

2016年05月13日

刘帅
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 38.00

公司基本资讯

产业别	电气设备		
A 股价(2016/5/13)	32.24		
深证成指(2016/5/13)	9759.27		
股价 12 个月高/低	41.5/16.29		
总发行股数(百万)	876.35		
A 股数(百万)	235.28		
A 市值(亿元)	75.85		
主要股东	珠海国轩贸易 有限责任公司 (24.78%)		
每股净值(元)	3.79		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-12.9	5.9	3.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-03-31	37.45	买入

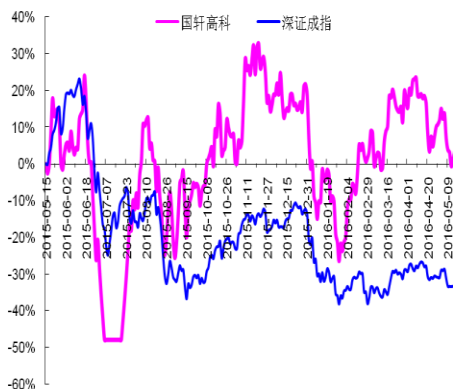
产品组合

电池	79.38%
输配电产品	20.54%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.7%
一般法人	12.3%

股价相对大盘走势



国轩高科 (002074.SZ)

Buy 买入

锂电池短期供需平衡，下半年有望高速增长

结论与建议：

我们与公司管理层进行了电话交流。公司表示，目前动力锂电市场供需平衡，预计下半年政策落地后会有高速增长。公司目前电芯仍处于满产状态，预计全年产量达 10 亿 AH。公司有传统三元锂电和复合三元锂电两种技术，将根据客户需要共线生产。由于公司的规模效应、议价能力增强以及技术进步，毛利率将维持高位水平。

预计公司 2016、17 年营收分别为 64.61 亿和 86.80 亿元，YOY+135%和 34%；净利润为 13.02 亿和 18.69 亿元，YoY +123%和 44%；EPS 分别为 1.49 和 2.13 元。当前股价对应 P/E 分别为 22 倍和 15 倍。维持买入的投资建议。

■ **目前动力锂电市场供需平衡，下半年有望高速增长：**由于国家对新能源汽车“骗补”的调查以及车企对调整补贴额度的担心，目前整车厂生产新能源汽车的动力较去年年底有所下降。公司表示，目前市场锂动力电池暂时处于供需平衡状态。但由于明年新能源补贴将降 20%，预计下半年政策尘埃落地之后，汽车产销量会有较大幅度的增长。公司目前电芯仍处于满产状态，同时也为下半年的销量爆发做好了充分准备。

■ **全年产量预计 10 亿 AH，三季度将投产两种三元锂电池：**公司目前产能 7.5 亿 AH，随着青岛基地和合肥三期在三季度投产，年底产能可达 16.5 亿 AH，其中青岛基地和合肥三期各有 3 亿 AH 三元锂电池产能。预计全年产量 10 亿 AH，其中将有 1.5 亿 AH 左右的三元锂电池。公司目前有传统三元锂电池和复合三元锂电池两种电池储备，复合三元锂电池为镍钴锰与磷酸铁锂复合，单体电芯能量密度可达 180wh/kg，较传统三元电池更安全；传统三元电池能量密度可达 200wh/kg 以上。两种电池将根据客户需求安排共线生产。由于三元锂电能量密度较高，单位 wh 价格将较磷酸铁锂电池降低 0.1~0.2 元/wh。

■ **售价稳定、毛利率维持高位：**公司由于与客户有着长期战略合作关系，在去年下半年电池极度紧缺时没有涨价、今年预计也不会降价，目前公司新签订单均按照年初与中通客车和南京金龙签约时的价格执行。公司一季度毛利率高达 50.88%，较去年增加 5pct，公司表示毛利率维持高位的原因有：1. 规模效应带来成本和议价能力的增强；2. 隔膜、负极石墨、铜箔等原材料价格稳中有降，有效对冲了碳酸锂与电解液的前期涨价；3. 自动化设备和工艺进步降低了成本，2013 年 1 亿 AH 产线需要人工数量接近 500 人，而目前合肥三期 6 亿 AH 产线所需人工数量为 270 人；4. 电池能量密度提升带来单位电量成本的下降。随着年底合资隔膜厂的投产，公司的原材料成本有望继续下降。

■ **充电桩今年尚不能贡献较大利润：**公司充电桩产品目前已在部分地方有试用，但还未批量供货。预计今年尚不能贡献较大利润。

■ **盈利预期：**预计公司 2016、17 年营收分别为 64.61 亿和 86.80 亿元，YOY+135%和 34%；净利润为 13.02 亿和 18.69 亿元，YoY +123%和 44%；EPS 分别为 1.49 和 2.13 元。当前股价对应 P/E 分别为 22 倍和 15 倍。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	29	38	585	1302	1869
同比增减	%	-21.09%	29.16%	1452.75%	122.78%	43.50%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.115	0.149	0.800	1.487	2.134
同比增减	%	-21.09%	29.16%	437.58%	85.85%	43.50%
A 股市盈率(P/E)	X	279.82	216.65	40.30	21.68	15.11
股利(DPS)	RMB 元	0.150	0.100	0.150	0.200	0.250
股息率(Yield)	%	0.47%	0.31%	0.47%	0.62%	0.78%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	738	886	2746	6461	8680
经营成本	519	646	1499	3510	4653
营业税金及附加	4	5	26	39	52
销售费用	62	64	210	472	642
管理费用	81	104	272	808	989
财务费用	17	22	22	71	95
资产减值损失	6	5	80	10	15
投资收益	0	0	-6	0	0
营业利润	49	39	638	1552	2232
营业外收入	7	21	47	26	27
营业外支出	3	2	5	6	6
利润总额	53	58	680	1572	2253
所得税	10	11	93	269	383
少数股东损益	14	10	3	1	1
归属于母公司所有者的净利润	29	38	585	1302	1869

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	185	167	976	908	1130
应收帐款	401	441	1574	2031	2437
存货	176	153	689	827	992
流动资产合计	811	812	3716	4338	5244
长期投资净额	0	0	0	0	1
固定资产合计	379	388	969	1454	1832
在建工程	0	0	150	224	277
无形资产	53	52	204	230	260
资产总计	1266	1274	5855	7067	8439
流动负债合计	680	732	2508	2926	3377
长期负债合计	53	16	460	524	600
负债合计	733	748	2968	3450	3977
少数股东权益	532	526	2885	3617	4461
股东权益合计	1266	1274	5855	7067	8439
负债和股东权益总计	185	167	976	908	1130

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	141	57	209	572	894
投资活动产生的现金流量净额	-65	-66	-296	-132	-106
筹资活动产生的现金流量净额	12	-31	346	-508	-566
现金及现金等价物净增加额	88	-40	260	-68	222

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。