国轩高科（002074.SZ）

公司快报

归母净利润同比增长 141.32%，静待下半年持续高增长

投资要点

- **事件：**2016 年 8 月 22 日，国轩高科发布 2016 半年报，上半年公司实现营业总收入 24 亿元，同比增长 169.11%，归母净利润 5.34 亿元，同比增长 141.32%，EPS0.61 元。2016 年 1-9 月预计净利润在 6.97 亿元-7.97 亿元，同比增长 110%-140%。收入和利润均大幅增长，主要系本报告期合并了青岛国轩的报表，及子公司合肥国轩上半年锂电池业务产能逐步释放，销售额大幅增加。

- **扩产能遇行业上升期，锂电毛利仍高达 50.34%：**2016 年上半年公司动力锂电池业务实现营收 19.97 亿元，同比增长 162.47%，毛利率达 50.34%。上半年新能源行业上行，带动锂电池需求的大幅增长，公司 2015 年度投资建设的合肥二期、南京工厂、苏州工厂已逐步投产，产能逐步释放，迎合了激增的市场需求。预计子公司合肥国轩年产 6 亿安时动力锂电池和青岛国轩年产 3 亿安时动力锂电池项目，将于今年第三季度末投产，进一步扩大公司在锂电池市场占有率。在下游客户端，公司与苏州金龙、东风汽车等商用车企，上汽集团、奇瑞汽车等乘用车企均保持良好合作，上半年新增中通客车，南京金龙客车，与二者分别签订 10 亿元、10.58 亿元动力锂电池订单，这使得公司的新增产能可以快速消化。

- **传统业务大幅增长，发力新能源配套业务：**作为国内输变电设备龙头企业，公司在积极推进由传统输变电向新能源汽车配套业务转型，加紧实现直流型充电桩、车载高压箱及车载充电机的产业化进程，子公司东源电器克服行业转型和结构性调整的压力，优化了产能结构，报告期内公司输配电产品实现营收 3.67 亿元，同比增长 221.63%，毛利率增加 17.35%达到 28.44%。在新能源行业高速增长的背景下，公司的转型取得了良好的成效。如果相关政策如期落地，预计下半年新能源汽车行业将继续景气，公司业绩也将实现进一步增长。

- **投资建议：**公司锂电产能有序释放，传统业务大幅增长，我们将公司 2016-2018 年 EPS 上调后，分别为 1.26、2.15、2.76 元，对应 PE 分别为 29.2、17.1、13.3 倍，继续给予“买入-A”评级，6 个月目标价 45 元。

- **风险提示：**产能释放不稳定，新能源汽车推广不达标，市场竞争加剧

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	5,768.3	8,652.4	11,940.4
同比增长(%)	19.9%	210.0%	110.1%	50.0%	38.0%
营业利润(百万元)	39.3	638.5	1,558.0	2,518.8	3,145.2
同比增长(%)	-19.9%	1523.4%	144.0%	61.7%	24.9%
净利润(百万元)	37.6	584.6	1,103.6	1,883.3	2,418.0
同比增长(%)	29.2%	1453.1%	88.8%	70.7%	28.4%
每股收益(元)	0.04	0.67	1.26	2.15	2.76
PE	855.1	55.1	29.2	17.1	13.3
PB	65.0	10.7	7.7	5.3	3.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

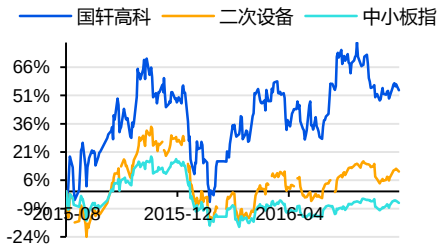
电力设备 | 二次设备 III

投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	45 元
股价(2016-08-23)	36.99 元

交易数据

总市值（百万元）	32,670.33
流通市值（百万元）	17,459.46
总股本（百万股）	876.35
流通股本（百万股）	468.33
12 个月价格区间	22.51/44.28 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.18	7.92	47.41
绝对收益	-0.75	15.76	34.04

