

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## 牵手博世显实力 回购激励利发展

### ——国轩高科(002074)公司点评报告

#### 证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

#### 市场数据(2019-02-13)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 13.36       |
| 一年内最高/最低(元) | 23.64/10.00 |
| 沪深300指数     | 3397.03     |
| 市净率(倍)      | 1.85        |
| 流通市值(亿元)    | 134.70      |

#### 基础数据(2018-9-30)

|              |                     |
|--------------|---------------------|
| 每股净资产(元)     | 7.64                |
| 每股经营现金流(元)   | -0.28               |
| 毛利率(%)       | 33.13               |
| 净资产收益率-摊薄(%) | 7.58                |
| 资产负债率(%)     | 56.15               |
| 总股本/流通股(万股)  | 113665.08/100824.87 |
| B股/H股(万股)    | 0/0                 |

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

- 1 《国轩高科(002074)年报点评: 业绩不及预期 18年将恢复增长》 2018-04-27
- 2 《国轩高科(002074)中报点评: 业绩不及预期 下半年有望改善》 2017-08-30

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件: 公司公布签订采购框架协议公告。

#### 投资要点:

- **公司与 BOSCH 签订采购框架协议彰显公司实力。**19年2月13日, 公司公告全资子公司合肥国轩与 Robert Bosch GmbH(简称 BOSCH)于近日在合肥签订了《采购协议》, 其主要内容: 合肥国轩作为 BOSCH 合格供应商, 将为其提供锂离子电池、模组和电池包(零件、产品)等, 实际总价款以协议双方签订的具体合同为准, 且协议不设定有限期限。作为全球领先的技术及服务供应商, BOSCH 为智能家居、智慧城市、互联交通和互联工业提供创新领先的解决方案, 而 Robert Bosch Stiftung GmbH 持有 BOSCH 92%的股权。该协议的签订标志着公司锂离子电池产品质量和生产能力获得世界一流企业的认可, 是公司在新能源动力电池领域上的又一里程碑, 公司已具备为世界一流企业提供产品和服务的能力, 也将进一步提升公司在高端锂离子电池市场上的竞争力。
- **回购激励将利好公司长远发展。**2018年7月, 公司公布拟回购公司股份激励员工预案公告: 回购价格不超过25元/股, 回购总金额不超过人民币2亿元(含2亿元)且不低于人民币1.5亿元(含1.5亿元), 资金来源为自有资金。至12月28日, 公司已累计通过股票回购专用账户以集中竞价方式实施回购股份13,901,533股, 占公司总股本1.2230%, 购买股份最高成交价为13.67元/股, 购买股份最低成交价为11.23元/股, 支付的总金额为人民币176,700,634.57元(含交易费用)。12月, 公司公布了第二期员工持股计划: 参加员工持股计划对象为公司核心骨干员工或关键岗位员工, 总人数不超过300人; 员工持股计划筹集资金总额上限为1亿元; 员工持股计划股票来源为公司回购专用账户回购的股份, 价格为回购均价的50%; 解锁期业绩考核目标为2019-2021年公司实现营收分别不低于100亿元、130亿元和160亿元。公司回购股份用于激励核心员工, 一方面彰显公司信心, 同时与员工深度绑定将利好公司长远发展。
- **公司动力电池出货稳居国内行业前列。**2018年, 我国新能源汽车销量124.67万辆, 同比增长62.38%, 合计占比4.43%。伴随我国新能源汽车产销高增长, 我国动力电池需求持续高增长, 18年我国动力电池累计装机量为57.35GWh, 累计同比增长57.0%, 其中新能源乘用车装机量达到32.86GWh, 占总装机量的57.3%, 同比增长137.0%, 成为动力电池的主要需求增长点。据统计: 合肥国轩18年装机量超过3GWh, 市场占比约5.4%, 位居行业第三, 该数据与月度装机数据总体吻合。2019年, 预计我国新能源汽车销售将超过150万辆, 考虑公司行业地

