

国轩高科 (002074.SZ)

公司快报

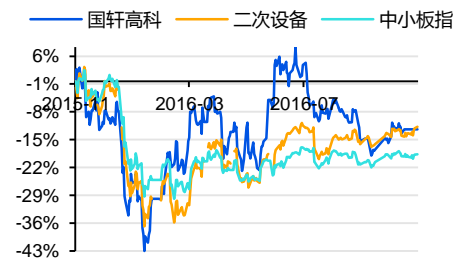
电力设备 | 二次设备 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6个月目标价 45元
 股价(2016-11-14) 35.15元

交易数据

总市值(百万元) 30,803.70
 流通市值(百万元) 16,450.67
 总股本(百万股) 876.35
 流通股本(百万股) 468.01
 12个月价格区间 22.66/44.28元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.92	-5.34	5.88
绝对收益	4.15	-3.62	-10.87

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

陈雁冰
 chenyanbing@huajinsec.cn
 021-20655676

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20655796

相关报告

国轩高科：归母净利润同比增长 141.32%，静待下半年持续高增长 2016-08-24
 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：三季度业绩持续高增长，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

定增 36 亿元，深入布局新能源汽车产业链

投资要点

事件：11月14日，公司发布2016年非公开发行方案，拟以31.18元/股，向公司大股东李缜、上汽投资、博时基金、基石投资、金牛投资、新沃基金、毅达投资、南方资本合计非公开发行股票不超过1.15亿股，募集资金不超过36亿元，募得资金将用于动力锂电池、正负极材料产业化项目，新能源汽车充电设施及零部件、动力总成控制系统的建设和工程研究院建设项目。

12亿Ah高比能动力锂电池项目及配套正负极项目，巩固动力电池地位：募集资金的54.17%将用于建设合肥国轩，青岛国轩和南京国轩的动力锂电池项目，预计到今年末，公司产能将达16.5亿Ah(约6GWh)。配套正负极产业项目为10000吨高镍三元正极材料及年产5000吨硅基负极材料，主要是内部消化。公司目前动力电池产品以磷酸铁锂电池为主，这种传统动力电池将无法未来纯电动汽车的需求，而高比能动力电池以高镍三元正极材料及硅基负极材料组成，具有较高能量密度和优异性能，预计将在乘用车和专用车领域大范围使用。骗补主要集中在客车，乘用车相对较少，预计新补贴政策的变动对乘用车的影响较小，公司布局三元材料及三元动力锂电，为中长期高速增长奠定基础。公司预计锂电及锂电材料项目达产后，每年将贡献营收约80亿元，净利润约11.6亿元。

配套充电设施及零部件+动力总成系统，完善新能源车供应链：依托东源电器在充电桩及充电设施关键零部件研发技术，子公司南通科技将负责实施年产21万台新能源汽车充电设施及关键零部件项目，建成后将形成年产1万套大功率充电桩、10万台车载充电机和10万套车载高压箱。年产20万台电动汽车动力总成控制系统将有利于公司开拓新业务，公司已掌握动力总成控制系统领域的多项核心技术，全球研发体系将持续为公司提供技术保障。以上项目是公司主业的配套项目，完善了公司的产品结构，和动力锂电业务产生协同效应，增加客户黏性。公司预计两项目达产后，能够实现营收约21亿元，净利润约2.6亿元。

上汽投资参与定增，电池技术领先，筹建工程研究总院，完善海外研发中心：公司高度重视产品研发，研发费用占比净利润由去年的23.1%提升至24.2%，上汽作为乘用车领域龙头，3.5亿元参与公司定增，从侧面反映了对公司电池技术的认可，未来有望成为公司的重要客户。为继续保持技术领先，在本次定增中，公司计划用7.66亿元用于筹建国轩高科工程研究总院，建成后将具备全产业链研发能力；3亿元将用于投资建设和完善美国硅谷BMS研究院、日本材料研究院、欧洲机电电控研究院，由此通过整合研究总院和分院的研究技术，不断增强公司的创新能力和竞争实力。

