

国轩高科(002074.SZ)

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价(元): **50**

分析师 联系人
曾朵红 尹斌

S0740514080001

zengdh@r.qlzq.com.cn yinbin@r.qlzq.com.cn

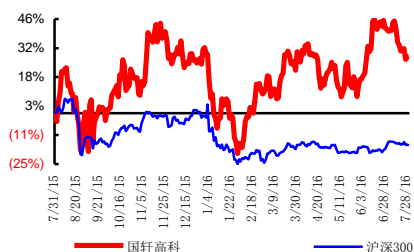
2016年07月31日

业绩增长符合预期, 产能投放动力十足

基本状况

总股本(百万股)	876
流通股本(百万股)	468
市价(元)	36.78
市值(百万元)	32,232
流通市值(百万元)	17,225

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)	885.51	2,745.50	6,775.80	9,292.90	11,151.4
营业收入增速	19.91%	210.05%	146.80%	37.15%	20.00%
归属于母公司的净利润	37.64	584.61	1,132.46	1,538.67	1,796.65
净利润增长率	29.18%	1453.11	93.71%	35.87%	16.77%
摊薄每股收益(元)	0.15	0.67	1.31	1.78	2.08
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	95.11	55.61	24.93	18.35	15.71
PEG	3.26	0.04	0.27	0.51	0.94
每股净资产(元)	1.95	3.44	4.58	6.34	8.39
每股现金流量	0.23	0.59	1.94	2.14	2.47
净资产收益率	7.60%	19.38%	28.19%	27.70%	24.44%
市净率	7.23	10.78	7.14	5.16	3.90
总股本(百万股)	253.37	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

- 2016H1 业绩同增 141.09%，基本合预期：**公司发布 2016 半年度业绩快报，报告期内公司实现营业收入 23.99 亿元，同比增长 169.11%；实现归属母公司净利润 5.33 亿元，同比增长 141.09%。对应 EPS 为 0.61 元。其中 2 季度实现营业收入 12.25 亿元，同比增长 60.53%，环比增长 4.32%；实现归属母公司净利润 2.27 亿元，同比增长 7.11%，环比下降 25.90%。2 季度对应 EPS 为 0.26 元。公司在 1 季报中预测盈利区间为 5.09 亿元-6.19 亿元，此次业绩基本符合预期。
- 动力锂电出货量同比快速增加，季度净利率环比下降：**上半年中国新能源汽车产业仍旧维持高速增长，市场整体态势良好。受公司合肥二期 2 亿 Ah、南京六合 3 亿 Ah、及苏州昆山工厂 1 亿 Ah 的相继投产，公司动力锂电产能进一步释放。测算公司上半年动力锂电出货 3.5-4 Ah，考虑到 1 季度存在电池回补，预计 2 季度出货量环比略有下降。测算上半年动力锂电贡献收入 20 亿元左右，此外，东源电器部分预计贡献收入 4 亿元左右。盈利能力方面，Q2 净利率下降了 7.55 个百分点至 18.52%，预计主要是因为 Q1 部分公交订单盈利水平相对较高，及 2 季度东源电器的收入占比提升有关。
- 订单充足，产能快速释放，三元电池即将投产，2016 年有望持续高速增长：**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，为全年的业绩高速增长奠定了良好的基础。此外，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。产能方面，随着合肥三期和青岛莱西将于三季度建成投产到 2016 年底将具备 18.5 亿 Ah 产能，其中三元电池约 6 亿 Ah。预计三元电池将在 3 季度建成投产，将主要供货北汽新能源、奇瑞、江淮等。公司有序、高速扩产，同时多技术路线布局，不断强化核心竞争力，为公司业绩高速增长奠定了坚实

基础。我们预计 2016 年全年出货量在 8-10 亿 Ah 左右（三元超 1 亿 Ah），对应 55 亿以上的营收，同比翻番；实现净利 10.5-11.5 亿元以上，增长势头迅猛。

