

2016年8月23日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

RMB 42.00

公司基本資訊

產業別	電氣設備		
A 股價(2016/8/23)	36.99		
深證成指(2016/8/23)	10750.29		
股價 12 個月高/低	43.4/22.99		
總發行股數(百萬)	876.35		
A 股數(百萬)	468.01		
A 市值(億元)	173.12		
主要股東	珠海國軒貿易 有限責任公司 (24.78%)		
每股淨值(元)	3.91		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-2.0	13.5	52.4

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

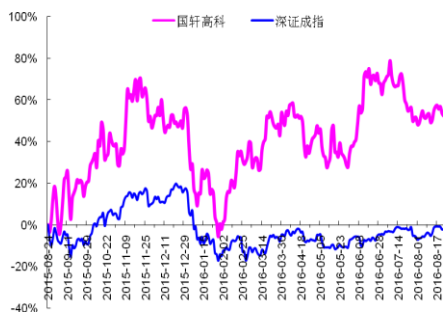
產品組合

電池	79.38%
輸配電產品	20.54%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	7.7%
一般法人	12.3%

股價相對大盤走勢



國軒高科 (002074.SZ)

Buy 買入

業績高速增長，受益日韓企業無緣前四批電池白名單

結論與建議：

公司上半年營收 23.99 億元，YOY+169%；歸母淨利潤 5.34 億元，YOY+141%，EPS 為 0.61 元。電池組業務毛利率 50.41%，維持高位；輸配電業務毛利率 28.44%，同比提高 17pct。隨著公司合肥三期 6 億 AH 產能于 8 月 1 日正式投產以及青島 3 億 AH 三元產能于 3 季度末投產，年底產能可達 16.5 億 AH。同時，公司與浙江康盛簽署協議，將在四川瀘州共建 10 億 AH 電池生產基地，這有望打開西南市場。此外，由于日韓企業無緣前四批電池白名單，公司作為電池龍頭將從中受益。

預計公司 2016、17 年營收分別為 60.85 億和 81.60 億元，YOY+122%和 34%；淨利潤為 12.13 億和 16.13 億元，YoY +107%和 33%；EPS 分別為 1.38 和 1.84 元。當前股價對應 P/E 分別為 27 倍和 20 倍。維持買入的投資建議。

- **電池毛利率維持高位，Q2 總體毛利率有所降低：**公司上半年營收 23.99 億元，YOY+169%；歸母淨利潤 5.34 億元，YOY+141%，EPS 為 0.61 元。我們推算公司上半年銷售約 3.2 億 AH，處于高負荷生產狀態。公司上半年電池組業務營收 YOY+162%，毛利率 50.41%，維持高位；輸配電業務營收 YOY+262%，毛利率達 28.44%，同比提高 17pct。由于銷售規模擴大致使相關費用提升、職工薪酬增加以及股權激勵費用攤銷，上半年公司三項費用率達 19.48%，同比增加 5.9pct。分季度來看，Q2 營收 YOY+61%，QoQ+4%；毛利率 44.6%，環比下降 6.2pct，部分原因為低毛利率的輸配電業務增長較快所致；Q2 淨利潤 2.27 億元，YOY+7%，環比下降 26%。公司預告前三季度盈利區間為 6.97~7.97 億元，YOY+110%~140%，其中 Q3 淨利潤 1.63~2.63 億元，YOY+ 47%~137%。
- **合肥三期按計劃投產，年底產能可達 16.5 億 AH：**公司合肥三期 6 億 AH 產能于 8 月 1 日正式投產，其中有 3.5 億 AH 三元產能、2.5 億 AH 磷酸鐵鋰產能。同時，公司青島工廠 3 億 AH 三元產能也將於 3 季度末正式投產，年底產能可達 16.5 億 AH。
- **與康盛合作打開西南市場：**公司 8 月 16 日與浙江康盛簽署了投資合作協議，擬在四川省瀘州市投資建設動力電池基地，預計總投資人民幣 30 億元，總產能 10 億 AH。其中一期投資 10 億元，產能 3 億 AH。康盛股份目前托管中植新能源汽車，該協議的簽署有利于公司同中植新能源的合作，完善公司動力電池產業在西南地區的戰略布局。
- **日韓企業無緣前四批電池白名單，公司有望從中受益：**由于日韓企業沒有進入前四批符合《汽車動力蓄電池行業規範條件》的企業目錄，相關整車企業紛紛改用國產鋰動力電池。目前，江淮汽車 iEV6S 正在改用公司鋰電池。公司作為行業龍頭，未來有望持續受益。
- **輸配電業務發展良好：**公司輸變電業務發展良好，營收 YOY+262%，毛利率達 28.44%，同比提高 17pct，較去年全年提高 1pct。公司大力拓寬輸變電業務市場，已完成國家和江蘇省電網招投標準備工作；同時，公司加快東源新能源基地建設，加緊直流型充電樁、車載高壓箱及車載充電機等產品的產業化進程，以實現產業轉型。我們預計公司輸配電業務全年營收有望達 7.2 億元，YOY+30%。
- **盈利預期：**預計公司 2016、17 年營收分別為 60.85 億和 81.60 億元，YOY+122%和 34%；淨利潤為 12.13 億和 16.13 億元，YoY +107%和 33%；EPS 分別為 1.38 和 1.84 元。當前股價對應 P/E 分別為 27 倍和 20 倍。維持買入的投資建議。

..... 接續下頁 .....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
純利(Net profit)	RMB 百萬元	29	38	585	1213	1613
同比增減	%	-21.09%	29.16%	1452.75%	107.42%	33.02%
每股盈餘(EPS)	RMB 元	0.115	0.149	0.800	1.384	1.841
同比增減	%	-21.09%	29.16%	437.58%	73.03%	33.02%
A 股市盈率(P/E)	X	381.89	295.67	55.00	31.79	23.90
股利(DPS)	RMB 元	0.150	0.100	0.150	0.200	0.250
股息率(Yield)	%	0.34%	0.23%	0.34%	0.45%	0.57%

預期報酬(Expected Return: ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

## 附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	738	886	2746	6085	8161
經營成本	519	646	1499	3315	4433
營業稅金及附加	4	5	26	37	49
銷售費用	62	64	210	554	751
管理費用	81	104	272	615	849
財務費用	17	22	22	52	82
資產減值損失	6	5	80	80	90
投資收益	0	0	-6	0	0
營業利潤	49	39	638	1434	1907
營業外收入	7	21	47	40	50
營業外支出	3	2	5	6	8
利潤總額	53	58	680	1468	1949
所得稅	10	11	93	254	335
少數股東損益	14	10	3	1	1
歸屬於母公司所有者的淨利潤	29	38	585	1213	1613

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	185	167	2011	1942	2165
應收帳款	401	441	1402	1809	2171
存貨	176	153	489	586	704
流動資產合計	811	812	4556	5078	5921
長期投資淨額	0	0	0	0	1
固定資產合計	379	388	1220	1830	2306
在建工程	0	0	138	206	255
無形資產	53	52	226	256	289
資產總計	1266	1274	6713	7759	9181
流動負債合計	680	732	2745	3261	3804
長期負債合計	53	16	927	481	544
負債合計	733	748	3671	3742	4348
股東權益合計	532	526	3042	4016	4832
負債和股東權益總計	1266	1274	6713	7759	9181

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	141	57	209	572	894
投資活動產生的現金流量淨額	-65	-66	-296	-132	-106
籌資活動產生的現金流量淨額	12	-31	346	-508	-566
現金及現金等價物淨增加額	88	-40	260	-68	222

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。