投资建议：公司自去年借壳东源电器，一举成为动力电池龙头之一。新能源汽车短期受政策影响，长期高速增长依然可期，此次公司定增符合国家战略需求。公司本身有着深厚的客户资源，和较高的市占率，上述全部项目达产后，公司预计每年将带来营业收入约100亿元，净利润约14亿元，我们预计公司2016-2018年EPS分别为1.26、2.15、2.59元，对应PE分别为27.9、16.4、13.6倍，继续给予“买入-A”评级，6个月目标价45元。

风险提示：政策不及预期、新能源汽车推广不达预期、产能释放不及预期、电池生产风险、市场竞争加剧

财务数据与估值

高增长敬请期待 2015-07-24

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	11,767.3
同比增长(%)	19.9%	210.0%	110.1%	50.0%	36.0%
营业利润(百万元)	39.3	638.5	1,550.3	2,500.3	2,949.4
同比增长(%)	-19.9%	1523.4%	142.8%	61.3%	18.0%
净利润(百万元)	37.6	584.6	1,104.7	1,880.6	2,268.9
同比增长(%)	29.2%	1453.1%	89.0%	70.2%	20.6%
每股收益(元)	0.04	0.67	1.26	2.15	2.59
PE	818.3	52.7	27.9	16.4	13.6
PB	62.2	10.2	7.4	5.1	3.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	885.5	2,745.5	5,768.3	8,652.4	11,767.3	年增长率					
减:营业成本	646.3	1,499.4	3,028.4	4,845.4	7,060.4	营业收入增长率	19.9%	210.0%	110.1%	50.0%	36.0%
营业税费	4.5	25.7	80.8	86.5	130.8	营业利润增长率	-19.9%	1523.4	142.8%	61.3%	18.0%
销售费用	64.2	210.4	473.0	666.7	924.4	净利润增长率	29.2%	1453.1	89.0%	70.2%	20.6%
管理费用	104.1	272.0	582.6	536.5	741.3	EBITDA 增长率	0.3%	730.9%	122.5%	55.4%	15.2%
财务费用	22.4	21.8	30.8	-21.9	-88.5	EBIT 增长率	-6.9%	970.5%	139.5%	56.8%	15.4%
资产减值损失	4.7	79.9	30.1	38.2	49.4	NOPLAT 增长率	-6.2%	1038.3	137.1%	56.8%	14.8%
加:公允价值变动收益	-0.0	-	6.9	-1.7	-1.2	投资资本增长率	2.8%	67.2%	307.0%	-57.2%	134.8%
投资和汇兑收益	0.0	2.1	0.7	0.9	1.3	净资产增长率	-1.2%	478.6%	46.1%	48.7%	38.4%
营业利润	39.3	638.5	1,550.3	2,500.3	2,949.4	盈利能力					
加:营业外净收支	19.1	41.8	21.7	27.5	30.3	毛利率	27.0%	45.4%	47.5%	44.0%	40.0%
利润总额	58.5	680.2	1,572.0	2,527.9	2,979.8	营业利润率	4.4%	23.3%	26.9%	28.9%	25.1%
减:所得税	11.0	92.9	227.9	366.5	447.0	净利润率	4.3%	21.3%	19.2%	21.7%	19.3%
净利润	37.6	584.6	1,104.7	1,880.6	2,268.9	EBITDA/营业收入	9.9%	26.5%	28.1%	29.1%	24.6%
						EBIT/营业收入	7.0%	24.0%	27.4%	28.6%	24.3%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	58.7%	54.7%	41.7%	44.9%	41.8%
货币资金	167.0	2,010.7	461.5	4,564.7	4,546.4	负债权益比	142.3%	120.7%	71.5%	81.6%	71.8%
交易性金融资产	8.9	-	6.9	5.3	4.1	流动比率	1.11	1.66	2.10	2.02	2.27
应收帐款	456.0	1,465.6	3,937.9	3,650.7	6,209.3	速动比率	0.90	1.48	1.71	1.77	1.93
应收票据	14.8	433.7	194.3	534.3	701.1	利息保障倍数	2.76	30.30	51.32	-113.31	-32.34
预付帐款	11.8	64.3	95.8	124.0	226.8	营运能力					
存货	153.1	488.6	1,092.8	1,263.4	2,117.3	固定资产周转天数	156	105	75	49	35
