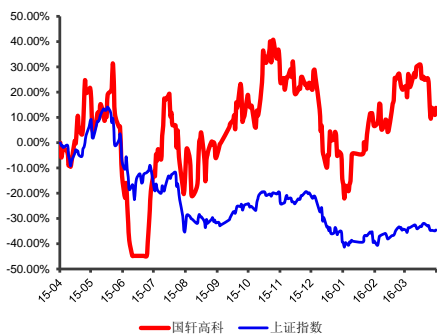


2016年4月27日

**——国轩高科（002074）2016年一季度报点评**
**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**
**国轩高科(002074)2015 年报点评：动力电池龙头继续强劲增长-2016/4/1**
**报告作者：**
**分析师：马松**
**执业证书编号：S0590515090002**
**联系人：**
**马松**
**电话：0510-85613713**
**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：**4月27日公司发布一季报，公司一季度实现营业收入11.74亿元，同比增长424.7%，实现归属净利润3.06亿元，同比增长329.6%，扣非后净利润3.04亿元，同比增长338.2%，基本每股收益0.35元，加权平均公司预计一季度实现归属上市公司股东净利润5.09-6.19亿元，同比增长130-180%。

**点评：**

- **二季度业绩增速虽放缓，仍然值得肯定。**一季度本是淡季，公司业绩超预期表现主要因为去年四季度天量的新能源汽车产销量所带来的动力电池销售，部分收入在一季度确认。二季度业绩，按照公司预告的中值在2.64亿元，有所放缓，但考虑到国家1月底启动的新能源汽车骗补核查的影响，多家新能源客车厂陷入停产，公司能取得如此业绩仍然是值得肯定的。
- **公司客户结构优质，受查骗补影响较小。**公司的磷酸铁锂动力电池组品质优异，客户涵盖了国内优质的主流客户，如安凯客车、中通客车、北汽新能源等。相对来说，这些优质客户管理规范，受到查骗补影响较小，新能源客车的出货量正常。目前南京金龙、中通客车与公司已经签订了总额为21亿的动力电池合同，全年业绩有充分保障。目前来看，新能源客车的补贴调整基本明确，市场已经有充分预期，但考虑到2017年补贴的退坡，我们认为在查骗补及补贴调整政策落地后，市场预期将逐步修复，16年下半年仍会有冲量。
- **公司产能有序释放。**公司目前已经形成7.5亿安时产能，同时合肥三期项目和配套北汽新能源的青岛莱西工厂将于16年三季度正式投产，预计到2017年初公司将具备15亿Ah产能，快速的产能扩张实公司未来业绩持续释放的保障。
- **东源电器充电桩业务值得期待。**公司正在围绕新能源汽车上下游打造一体化产业链，东源电器在原有的输配电业务上，正在加快

向新能源汽车充电桩等新方向发展。16年网内网外企业充电桩投资都将大幅增长，公司充电桩相关业务将有望获得快速发展，成为公司新的增长点。

- **维持“强烈推荐”评级。**我们维持之前的盈利预测，预计2016年-2018年EPS分别为1.48、1.94和2.58元，PE分别为23、17和13倍，继续维持“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	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,745.5	5,954.1	8,828.3	12,001.1
YOY	210.05%	116.87%	48.27%	35.94%
归属母公司净利润	584.6	1,298.7	1,701.0	2,260.8
EPS(元)	0.67	1.48	1.94	2.58
P/E	50.3	22.7	17.3	13.0
P/B	9.8	7.4	5.6	4.2

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	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	885.5	2,745.5	5,954.1	8,828.3	12,001.1
YOY(%)	19.9%	210.0%	116.9%	48.3%	35.9%
营业成本	646.3	1,499.4	3,347.4	5,317.3	7,401.1
营业税金及附加	4.5	25.7	53.6	70.6	84.0
销售费用	64.2	210.4	446.6	618.0	840.1
占营业收入比(%)	7.3%	7.7%	7.5%	7.0%	7.0%
管理费用	104.1	272.0	595.4	838.7	1,080.1
占营业收入比(%)	11.8%	9.9%	10.0%	9.5%	9.0%
<b>EBIT</b>	<b>80.4</b>	<b>701.7</b>	<b>1,503.1</b>	<b>1,959.7</b>	<b>2,595.8</b>
财务费用	22.4	21.8	-28.2	-45.5	-68.6
占营业收入比(%)	2.5%	0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	4.7	79.9	60.0	80.0	60.0
投资净收益	0.0	2.1	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>39.3</b>	<b>638.5</b>	<b>1,479.4</b>	<b>1,949.3</b>	<b>2,604.4</b>
营业外净收入	19.1	41.8	52.0	56.0	60.0
<b>利润总额</b>	<b>58.5</b>	<b>680.2</b>	<b>1,531.4</b>	<b>2,005.3</b>	<b>2,664.4</b>
所得税	11.0	92.9	229.7	300.8	399.7
所得税率(%)	18.8%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>47.5</b>	<b>587.3</b>	<b>1,301.7</b>	<b>1,704.5</b>	<b>2,264.8</b>
占营业收入比(%)	5.4%	21.4%	21.9%	19.3%	18.9%
少数股东损益	9.8	2.7	3.0	3.5	4.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>37.6</b>	<b>584.6</b>	<b>1,298.7</b>	<b>1,701.0</b>	<b>2,260.8</b>
YOY(%)	29.2%	1453.1%	122.1%	31.0%	32.9%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.67</b>	<b>1.48</b>	<b>1.94</b>	<b>2.58</b>

