流	141	213	520	237	1,492	1,829
资本开支	52	177	558	230	312	210
投资	-13	12	-54	-175	0	0
其他	0	1	112	2	2	2
投资活动现金流	-65	-164	-500	-403	-310	-208
股权筹资	2	0	1,493	4,147	0	0
债权筹资	34	165	-396	-344	0	0
其他	-25	-18	14	-27	-235	-12
筹资活动现金流	12	147	1,111	3,776	-235	-12
现金净流量	88	195	1,132	3,610	948	1,609

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	185	697	2,011	5,620	6,568	8,177
应收款项	429	896	1,899	4,141	5,648	7,031
存货	176	114	489	821	1,204	1,611
其他流动资产	21	36	157	146	171	197
流动资产	811	1,743	4,556	10,729	13,591	17,017
%总资产	64.1%	66.2%	67.9%	81.1%	83.1%	85.4%
长期投资	0	197	218	393	393	393
固定资产	379	476	1,358	1,627	1,886	2,037
%总资产	30.0%	18.1%	20.2%	12.3%	11.5%	10.2%
无形资产	61	125	310	217	208	200
非流动资产	454	892	2,157	2,508	2,758	2,901
%总资产	35.9%	33.8%	32.1%	18.9%	16.9%	14.6%
资产总计	1,266	2,635	6,713	13,238	16,349	19,918
短期借款	258	403	409	65	65	65
应付款项	419	659	2,096	3,393	4,912	6,503
其他流动负债	4	122	240	624	551	694
流动负债	680	1,185	2,745	4,083	5,528	7,262
长期贷款	38	215	148	148	148	148
其他长期负债	2	83	719	719	719	719
负债	720	1,483	3,612	4,950	6,396	8,130
普通股股东权益	467	1,104	3,287	8,474	10,140	11,975
少数股东权益	66	8	26	26	26	26
负债股东权益合计	1,266	2,635	6,713	13,238	16,349	19,918
比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.115	1.239	0.667	0.850	1.122	1.236
每股净资产(元)	1.842	5.461	3.751	5.705	6.827	8.062
每股经营现金净流(元)	0.557	1.051	0.594	0.160	1.005	1.231
每股股利(元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.24%	22.69%	17.78%	14.89%	16.43%	15.32%
总资产收益率	2.33%	9.66%	8.44%	9.38%	10.06%	9.12%
投入资本收益率	9.17%	36.09%	38.13%	50.73%	50.26%	51.08%
增长率						
营业总收入增长率	24.45%	37.36%	170.67%	124.53%	36.37%	24.49%
EBIT增长率	14.83%	401.47%	104.56%	120.64%	25.16%	8.29%
净利润增长率	-21.11%	759.92%	133.30%	115.85%	32.03%	10.14%
总资产增长率	16.05%	107.22%	166.94%	97.19%	23.51%	21.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	193.5	198.1	139.8	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	115.0	107.8	73.4	88.0	88.0	88.0
应付账款周转天数	109.1	197.2	154.4	180.2	180.2	180.2
固定资产周转天数	163.0	136.5	106.4	74.3	57.2	47.0
偿债能力						
净负债/股东权益	18.54%	-7.07%	-43.87%	-63.62%	-62.52%	-66.36%
EBIT利息保障倍数	4.2	19.5	33.9	125.0	-164.3	-126.4
资产负债率	57.48%	57.15%	52.16%	36.80%	38.62%	40.38%

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。