其他流动资产	0.2	93.0	31.1	41.4	55.2	流动营业资本周转天数	80	24	97	74	59
可供出售金融资产	-	22.3	7.4	9.9	13.2	流动资产周转天数	330	352	324	333	368
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	179	126	169	158	151
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	67	42	49	49	52
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	516	524	447	408	424
固定资产	387.7	1,220.1	1,189.8	1,159.6	1,129.4	投资资本周转天数	254	111	167	128	94
在建工程	-	138.3	138.3	138.3	138.3	费用率					
无形资产	52.3	226.2	218.5	210.9	203.2	销售费用率	7.3%	7.7%	8.2%	7.7%	7.9%
其他非流动资产	22.2	550.4	247.6	297.3	364.2	管理费用率	11.8%	9.9%	10.1%	6.2%	6.3%
资产总额	1,274.0	6,713.3	7,622.0	11,999.8	15,708.4	财务费用率	2.5%	0.8%	0.5%	-0.3%	-0.8%
短期债务	260.0	344.0	339.1	-	-	三费/营业收入	21.5%	18.4%	18.8%	13.7%	13.4%
应付帐款	273.7	1,265.8	1,407.0	2,994.1	3,637.1	投资回报率					
应付票据	142.1	539.9	846.9	1,356.4	1,861.9	ROE	7.6%	19.4%	26.4%	31.0%	27.2%
其他流动负债	56.6	595.0	179.4	686.9	597.9	ROA	3.7%	8.7%	17.6%	18.0%	16.1%
长期借款	-	148.0	135.9	-	-	ROIC	8.1%	90.1%	127.8%	49.2%	132.0%
其他非流动负债	15.9	778.6	269.9	354.8	467.8	分红指标					
负债总额	748.2	3,671.2	3,178.2	5,392.2	6,564.6	DPS(元)	0.01	0.15	0.23	-	-
少数股东权益	30.7	26.0	265.4	546.1	810.1	分红比率	20.2%	22.5%	18.0%	0.0%	0.0%
股本	253.4	876.4	876.4	876.4	876.4	股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.0%	0.0%
留存收益	241.7	2,411.1	3,302.0	5,185.1	7,457.3						
股东权益	525.7	3,042.1	4,443.8	6,607.6	9,143.7						

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	47.5	587.3	1,104.7	1,880.6	2,268.9
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	30.8	-21.9	-88.5
投资损失	-0.0	-2.1	-0.7	-0.9	-1.3
少数股东损益	9.8	2.7	239.4	280.7	263.9
营运资金的变动	-43.3	294.9	-2,983.2	2,375.9	-2,588.1
经营活动产生现金流量	57.2	520.4	-1,564.2	4,550.7	-108.3
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	-12.1	-445.0	95.3

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.04	0.67	1.26	2.15	2.59
BVPS(元)	0.56	3.44	4.77	6.92	9.51
PE(X)	818.3	52.7	27.9	16.4	13.6
PB(X)	62.2	10.2	7.4	5.1	3.7
P/FCF	1,386.1	73.6	-14.1	7.9	-146.1
P/S	34.8	11.2	5.3	3.6	2.6
EV/EBITDA	103.3	39.6	19.1	10.6	9.2
CAGR(%)	257.1%	62.8%	214.9%	257.1%	62.8%
PEG	3.2	0.8	0.1	0.1	0.2
ROIC/WACC	0.8	8.6	12.2	4.7	12.6

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.huajinsec.cn