位，预计业绩将受益于行业增长。

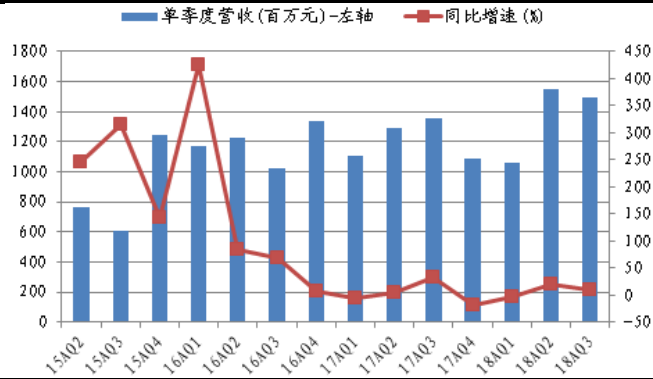
- **公司长期注重研发投入。**近年来，公司长期注重研发投入。2016-17年研发投入在公司营收中占比均超过6.9%，18年上半年研发支出1.33亿元，占比为5.09%。长期研发投入铸就公司产品质量和行业地位，如公司量产的圆柱电芯产品达180Wh/kg，可配套续航里程超过400km车型，达到国际领先水平，在新能源A级车领域市场非常畅销，而新开发的190Wh/kg的圆柱电芯产品也将于2019年量产。同时，公司承担的科技部重大专项，制备的三元811软包样品已于18年通过科技部的中期检查，能量密度达302Wh/kg，循环次数超过1500周，获得了专家的好评和认可，与之配套的1Gwh软包线，预计19年1月具备生产能力。截至18年6月底，公司累计申请专利2282项，其中发明专利1135项；专利授权1086项，其中发明专利授权241项（含22项国际专利）。
- **公司预计18年净利润稳步增长。**18年1-9月，公司实现营收40.97亿元，同比增长9.11%；净利润6.59亿元，同比增长3.02%；扣非后净利润4.01亿元，同比下降22.32%，基本每股收益0.58元。同时，公司预计18年净利润变动区间为8.50-9.50亿元，同比变动幅度为1.43%至13.36%，业绩变动原因主要系伴随新能源汽车和储能行业快速发展，动力锂电池需求增长，且公司产能逐步释放致公司出货量同比有较大增长。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司2018-19年摊薄后EPS分别为0.79元与0.92元，按02月13日13.36元收盘价计算，对应的PE分别为16.8倍与14.5倍。目前估值相对锂电行业水平合理，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**新能源汽车推广不及预期；行业补贴下降幅度超预期；行业竞争加剧；应收账款大幅增加；上游原材料价格大幅波动。

|           | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4757.9 | 4838.1 | 6179.8 | 8626.8 | 11121.8 |
| 增长比率      | 73.3%  | 1.7%   | 27.7%  | 39.6%  | 28.9%   |
| 净利润(百万元)  | 1030.9 | 838.0  | 902.0  | 1048.4 | 1251.0  |
| 增长比率      | 76.3%  | -18.7% | 7.6%   | 16.2%  | 19.3%   |
| 每股收益(元)   | 0.91   | 0.74   | 0.79   | 0.92   | 1.10    |
| 市盈率(倍)    | 14.7   | 18.1   | 16.8   | 14.5   | 12.1    |

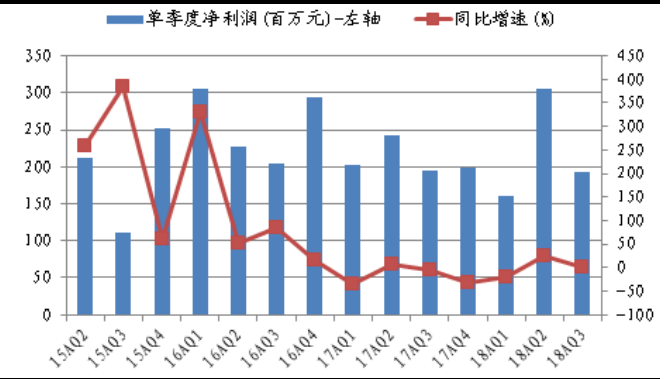
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2015-18 年公司单季度营收及增速



