

国轩高科 (002074)

动力锂电龙头产能扩张，业绩持续高增长

行业名称	电气设备
投资建议	增持
当前价格:	36.9元
目标价格:	42.48元

投资要点:

➤ 动力锂电池产能释放，中报业绩保持高成长

公司发布2016年半年报，上半年实现营收23.99亿，净利润5.34亿，分别同比增长169.11%和141.32%，主要原因为2016年中国新能源汽车产业仍然保持高速增长，市场整体态势良好，公司2015年度投资建设的合肥二期、南京工厂、苏州工厂逐步投产，动力锂电池产能进一步释放，有效保证了新能源汽车市场的供应。公司预计1-9月归属于上市公司股东的净利润为6.97-7.97亿元，同比增长110%-140%。

➤ 磷酸铁锂+三元动力锂电池产能扩充，行业龙头地位稳固

截止15年底，公司磷酸铁锂电池的产能为7.5亿Ah，上半年合肥国轩年产6亿Ah动力锂电池（3.5亿Ah三元电池+2.5亿Ah磷酸铁锂电池）和青岛国轩年产3亿Ah动力锂电池（三元动力电池）已完成项目建设，今年三季度将正式投产，届时公司磷酸铁锂和三元的产能分别达到10亿Ah和6.5亿Ah，行业龙头地位稳固。随着乘用车市场的爆发，三元电池产能的扩充将进一步打开公司的成长空间。

➤ 成本优势明显，在手订单充裕，携手乘用车巨头高增长可期

公司自产正极材料，目前合肥国轩磷酸铁锂正极材料产能为8000吨，计划16年底达到1万吨，未来公司将生产三元电池正极材料。另外，公司与星源材质合作建设隔膜生产线，计划今年年底正式投产。公司成本优势明显，动力电池毛利率高达50%，大幅领先行业平均水平。客车领域，公司年初与中通客车、南京金龙合计签订约21亿元的电池系统购销合同，公司在手订单充裕，16年业绩增长无忧。乘用车领域，公司与北汽新能源、江淮汽车、上汽集团、奇瑞汽车等乘用车企合作，推动未来三元电池的市场投入，扩大公司在乘用车领域的战略布局。

➤ 投资建议

预计公司2016-2018年EPS分别为1.18、1.59、1.94元，当前股价对应PE分别为31.36、23.24、18.99倍，首次给予“增持”评级，6个月目标价42.48元。

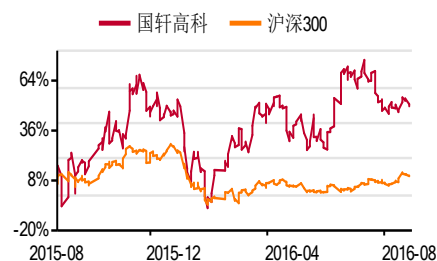
➤ 风险提示

产能扩张进度低于预期，新能源乘用车推广低于预期。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	876/468
流通A股市值（百万元）	17,270
每股净资产（元）	3.91
资产负债率（%）	59.23
一年内最高/最低（元）	44.28/22.51

一年内股价相对走势



张淼 分析师
 执业证书编号: S1110515010001
 电话: 021-68815303
 邮箱: zhangmiao@sh.tfzq.com

吴用 联系人
 电话:
 邮箱: wuyong@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	885.51	2,745.50	6,321.23	9,184.12	12,182.73
增长率（%）	19.91%	210.05%	130.24%	45.29%	32.65%
EBITDA（百万元）	87.57	727.68	1,504.41	1,940.08	2,303.18
净利润（百万元）	37.64	584.61	1,031.16	1,414.54	1,731.74
增长率（%）	29.18%	1,453.11%	76.38%	37.18%	22.42%
EPS（元/股）	0.04	0.67	1.18	1.59	1.94
市盈率（P/E）	859.09	55.31	31.36	23.24	18.99
市净率（P/B）	65.32	10.72	7.86	6.27	4.97
EV/EBITDA	42.46	41.99	21.56	14.85	13.55