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

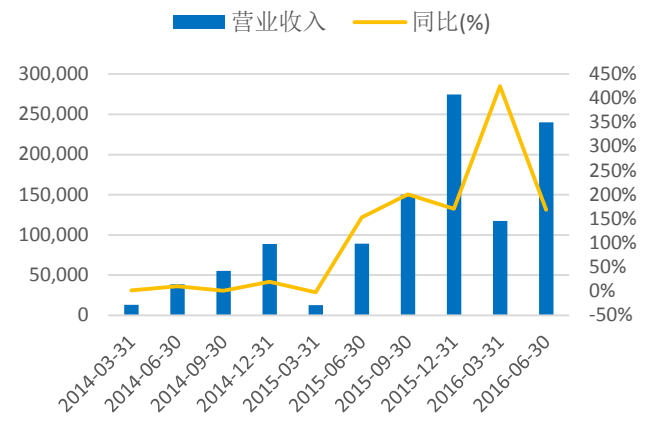
国轩高科：年报与一季报预告均超预期，16 年静待高增长！ 2016-04-01

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

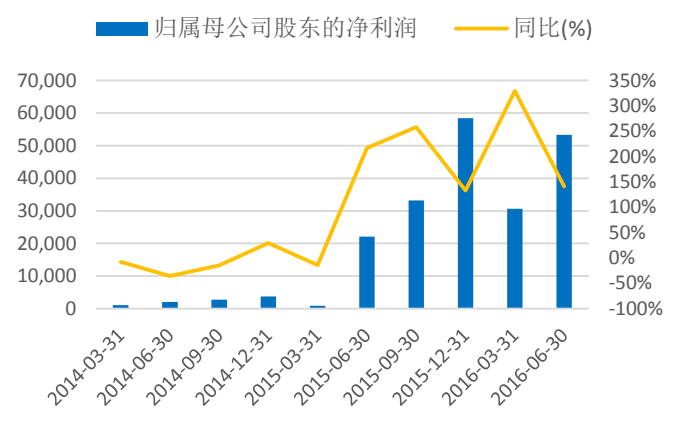
国轩高科：中报预告业绩同比增两倍，全年高增长敬请期待 2015-07-24

图 1：公司近 2 年分季度营业收入（单位：万元）



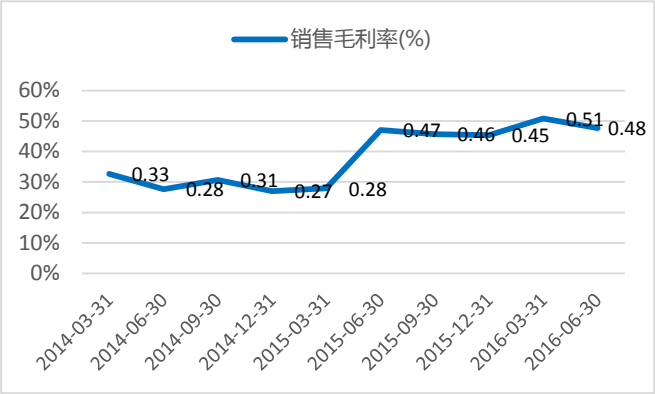
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司近 2 年分季度归母净利润（单位：万元）



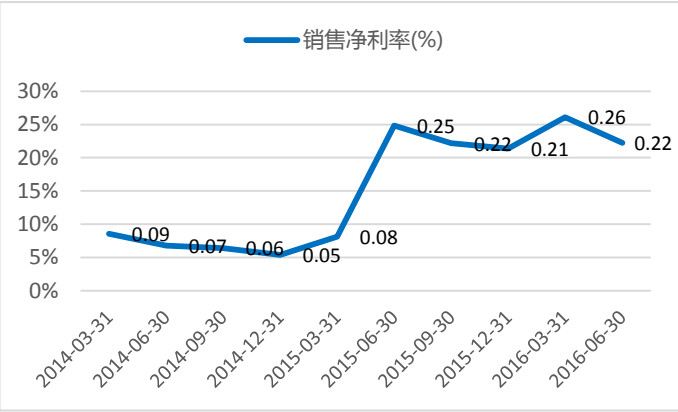
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司近 2 年分季度销售毛利率