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.9%	210.0%	116.9%	48.3%	35.9%
营业利润	-37.4%	1523.4%	131.7%	31.8%	33.6%
净利润	29.2%	1453.1%	122.1%	31.0%	32.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	27.0%	45.4%	43.8%	39.8%	38.3%
净利率(%)	5.4%	21.4%	21.9%	19.3%	18.9%
ROE(%)	7.6%	19.4%	32.5%	32.3%	32.5%
ROA(%)	6.4%	11.0%	17.9%	17.9%	18.6%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.10	1.72	1.84	1.92	2.03
速动比率	0.89	1.49	1.53	1.59	1.69
资产负债率%	58.0%	52.4%	52.2%	51.7%	49.8%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	70.7%	43.0%	70.8%	80.5%	86.2%
应收账款周转天数	188.0	244.1	179.4	171.0	155.0
存货周转天数	86.5	118.9	102.0	91.1	89.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.04	0.67	1.48	1.94	2.58
每股净资产	0.49	0.51	0.53	0.56	3.44
<b>估值比率</b>					
P/E	781.6	50.3	22.7	17.3	13.0
P/B	59.4	9.8	7.4	5.6	4.2

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	157.9	1,768.1	2,009.7	2,696.2	4,057.7
交易性金融资产	11.9	8.9	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	482.7	1,963.7	3,097.3	4,345.3	5,347.3
存货	153.1	488.6	935.8	1,326.9	1,822.5
其他流动资产	9.1	92.4	98.0	112.0	67.0
<b>流动资产总额</b>	<b>814.7</b>	<b>4,321.7</b>	<b>6,140.8</b>	<b>8,480.4</b>	<b>11,294.5</b>
固定资产净值	378.6	387.7	1,220.1	1,232.9	1,394.6
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	387.7	1,220.1	1,232.9	1,394.6
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.9	0.3	138.3	320.0	435.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>固定资产总额</b>	<b>379.5</b>	<b>388.0</b>	<b>1,358.3</b>	<b>1,552.9</b>	<b>1,829.6</b>
无形资产	59.2	306.6	301.8	296.9	292.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	2.4	412.1	409.7	355.4	300.3
<b>资产总额</b>	<b>1,252.3</b>	<b>6,389.9</b>	<b>8,405.2</b>	<b>10,962.3</b>	<b>13,927.9</b>
循环贷款	260.0	344.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	428.6	2,095.8	3,261.2	4,326.0	5,447.0
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	38.0	69.5
<b>流动负债</b>	<b>692.9</b>	<b>2,459.6</b>	<b>3,287.2</b>	<b>4,364.0</b>	<b>5,516.5</b>
长期借款	0.0	148.0	148.0	148.0	148.0
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
<b>负债总额</b>	<b>726.6</b>	<b>3,347.8</b>	<b>4,386.2</b>	<b>5,664.0</b>	<b>6,930.0</b>
少数股东权益	65.6	30.7	26.0	29.0	32.5
股东权益	525.7	3,042.1	4,019.0	5,298.3	6,997.8
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,252.3</b>	<b>6,389.9</b>	<b>8,405.2</b>	<b>10,962.3</b>	<b>13,927.9</b>

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	47.5	587.3	1,301.7	1,704.5	2,264.8
加: 少数股东损益	9.8	2.7	3.0	3.5	4.0
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	71.4	84.2	101.6
营运资金的变动	(11.2)	(92.8)	(201.4)	(370.1)	(232.2)
<b>经营活动现金流</b>	<b>57.6</b>	<b>520.7</b>	<b>1,171.6</b>	<b>1,418.5</b>	<b>2,134.2</b>
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	(66.0)	(499.6)	(289.5)	(352.4)	(276.0)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(66.0)</b>	<b>(499.6)</b>	<b>(289.5)</b>	<b>(352.4)</b>	<b>(276.0)</b>
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	5.1	131.5	324.7
计入循环贷款前融资活动	(40.2)	(19.9)	(21.9)	(153.4)	(346.1)
循环贷款的增加(减少)	9.2	1,130.4	(618.5)	(226.3)	(150.5)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(31.0)</b>	<b>1,110.5</b>	<b>(640.4)</b>	<b>(379.7)</b>	<b>(496.6)</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>(39.4)</b>	<b>1,131.9</b>	<b>241.6</b>	<b>686.4</b>	<b>1,361.5</b>

### 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。