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016	2017	2018E
货币资金	166.96	2,010.66	505.70	4,305.18	2,025.94	营业收入	885.51	2,745.50	6,321.2	9,184.1	12,182.7
应收账款	456.02	1,465.64	4,455.88	3,088.86	6,919.23	营业成本	646.34	1,499.39	3,894.5	5,979.7	8,300.09
预付账款	11.82	64.32	141.65	129.62	282.72	营业税金及附加	4.51	25.66	42.07	59.70	76.75
存货	153.11	488.63	1,545.07	1,362.76	2,911.90	营业费用	64.23	210.38	446.28	596.97	730.96
其他	23.93	526.73	250.98	607.15	777.84	管理费用	104.07	272.04	442.49	603.40	760.20
流动资产合计	811.85	4,555.97	6,899.28	9,493.56	12,917.62	财务费用	22.35	21.79	19.06	20.08	20.82
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	4.68	79.88	30.10	38.22	49.40
固定资产	387.70	1,220.08	1,276.04	1,328.29	1,365.32	公允价值变动收益	0.00	0.00	6.93	-1.66	-1.21
在建工程	0.00	138.26	118.96	119.38	101.63	投资净收益	0.02	2.10	0.71	0.71	0.71
无形资产	52.27	226.17	218.53	210.89	203.25	其他	-0.03	-4.21	-15.28	1.90	1.00
其他	22.16	572.78	269.95	319.65	386.53	营业利润	39.33	638.47	1,454.3	1,885.0	2,244.00
非流动资产合计	462.13	2,157.30	1,883.47	1,978.21	2,056.72	营业外收入	20.91	47.05	25.15	31.04	34.41
资产总计	1,273.9	6,713.27	8,782.76	11,471.76	14,974.35	营业外支出	1.79	5.30	3.43	3.51	4.08
短期借款	260.00	344.00	375.93	0.00	0.00	利润总额	58.45	680.22	1,476.0	1,912.5	2,274.33
应付账款	273.68	1,265.76	2,171.48	3,260.00	4,535.49	所得税	10.99	92.92	221.41	286.88	341.15
其他	198.70	1,134.86	1,455.81	2,165.37	2,716.80	净利润	47.46	587.31	1,254.6	1,625.6	1,933.18
流动负债合计	732.38	2,744.63	4,003.23	5,425.37	7,252.30	少数股东损益	9.82	2.69	223.50	211.14	201.44
长期借款	0.00	148.00	159.16	0.00	0.00	归属于母公司净利	37.64	584.61	1,031.1	1,414.5	1,731.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.04	0.67	1.18	1.59	1.94
其他	15.86	778.60	269.90	354.78	467.76						
非流动负债合计	15.86	926.60	429.05	354.78	467.76						
负债合计	748.24	3,671.22	4,432.28	5,780.15	7,720.05						
少数股东权益	30.71	25.99	238.32	445.94	642.90	主要财务比率					
股本	253.37	876.35	876.35	890.98	890.98		2014	2015	2016	2017	2018E
资本公积	10.21	1,267.68	1,267.68	1,267.68	1,267.68	成长能力					
留存收益	241.66	2,411.11	3,235.80	4,354.69	5,720.41	营业收入	19.91%	210.05%	130.24	45.29%	32.65%
其他	-10.21	-1,539.08	-1,267.68	-1,267.68	-1,267.68	营业利润	-19.90	1,523.44	127.79	29.61%	19.04%
股东权益合计	525.74	3,042.05	4,350.47	5,691.61	7,254.29	归属于母公司净利	29.18%	1,453.11	76.38%	37.18%	22.42%
负债和股东权益总	1,273.9	6,713.27	8,782.76	11,471.76	14,974.35	获利能力					
						毛利率	27.01%	45.39%	38.39%	34.89%	31.87%
						净利率	4.25%	21.29%	16.31%	15.40%	14.21%
						ROE	7.60%	19.38%	25.08%	26.97%	26.19%
						ROIC	8.14%	90.07%	118.38	38.43%	164.02%
						偿债能力					
						资产负债率	58.73%	54.69%	50.47%	50.39%	51.56%
						净负债率	47.93%	9.31%	25.37%	58.83%	19.66%
						流动比率	1.11	1.66	1.72	1.75	1.78
						速动比率	0.90	1.48	1.34	1.50	1.38
						营运能力					
						应收账款周转率	2.01	2.86	2.14	2.43	2.43
						存货周转率	5.39	8.56	6.22	6.32	5.70
						总资产周转率	0.70	0.69	0.82	0.91	0.92
						每股指标(元)					
						每股收益	0.04	0.67	1.18	1.59	1.94
						每股经营现金流	0.07	0.59	-1.73	5.38	-2.10
						每股净资产	0.56	3.44	4.69	5.89	7.42
						估值比率					
						市盈率	859.09	55.31	31.36	23.24	18.99
						市净率	65.32	10.72	7.86	6.27	4.97
						EV/EBITDA	42.46	41.99	21.56	14.85	13.55
						EV/EBIT	60.28	46.28	22.02	15.12	13.78

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)