- **多元发展、纵向整合、产业链广泛布局，电动汽车产业链平台型企业浮现：**新能源汽车迎来高速发展，行业高景气，未来前景广阔，公司在产业链全面布局：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。同时近期公告与航天万源在唐山合资建设 10 亿 Ah 产能；3) 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。
- **盈利预测及投资建议：**受益于新能源汽车快速发展，公司是动力电池行业龙头标的，依靠固有的区位优势+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 年订单充足，产能扩产顺利，三元拓展顺利，我们坚定看好公司未来发展。预计公司 2016/2017/2018 年 EPS 为 1.31/1.78/2.08 元，给予公司 2016 年 38 倍 PE，对应目标价 50 元，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: 国轩高科的一张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售净收入	738	886	2,745	6,776	9,293	11,151
增长率	24.45%	19.9%	210.0%	146.8%	37.1%	20.0%
销售成本	-498	-620	-1,432	-4,031	-5,685	-7,003
%收入	67.5%	70.0%	52.1%	59.5%	61.2%	62.8%
毛利	240	265	1,314	2,745	3,608	4,149
%收入	32.5%	30.0%	47.9%	40.5%	38.8%	37.2%
销售及行政费用	-147	-173	-508	-1,227	-1,624	-1,868
%收入	19.9%	19.5%	18.5%	18.1%	17.5%	16.8%
EBITDA	93	93	806	1,518	1,984	2,281
%收入	12.6%	10.4%	29.4%	22.4%	21.3%	20.5%
折旧与摊销	-21	-26	-68	-105	-139	-167
%收入	2.9%	3.0%	2.5%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	72	66	738	1,413	1,844	2,114
%收入	9.7%	7.5%	26.9%	20.9%	19.8%	19.0%
利息费用	-17	-22	-22	-10	8	13
投资收益	0	0	2	2	2	2
税前经营收益	55	44	718	1,405	1,854	2,129
%收入	7.4%	5.0%	26.2%	20.7%	20.0%	19.1%
其他非经营收益	-1	14	-38	-77	-51	-23
税前利润	53	58	680	1,328	1,804	2,106
%收入	7.2%	6.6%	24.8%	19.6%	19.4%	18.9%
所得税	-10	-11	-93	-182	-247	-289
所得税率	19.4%	18.8%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
少数股东损益	14	10	3	13	18	21
归属于普通股股东净利润	29	38	585	1,132	1,539	1,797
净利率	3.9%	4.3%	21.3%	16.7%	16.6%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	43	47	587	1,146	1,557	1,818
少数股东损益	0	0	0	13	18	21
非现金支出	27	31	148	218	228	230
非经营收益	18	26	-22	-14	-31	-33
营运资金变动	53	-47	-193	349	121	148
经营活动现金净流	141	57	520	1,712	1,893	2,183
资本开支	52	37	558	680	662	510
投资	-13	-29	-54	0	0	0
其他	0	0	112	2	2	2
投资活动现金净流	-65	-66	-500	-678	-660	-508
股权筹资	2	0	1,493	0	0	0
债权筹资	34	18	-396	-344	0	0
其他	-25	-49	14	-24	-140	-9
筹资活动现金净流	12	-31	1,111	-368	-140	-9
现金净流量	88	-40	1,132	665	1,092	1,666

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	185	167	2,011	2,663	3,737	5,382
应收款项	429	471	1,899	3,374	4,627	5,553
存货	176	153	489	884	1,245	1,532
其他流动资产	21	21	157	271	343	401
流动资产合计	811	812	4,556	7,191	9,952	12,869
%总资产	64.1%	63.7%	67.9%	72.2%	74.9%	77.6%
长期投资	0	0	218	218	218	218
固定资产	379	388	1,358	2,063	2,632	3,023
无形资产	61	62	310	217	208	200
非流动资产合计	454	462	2,157	2,769	3,330	3,713
%总资产	35.9%	36.3%	32.1%	27.8%	25.1%	22.4%
资产总计	1,266	1,274	6,713	9,960	13,282	16,581
短期借款	258	300	409	65	65	65
应付款项	419	427	2,096	4,280	5,991	7,331
其他流动负债	4	6	240	632	687	828
流动负债	680	732	2,745	4,977	6,743	8,224
长期贷款	38	0	148	148	148	148
其他长期负债	15	16	779	779	779	779
负债	733	748	3,671	5,904	7,669	9,151
普通股股东权益	467	495	3,016	4,017	5,556	7,352
少数股东权益	66	31	26	39	57	78
负债股东权益合计	1,266	1,274	6,713	9,960	13,282	16,581

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.115	0.149	0.667	1.292	1.756	2.050
每股净资产(元)	1.842	1.954	3.442	4.584	6.340	8.390
每股经营现金净流(元)	0.557	0.226	0.594	1.938	2.139	2.467
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%	7.60%	19.38%	28.19%	27.70%	24.44%
总资产收益率	2.30%	2.95%	8.71%	11.37%	11.58%	10.84%
投入资本收益率	9.17%	8.27%	43.68%	82.55%	81.24%	85.56%
增长率						
主营业务收入增长率	24.45%	19.91%	210.05%	146.80%	37.15%	20.00%
EBIT增长率	14.83%	-7.78%	1012.40%	91.43%	30.55%	14.59%
净利润增长率	-21.11%	29.18%	1453.11%	93.71%	35.87%	16.77%
总资产增长率	17.32%	0.65%	426.95%	48.37%	33.35%	24.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	193.5	173.5	122.5	122.0	122.0	122.0
存货周转天数	115.0	92.8	78.1	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	109.1	103.7	134.5	134.0	134.0	134.0
固定资产周转天数	163.0	157.9	106.9	79.3	75.0	72.5
偿债能力						
净负债/股东权益	18.54%	23.61%	-47.79%	-60.39%	-62.78%	-69.57%
EBIT利息保障倍数	5.4	4.1	37.0	62.3	223.4	256.8

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:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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。