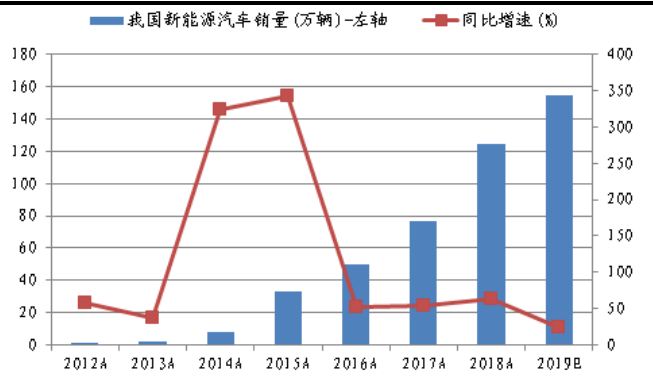
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2015-18 年公司单季度净利润及增速



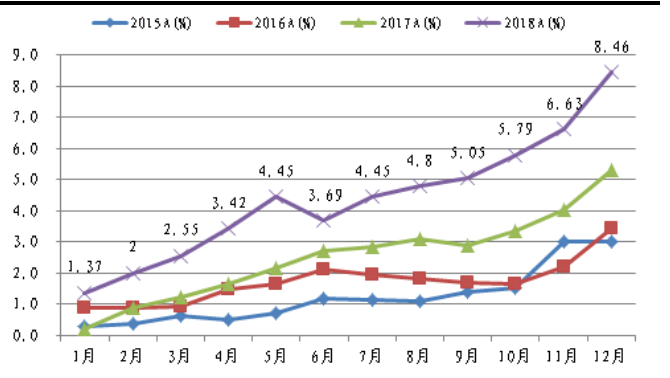
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2012-19 我国新能源汽车销量及增速



资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 4: 2015-18 我国新能源汽车月度销量占比



资料来源: 工信部, 中汽协, 中原证券

图 5: 2018 年 1-12 月我国新能源汽车电池装机总量 (GWh)



