拟实施员工持股计划，有助稳定核心研发团队

国轩高科（002074）重大事项点评 | 2018.12.12

中信证券研究部

弓永峰
首席电新分析师
S1010517070002

刘丹琦
电新分析师
S1010518080004

核心观点

公司近日公告了第二期员工持股计划草案，我们认为，本次员工持股计划覆盖员工数多（拟参加人数不超过 300 人）、解锁期业绩考核设定目标高，望有效调动员工积极性，有助于稳定公司核心研发团队。受第三季度应收账款坏账计提影响，调整公司 2018/2019/2020 年 EPS 预测至 0.81/0.92/0.99 元（原预测为 0.85/0.97/1.07 元），维持“买入”评级。

- **拟实施员工持股计划，有助稳定核心研发团队。**公司近日公告了第二期员工持股计划草案，此次员工持股计划拟筹集资金总额上限为 1 亿元，购买价格为公司回购股票均价的 50%，存续期 48 个月。12 个月/24 个月/36 个月后分别解锁 40%/30%/30%，解锁期的业绩考核目标为：2019 年/2020 年/2021 年公司营业收入分别不低于 100 亿元/130 亿元/160 亿元。我们认为，本次员工持股计划覆盖员工数多（拟参加人数不超过 300 人）、解锁期业绩考核设定目标高，将有效调动员工积极性，有助于稳定公司核心研发团队。
- **产能稳步扩张，铁锂/三元协同发展。**随着四季度庐江工厂达产，我们预计 2018 年底公司有效产能望超过 7GWh。公司产能扩张稳步推进，根据此前公告，拟发行募资总额不超过 20 亿元的可转债，其中 15 亿元用于南京 15GWH、庐江 2GWH 动力锂离子电池产业化项目。公司在三元电池领域不断积累经验、改进工艺，三元生产统一规划在合肥经开区工厂，预计 2019 年有效产能约 2GWH。
- **客户基础良好，在手订单充足。**公司与北汽、江淮、安凯等核心客户的合作基础良好，奇瑞、宇通等客户开拓顺利。我们预计 2018 年全年出货量约 5GWh，近日公告公司已经基本确定 2019 年大部分销售订单。
- **风险因素：**动力电池市场需求增长不及预期；补贴退坡、竞争加剧导致产品价格下降幅度超预期；本次员工持股计划仍需获得股东大会通过。
- **投资建议：**此次员工持股计划若顺利实施，将望有效调动员工积极性，有助于稳定公司核心研发团队。受应收账款坏账计提影响，公司第三季度资产减值损失大幅增长至 1.4 亿元，据此调整公司 2018/2019/2020 年 EPS 预测至 0.81/0.92/0.99 元（原预测为 0.85/0.97/1.07 元），维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4758	4838	5931	7563	10328
营业收入增长率	73.3	1.7	22.6	27.5	36.6
净利润(百万元)	1031	838	920	1048	1128
净利润增长率	76.3	-18.7	9.8	13.8	7.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.91	0.74	0.81	0.92	0.99
毛利率%	46.9	39.1	37.0	35.2	33.3
净资产收益率 ROE%	26.2	10.2	10.3	10.7	10.5
PE	13	16	15	13	12
PB	3.5	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2018 年 12 月 11 日收盘价

国轩高科	002074
评级	买入（维持）
当前价	12.14 元
目标价	- 元
总股本	1,137 百万股
流通股本	1,008 百万股
52 周最高/最低价	23.2/10.53 元
近 1 月绝对涨幅	-5.23%
近 6 月绝对涨幅	-26.14%
近 12 月绝对涨幅	-43.27%

