

国轩高科 (002074) 点评报告

短期业绩承压，全年平稳增长可期 买入（维持）

2017年3月18日

投资要点：

- **2016年营收47.58亿元，同比增长73.30%，净利润10.31亿元，同比增长76.4%，符合市场预期。**2016年公司实现营业收入47.58亿元，同比增长73.30%；实现营业利润11.06亿元，同比上升73.3%；归母净利润10.31亿元，同比上升76.4%；扣非后归母净利润9.54亿，同比增长74.2%，基本每股收益1.19元。第四季度公司实现营收13.35亿，同比增长7.1%；第四季度毛利率为43.9%，低于全年水平；净利润2.98亿，同比增长16.2%。2016年公司整体实现高速增长，主要受益于公司动力电池出货量翻番上涨，达到6.19Ah（约2GWh）。2016年公司动力电池实现营业收入40.75亿，同比增长90.8%；输配电设备营收6.11亿，同比增长10.8%。公司拟以8.76亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利1.5元。
- **公司毛利率46.9%，净利率21.7%，维持高水平。**2016年公司动力电池毛利率48.71%，基本维持稳定，2016年电池模组平均价格为2.3元/Wh，同比下滑8%，公司通过成本控制，良好地对冲了价格下滑。2016年上半年动力电池毛利率为50.34%，而下半年价格有所下滑，毛利率略微下降至47.13%。输配电设备业务全年毛利率为30.73%，提升3.43%。由于动力电池业务占比提升，2016年公司整体毛利率提升1.54%至46.9%。费用率略有提升。2016年管理费用5.78亿，同比增长112%，管理费用率为12.1%，增加2.2%，主要受研发费用增加影响（为3.3亿，同比增加144%）。销售费用为3.83亿，同比增长82%，销售费用率为8%，增加0.3%，基本稳定，其中质保及售后服务费用为2.74亿，同比增长114%，主要受公司动力电池规模扩大所致。2016年公司财务费用为0.42亿，增长93%，但整体规模较小。2016年公司营业外收入为0.98亿，同比增长108%，主要来自政府补贴增加。
- **存货增长29%小于营收增长，预收款减少2.5亿，下滑87%，经营活动产生的现金流量净额增长145%。**报告期末公司存货6.3亿，较年初增长29%，增速小于营收增长，其中库存商品2.88亿，较年初增长113%，主要由于2015年下半年动力电池行业供应紧张，公司库存水平低。公司预收款0.39亿，较年初的2.9亿，下滑87%，系今年一季度执行新补贴政策，车企处于调整期，订单减少。应收账款24.11亿，较年初增长72%，增速略低于营收增长。报告期末公司应收账款周转天数为203.5天，较2015年略有下降。现金流方面，公司经营活动现金流为12.75亿，同比增长145%；由于产能扩建，资本性支出增加，投资活动现金流为-18.4亿；公司通过借款等筹资方式，取得筹资活动现金流9.03亿，报告期末公司账面现金为23.06亿，是营业收入的48.5%。
- **动力电池价格下滑叠加客车企业调整，公司一季度业绩预计同比下滑28.15%-41.21%，低于市场预期，我们判断随着二季度**

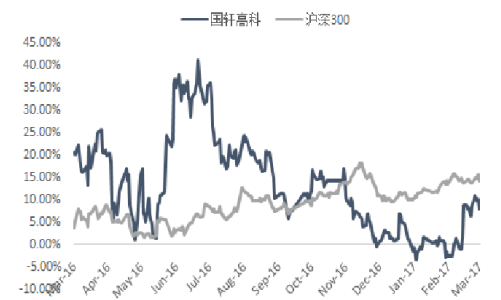
首席证券分析师曾朵红

S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199789

股价表现



市场数据

收盘价(元)	33.19
一年最低价/最高价	29.7/34.04
市净率(倍)	7.95
流通A股市值(百万元)	15666

基础数据

每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	61.23
总股本(百万股)	877.60
流通A股(百万股)	472.02

相关研究

- 《拟定增36亿加码锂电主业，大股东高比例认购彰显强烈信心》
2016-11-14
- 《业绩翻倍增长复合预期，期待三元放量助推业绩》2016-08-23
- 《业绩增长符合预期，产能投放动力十足》2016-08-02

新能源汽车销量大幅好转，公司业绩将改善。目前市场主流磷酸铁锂价格已降低至 1.7-1.8 元/Wh，较去年降幅达到 20%，原材料及制造费用成本相应有 12% 的下降空间，剩余部分需电池企业承担，因此电池企业毛利率受到较大冲击。同时，国轩高科磷酸铁锂电池主要配套客车，而客车企业为获得 1.2 倍补贴，对配套电池进行调整，因此一季度处于调整期，公司磷酸铁锂出货量同比下滑明显。而随着客车企业调整完毕（月初第二批推广目录中，高能量密度客车占比达到 54%），二季度客车企业产量将大幅好转，且目前公司在手订单充足，今年新开拓宇通、北汽福田等客户，全年看公司磷酸铁锂电池有望保持平稳增长。三元方面，公司于 2016 年下半年投产 2GWh 产能，目前已稳定生产，3 月份已开始大批量供货，主要配套北汽 EC180。EC180 车 2017 年目标销量 7-8 万辆，而公司为其两家电池供应商之一，有望获得 50% 的份额（对应 0.7gWh 电池）。其余配套车企包括奇瑞、众泰等，因此全年三元电池出货量有望达到 1.5GWh。