资料来源: 工信部, 盖世汽车, 中原证券

图 6：2018 年我国动力电池企业出货量对比



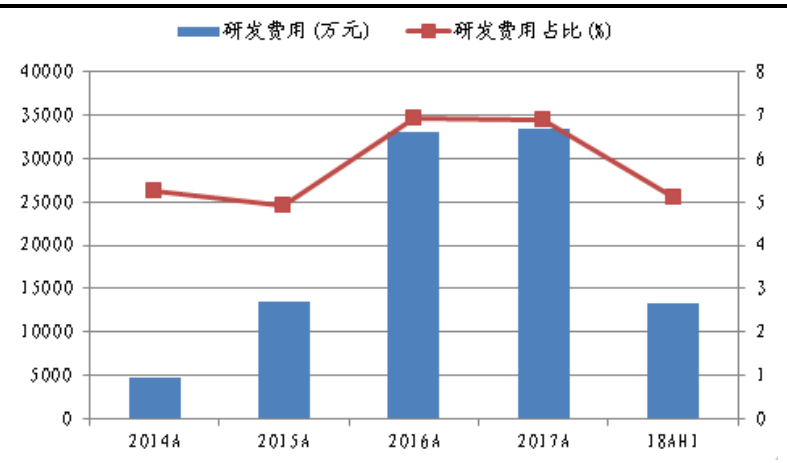
资料来源：工信部，盖世汽车，中原证券

表 1：2018 年我国动力电池月度装机量前 5 强

| 排序 | 1月   | 2月   | 3月   | 4月   | 5月   | 6月   | 7月   | 8月   | 9月   | 10月  | 11月  | 12月  |
|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1  | 宁德时代 | 宁德时代 | 宁德时代 | 比亚迪  | 宁德时代 | 宁德时代 | 宁德时代 | 宁德时代 | 宁德时代 | 宁德时代 | 宁德时代 | 宁德时代 |
| 2  | 国轩高科 | 比亚迪  | 比亚迪  | 宁德时代 | 比亚迪  | 比亚迪  | 比亚迪  | 比亚迪  | 比亚迪  | 比亚迪  | 比亚迪  | 比亚迪  |
| 3  | 比亚迪  | 合肥国轩 | 国轩高科 | 国轩高科 | 亿纬锂能 | 孚能科技 | 力神   | 力神   | 孚能科技 | 国轩高科 | 国轩高科 | 国轩高科 |
| 4  | 孚能科技 | 孚能科技 | 比克   | 孚能科技 | 孚能科技 | 天津力神 | 孚能科技 | 孚能科技 | 国轩高科 | 比克电池 | 比克电池 | 天津力神 |
| 5  | 微宏动力 | 比克   | 福斯特  | 亿纬锂能 | 国轩高科 | 国轩高科 | 捷威动力 | 国轩高科 | 力神电池 | 孚能科技 | 亿纬锂能 | 比克   |