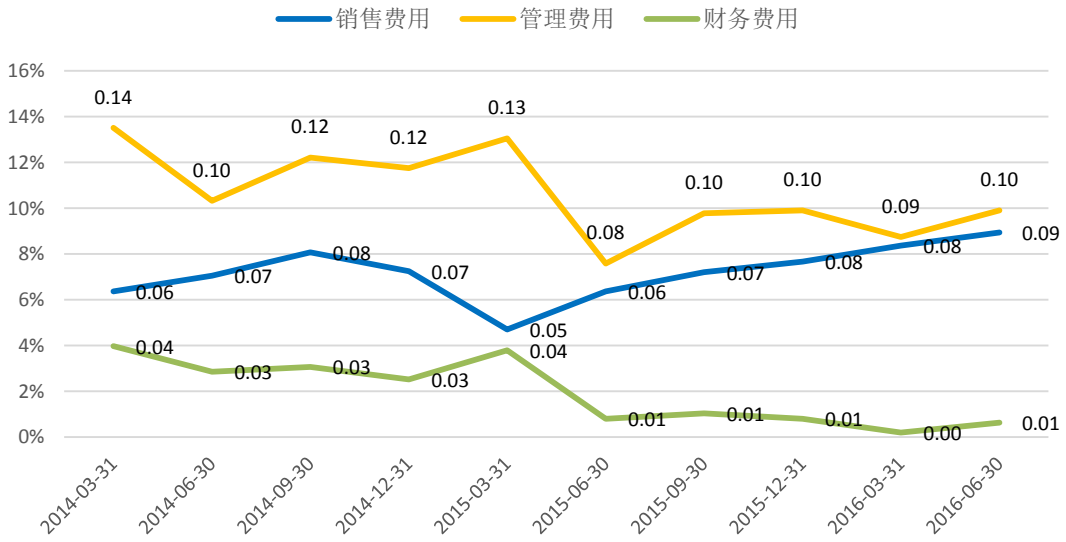
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司近 2 年分季度销售净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司三项费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	885.5	2,745.5	5,768.3	8,652.4	11,940.4
减:营业成本	646.3	1,499.4	3,028.4	4,845.4	6,925.4
营业税费	4.5	25.7	80.8	34.6	108.8
销售费用	64.2	210.4	496.1	678.2	959.3
管理费用	104.1	272.0	582.6	536.5	752.2
财务费用	22.4	21.8	-	-	-
资产减值损失	4.7	79.9	30.1	38.2	49.4
加:公允价值变动收益	-0.0	-	6.9	-1.7	-1.2
投资和汇兑收益	0.0	2.1	0.7	0.9	1.3
营业利润	39.3	638.5	1,558.0	2,518.8	3,145.2
加:营业外净收支	19.1	41.8	21.7	27.5	30.3
利润总额	58.5	680.2	1,579.8	2,546.4	3,175.6
减:所得税	11.0	92.9	237.0	382.0	476.3
净利润	37.6	584.6	1,103.6	1,883.3	2,418.0

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	167.0	2,010.7	461.5	4,544.6	4,426.3
交易性金融资产	8.9	-	6.9	5.3	4.1
应收帐款	456.0	1,465.6	3,937.9	3,650.7	6,354.3
应收票据	14.8	433.7	194.3	534.3	719.3
预付帐款	11.8	64.3	95.8	124.0	220.1
存货	153.1	488.6	1,092.8	1,263.4	2,052.6
其他流动资产	0.2	93.0	31.1	41.4	55.2
可供出售金融资产	-	22.3	7.4	9.9	13.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	387.7	1,220.1	1,189.8	1,159.6	1,129.4
在建工程	-	138.3	138.3	138.3	138.3
无形资产	52.3	226.2	218.5	210.9	203.2
其他非流动资产	22.2	550.4	247.6	297.3	364.2
资产总额	1,274.0	6,713.3	7,622.0	11,979.7	15,680.1
短期债务	260.0	344.0	340.2	-	-
应付帐款	273.7	1,265.8	1,407.0	2,994.1	3,510.3
应付票据	142.1	539.9	846.9	1,356.4	1,800.3
其他流动负债	56.6	595.0	179.4	686.9	611.6
长期借款	-	148.0	158.0	-	-
其他非流动负债	15.9	778.6	269.9	354.8	467.8
负债总额	748.2	3,671.2	3,201.4	5,392.2	6,390.0
少数股东权益	30.7	26.0	265.2	546.3	827.6
股本	253.4	876.4	876.4	876.4	876.4
留存收益	241.7	2,411.1	3,279.1	5,164.9	7,586.2
股东权益	525.7	3,042.1	4,420.6	6,587.5	9,290.1

