



2017年05月02日

证券研究报告/点评报告

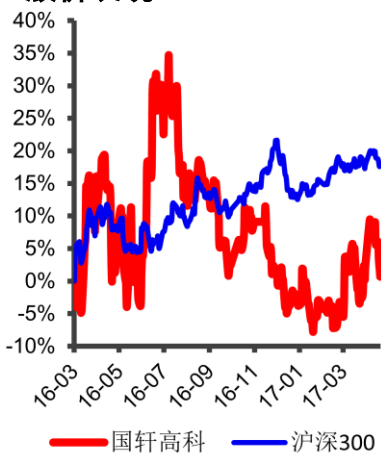
增持(首次)

中压设备/高低压设备/电气设备

基础数据:

总股本	8.78 亿股
流通股本	4.72 亿股
ROE (2016 年)	29.86%
EPS (2016 年)	1.19 元
4月26日收盘价	30.84 元

股价表现:



相关报告:

长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号

深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司

国轩高科 (002074) 一季报点评

——动力锂电龙头，销量提升将抵消降价冲击

投资要点:

◆**动力锂电龙头，全产业链扩张。**公司 2016 年实现营业收入 47.58 亿元，同比增长 73.30%；实现归母净利润 10.31 亿元，同比增长 76.35%；销售毛利率 46.93%，较 2015 年提升 1.54 个百分点。公司目前正在整合锂电上游的正极/负极/隔膜产业链，目前合肥国轩已具备 8000 吨磷酸铁锂正极材料产能，本次配股融资规划建设 10000 吨三元正极材料产能、5000 吨硅基负极材料产能以及 21 万台（套）新能源汽车充电设施项目、20 万套电动汽车动力总成控制系统，加上与星源材质合作的 8000 万 m² 湿法动力锂电隔膜生产线，公司全产业链布局已经初见雏形。

◆**锂电出货价格下降影响毛利率导致一季报经营表现不佳。**2017Q1 公司实现营业收入 11.07 亿元，同比下降 5.68%；实现归母净利润 2.02 亿元，同比下降 34.02%；毛利率 38.15%，相对 2016Q1 下降 12.73 个百分点。同时公司预告 2017H1 净利润区间为 4.35 亿至 5.35 亿元，同比变动-18.47% 至 0.27%。我们认为，公司业绩下滑的主要原因有以下 2 点：一是受新能源汽车产业政策影响，公司短期订单回落，营收有所下滑；二是受到新能源汽车补贴下降影响，公司产品价格下跌导致毛利率出现阶段性下滑。

◆**新能源车销量逐月稳步回升，公司动力锂电出货量有望逐步恢复增长。**1 季度新能源乘用车销量 49477 辆，其中插混 9785 辆、纯电动 39692 辆。其中 1 月份销量 5423 辆、2 月份销量 16521 辆、3 月份销量 27568 辆，整体新能源车销售呈现出逐月上升的格局。公司与北汽、江淮汽车等新能源车企业均有着深入的合作关系，公司磷酸铁锂电池技术也获得了市场各家新能源车企的很高认知度，我们判断，随着行业销量稳步回升，公司动力锂电出货量有望逐步恢复增长。



◆**积极融资扩张产能，确保公司动力锂电龙头地位。**2017年3月18日公司公告将原有定增融资方式改为配股融资，每10股配售不超过3股，拟融资36亿元。根据公司目前扩产规划，2017年底公司动力锂电产能将达到10GWH，至2020年公司的产能扩张目标将达到30GWH。

◆**增资参股北汽新能源，进一步强化上下游产业链整合。**2017年4月26日公司公告通过全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司与北京弘卓资本管理有限公司合作设立宁波梅山保税港区国轩高科新能源汽车产业投资中心（有限合伙），专项投资于北京新能源汽车股份有限公司B轮融资。我们认为，北汽新能源是国内新能源汽车产业的领军企业之一，公司通过合肥国轩与专业投资机构合作增资参股北汽新能源，有利于公司延伸新能源汽车全产业链，从而进一步提升公司锂电出货量。

