

2017年03月20日

国轩高科 (002074.SZ)

公司快报

定增改配股募资 36 亿元，三元产能渐释放促业绩持续增长

投资要点

- ◆ **事件**：3月18日，公司公布2016年年报，全年实现营业收入47.58亿元，同比增长73.30%；归母净利润10.31亿元，同比增长76.35%，每股收益1.19元。公司拟每10股派发现金股利1.5元（含税）。公司预计今年第一季度归母净利润为1.8亿元-2.2亿元，同比下降41.21%-28.15%。
- ◆ **定增改配股募集资金36亿元，用于12亿Ah高比能动力锂电池项目**：受政策影响，公司公告终止于16年11月公布的定增预案，转而以向原股东配股方式募集36亿元，建设内容不变，其中19.5亿元仍用于建设合肥国轩，青岛国轩和南京国轩的动力锂电池项目，占总募集资金的54.17%。预计达产后合肥、青岛、南京国轩累计可年产12亿Ah高动力锂电，预计全部达产有望每年贡献60亿收入，净利润9.91亿元。公司现有动力锂电产能5.5GWh，通过产线改造及新建，有望于年中达到8GWh产能，目前除了合肥三元锂电产线正逐步切换至622材料，产能正在爬坡外，其他产线已到位生产，预计二季度出货量环比快速增加，预计全年产量5-5.5GWh。
- ◆ **动力锂电产销两旺，加速横向纵向拓展产业链**：16年公司动力锂电业务收入40.75亿元，同比增90.84%，占总营收比例85.64%；公司的动力锂电产量和销量均在15年基础上翻番，分别高达6.36亿Ah、6.19亿Ah。16年公司的动力锂电产品主要为磷酸铁锂电池，面向商用车领域客户，目前子公司合肥国轩正在进行测试622三元电池，二季度测试完毕可批量供货，将优先供应价格更高的乘用车厂商，如北汽、奇瑞、宇通。物流车供应后续会上，主要供应给东风、北汽、上汽大通厂商。此外，公司与安凯客车、中通客车、南京金龙等商用车客户形成战略合作关系，参与了北汽新能源增资扩股，加强与下游客户的合作。未来公司将通过自产原材料达到降本的目的，今年毛利率有望维持在40%以上。预计三元锂电正极材料明年5月份可完成自给，隔膜预计二季度可投产，一期产能8000万平方米，达到部分自给，未来有望继续扩充隔膜产能，进一步增强公司的盈利水平。
- ◆ **与中通客车签订13亿元动力锂电大单，将大幅增厚17年公司业绩**：3月1日，公司公告于2月27日与中通客车签署《2017年动力电池采购合同》，中通客车拟向合肥国轩采购纯电动客车5700套动力电池组，合同总金额13.3亿元，相当于总收入的28%。该合同将根据交付计划按月分批交付锂电产品，今年会交货完毕。此外，16年2月与南京金龙客车签订的采购合同尚有5亿元订单待履行，公司还有来自下游客户直接采购订单并未以合同形式签订，因此已形成订单总额会高于目前的18.3亿元，相当于16年营业收入的38%，加上在专用车出货量的增加，预计公司今年业绩将实现持续增长。
- ◆ **投资建议**：终止定增改配股募集资金，动力锂电产线如期投建。公司在客车领域业务稳固，中通金龙大单保增长无忧，商用车和专用车进一步开拓，保证新增产能的消纳。预计公司2017-2019年EPS分别为1.73、2.15、2.38元，对应PE分别为

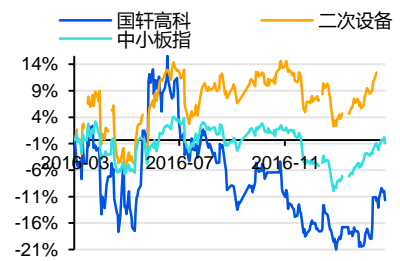
电力设备 | 二次设备 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6个月目标价 45元
 股价(2017-03-20) 31.81元