■ **终止非公开发行股票，拟以配股方式募集资金不超过 36 亿。**公司于 2016 年 11 月通过非公开发行预案，拟以 31.18 元/股向 8 名特定对象发行不超过 1.15 亿股，募资资金 36 亿。由于定增融资管理趋严，公司终止此次定增，拟以总股数为基数，按照每 10 股配售不超过 3 股向全体股东配售，假设本次配股比例为每 10 股配售 3 股，本次配售股份数量为 2.63 亿股，发行完成后，公司股本将增加至 11.41 亿股。按照配售 2.63 亿股，募资资金 36 亿测算，此次配售股价格为 13.67 元/股。此次配售拟募资的 36 亿用于公司 12 亿 AH 动力电池产能建设，正负极、充电设施、动力总成控制系统等项目。

■ **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 13.05 亿、15.94 亿、17.88 亿元，EPS 为 1.49/1.82/2.04 元，同比增长 27/22/12%，对应 PE 为 22.3/18.3/16.3。考虑到公司为动力电池龙头企业，且后续三元产能逐步爬坡，给以目标价 39 元，对应 2017 年 26 倍 PE，维持买入评级。

■ **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司动力电池出货量不达预期，电池产品价格下滑幅度超预期。

附录

图表 1：国轩高科 2016 年分行业营收情况

分行业/产品	营业收入	毛利率 (%)	营收同比	毛利率同比
锂电池电池组	40.74	48.71%	91.00%	-0.01%
输配电设备	6.11	30.73%	10.78%	3.43%
合计	47.58	46.93%	73.30%	1.54%

图表 2：国轩高科 2016 年单季度业绩情况

	一季度	二季度	三季度	四季度
营业收入(亿)	11.74	12.25	10.23	13.35
-同比	813.9%	60.5%	68.5%	7.1%
毛利率	50.9%	44.6%	49.1%	43.9%
归母净利润 (亿)	3.06	2.27	2.04	2.93
-同比	3201.6%	7.3%	83.8%	16.2%
净利率	26.1%	22.3%	21.6%	21.7%

图表 3：国轩高科 2016 年动力电池模组情况 (分上下半年)

	动力电池模组营收 (亿)	营收同比	毛利率	毛利率同比
1H2016	19.97	162.47%	50.34%	-1.21%
2H2016	20.77655	51.2%	47.13%	0.00%

图表 4：国轩高科 2016 年费用率情况

项目	规模 (亿)	规模同比	费用率	费用	主要科目说明
管理费用	5.78	112.0%	12.1%	2.2%	研发费用为 3.3 亿, 同比增
销售费用	3.83	82.0%	8.0%	0.3%	质保及售后服务费用为 2.
财务费用	0.42	93.0%	0.9%	0.1%	

附盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,908	8,744	12,507	15,615	营业收入	4,758	7,876	10,487	13,020
现金	2,306	2,363	3,146	3,906	营业成本	2,525	4,819	6,664	8,578
应收账款	2,411	4,083	5,344	6,635	营业税金及附加	31	51	68	85
其他应收款	35	35	35	35	销售费用	383	606	766	911
预付账款	107	204	283	364	管理费用	578	882	1,112	1,328
存货	630	1,241	2,149	2,779	财务费用	42	42	56	68
其他	419	819	1,550	1,897	资产减值损失	93	66	95	97
非流动资产	4,307	4,988	5,335	5,445	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	34	34	34	34	投资净收益	-1	10	20	20
固定资产	2,604	3,054	3,462	3,684	营业利润	1,106	1,420	1,747	1,973
无形资产	448	439	528	517	营业外收入	98	110	120	115
其他	1,220	1,461	1,310	1,210	营业外支出	7	10	10	5
资产总计	10,215	13,732	17,843	21,061	利润总额	1,197	1,520	1,857	2,083
流动负债	4,314	6,581	9,494	11,399	所得税	165	209	255	286
短期借款	846	655	1,580	1,431	净利润	1,033	1,311	1,602	1,797
应付账款	1,710	3,263	4,513	5,809	少数股东损益	2	7	8	9
其他	1,757	2,662	3,402	4,159	归属母公司净利润	1,031	1,305	1,594	1,788
非流动负债	1,941	1,941	1,941	1,941	EBITDA	1,296	1,672	2,055	2,331
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.17	1.49	1.82	2.04
其他	1,488	1,488	1,488	1,488					
负债合计	6,255	8,522	11,435	13,340	主要财务比率				
少数股东权益	24	31	39	48	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	876	878	878	878	成长能力				
资本公积	1,281	1,306	1,332	1,332	营业收入	73.3%	65.5%	33.2%	24.2%
留存收益	2,043	2,995	4,159	5,464	营业利润	73.3%	28.4%	23.0%	13.0%
归属母公司股东权益	3,936	5,179	6,368	7,673	归属于母公司净利润	76.3%	26.6%	22.1%	12.2%
负债和股东权益	10,215	13,732	17,843	21,061	获利能力				
					毛利率(%)	46.9%	38.8%	36.5%	34.1%
					净利率(%)	21.7%	16.6%	15.3%	13.8%
					ROE(%)	26.2%	25.2%	25.0%	23.3%
					ROIC(%)	34.4%	21.9%	19.7%	19.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	61.2%	62.1%	64.1%	63.3%
					净负债比率	20.8%	13.0%	17.8%	14.1%
					流动比率	1.37	1.33	1.32	1.37
					速动比率	1.22	1.14	1.09	1.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.57	0.57	0.59
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	1.48	1.48	1.48	1.48
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.17	1.49	1.82	2.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.40	1.02	2.10
					每股净资产(最新摊薄)	4.49	5.90	7.26	8.74
					估值比率				
					P/E	28.25	22.32	18.28	16.29
					P/B	7.40	5.62	4.57	3.80
					EV/EBITDA	24	18	15	13

资料来源：东吴证券研究所，公司报表，单位：百万元

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

