

节能环保小组

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩符合预期 技术驱动公司发展

——国轩高科（002074）年报点评

证券研究报告-年报点评

增持（维持）

发布日期：2017年03月21日

报告关键要素：

2016年，公司业绩基本符合预期。公司业绩增长主要受益于新能源汽车行业增长，且公司在动力电池领域具备技术、规模与客户优势；公司盈利能力提升受益于产品结构优化。我国新能源汽车仍将高增长，动力电池看好三元电池发展前景。长期注重研发投入和持续创新为公司发展提供了支撑，预计动力电池业绩将持续增长，同时重点关注公司配股发行进展。暂不考虑配股影响，预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为1.50元与1.87元，按03月20日31.81元收盘价计算，对应的PE分别为21.25倍与17.03倍。目前估值相对行业水平合理，维持公司“增持”投资评级。

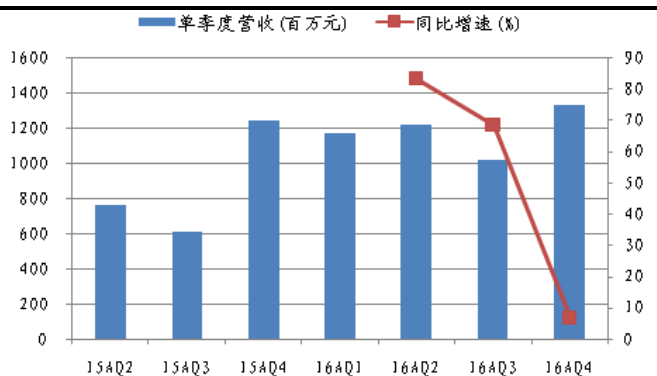
事件：

- **国轩高科(002074)公布2016年年报及17年一季度业绩预告。**2016年，公司实现营业收入47.58亿元，同比增长73.20%；实现营业利润11.06亿元，同比增长73.25%；实现归属于上市公司股东的净利润10.31亿元，同比增长76.35%，基本每股收益1.19元，利润分配预案为每10股派息1.50元(含税)。公司预计17年一季度归属于上市公司股东的净利润为1.80-2.20亿元，同比下降41.21-28.15%。

点评：

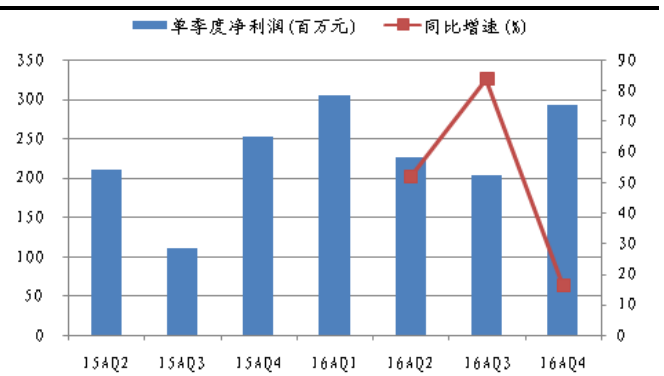
- **业绩增长受益于新能源汽车行业增长。**2016年，公司实现营业收入47.58亿元，同比增长73.60%，净利润10.31亿元，同比增长76.35%，公司业绩增长主要受益于我国新能源汽车行业增长导致公司产品销量增长所致。单季度业绩显示：公司产品具备一定季节因素，其中四季度为旺季。2016年，公司资产减值损失9271万元，同比增长16.07%；营业外收入9798万元，同比增长108.24%。另外，公司预计17年一季度归属于上市公司股东的净利润为1.80-2.20亿元，同比下降41.21-28.15%，业绩下滑主要受累于我国新能源汽车行业政策调整，公司下游客户短期订单受影响。