交易数据

总市值(百万元) 29,127.54
 流通市值(百万元) 15,666.33
 总股本(百万股) 877.60
 流通股本(百万股) 472.02
 12个月价格区间 29.12/44.28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	6.45	3.78	-2.18
绝对收益	11.0	7.55	-0.26

分析师

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

报告联系人

陈雁冰
 chenyanbing@huajinsc.cn
 021-20655676

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsc.cn
 021-20655796

相关报告

国轩高科：定增36亿元，深入布局新能源汽车产业链 2016-11-15
 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年再添20亿大订单！ 2016-03-01
 国轩高科：三季报业绩持续高增长，锂电池

19.2、15.4、13.9 倍，继续给予“买入-A”评级，6 个月目标价 45 元。

◆ **风险提示：**新能源汽车推广不达预期、市场竞争加剧、原材料价格波动

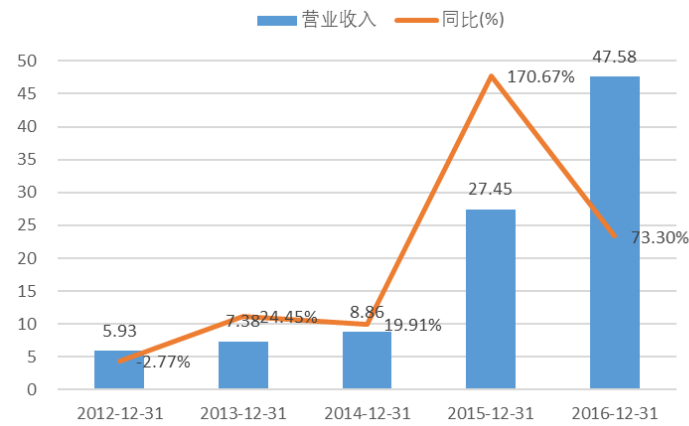
财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,745.5	4,757.9	8,652.4	11,680.8	14,951.4
同比增长(%)	210.0%	73.3%	81.9%	35.0%	28.0%
营业利润(百万元)	638.5	1,106.2	1,703.3	2,128.0	2,327.1
同比增长(%)	1523.4%	73.3%	54.0%	24.9%	9.4%
净利润(百万元)	584.6	1,030.9	1,515.0	1,888.6	2,091.3
同比增长(%)	1453.1%	76.3%	47.0%	24.7%	10.7%
每股收益(元)	0.67	1.17	1.73	2.15	2.38
PE	49.8	28.3	19.2	15.4	13.9
PB	9.7	7.4	5.7	4.3	3.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

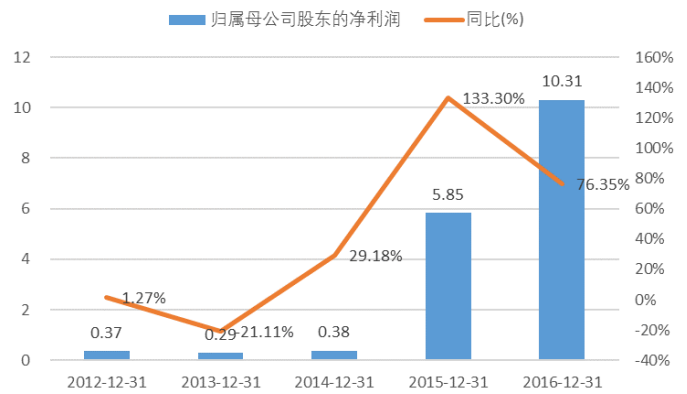
龙头展望产业链纵向一体化 2015-11-05

图 1：公司历年营业收入（亿元）及总营收同比（%）



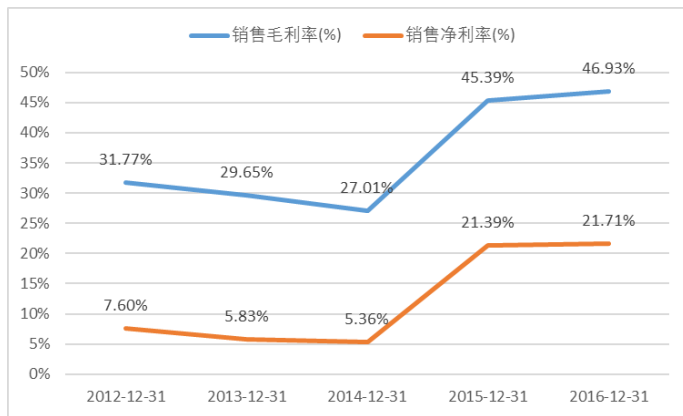
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润（亿元）及同比增速（%）



