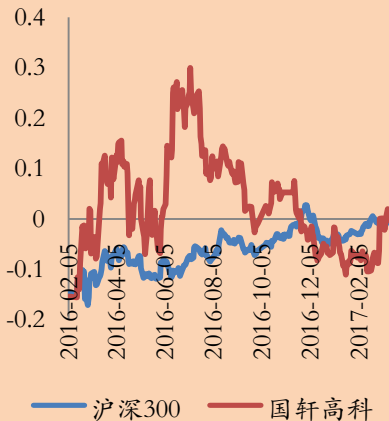




## 国轩高科 (002074)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-03-20



吴海滨

0551-65161836

wllvswhb@163.com

S0010512090001

联系人

徐程晨

0551-65161836

xucc1990@126.com

# 年度业绩符合预期 一季度预报短 暂下滑

2016 年公司实现营业收入 475,793.19 万元, 同比上升 73.30%; 实现归属于母公司所有者的净利润 103,093.97 万元, 同比上升 76.35%。公司同时公布 2017 年一季度业绩预告, 归母净利润在 18000 万元—22000 万元, 同比下降 41.21%—28.15%。

### 业绩符合预期 技术升级、布局上下游应对行业变化

受益于 2016 年新能源汽车产量 52% 的快速增长, 公司实现了营收和归母净利润同比都超过 70% 的增长。这也符合公司在动力锂电池第一梯队的市场地位, 业绩也符合我们的预期。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。同时公司拟募集资金实现 12 亿 Ah 的扩产以及进一步整合上下游产业链资源, 包括建设正负极材料、充电设施、电动汽车动力总成控制系统生产线, 募集方式也从年初的非公开发行改为配股发行。在面对上游涨价下游压价两面夹击的形势下, 公司一方面从电芯到 PACK 不断提高自动化程度以降低生产成本, 同时另一方面加快产品技术升级, 磷酸铁锂电池组能量密度能达到新能源汽车非快充纯电动客车补贴的最高额度要求, 三元电池通过建设正极材料生产线消化部分上游涨价压力的同时将能量密度提升 10%。

### 一季度预报业绩下滑 随市场回暖业绩有望回归正轨

公司一季度预报出现了大幅下滑, 这主要受年初新能源汽车市场遇冷的影响。2016 年前 5 批新能源汽车推荐目录名单推倒重审, 补贴退坡尤其是客车补贴最高额度退坡幅度达到 50%, 使得 1 月份新能源汽车产销量下滑明显。加之今年前两批推荐目录车型中搭载公司电池组的车型少, 去年同期基数较高, 所以公司业绩下滑明显。2 月份在乘用车的强势反弹下, 市场开始回暖; 从工信部公示的第 294 批机动车辆申报名单来看, 新能源客车成本批目录的主力车型, 而本批公司覆盖的车型数量达 50 种, 同时 4、5 月是公交集团招标集中期, 公司的业绩有望回归正轨。2 月份公司与中通客车签署了采购合同, 中通客车拟向公司采购 5700 套电池组系统, 总金额超过 13 亿元, 占 2016 年营收 28%, 实现开门红, 此外公司在去年与南京金龙的合同中有 5.01 亿元尚未履行。

### 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

公司是动力锂电池重要供应商, 未来受益于新能源汽车快速增长, 以

及公司产能扩展、技术升级，考虑到公司配股计划，预计 2017-2019 年实现归母净利润 14.44/20.02/22.74 亿元，EPS1.27/1.76/2.00 元/股，我们给予“增持”评级。

**盈利预测：**

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4758	8574	12051	14200
收入同比(%)	73%	80%	41%	18%
归属母公司净利润	1031	1444	2002	2274
净利润同比(%)	76%	40%	39%	14%
毛利率(%)	46.9%	39.9%	39.9%	38.8%
ROE(%)	26.1%	17.0%	19.1%	17.9%
每股收益(元)	1.17	1.27	1.76	2.00
P/E	28.25	26.18	18.89	16.62
P/B	7.40	3.43	2.78	2.29
EV/EBITDA	20	17	12	10