图1：2015-16年公司单季度营收及增速



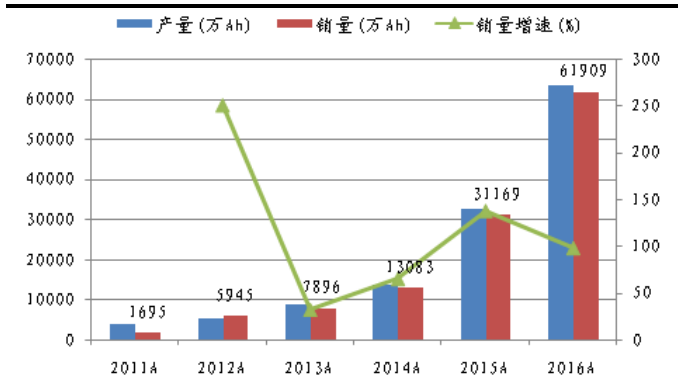
数据来源：Wind，中原证券

图2：2015-16年公司单季度净利润及增速



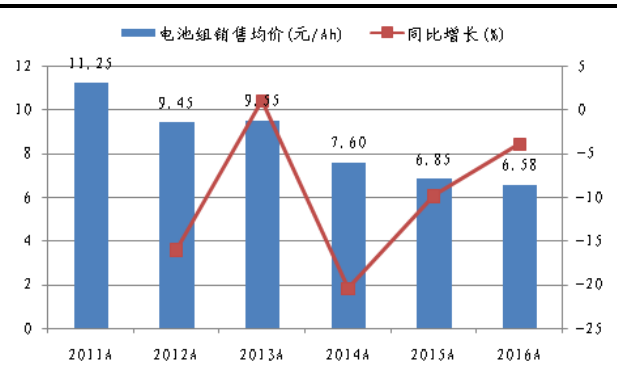
数据来源：Wind，中原证券

图3：2011-16年公司电池组产量、销量及销量增速



数据来源：公司公告，中原证券

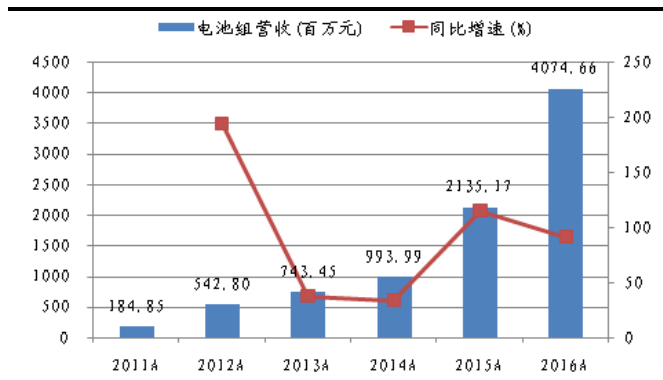
图4：2011-16年公司电池组销售均价



数据来源：公司公告，中原证券

公司动力锂电池业绩持续高增长 预计增长持续。2011年以来，公司电池组产量和销量持续大幅增长，如2011年产量和销量分别为3811和1695万Ah，2016年大幅增至63571万Ah和61909万Ah，16年销量同比大幅增长98.62%，2011-16年间销量复合增长率为105.36%，销量持续高增长主要基于两点：一是我国新能源汽车行业持续高增长；二是公司在新能源汽车动力电池领域具备技术、规模与客户优势，且产能持续释放，至16年底公司动力电池产能约5.5GWh，预计17年年中将达8GWh。公司电池组销售均价显示：2011年以来，产品价格总体持续下滑，符合行业发展趋势，2016年电池组销售均价为6.58元/Ah，同比下滑3.92%，下降原因主要在于行业竞争加剧、上游部分原材料价格下降，以及规模效应逐步显现。由于2017年新能源汽车补贴大幅下滑，新能源汽车企业面临较大的压力，预计整车压力也将传导至动力电池领域，且动力电池行业竞争进一步加剧，部分领域出现产能过剩情况，预计17年新能源汽车动力电池将承受较大的降价压力。

图5：2011-16年公司动力电池组营收及增速



数据来源：公司公告，中原证券

受益于产品销量持续高增长，公司动力电池业绩持续大幅增长，2011年公司动力电池组营收1.85亿元，16年大幅增至40.75亿元，2011-16年间营收复合增长率为85.63%，其中16年同比大幅增长90.84%。预计17年公司动力电池营收将持续增长，增长主要基于公司长期注重研发投入，以及受益于我国新能源汽车行业增长，且已形成一批战略性合作客户，主要包括上汽集团、北汽新能源、中通客车、南京金龙、安凯客车、江淮汽车等。

