证券研究报告

公司点评

国轩高科（002074）

增资扩产+渠道拓展，静待产能释放

行业名称	电气设备
投资建议	买入（上调）
当前价格:	34.07 元
目标价格:	42.48 元

事件:

公司发布公告，拟以自有资金1.07亿元对全资子公司合肥国轩进行增资，同时合肥国轩将分别以自有资金1亿元对苏州国轩增资，以自有资金1亿元对青岛国轩增资，以自有资金2.1亿元对南京国轩增资。

➢ **补贴政策即将出台，四季度值得期待**

今年1-9月新能源汽车生产30.2万辆，销售28.9万辆，比上年同期分别增长93.0%和100.6%，保持较快增速。三季度，由于骗补核查，新能源汽车补贴政策迟迟未能落地，导致下游车企放量受到影响。我们预计10月份新能源补贴政策及相关的产业配套政策体系将逐步落地，四季度新能源汽车销量在16-21万辆，对动力电池的需求仍会保持快速增长的趋势。

➢ **磷酸铁锂+三元双线布局，增资加快产能投产进度缓解产能瓶颈**

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+2.5亿Ah磷酸铁锂）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，今年三季度逐步投产。据我们前期调研了解到，公司四季度的订单区趋于饱和，当前产能处于供不应求的状态。公司此次对外增资，有利于解决锂电池产能扩充建设过程中及研发投入的资金需求，加快产能投产的进度缓解产能瓶颈，顺应市场需求的进一步扩充。

➢ **积极拓展客户渠道，保障产能消化**

商用车领域：公司与中通客车、南京金龙、苏州金龙、安凯客车、东风汽车等商用车企保持良好合作，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，在手订单充裕，同时公司积极拓展商用车新客户，北汽福田、奇瑞商用车等新客户的拓展弥补了苏州金龙骗补事件的影响；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进行战略合作，推动三元电池的投放，扩大公司在乘用车领域的战略布局。公司在商用车及乘用车领域的拓展，能有效保障公司产能的消化。

➢ **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28.96、21.46、17.53倍，上调至“买入”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。

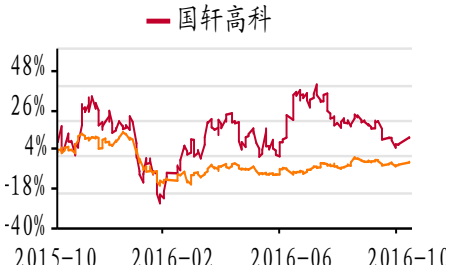
财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	885.51	2,745.50	6,321.23	9,184.12	12,182.73
增长率（%）	19.91%	210.05%	130.24%	45.29%	32.65%
EBITDA（百万元）	87.57	727.68	1,504.41	1,940.08	2,303.18
净利润（百万元）	37.64	584.61	1,031.16	1,414.54	1,731.74
增长率（%）	29.18%	1,453.11%	76.38%	37.18%	22.42%
EPS（元/股）	0.04	0.67	1.18	1.59	1.94
市盈率（P/E）	793.20	51.07	28.96	21.46	17.53
市净率（P/B）	60.31	9.90	7.26	5.79	4.59
EV/EBITDA	42.46	41.99	19.91	13.55	12.46

数据来源：公司公告，天风证券研究所

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）	15,945
每股净资产（元）	3.91
资产负债率（%）	59.23
一年内最高/最低（元）	44.28/22.66

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

1、《国轩高科（002074）\电气设备行业》2016.08.25

报告信息

图表 1：公司产能布局情况

青岛国轩	**10 亿安时（三元），一期 3 亿安时**
合肥国轩	15 亿安时（铁锂+三元），5 万吨正负极材料，5 亿平隔膜
南京国轩	6 亿安时（铁锂），一期 3 亿安时
苏州(昆山)国轩	1 亿安时（铁锂）
国轩+康盛西南产业基地	规划 10 亿安时
航天国轩(唐山)	10 亿安时（在建）