资料来源：中原证券

图 7：2014-18 年公司研发费用及占比



资料来源：中原证券，Wind，公司公告

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               | 2016A           | 2017A           | 2018E           | 2019E           | 2020E           | 财务指标              | 2016A        | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>4757.9</b>   | <b>4838.1</b>   | <b>6179.8</b>   | <b>8626.8</b>   | <b>11121.8</b>  | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 2,525.3         | 2,944.7         | 4,148.1         | 5,894.8         | 7,632.4         | 营业收入增长率           | 73.3%        | 1.7%         | 27.7%        | 39.6%        | 28.9%        |
| 营业税费              | 30.9            | 50.1            | 46.3            | 69.9            | 89.0            | 营业利润增长率           | 73.3%        | -8.7%        | 4.9%         | 16.3%        | 19.5%        |
| 销售费用              | 382.7           | 337.7           | 357.2           | 487.4           | 616.1           | 净利润增长率            | 76.3%        | -18.7%       | 7.6%         | 16.2%        | 19.3%        |
| 管理费用              | 577.6           | 643.3           | 769.4           | 1,089.5         | 1,422.7         | EBITDA 增长率        | 75.4%        | -26.4%       | 4.9%         | 24.9%        | 19.2%        |
| 财务费用              | 42.0            | 48.1            | 68.3            | 69.2            | 65.3            | EBIT 增长率          | 73.9%        | -40.7%       | 11.4%        | 32.3%        | 23.6%        |
| 资产减值损失            | 92.7            | 172.7           | 156.3           | 140.6           | 156.5           | NOPLAT 增长率        | 73.7%        | -9.7%        | 7.2%         | 15.4%        | 18.2%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -               | -               | -               | -               | -               | 投资资本增长率           | 78.1%        | 123.7%       | -53.9%       | 101.8%       | -48.0%       |
| 投资和汇兑收益           | -0.6            | -9.1            | 55.6            | 58.7            | 35.1            | 净资产增长率            | 30.2%        | 108.5%       | 9.3%         | 11.4%        | 10.7%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>1,106.2</b>  | <b>1,010.2</b>  | <b>1,059.3</b>  | <b>1,232.5</b>  | <b>1,473.0</b>  | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | 91.3            | -16.0           | 5.0             | 4.0             | 2.7             | 毛利率               | 46.9%        | 39.1%        | 32.9%        | 31.7%        | 31.4%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>1,197.4</b>  | <b>994.2</b>    | <b>1,064.3</b>  | <b>1,236.5</b>  | <b>1,475.7</b>  | 营业利润率             | 23.2%        | 20.9%        | 17.1%        | 14.3%        | 13.2%        |
| 减: 所得税            | 164.6           | 154.0           | 159.7           | 185.5           | 221.4           | 净利润率              | 21.7%        | 17.3%        | 14.6%        | 12.2%        | 11.2%        |
| <b>净利润</b>        | <b>1030.9</b>   | <b>838.0</b>    | <b>902.0</b>    | <b>1048.4</b>   | <b>1251.0</b>   | EBITDA/营业收入       | 26.8%        | 19.4%        | 15.9%        | 14.3%        | 13.2%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2016A</b>    | <b>2017A</b>    | <b>2018E</b>    | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>    | EBIT/营业收入         | 24.1%        | 14.1%        | 12.3%        | 11.6%        | 11.2%        |
| 货币资金              | 2,306.3         | 4,798.8         | 6,299.6         | 5,252.1         | 8,198.4         | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -               | -               | -               | -               | -               | 固定资产周转天数          | 145          | 223          | 190          | 128          | 92           |
| 应收帐款              | 2,445.3         | 3,605.2         | 2,106.0         | 6,511.5         | 5,254.2         | <b>流动营业资本周转天数</b> | 10           | 55           | 11           | 7            | 17           |
| 应收票据              | 305.1           | 845.7           | 300.6           | 1,363.3         | 921.3           | 流动资产周转天数          | 396          | 636          | 609          | 542          | 536          |
| 预付帐款              | 107.1           | 105.3           | 158.5           | 241.5           | 276.3           | 应收帐款周转天数          | 148          | 225          | 166          | 180          | 190          |
| 存货                | 630.3           | 1,514.6         | 697.0           | 2,652.6         | 2,002.7         | 存货周转天数            | 42           | 80           | 64           | 70           | 75           |
| 其他流动资产            | 113.7           | 317.6           | 174.8           | 202.0           | 231.4           | 总资产周转天数           | 640          | 1,016        | 935          | 759          | 700          |
| 可供出售金融资产          | 547.5           | 650.7           | 406.8           | 535.0           | 530.8           | 投资资本周转天数          | 111          | 227          | 179          | 122          | 96           |
| 持有至到期投资           | -               | -               | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 长期股权投资            | 34.4            | 306.4           | 306.4           | 306.4           | 306.4           | ROE               | 26.2%        | 10.2%        | 10.0%        | 10.5%        | 11.3%        |
| 投资性房地产            | -               | -               | -               | -               | -               | ROA               | 10.1%        | 4.9%         | 6.0%         | 4.9%         | 5.7%         |
| 固定资产              | 2,604.2         | 3,376.9         | 3,162.8         | 2,948.7         | 2,734.6         | ROIC              | 93.6%        | 47.5%        | 22.7%        | 57.0%        | 33.4%        |