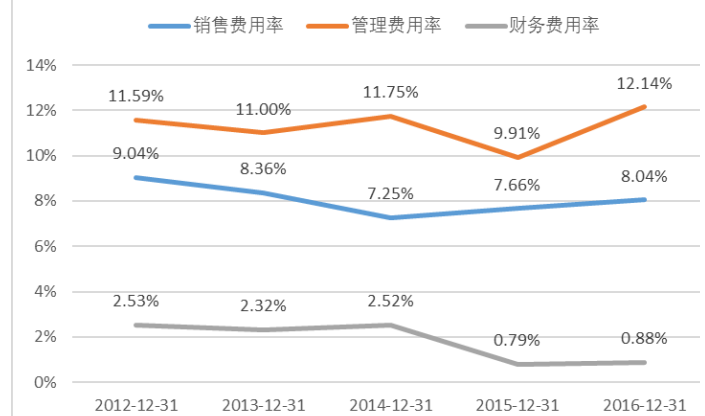
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：销售毛利率（%）与销售净利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：三费率指标(%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,745.5	4,757.9	8,652.4	11,680.8	14,951.4
减:营业成本	1,499.4	2,525.3	5,096.3	7,113.6	9,568.9
营业税费	25.7	30.9	90.0	116.8	134.0
销售费用	210.4	382.7	709.5	963.7	1,220.7
管理费用	272.0	577.6	960.4	1,308.2	1,689.5
财务费用	21.8	42.0	37.3	-28.0	-64.7
资产减值损失	79.9	92.7	59.1	77.2	76.3
加:公允价值变动收益	-	-	3.0	-2.0	0.3
投资和汇兑收益	2.1	-0.6	0.5	0.7	0.2
营业利润	638.5	1,106.2	1,703.3	2,128.0	2,327.1
加:营业外净收支	41.8	91.3	50.7	61.2	67.7
利润总额	680.2	1,197.4	1,754.1	2,189.2	2,394.8
减:所得税	92.9	164.6	236.8	295.5	299.4
净利润	584.6	1,030.9	1,515.0	1,888.6	2,091.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,010.7	2,306.3	692.2	4,690.0	4,643.3
交易性金融资产	-	-	3.0	1.0	1.3
应收帐款	1,465.6	2,445.3	4,812.3	4,379.4	7,819.4
应收票据	433.7	305.1	677.0	1,005.6	1,051.9
预付帐款	64.3	107.1	149.6	251.2	305.6
存货	488.6	630.3	1,713.5	1,442.6	2,852.9
其他流动资产	93.0	113.7	69.0	91.9	91.5
可供出售金融资产	22.3	547.5	190.0	253.3	330.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	34.4	34.4	34.4	34.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,220.1	2,604.2	2,528.4	2,452.6	2,376.8
在建工程	138.3	117.8	117.8	117.8	117.8
无形资产	226.2	448.1	435.6	423.1	410.6
其他非流动资产	550.4	554.9	379.7	481.0	464.7
资产总额	6,713.3	10,214.7	11,802.5	15,623.8	20,500.5
短期债务	344.0	627.0	205.3	-	-
应付帐款	1,265.8	2,369.5	3,205.7	5,236.3	6,629.9
应付票据	539.9	754.5	1,655.7	1,759.5	2,915.2
其他流动负债	595.0	562.6	861.7	775.4	1,104.6
长期借款	148.0	453.5	-	-	-
其他非流动负债	778.6	1,487.6	760.7	1,009.0	1,085.8
负债总额	3,671.2	6,254.7	6,689.2	8,780.2	11,735.4
少数股东权益	26.0	24.3	26.6	31.6	35.8
股本	876.4	876.1	877.6	877.6	877.6
留存收益	2,411.1	3,324.4	4,209.1	5,934.4	7,851.7
股东权益	3,042.1	3,960.0	5,113.3	6,843.6	8,765.1

