

国轩高科 (002074) \ 电气设备

——员工持股计划业绩目标显示高增长信心

事件:

12月8日公司发布系列公告, 主要内容如下(1)、公司拟设立上限为1亿元的第二期员工持股计划, 股票来源为公司回购专用账户回购的股份, 购买回购股票的价格为回购均价的50%, 业绩标准为, 2019/2020/2021年营收不低于100/130/160亿元。(2)、公司拟发行不超过20亿元的公司可转换债券用于南京和庐江基地的动力电池产业化项目以及补充流动资金。

投资要点:

➤ 员工持股计划解锁要求较高, 体现了对未来信心

根据公司第二期员工持股计划草案, 公司本次员工持股股份来源于公司当前回购股份, 并以50%的回购均价作为购买价, 参与员工人数不多于300人。从激励方案来看, 由于当前股价处于低位, 激励比较充分。但方案也设置了较高的解锁条件, 要求2019/2020/2021年营收不低于100/130/160亿元。短期内, 动力电池行业的竞争在加剧, 利润率处于快速的回落过程中, 市场份额可能相对利润更加重要, 因此以营收作为业绩考核条件, 是较为合理的。我们预计2018年公司营收在60亿左右, 按照解锁条件, 公司19/20/21年营收需增长60%以上、30%和23%, 考虑到电池价格的下降, 激励要求的出货量增长会大大超出行业增长, 需要公司19年在新客户的拓展和新业务的开拓上取得快速突破。

➤ 20亿可转债继续扩大产能, 期待19年三元放量

公司计划发行不超过20亿元可转换公司债券用于南京基地15GWh动力电池一期、庐江国轩2GWh产能两个动力电池产业化项目和补充流动资金。当前动力电池行业的产能投资和账期较长对资本的消耗较大, 募资能力也成为动力电池企业的重要竞争力之一, 本次可转债的发行将进一步加快公司产能建设, 缓解流动资金压力。截止到2018年底, 公司已经形成13GWh产能, 全年出货量有望接近5GWh, 产能利用率处于较高水平。18年公司处于三元电池产能建设的高峰期, 19年三元电池产能在经过半年的爬坡期后将大幅放量。从客户角度来看, 江淮仍是公司乘用车主力, 10月底公司与江淮签署战略合作协议, 约定在2019年向江淮供应4GWh动力电池, 金额约40亿元。同时奇瑞、众泰等客户在19年有望带来更大的业绩增量, 也期待公司其他客户开拓的落地。综合来看, 19年会是公司三元动力电池业务大幅收获的一年。

➤ 原材料价格稳步下降, 19年降价压力缓解

下半年以来, 钴和锂等主要的原材料价格大幅下降, 大大缓解了原材料端的压力, 我们判断其他条件不变情况, 对三元电池毛利率将有3个点的提

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	12.26元
目标价格:	元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,137/1,008
流通A股市值(百万元)	12,361
每股净资产(元)	7.64
资产负债率(%)	56.15
一年内最高/最低(元)	23.64/10.00

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

相关报告

- 《国轩高科(002074)\电气设备行业》
《新能源商用车冲量, 四季度业绩明显改善》
- 《国轩高科(002074)\电气设备行业》
《业绩逐季改善, 下半年继续发力》
- 《国轩高科(002074)\电气设备行业》
《销量不及预期, 毛利率下降较多》

升。根据主流的判断，锂和钴的价格有望继续下行，从而带来19年动力电池盈利能力的改善。虽然19年补贴政策还未出台，综合各方面信息判断，补贴退坡幅度不会大于40%，在此基础上，我们认为19年动力电池价格降幅低于18年，预计在20%左右，考虑原材料价格下降，主流的动力电池企业或能实现以量补价。对国轩高科来讲，18年三元动力电池处于亏损状态，19年放量后将会有大幅改善。

➤ 维持“推荐”评级

暂时维持盈利预测，预计18-20年公司EPS分别为0.77、0.83和0.94元，PE分别为16、15和13倍，目前股价处于底部区域，继续维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

1、新能源汽车销量不及预期；2、电池价格下滑超预期；3、电池安全事故。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,757.93	4,838.10	5,772.77	7,007.04	8,377.75
增长率（%）	73.30%	1.68%	19.32%	21.38%	19.56%
EBITDA（百万元）	1,386.04	1,293.31	1,311.63	1,436.92	1,590.73
净利润（百万元）	1,030.94	838.01	873.95	941.64	1,070.38
增长率（%）	76.35%	-18.71%	4.29%	7.74%	13.67%
EPS（元/股）	0.91	0.95	0.77	0.83	0.94
市盈率（P/E）	13.52	12.91	15.95	14.80	13.02
市净率（P/B）	3.54	1.69	1.55	1.43	1.30
EV/EBITDA	7.71	9.32	10.21	10.41	7.73

