



国轩高科 (002074)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-03-01



吴海滨

0551-65161836

wllvswb@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

业绩符合预期 高比能保龙头地位

2016 年公司实现营业总收入 4,757,902,006.65 元, 同比增长 73.30%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1,039,365,038.90 元, 同比上升 77.79%。

□ 行业龙头即将完成产能进一步扩张

截至 2016 年底, 公司动力电池产能合计约 5.5Gwh, 南京二期 1Gwh 工厂及唐山一期 1Gwh 工厂正建设中, 预计今年年中新增产能加上原生产线升级改造将总产能提高到 8Gwh。2016 年新能源汽车销量累计突破 50 万辆, 同比增长 53%, 相比之下公司 70% 以上的增长率显示公司的竞争力领先于行业。公司位于国内动力电池第一梯队, 2016 年第一梯队合计出货量占据国内市场 75% 以上。公司产能扩张始终走在行业前列, 确保适应行业需求增长。

□ 积极开发三元电池助公司立于不败之地

年初新能源汽车补贴政策和第一批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》显示, 今年行业下游需求将出现结构性变化, 综合来看高比能电池尤其是三元电池将成为行业新的增长动力。公司紧跟行业风向, 新一代三元正极材料产线已开工建设, 预计 2017 年实现投产。这不仅完善公司上游产业链实现高比能量三元正极材料自给, 而且将助推公司三元电池能量密度进一步提升达到 195-200wh/kg。去年年底公司发布的定增预案显示上汽集团参与定增。公司与下游整车企业形成紧密联系, 除了上汽集团, 还与北汽新能源、江淮集团有合作, 有助于产能的消化。随着行业产能过剩问题日益凸显, 公司作为行业龙头积极布局上下游将立于不败之地。

□ 开发储能市场培育新亮点

本月初公司与电子十一院、北京福威斯油气技术公司就 200MW 储能电站项目签订合作协议, 为三方在储能电站、微电网系统等项目技术开发和应用奠定基础。锂电池是电化学储能的重要技术应用, 而预计电化学储能市场空间未来 5 年在 500 亿-600 亿之间。此前公司已与阳光电源、航天万源就储能产品的开发与应用形成合作, 此次合作进一步坚定公司开发储能市场培育业绩新增长点的决心。

□ 投资建议

根据业绩快报, 调整 2016/17/18 归母净利润为 10.36/14.23/16.98 亿元, EPS 为 1.18/1.62/1.94 元 (原为 1.30/1.95/2.35), 给予“买入”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2745	4758	7174	8250
收入同比(%)	210%	73%	51%	15%
归属母公司净利润	585	1036	1423	1698
净利润同比(%)	1453%	77%	37%	19%
毛利率(%)	45.4%	46.7%	44.0%	43.4%
ROE(%)	19.3%	28.4%	27.4%	24.4%
每股收益(元)	0.67	1.18	1.62	1.94
P/E	45.74	25.77	18.77	15.73
P/B	8.87	6.37	4.86	3.77
EV/EBITDA	42	17	11	9

资料来源: 华安证券研究所

财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4,556	7,304	11,07	14,45	营业收入	2,745	4,758	7,174	8,250
现金	2,011	3,591	4,965	7,611	营业成本	1,499	2,536	4,018	4,666
应收账款	1,466	1,934	3,366	3,632	营业税金及附加	26	34	59	64
其他应收款	63	118	155	191	销售费用	210	366	551	634
预付账款	64	63	115	189	管理费用	272	476	714	824
存货	538	910	1,442	1,675	财务费用	22	(16)	(40)	(72)
其他流动资产	414	687	1,034	1,153	资产减值损失	80	35	7	47
非流动资产	2,157	2,137	2,276	2,328	公允价值变动收益	0	7	(2)	(1)
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	1,220	1,143	1,066	988	营业利润	638	1,333	1,863	2,086
无形资产	226	211	197	184	营业外收入	47	100	61	68
其他非流动资产	711	783	1,013	1,156	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	6,713	9,441	13,35	16,78	利润总额	680	1,433	1,924	2,154
流动负债	2,745	3,755	5,686	7,049	所得税	93	172	289	258
短期借款	344	322	292	243	净利润	587	1,261	1,635	1,895
应付账款	923	1,529	2,312	2,790	少数股东损益	3	225	212	198
其他流动负债	1,478	1,904	3,083	4,016	归属母公司净利润	585	1,036	1,423	1,698
非流动负债	927	1,240	1,698	1,970	EBITDA	728	1,409	1,914	2,104
长期借款	148	148	148	148	EPS (元)	0.67	1.18	1.62	1.94
其他非流动负	779	1,092	1,550	1,822					
负债合计	3,671	4,995	7,384	9,019					
少数股东权益	26	251	463	660					
股本	876	876	876	876					
资本公积	1,268	1,245	1,245	1,245					
留存收益	1,143	2,073	3,383	4,978					
归属母公司股东权	3,016	4,195	5,505	7,100					
负债和股东权益	6,713	9,441	13,35	16,78					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	520	1,419	1,468	2,720
净利润	587	1,036	1,423	1,698
折旧摊销	68	92	91	90
财务费用	21	(16)	(40)	(72)
投资损失	(2)	0	0	0
营运资金变动	75	40	(223)	761
其他经营现金	(229)	267	217	243
投资活动现金流	(500)	54	2	1
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(500)	54	2	1
筹资活动现金流	1,110	(157)	(97)	(76)
短期借款	84	(22)	(30)	(49)
长期借款	148	0	0	0
普通股增加	623	0	0	0
资本公积增加	1,257	(22)	0	0
其他筹资现金	(1,002)	(112)	(67)	(27)
现金净增加额	1,131	1,315	1,373	2,645

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	210.05%	73.30%	50.78%	15.00%
营业利润	1523.44	108.76%	39.74%	11.99%
归属于母公司净利润	1453.11	77.26%	37.29%	19.35%
获利能力				
毛利率(%)	45.39%	46.69%	43.99%	43.44%
净利率(%)	21.29%	21.78%	19.83%	20.58%
ROE(%)	19.31%	28.36%	27.40%	24.42%
ROIC(%)	94.36%	109.51%	192.34	249.46
偿债能力				
资产负债率(%)	54.69%	52.91%	55.30%	53.75%
净负债比率(%)	-51.29%	-10.72%	-8.09%	-9.22%
流动比率	1.66	1.95	1.95	2.05
速动比率	1.46	1.70	1.69	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.59	0.63	0.55
应收账款周转率	2.98	2.91	2.81	2.45
应付账款周转率	4.97	3.88	3.74	3.23
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.18	1.62	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	1.62	1.67	3.10
每股净资产(最新摊薄)	3.44	4.78	6.27	8.09
估值比率				
P/E	45.7	25.8	18.8	15.7
P/B	8.9	6.4	4.9	3.8
EV/EBITDA	42.10	16.57	11.46	9.18

资料来源: 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。