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	587.3	1,032.9	1,515.0	1,888.6	2,091.3
加:折旧和摊销	67.8	147.5	88.3	88.3	88.3
资产减值准备	79.9	92.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	3.0	-2.0	0.3
财务费用	21.1	41.0	37.3	-28.0	-64.7
投资损失	-2.1	0.6	-0.5	-0.7	-0.2
少数股东损益	2.7	1.9	2.3	5.0	4.2
营运资金的变动	294.9	797.7	-2,241.1	2,432.0	-2,001.3
经营活动产生现金流量	520.4	1,274.7	-595.8	4,383.3	117.9
投资活动产生现金流量	-499.6	-1,839.6	371.5	-68.3	-77.5
融资活动产生现金流量	1,110.5	903.2	-1,389.7	-317.3	-87.1

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	210.0%	73.3%	81.9%	35.0%	28.0%
营业利润增长率	1523.4	73.3%	54.0%	24.9%	9.4%
净利润增长率	1453.1	76.3%	47.0%	24.7%	10.7%
EBITDA 增长率	730.9%	75.4%	43.3%	19.6%	7.4%
EBIT 增长率	970.5%	73.9%	51.6%	20.6%	7.7%
NOPLAT 增长率	1038.3	73.7%	52.0%	20.6%	9.0%
投资资本增长率	67.2%	78.1%	123.6%	-62.2%	121.2%
净资产增长率	478.6%	30.2%	29.1%	33.8%	28.1%
盈利能力					
毛利率	45.4%	46.9%	41.1%	39.1%	36.0%
营业利润率	23.3%	23.2%	19.7%	18.2%	15.6%
净利润率	21.3%	21.7%	17.5%	16.2%	14.0%
EBITDA/营业收入	26.5%	26.8%	21.1%	18.7%	15.7%
EBIT/营业收入	24.0%	24.1%	20.1%	18.0%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	61.2%	56.7%	56.2%	57.2%
负债权益比	120.7%	157.9%	130.8%	128.3%	133.9%
流动比率	1.66	1.37	1.37	1.53	1.57
速动比率	1.48	1.22	1.08	1.34	1.31
利息保障倍数	30.30	27.34	46.68	-74.93	-34.98
营运能力					
固定资产周转天数	105	145	107	77	58
流动营业资本周转天数	24	10	39	20	13
流动资产周转天数	352	396	292	308	345
应收帐款周转天数	126	148	151	142	147
存货周转天数	42	42	49	49	52
总资产周转天数	524	640	458	423	435
投资资本周转天数	111	111	127	89	62
费用率					
销售费用率	7.7%	8.0%	8.2%	8.3%	8.2%
管理费用率	9.9%	12.1%	11.1%	11.2%	11.3%
财务费用率	0.8%	0.9%	0.4%	-0.2%	-0.4%
三费/营业收入	18.4%	21.1%	19.7%	19.2%	19.0%
投资回报率					
ROE	19.4%	26.2%	29.8%	27.7%	24.0%
ROA	8.7%	10.1%	12.9%	12.1%	10.2%
ROIC	90.1%	93.6%	79.9%	43.1%	124.4%
分红指标					
DPS(元)	0.15	0.15	0.31	0.26	0.29
分红比率	22.5%	12.7%	18.0%	12.0%	12.0%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.9%	0.8%	0.9%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.67	1.17	1.73	2.15	2.38
BVPS(元)	3.44	4.48	5.80	7.76	9.95
PE(X)	49.8	28.3	19.2	15.4	13.9
PB(X)	9.7	7.4	5.7	4.3	3.3
P/FCF	69.6	30.7	-16.2	6.7	158.2
P/S	10.6	6.1	3.4	2.5	1.9
EV/EBITDA	37.3	21.2	15.4	10.9	10.2
CAGR(%)	47.7%	26.6%	217.4%	47.7%	26.6%
PEG	1.0	1.1	0.1	0.3	0.5
ROIC/WACC	8.6	8.9	7.6	4.1	11.9

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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

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