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 2：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	166.96	2,010.66	505.70	4,305.18	2,025.94
应收账款	456.02	1,465.64	4,455.88	3,088.86	6,919.23
预付账款	11.82	64.32	141.65	129.62	282.72
存货	153.11	488.63	1,545.07	1,362.76	2,911.90
其他	23.93	526.73	250.98	607.15	777.84
流动资产合计	**811.85**	**4,555.97**	**6,899.28**	**9,493.56**	**12,917.62**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	387.70	1,220.08	1,276.04	1,328.29	1,365.32
在建工程	0.00	138.26	118.96	119.38	101.63
无形资产	52.27	226.17	218.53	210.89	203.25
其他	22.16	572.78	269.95	319.65	386.53
非流动资产合计	**462.13**	**2,157.30**	**1,883.47**	**1,978.21**	**2,056.72**
资产总计	**1,273.9**	**6,713.27**	**8,782.76**	**11,471.76**	**14,974.35**
短期借款	260.00	344.00	375.93	0.00	0.00
应付账款	273.68	1,265.76	2,171.48	3,260.00	4,535.49
其他	198.70	1,134.86	1,455.81	2,165.37	2,716.80
流动负债合计	**732.38**	**2,744.63**	**4,003.23**	**5,425.37**	**7,252.30**
长期借款	0.00	148.00	159.16	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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
股本	253.37	876.35	876.35	890.98	890.98
资本公积	10.21	1,267.68	1,267.68	1,267.68	1,267.68
留存收益	241.66	2,411.11	3,235.80	4,354.69	5,720.41
其他	-10.21	-1,539.08	-1,267.68	-1,267.68	-1,267.68
股东权益合计	**525.74**	**3,042.05**	**4,350.47**	**5,691.61**	**7,254.29**
负债和股东权益总	**1,273.9**	**6,713.27**	**8,782.76**	**11,471.76**	**14,974.35**

现金流量表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	47.46	587.31	1,031.16	1,414.54	1,731.74
折旧摊销	26.18	67.82	30.99	34.97	38.36
财务费用	24.31	21.11	19.06	20.08	20.82
投资损失	-0.02	-2.10	-0.71	-0.71	-0.71
营运资金变动	-43.28	294.90	-2,823.93	3,035.37	-3,829.40
其它	2.52	-448.64	230.43	209.48	200.23
经营活动现金流	**57.18**	**520.40**	**-1,512.99**	**4,713.74**	**-1,838.95**
资本支出	33.48	522.47	568.70	-4.89	-62.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-99.46	-1,022.07	-616.45	-75.33	10.45
投资活动现金流	**-65.97**	**-499.60**	**-47.75**	**-80.22**	**-52.52**
债权融资	298.00	557.00	578.09	48.67	52.22
股权融资	-26.60	1,587.26	252.34	-5.45	-20.82
其他	-302.40	-1,033.79	-774.64	-877.26	-419.17
筹资活动现金流	**-31.00**	**1,110.47**	**55.79**	**-834.04**	**-387.77**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**-39.7**	**1,131.2**	**-1,504.9**	**3,799.4**	**-2,279.2**

利润表

单位:百万元	2014	2015	2016	2017	2018E
营业收入	**885.51**	**2,745.50**	**6,321.2**	**9,184.1**	**12,182.7**
营业成本	646.34	1,499.39	3,894.5	5,979.7	8,300.09
营业税金及附加	4.51	25.66	42.07	59.70	76.75
营业费用	64.23	210.38	446.28	596.97	730.96
管理费用	104.07	272.04	442.49	603.40	760.20
财务费用	22.35	21.79	19.06	20.08	20.82
资产减值损失	4.68	79.88	30.10	38.22	49.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	6.93	-1.66	-1.21
投资净收益	0.02	2.10	0.71	0.71	0.71
其他	-0.03	-4.21	-15.28	1.90	1.00
营业利润	**39.33**	**638.47**	**1,454.3**	**1,885.0**	**2,244.00**
营业外收入	20.91	47.05	25.15	31.04	34.41
营业外支出	1.79	5.30	3.43	3.51	4.08
利润总额	**58.45**	**680.22**	**1,476.0**	**1,912.5**	**2,274.33**
所得税	10.99	92.92	221.41	286.88	341.15
净利润	**47.46**	**587.31**	**1,254.6**	**1,625.6**	**1,933.18**
少数股东损益	9.82	2.69	223.50	211.14	201.44
归属于母公司净利	**37.64**	**584.61**	**1,031.1**	**1,414.5**	**1,731.74**
每股收益（元）	0.04	0.67	1.18	1.59	1.94

主要财务比率

	2014	2015	2016	2017	2018E
成长能力					
营业收入	19.91%	210.05%	130.24	45.29%	32.65%
营业利润	-19.90	1,523.44	127.79	29.61%	19.04%
归属于母公司净利	29.18%	1,453.11	76.38%	37.18%	22.42%
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	793.20	51.07	28.96	21.46	17.53
市净率	60.31	9.90	7.26	5.79	4.59
EV/EBITDA	42.46	41.99	19.91	13.55	12.46
EV/EBIT	60.28	46.28	20.33	13.80	12.67

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门、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)