财务指标

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年增长率					
营业收入增长率	19.9%	210.0%	110.1%	50.0%	38.0%
营业利润增长率	-19.9%	1523.4	144.0%	61.7%	24.9%
净利润增长率	29.2%	1453.1	88.8%	70.7%	28.4%
EBITDA 增长率	0.3%	730.9%	119.3%	60.2%	24.5%
EBIT 增长率	-6.9%	970.5%	136.0%	61.7%	24.9%
NOPLAT 增长率	-6.2%	1038.3	132.3%	61.7%	24.9%
投资资本增长率	2.8%	67.2%	307.0%	-57.2%	149.2%
净资产增长率	-1.2%	478.6%	45.3%	49.0%	41.0%
盈利能力					
毛利率	27.0%	45.4%	47.5%	44.0%	42.0%
营业利润率	4.4%	23.3%	27.0%	29.1%	26.3%
净利润率	4.3%	21.3%	19.1%	21.8%	20.3%
EBITDA/营业收入	9.9%	26.5%	27.7%	29.5%	26.7%
EBIT/营业收入	7.0%	24.0%	27.0%	29.1%	26.3%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	54.7%	42.0%	45.0%	40.8%
负债权益比	142.3%	120.7%	72.4%	81.9%	68.8%
流动比率	1.11	1.66	2.10	2.02	2.34
速动比率	0.90	1.48	1.70	1.77	1.99
利息保障倍数	2.76	30.30			
营运能力					
固定资产周转天数	156	105	75	49	35
流动营业资本周转天数	80	24	97	74	62
流动资产周转天数	330	352	324	333	362
应收帐款周转天数	179	126	169	158	151
存货周转天数	67	42	49	49	50
总资产周转天数	516	524	447	408	417
投资资本周转天数	254	111	167	128	97
费用率					
销售费用率	7.3%	7.7%	8.6%	7.8%	8.0%
管理费用率	11.8%	9.9%	10.1%	6.2%	6.3%
财务费用率	2.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	21.5%	18.4%	18.7%	14.0%	14.3%
投资回报率					
ROE	7.6%	19.4%	26.6%	31.2%	28.6%
ROA	3.7%	8.7%	17.6%	18.1%	17.2%
ROIC	8.1%	90.1%	125.2%	49.7%	145.1%
分红指标					
DPS(元)	0.01	0.15	0.25	-	-
分红比率	20.2%	22.5%	20.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.4%	0.7%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	47.5	587.3	1,103.6	1,883.3	2,418.0
加:折旧和摊销	26.2	67.8	37.9	37.9	37.9
资产减值准备	4.7	79.9	-	-	-
公允价值变动损失	0.0	-	6.9	-1.7	-1.2
财务费用	24.3	21.1	-	-	-
投资损失	-0.0	-2.1	-0.7	-0.9	-1.3
少数股东损益	9.8	2.7	239.2	281.1	281.3
营运资金的变动	-43.3	294.9	-2,983.2	2,375.9	-2,854.6
经营活动产生现金流量	57.2	520.4	-1,596.3	4,575.6	-119.9
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	20.0	-490.1	6.9

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	0.67	1.26	2.15	2.76
BVPS(元)	0.56	3.44	4.74	6.89	9.66
PE(X)	855.1	55.1	29.2	17.1	13.3
PB(X)	65.0	10.7	7.7	5.3	3.8
P/FCF	1,448.4	76.9	-14.9	8.4	-98.1
P/S	36.4	11.7	5.6	3.7	2.7
EV/EBITDA	107.8	41.5	20.3	10.9	8.9
CAGR(%)	257.3%	66.3%	214.8%	257.3%	66.3%
PEG	3.3	0.8	0.1	0.1	0.2
ROIC/WACC	0.8	8.7	12.1	4.8	14.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

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