| 在建工程              | 117.8           | 260.4           | 260.4           | 260.4           | 260.4           | <b>费用率</b>        |              |              |              |              |              |
| 无形资产              | 448.1           | 481.7           | 468.7           | 455.7           | 442.7           | 销售费用率             | 8.0%         | 7.0%         | 5.8%         | 5.7%         | 5.5%         |
| 其他非流动资产           | 554.9           | 833.6           | 645.2           | 674.2           | 715.2           | 管理费用率             | 12.1%        | 13.3%        | 12.5%        | 12.6%        | 12.8%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>10,214.7</b> | <b>17,096.9</b> | <b>14,986.8</b> | <b>21,403.5</b> | <b>21,874.5</b> | 财务费用率             | 0.9%         | 1.0%         | 1.1%         | 0.8%         | 0.6%         |
| 短期债务              | 627.0           | 849.0           | -               | -               | -               | 三费/营业收入           | 21.1%        | 21.3%        | 19.3%        | 19.1%        | 18.9%        |
| 应付帐款              | 2,369.5         | 3,776.8         | 2,519.3         | 7,393.0         | 6,056.7         | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付票据              | 754.5           | 820.7           | 1,256.5         | 1,785.7         | 2,162.2         | 资产负债率             | 61.2%        | 51.7%        | 39.8%        | 53.0%        | 49.1%        |
| 其他流动负债            | 562.6           | 770.7           | 871.7           | 672.9           | 1,024.9         | 负债权益比             | 157.9%       | 107.1%       | 66.1%        | 112.9%       | 96.6%        |
| 长期借款              | 453.5           | 934.6           | -               | -               | -               | 流动比率              | 1.37         | 1.80         | 2.10         | 1.65         | 1.83         |
| 其他非流动负债           | 1,487.6         | 1,690.1         | 1,318.8         | 1,498.8         | 1,502.5         | 速动比率              | 1.22         | 1.56         | 1.95         | 1.38         | 1.61         |
| <b>负债总额</b>       | <b>6,254.7</b>  | <b>8,841.8</b>  | <b>5,966.2</b>  | <b>11,350.5</b> | <b>10,746.4</b> | 利息保障倍数            | 27.34        | 14.13        | 11.09        | 14.49        | 18.99        |
| 少数股东权益            | 24.3            | 24.7            | 27.4            | 30.0            | 33.4            | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| 股本                | 876.1           | 1,136.7         | 1,136.7         | 1,136.7         | 1,136.7         | DPS(元)            | 0.12         | 0.10         | 0.11         | 0.13         | 0.15         |
| 留存收益              | 3,324.4         | 7,324.7         | 7,856.5         | 8,886.3         | 9,958.0         | 分红比率              | 12.7%        | 13.6%        | 14.0%        | 14.0%        | 14.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>3,960.0</b>  | <b>8,255.1</b>  | <b>9,020.6</b>  | <b>10,053.0</b> | <b>11,128.1</b> | 股息收益率             | 0.9%         | 0.7%         | 0.8%         | 1.0%         | 1.2%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2016A</b>    | <b>2017A</b>    | <b>2018E</b>    | <b>2019E</b>    | <b>2020E</b>    | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2016A</b> | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 净利润               | 1,032.9         | 840.2           | 902.0           | 1,048.4         | 1,251.0         | EPS(元)            | 0.91         | 0.74         | 0.79         | 0.92         | 1.10         |
| 加: 折旧和摊销          | 147.5           | 260.7           | 227.1           | 227.1           | 227.1           | BVPS(元)           | 3.46         | 7.24         | 7.91         | 8.82         | 9.76         |
| 资产减值准备            | 92.7            | 172.7           | -               | -               | -               | PE(X)             | 14.7         | 18.1         | 16.8         | 14.5         | 12.1         |
| 公允价值变动损失          | -               | -               | -               | -               | -               | PB(X)             | 3.9          | 1.8          | 1.7          | 1.5          | 1.4          |
| 财务费用              | 41.0            | 45.5            | 68.3            | 69.2            | 65.3            | P/FCF             | 16.0         | -25.6        | 12.6         | -17.4        | 4.8          |
| 投资收益              | 0.6             | 9.1             | -55.6           | -58.7           | -35.1           | P/S               | 3.2          | 3.1          | 2.5          | 1.8          | 1.4          |
| 少数股东损益            | 1.9             | 2.2             | 2.7             | 2.6             | 3.4             | EV/EBITDA         | 7.6          | 11.9         | 8.3          | 7.4          | 4.2          |
| 营运资金的变动           | 797.7           | -1,682.3        | 2,233.5         | -2,234.1        | 1,614.9         | CAGR(%)           | 0.6%         | 14.3%        | 15.5%        | 0.6%         | 14.3%        |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>1,274.7</b>  | <b>-99.7</b>    | <b>3,378.0</b>  | <b>-945.5</b>   | <b>3,126.7</b>  | PEG               | 25.3         | 1.3          | 1.1          | 24.9         | 0.8          |
| 投资活动产生现金流量        | -1,839.6        | -1,695.7        | 296.8           | -70.7           | 40.9            | ROIC/WACC         | 9.0          | 4.6          | 2.2          | 5.5          | 3.2          |
| 融资活动产生现金流量        | 903.2           | 4,273.5         | -2,174.0        | -31.3           | -221.4          | REP               | 0.6          | 0.6          | 1.9          | 0.4          | 0.9          |

资料来源: 贝格数据, 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。