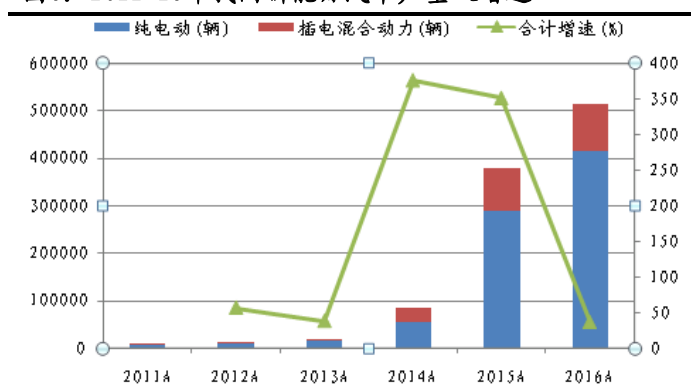
长期研发投入与技术创新为公司发展提供支撑。以“专注技术驱动 成为全球能源储存和应用产业的领导者”作为企业发展愿景，为此公司长期注重研发投入和加强全球研发平台建设，2016年研发投入3.30亿元，同比增长143.92%，在公司营收中占比6.93%；美国研究院在乘用车BMS研发方面取

得重大技术突破；日本筑波研究院正式成立，主要聚焦于材料、电池及前瞻技术开发；在产品开发方面，成功开发出VDA标准的三元电池，开发了北汽C10、奇瑞S15、众泰M12E等乘用车，为17年乘用车市场稳定供应奠定了基础；建设完成三元电池(NCM)产线并量产，且三元电池单体电芯能量密度提升至200Wh/Kg，磷酸铁锂电池单芯提升至160Wh/Kg，为公司业绩增长提供了技术保障。至16年底，公司累计承担科技部“新能源汽车”重点专项项目、国家发改委增强制造业核心竞争力专项、工信部智能制造项目、3项“863”项目、2项国家火炬计划项目、3项新能源汽车产业创新工程项目、1项科技型中小企业创新基金项目，其中16年先后获得国家科技部、发改委、工信部三部委专项资金支持，获批建设安徽省院士工作站。依托技术与产品品质优势，16年公司分别与中通客车、南京金龙签署了10.37亿元和10.58亿元采购合同，至16年底二者分别履行10.14亿元和5.57亿元。17年2月，公司与中通客车再次签署动力电池采购合同，合同金额为13.29亿元，较15年增长28.16%，对应5700套动力电池组，均价为23.31万元/套。

我国新能源汽车行业将持续增长 看好三元动力电池发展前景。近年来，受益于国家政策大力扶持及行业技术进步，我国新能源汽车持续高速发展，我国新能源汽车产量由11年的8169辆增至16年的51.7万辆，其中15年同比增长36.41%。受行业骗补事件影响，16年我国新能源汽车发展总体不及预期。同时，为实现行业可持续发展，我国新能源汽车补贴自17年开始显著下调，且补贴方式由预拨制转变为年度结算制，国家政策导向为支持优势企业通过技术进步和创新来推动行业可持续发展，如对系统能量密度高于120Wh/Kg的动力电池给予超额补贴，而在17年3月工信部印发的《促进汽车动力电池产业发展行动方案》中提出：力争到2020年，系统比能量力争达到260瓦时/公斤、成本降至1元/瓦时以下；动力电池行业总产能超过1000亿瓦时，形成产销规模在400亿瓦时以上、具有国际竞争力的龙头企业。基于国家发展战略及行业技术进步，持续看好我国新能源汽车发展前景，预计17年我国新能源汽车产量约为68万辆。

看好三元动力电池发展前景。受行业骗补事件影响，我国对16年公布的新能源汽车推荐车型目录(1-5批)实行重新申报审核。2017年1月和3月，工信部相继发布了《新能源汽车推广 应用推荐车型目录》(17年第1和2批)：第一批中三元电池70款占比38%，第二批中三元电池55款占比27.3%；下游应用领域看，三元动力电池主要集中于乘用车和物流车领域。值得注意的是，第二批目录中客车领域首次出现了三元电池。结合不同动力电池技术优缺点及我国相关政策导向，预计三元动力电池将逐渐成为新能源汽车主流技术，看好其市场发展前景。

图6：2011-16年我国新能源汽车产量及增速



数据来源：工信部，中汽协，中原证券

关注配股发行进展。受市场监管政策等因素影响，公司终止了16年11月公布的非公开发行A股股票预案。同时基于公司战略发展规划及行业发展前景，公司拟通过配股募集资金来实施相关项目，具体拟按照每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售，以公司截至本预案出具日的总股本877,600,000股为基数测算，本次配售股份数量不超过263,280,000股。配股价格以刊登发行公告前

