

2016年10月27日

刘帅
C0067@capital.com.tw
目标价(元)

RMB 42.00

公司基本资讯

产业别	电气设备		
A 股价(2016/10/26)	35.29		
深证成指(2016/10/26)	10817.51		
股价 12 个月高/低	43.4/22.99		
总发行股数(百万)	876.35		
A 股数(百万)	468.01		
A 市值(亿元)	165.16		
主要股东	珠海国轩贸易 有限责任公司 (24.78%)		
每股净值(元)	4.15		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.2	-3.9	5.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-08-23	36.99	买入

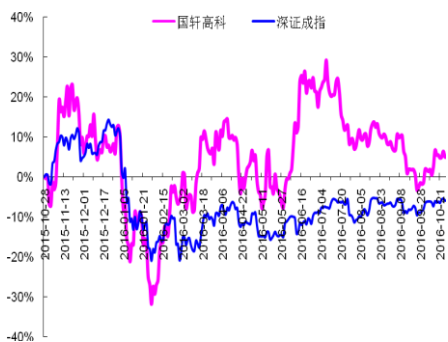
产品组合

电池	79.38%
输配电产品	20.54%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.7%
一般法人	12.3%

股价相对大盘走势



国轩高科 (002074.SZ)

Buy 买入

Q3 净利润符合预期，毛利率提升明显

结论与建议：

公司 Q3 实现营收 10.23 亿元, YOY+68.54%, 净利润 2.04 亿元, YOY+83.77%。环比来看, Q3 营收下降 16.5%, 但由于毛利率环比提高 4.5pct, 净利润降幅小于营收降幅, 环比下降 10.3%。10 月 13 日公司分别对合肥国轩、青岛国轩、苏州国轩、南京国轩增资, 为子公司的发展提供了有力保障。我们预计随着新能源汽车补贴等系列政策的落地, 公司有望迎来抢装行情。预计公司全年出货量约 7~8 亿 Ah, 其中磷酸铁锂 6.5~7 亿 Ah, 三元 0.5~1 亿 Ah。

预计公司 2016、17 年营收分别为 56 亿和 76 亿元, YOY+103%和 36%; 净利润为 11 亿和 14.87 亿元, YoY +88%和 35%; EPS 分别为 1.26 和 1.70 元。当前股价对应 P/E 分别为 28 倍和 21 倍。维持买入的投资建议。目标价 42 元, 17 年动态 PE 为 25x。

- **Q3 净利润 YOY+84%, 符合预期, 毛利率提升:** 公司前三季度实现营业收入 34.23 亿元, YOY+128.37%, 净利润 7.38 亿元, YOY+122.09%; EPS 为 0.84 元。其中 Q3 实现营收 10.23 亿元, YOY+68.54%, 净利润 2.04 亿元, YOY+83.77%。环比来看, Q3 营收下降 16.5%, 净利润环比下降 10.3%。由于动力电池上游原材料价格有所下降、业务重整提升了原有输配电业务的盈利水平, 公司 Q3 毛利率 49.13%, 同比提升 5.3pct, 环比提高 4.5pct。公司预计 2016 年全年实现归母净利润 10.23-11.98 亿, YOY+75%-105%。依此计算, Q4 盈利区间为 2.86-4.61 亿元, YOY+13%-82%, QoQ+40%-126%, 保持高速增长态势。
- **应收账款有较大增加, 公司增资保障发展:** 公司 Q3 经营活动现金流量净额为-5400 万, 较 Q2 降低 1.4 亿元; Q3 “应收票据+应收账款”合计增加 4.7 亿元, “应付票据+应付帐款”合计增加 0.14 亿元, 反映出政策的不确定对公司应收款带来较大压力。10 月 13 日公司分别对合肥国轩、青岛国轩、苏州国轩、南京国轩增资, 对子公司发展提供了有力保障。
- **合肥三期按计划投产, Q4 有望迎来销量高峰:** 公司合肥三期 6 亿 AH 产能于 8 月 1 日正式投产, 其中有 3.5 亿 AH 三元产能、2.5 亿 AH 磷酸铁锂产能。同时, 公司青岛工厂 3 亿 AH 三元产能也将于 3 季度末正式投产, 年底产能可达 16.5 亿 AH。公司 Q3 出货量约为 0.5~0.6GWh, 售价也维持基本稳定, 总体依然接近满产状态。随着新能源汽车补贴等系列政策的落地, 公司有望迎来抢装行情。预计公司全年出货量约 7~8 亿 Ah, 其中磷酸铁锂 6.5~7 亿 Ah, 三元 0.5~1 亿 Ah。
- **盈利预期:** 预计公司 2016、17 年营收分别为 56 亿和 76 亿元, YOY+103%和 36%; 净利润为 11 亿和 14.87 亿元, YoY +88%和 35%; EPS 分别为 1.26 和 1.70 元。当前股价对应 P/E 分别为 28 倍和 21 倍。维持买入的投资建议。目标价 42 元, 17 年动态 PE 为 25x。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	29	38	585	1100	1487
同比增减	%	-21.09%	29.16%	1452.75%	88.22%	35.10%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.115	0.149	0.800	1.256	1.697
同比增减	%	-21.09%	29.16%	437.58%	57.02%	35.10%
A 股市盈率(P/E)	X	303.77	235.19	43.75	27.86	20.62
股利(DPS)	RMB 元	0.150	0.100	0.150	0.200	0.250
股息率(Yield)	%	0.43%	0.29%	0.43%	0.57%	0.71%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	738	886	2746	5584	7578
经营成本	519	646	1499	3053	4127
营业税金及附加	4	5	26	34	45
销售费用	62	64	210	508	697
管理费用	81	104	272	564	788
财务费用	17	22	22	47	76
资产减值损失	6	5	80	80	90
投资收益	0	0	-6	0	0
营业利润	49	39	638	1298	1754
营业外收入	7	21	47	40	50
营业外支出	3	2	5	6	8
利润总额	53	58	680	1332	1796
所得税	10	11	93	230	309
少数股东损益	14	10	3	1	1
归属于母公司所有者的净利润	29	38	585	1100	1487

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	185	167	2011	1942	2165
应收帐款	401	441	1402	1809	2171
存货	176	153	489	586	704
流动资产合计	811	812	4556	5078	5921
长期投资净额	0	0	0	0	1
固定资产合计	379	388	1220	1830	2306
在建工程	0	0	138	206	255
无形资产	53	52	226	256	289
资产总计	1266	1274	6713	7759	9181
流动负债合计	680	732	2745	3261	3804
长期负债合计	53	16	927	481	544
负债合计	733	748	3671	3742	4348
股东权益合计	532	526	3042	4016	4832
负债和股东权益总计	1266	1274	6713	7759	9181

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	141	57	209	572	894
投资活动产生的现金流量净额	-65	-66	-296	-132	-106
筹资活动产生的现金流量净额	12	-31	346	-508	-566
现金及现金等价物净增加额	88	-40	260	-68	222

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。