利润表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,758	4,838	5,931	7,563	10,328
营业成本	2,525	2,945	3,739	4,899	6,886
毛利率	46.93%	39.14%	36.96%	35.23%	33.33%
营业税金及附加	31	50	61	78	107
销售费用	383	338	414	528	721
营业费用率	8.04%	6.98%	6.98%	6.98%	6.98%
管理费用	578	643	848	930	1,187
管理费用率	12.14%	13.30%	14.30%	12.30%	11.50%
财务费用	42	48	65	129	238
财务费用率	0.88%	1.00%	1.09%	1.70%	2.31%
投资收益	-1	-9	-9	-9	-9
营业利润	1,106	1,010	1,104	1,255	1,350
营业利润率	23.25%	20.88%	18.62%	16.60%	13.08%
营业外收入	98	1	1	1	1
营业外支出	7	17	17	17	17
利润总额	1,197	994	1,088	1,239	1,335
所得税	165	154	166	190	204
所得税率	13.74%	15.49%	15.29%	15.29%	15.29%
少数股东损益	2	2	2	2	2
归属于母公司股东的净利润	1,031	838	920	1,048	1,128
净利率	21.67%	17.32%	15.51%	13.85%	10.92%

资产负债表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,306	4,799	5,883	7,502	10,244
存货	630	1,515	1,923	2,520	3,542
应收账款	2,411	3,552	4,354	5,552	7,582
其他流动资产	560	1,322	1,757	2,305	3,094
流动资产	5,908	11,187	13,916	17,879	24,462
固定资产	2,604	3,377	3,791	3,997	4,353
长期股权投资	34	306	306	306	306
无形资产	448	482	515	549	582
其他长期资产	1,220	1,745	2,065	2,384	2,704
非流动资产	4,307	5,910	6,677	7,236	7,947
资产总计	10,215	17,097	20,593	25,115	32,408
短期借款	627	849	1,882	3,416	6,688
应付账款	1,710	2,543	3,228	4,230	5,946
其他流动负债	2,751	3,801	4,359	5,022	5,939
流动负债	5,088	7,192	9,468	12,668	18,574
长期借款	454	935	1,416	1,897	2,378
其他长期负债	714	715	716	718	719
非流动性负债	1,167	1,649	2,132	2,614	3,097
负债合计	6,255	8,842	11,600	15,282	21,670
股本	876	1,137	1,137	1,137	1,137
资本公积	1,016	4,344	4,344	4,344	4,344
股东权益合计	3,959	8,255	8,993	9,833	10,738
少数股东权益	24	25	27	29	31
负债股东权益总计	10,215	17,097	20,593	25,115	32,408

现金流量表 （百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,031	838	920	1,048	1,128
少数股东损益	2	2	2	2	2
折旧和摊销	148	261	371	429	498
营运资金变动	40	-1,393	-735	-1,056	-1,679
其他	54	192	164	273	476
经营现金流	1,275	-100	723	696	426
资本支出	-1,307	-1,357	-820	-670	-890
投资收益	0	0	-9	-9	-9
资产变卖	3	0	-272	-272	-272
其他	-535	-339	0	0	0
投资现金流	-1,840	-1,696	-1,100	-950	-1,170
发行股票	205	3,536	0	0	0
负债变化	743	840	1,710	2,212	3,950
股息支出	-195	-223	-184	-210	-226
其他	150	120	-65	-129	-238
融资现金流	903	4,274	1,461	1,873	3,487
现金净增加额	338	2,478	1,084	1,619	2,742

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	73.3	1.7	22.6	27.5	36.6
营业利润增长率	73.3	-8.7	9.3	13.6	7.6
净利润增长率	76.3	-18.7	9.8	13.8	7.7
毛利率	46.9	39.1	37.0	35.2	33.3
EBITDA Margin	29.2	23.2	20.9	20.6	18.6
净利率	21.7	17.3	15.5	13.9	10.9
净资产收益率	26.2	10.2	10.3	10.7	10.5
总资产收益率	10.1	6.1	4.9	4.6	3.9
资产负债率	61.2	51.7	56.3	60.8	66.9
所得税率	13.7	15.5	15.3	15.3	15.3
股利支付率	12.8	13.6	20.0	20.0	20.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。