20个交易日公司股票交易均价为基数，采用市价折扣法确定配股价格。本次配股募集资金不超过36亿元，按此测算对应配股价格约为13.67元/股，投资项目主要包括新一代高比能动力电池产业化项目、年产1万吨高镍三元正极材料和5000吨硅基负极材料等，项目总投资48.45亿元，拟使用募集资金36亿元。配股项目实施总体符合公司发展战略，有助于完善公司产业链布局、增强公司研发实力和综合竞争力，从而进一步提升公司在新能源汽车领域的行业地位。

表 1: 公司配股募集资金投资项目概况

单位: 万元

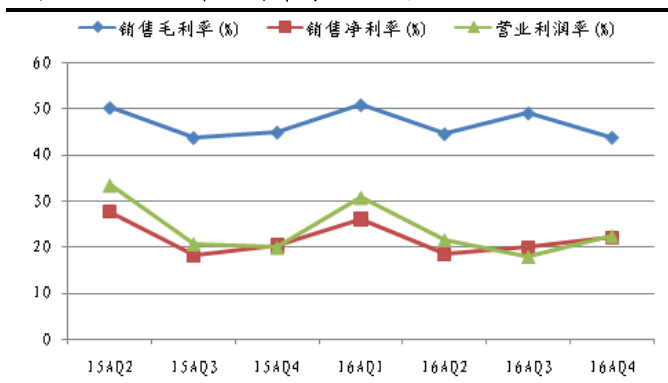
序号	投资项目名称	总投资金额	拟使用募集资金
1	新一代高比能动力电池产业化项目		
1.1	合肥国轩年产 6 亿 Ah 高比能动力电池产业化项目	115,800.97	95,000.00
1.2	青岛国轩年产 3 亿 Ah 高比能动力电池产业化项目	61,090.73	50,000.00
1.3	南京国轩年产 3 亿 Ah 高比能动力电池产业化项目	60,408.60	50,000.00
2	年产 10000 吨高镍三元正极材料和 5000 吨硅基负极材料项目	65,377.75	50,000.00
3	年产 21 万台(套)新能源汽车充电设施及关键零部件项目	38,944.00	30,000.00
4	年产 20 万套电动汽车动力总成控制系统建设项目	36,247.30	25,000.00
5	工程研究院建设项目	106,606.60	60,000.00
	合计	484,475.95	360,000.00

资料来源: 公司公告, 中原证券

输变电业务稳步增长 积极寻求业务转型。2015年, 公司输变电业务实现营收5.52亿元, 在公司营收中占比20.10%; 16年实现营收6.11亿元, 同比增长10.78%, 占比降至12.85%。伴随电力结构调整深入, 清洁能源发电占比将持续提升, 国家已启动智能电网建设, 国内电力需求增长和投资也将放缓, 预计2017年输变电设备制造企业价格竞争激烈局面不会改变, 对公司传统输变电业务总体不乐观。鉴于传统输变电业务市场前景, 公司输变电业务正积极向电力新能源和汽车新能源行业转变, 正加速直流充电桩、车载高压箱及其它配套设备产业化进展, 预计将逐步贡献业绩。

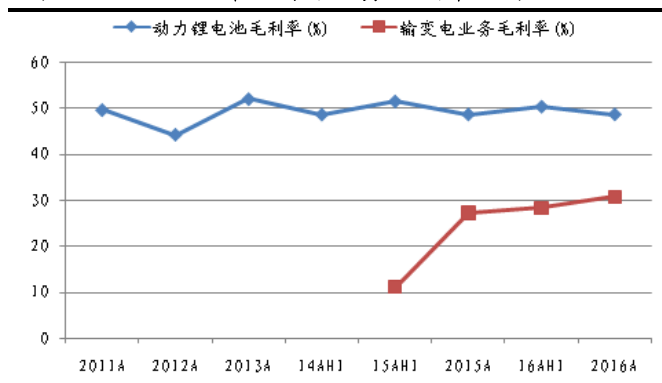
- **盈利能力提升 预计17年承压。**2016年, 公司销售毛利率46.93%, 较15年的45.39%提升了1.54个百分点, 提升主要受益于产品结构变化。具体至分项产品: 动力锂电池业务毛利率为48.71%, 与15年的48.70%基本持平; 输变电业务为30.73%, 同比提升了3.43个百分点。公司长期注重研发投入, 至16年底, 公司累计专利授权600余项, 其中发布专利134项。考虑行业竞争现状, 预计17年盈利能力将承压。