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,794.44	4,249.89	2,291.66	1,751.76	4,053.51	营业收入	4,757.93	4,838.10	5,772.77	7,007.04	8,377.75
应收账款+票据	2,750.41	4,450.92	6,158.68	7,985.40	6,734.60	营业成本	2,525.27	2,944.71	3,830.23	4,779.50	5,789.03
预付账款	107.05	105.30	277.72	359.54	219.36	营业税金及附加	30.89	50.12	57.73	70.07	83.78
存货	630.35	1,514.61	1,549.57	1,864.36	2,423.81	营业费用	382.72	337.72	323.28	364.37	418.89
其他	113.17	316.17	300.00	250.00	200.00	管理费用	577.58	643.30	681.19	770.77	904.80
流动资产合计	5,395.42	10,636.90	10,577.63	12,211.06	13,631.28	财务费用	41.99	48.15	11.58	38.64	20.82
长期股权投资	34.39	306.37	316.37	331.37	351.37	资产减值损失	92.71	172.66	150.00	150.00	180.00
固定资产	2,604.17	3,376.93	3,221.50	3,109.55	2,970.72	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	118.13	261.20	325.00	350.00	320.00	投资净收益	-0.61	-9.07	10.00	15.00	20.00
无形资产	448.13	481.70	468.72	455.74	442.76	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	935.13	1,269.25	1,159.43	1,080.76	996.10	营业利润	1,106.16	632.38	728.76	848.69	1,000.45
非流动资产合计	4,139.95	5,695.46	5,491.02	5,327.43	5,080.96	营业外净收益	91.25	361.84	300.00	260.00	260.00
资产总计	9,535.37	16,332.36	16,068.65	17,538.49	18,712.24	利润总额	1,197.41	994.22	1,028.76	1,108.69	1,260.45
短期借款	627.00	849.00	0.00	713.46	0.00	所得税	164.56	154.05	152.81	164.05	186.07
应付账款+票据	2,464.54	3,363.46	4,297.01	4,393.00	5,255.38	净利润	1,032.85	840.17	875.95	944.64	1,074.38
其他	921.92	1,706.82	558.00	365.00	426.00	少数股东损益	1.91	2.17	2.00	3.00	4.00
流动负债合计	4,013.45	5,919.27	4,855.01	5,471.45	5,681.38	归属于母公司净利润	1,030.94	838.01	873.95	941.64	1,070.38
长期带息负债	453.52	934.57	934.57	934.57	934.57						
长期应付款	679.10	679.10	679.10	679.10	679.10						
其他	429.29	544.30	600.00	650.00	700.00						
非流动负债合计	1,561.91	2,157.97	2,213.67	2,263.67	2,313.67						
负债合计	5,575.36	8,077.24	7,068.68	7,735.12	7,995.05						
少数股东权益	24.30	24.71	26.71	29.71	33.71						
股本	876.09	1,136.65	1,136.65	1,136.65	1,136.65						
资本公积	1,016.10	4,344.38	4,344.38	4,344.38	4,344.38						
留存收益	2,043.51	2,749.37	3,492.23	4,292.62	5,202.44						
股东权益合计	3,960.01	8,255.12	8,999.97	9,803.36	10,717.19						
负债和股东权益总计	9,535.37	16,332.36	16,068.65	17,538.49	18,712.24						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,034.43	849.38	610.95	708.64	833.38
折旧摊销	147.53	260.68	281.28	301.59	323.47
财务费用	40.95	45.48	1.58	26.64	6.82
存货减少	-150.37	-901.95	-34.96	-314.79	-559.45
营运资金变动	190.49	-490.85	-2,079.28	-1,955.55	2,364.37
其它	12.53	147.31	248.09	227.00	263.00
经营活动现金流	1,275.56	-89.95	-972.33	-1,006.47	3,231.58
资本支出	1,307.44	1,357.14	325.00	350.00	320.00
长期投资	622.72	384.19	0.00	0.00	0.00
其他	90.59	45.62	320.78	271.00	271.00
投资活动现金流	-1,839.58	-1,695.71	-4.22	-79.00	-49.00
债权融资	742.86	840.11	-849.00	713.46	-713.46
股权融资	205.10	3,536.32	0.00	0.00	0.00
其他	-44.71	-102.92	-132.68	-167.88	-167.37
筹资活动现金流	903.24	4,273.51	-981.68	545.57	-880.83
现金净增加额	339.99	2,480.25	-1,958.23	-539.90	2,301.75

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	73.30%	1.68%	19.32%	21.38%	19.56%
EBIT	76.50%	-16.62%	-0.22%	10.19%	11.62%
EBITDA	80.12%	-6.69%	1.42%	9.55%	10.70%
归属于母公司净利润	76.35%	-18.71%	4.29%	7.74%	13.67%
获利能力					
毛利率	46.93%	39.14%	33.65%	31.79%	30.90%
净利率	21.71%	17.37%	15.17%	13.48%	12.82%
ROE	26.19%	10.18%	9.74%	9.63%	10.02%
ROIC	40.75%	15.37%	9.80%	8.85%	7.95%
偿债能力					
资产负债	58.47%	49.46%	43.99%	44.10%	42.73%
流动比率	1.34	1.80	2.18	2.23	2.40
速动比率	1.16	1.49	1.80	1.85	1.94
营运能力					
应收账款周转率	1.75	1.10	0.95	0.89	1.26
存货周转率	4.01	1.94	2.47	2.56	2.39
总资产周转率	0.50	0.30	0.36	0.40	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.91	0.95	0.77	0.83	0.94
每股经营现金流	1.12	-0.08	-0.86	-0.89	2.84
每股净资产	3.46	7.24	7.89	8.60	9.40
估值比率					
市盈率	13.52	12.91	15.95	14.80	13.02
市净率	3.54	1.69	1.55	1.43	1.30
EV/EBITDA	7.71	9.32	10.21	10.41	7.73
EV/EBIT	8.63	11.67	13.00	13.18	9.70

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810