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	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5,908	12,763	16,258	20,560	<b>营业收入</b>	4,758	8,574	12,051	14,200
现金	2,306	5,587	6,282	8,892	营业成本	2,525	5,153	7,243	8,693
应收账款	2,445	4,432	6,273	7,351	营业税金及附加	31	68	87	107
其他应收款	35	70	155	134	销售费用	383	673	958	1,122
预付账款	107	203	374	545	管理费用	578	945	1,396	1,605
存货	630	1,568	2,006	2,407	财务费用	42	29	(2)	(27)
其他流动资产	384	902	1,168	1,230	资产减值损失	93	106	108	118
<b>非流动资产</b>	4,307	5,190	6,610	6,200	公允价值变动收益	0	3	(2)	0
长期投资	34	0	0	0	投资净收益	(1)	0	0	0
固定资产	2,604	3,877	5,251	4,878	<b>营业利润</b>	1,106	1,602	2,260	2,581
无形资产	448	418	390	364	营业外收入	98	100	100	100
其他非流动资产	1,220	895	969	957	营业外支出	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	10,215	17,953	22,868	26,760	<b>利润总额</b>	1,197	1,702	2,360	2,681
<b>流动负债</b>	4,314	6,807	9,740	11,398	所得税	165	255	354	402
短期借款	627	10	0	0	<b>净利润</b>	1,033	1,447	2,006	2,279
应付账款	1,710	3,330	4,793	5,686	少数股东损益	2	3	4	5
其他流动负债	1,976	3,466	4,947	5,713	<b>归属母公司净利润</b>	1,031	1,444	2,002	2,274
<b>非流动负债</b>	1,941	2,623	2,630	2,630	EBITDA	1,276	1,923	2,659	2,953
长期借款	454	454	454	454	EPS (元)	1.17	1.27	1.76	2.00
其他非流动负	1,488	2,170	2,176	2,176					
<b>负债合计</b>	6,255	9,430	12,370	14,028					
少数股东权益	24	27	31	36					
股本	876	1,139	1,139	1,139					
资本公积	1,281	3,934	3,934	3,934					
留存收益	2,043	3,422	5,394	7,623					
归属母公司股东权	3,936	8,495	10,467	12,696					
<b>负债和股东权益</b>	10,215	17,953	22,868	26,760					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	73.30%	80.20%	40.56%	17.83%
营业利润	73.25%	44.83%	41.04%	14.22%
归属于母公司净利润	76.35%	40.06%	38.63%	13.62%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	46.93%	39.90%	39.90%	38.78%
净利率(%)	21.67%	16.84%	16.61%	16.02%
ROE(%)	26.08%	16.98%	19.11%	17.90%
ROIC(%)	94.43%	71.76%	51.51%	43.49%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	61.23%	52.53%	54.09%	52.42%
净负债比率(%)	20.40%	-7.42%	17.93%	17.27%
流动比率	1.37	1.87	1.67	1.80
速动比率	1.22	1.64	1.46	1.59
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.61	0.59	0.57
应收账款周转率	2.50	2.53	2.30	2.13
应付账款周转率	3.61	3.40	2.97	2.71
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.17	1.27	1.76	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	1.67	2.94	3.13
每股净资产(最新摊薄)	4.48	9.68	11.93	14.47
<b>估值比率</b>				
P/E	28.3	26.2	18.9	16.6
P/B	7.4	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	19.80	17.26	12.23	10.14

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1,275	1,462	2,580	2,751
净利润	1,033	1,444	2,002	2,274
折旧摊销	148	292	401	399
财务费用	41	29	(2)	(27)
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	743	(415)	70	(19)
其他经营现金	(690)	112	110	123
<b>投资活动现金流</b>	(1,840)	(1,173)	(1,798)	(0)
资本支出	0	(1,800)	(1,800)	0
长期投资	(34)	34	0	0
其他投资现金	(1,805)	593	2	(0)
<b>筹资活动现金流</b>	903	2,788	(16)	3
短期借款	283	(617)	(10)	0
长期借款	306	0	0	0
普通股增加	(0)	263	0	0
资本公积增加	14	2,652	0	0
其他筹资现金	301	489	(5)	3
<b>现金净增加额</b>	338	3,077	767	2,754

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。