图7: 2015-16年公司单季度盈利能力



数据来源: Wind, 中原证券

图8: 2011-2016年公司分业务毛利率比对



数据来源: 公司公告, Wind, 中原证券

- **三项费用率提升 预计17年总体持平。**2016年, 公司三项费用合计支出10.02亿元, 同比增长98.79%, 对应期间费用率为21.07%, 较15年提升了2.70个百分点。具体至分项费用: 销售费用支出3.83亿元,

同比增长81.92%，主要原因是子公司合肥国轩产销规模大幅增长致销售费用增加；管理费用为5.78亿元，同比增长112.32%，主要系研发费用及员工薪酬增加；财务费用为4199万元，同比增长92.72%，主要原因是公司扩大产能增加了银行贷款。2017年公司业绩将持续增长，预计三项费用率总体基本持平。

- **维持公司“增持”投资评级。**暂不考虑配股影响，预测公司2017年、2018年全面摊薄后EPS分别为1.50元与1.87元，按03月20日31.81元收盘价计算，对应的PE分别为21.25倍与17.03倍。目前估值相对行业水平合理，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期；行业竞争加剧；新能源汽车推广不及预期；系统风险。

盈利预测

	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2745.50	4757.93	6841.89	9411.22
增长比率(%)	210.05	73.30	43.80	37.55
净利润(百万元)	584.61	1030.94	1314.02	1639.27
增长比率(%)	1453.11	76.35	27.46	24.75
每股收益(元)	0.67	1.17	1.50	1.87
市盈率(倍)	47.75	27.08	21.25	17.03

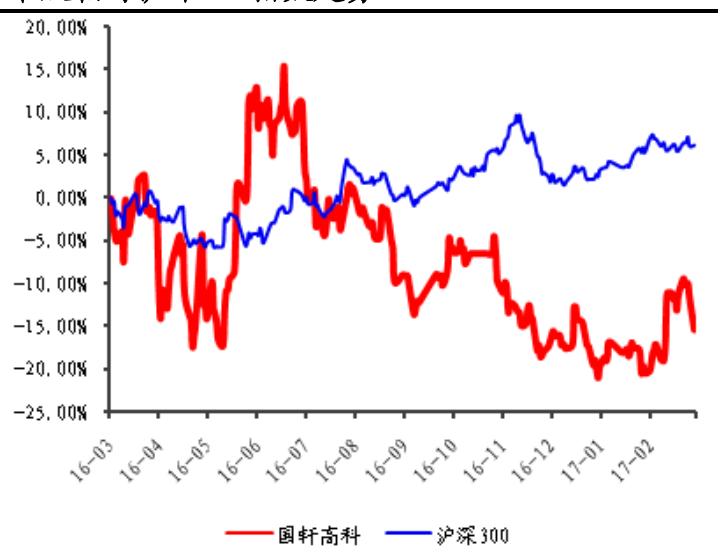
市场数据(2017年03月20日)

收盘价(元)	31.81
一年内最高/最低(元)	44.28/28.97
沪深300指数	3449.61
市净率(倍)	7.09
流通市值(亿元)	150.15

基础数据(2016年12月31日)

每股净资产(元)	4.49
每股经营现金流(元)	1.45
毛利率(%)	46.93
净资产收益率-摊薄(%)	26.19
资产负债率(%)	61.23
总股本/流通股(万股)	87609/46764
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



附：公司利润表

(单位：百万元)

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业总收入	885.51	2745.50	4757.93	6841.89	9411.22
营业成本	646.34	1499.39	2525.27	3779.58	5391.48
营业税金及附加	4.51	25.66	30.89	41.05	54.59
销售费用	64.23	210.38	382.72	547.35	748.19
管理费用	104.07	272.04	577.58	816.92	1119.94
财务费用	22.35	21.79	41.99	58.16	76.23
资产减值损失	4.68	79.88	92.71	126.58	170.34
投资净收益	0.01	2.10	-0.61	3.00	3.00
营业利润	39.33	638.47	1106.16	1475.25	1853.46
营业外收入	20.91	47.05	97.98	60.00	60.00
营业外支出	1.79	5.30	6.73	5.00	5.00
利润总额	58.45	680.22	1197.41	1530.25	1908.46
所得税	10.99	92.92	164.56	214.24	267.18
净利润	47.46	587.31	1032.85	1316.02	1641.27
少数股东损益	9.82	2.69	1.91	2.00	2.00
归属于母公司所有者的净利润	37.64	584.61	1030.94	1314.02	1639.27
基本每股收益(元)	0.15	0.80	1.19	1.50	1.87

资料来源：Wind，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。