投资建议：

基于公司2017年产能继续扩张但毛利率有所下降的前提假设，我们预计2017、2018年公司EPS分别为1.32元、1.83元，对应目前PE分别为23.32倍、16.82倍。以4月26日锂电池指数（884039.WI）的P/E值44.08倍来看，公司目前的估值仍具备足够安全边际，我们首次给予公司“增持”的投资评级。

风险提示：

公司动力锂电销量不及预期；公司产能扩张进度不及预期；国家新能源汽车产业政策发生重大变化；公司与重点新能源车企业合作关系出现重大变化等。

主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入（百万元）	885.51	2745.50	4757.93	8150.00	9950.00
增长率(%)	N/A	210.05%	73.30%	71.29%	22.09%
归母净利润（百万元）	37.64	584.61	1030.94	1160.40	1609.18
增长率(%)	N/A	1453.11%	76.35%	12.56%	38.67%
EPS（元）	0.043	0.666	1.175	1.322	1.834
毛利率	27.01%	45.39%	46.93%	37.00%	39.00%
净资产收益率	7.60%	19.38%	26.19%	23.23%	24.90%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	885.51	2745.50	4757.93	8150.00	9950.00
减：营业成本	646.34	1499.39	2525.27	5134.50	6069.50
营业税金及附加	4.51	25.66	30.89	52.91	64.60
营业费用	64.23	210.38	382.72	655.58	800.36
管理费用	104.07	272.04	577.58	989.36	1207.86
财务费用	22.35	21.79	41.99	0.65	-38.29
资产减值损失	4.68	79.88	92.71	0.00	0.00
加：投资收益	0.02	2.10	-0.61	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	39.33	638.47	1106.16	1317.00	1845.96
加：其他非经营损益	19.13	41.75	91.25	50.71	50.71
利润总额	58.45	680.22	1197.41	1367.71	1896.67
减：所得税	10.99	92.92	164.56	205.16	284.50
净利润	47.46	587.31	1032.85	1162.56	1612.17
减：少数股东损益	9.82	2.69	1.91	2.15	2.99
归母净利润	37.64	584.61	1030.94	1160.40	1609.18

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	57.57	520.71	1275.56	1464.75	1885.88
投资性现金净流量	-65.97	-499.60	-1839.5	43.10	43.10
筹资性现金净流量	-31.00	1110.47	903.24	-329.04	-102.32
现金流量净额	-39.40	1131.95	339.99	1178.81	1826.67

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	157.92	1768.10	1794.44	2973.25	4799.91
应收和预付款项	482.66	1963.66	2857.46	3240.00	3850.00
存货	153.11	488.63	630.35	800.00	700.00
其他流动资产	9.11	92.44	113.17	113.17	113.17
长期股权投资	0.00	0.00	34.39	34.39	34.39
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	387.98	1358.35	2722.30	2411.49	2100.67
无形资产和开发支出	59.17	306.60	528.55	481.25	433.94
其他非流动资产	2.36	412.08	854.71	852.72	850.74
资产总计	1252.31	6389.85	9535.37	10906.2	12882.8
短期借款	260.00	344.00	627.00	0.00	0.00
应付和预收款项	428.57	2095.78	3162.65	3699.38	4204.38
长期借款	0.00	148.00	453.52	853.52	853.52
其他负债	38.00	760.02	1332.20	1332.20	1332.20
负债合计	726.57	3347.80	5575.36	5885.09	6390.09
股本	253.37	876.35	876.09	876.09	876.09
资本公积	10.21	996.31	1016.10	1016.10	1016.10
留存收益	231.45	1143.40	2043.51	3102.52	4571.09
归属母公司股东权益	495.03	3016.06	3935.71	4994.72	6463.29
少数股东权益	30.71	25.99	24.30	26.46	29.44
股东权益合计	525.74	3042.05	3960.01	5021.17	6492.73
负债和股东权益合计	1252.31	6389.85	9535.37	10906.2	12882.8

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。