

2019年02月17日

国轩高科 (002074.SZ)

签订德国博世，开启全球供应

■**事件**：近日，合肥国轩与 Robert Bosch GmbH 签订《采购协议》。合肥国轩作为 BOSCH 的合格供应商，将为 BOSCH 提供锂离子电池、模组和电池包（零件、产品）等。协议不设定有限期限，实际总价款与产品价格以具体合同和具体采购协议为准。

■**配套德国博世，开启全球化进程**：根据 BOSCH 官网产品目录，预测合肥国轩将为其提供车载 12V 磷酸铁锂启停电池，未来终端用户或遍布全球，预计 2020 年开始供货，未来车载 48V 系统亦具有合作可能性。本协议的签订标志着公司锂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，将进一步提升公司在高端锂离子电池市场上的竞争力，全面开启公司全球化进程。与此同时，公司其他海外三元电池项目也积极推进中，有望取得持续突破。

■**18 年装机量全国领先，19 年公司订单饱满**：根据 GGII 数据，2018 年公司动力电池装机量 3.4GWh，市场份额约 5.2%，全国排名第三，实际出货量预计在 4GWh 左右，超市场预期。公司 2019 年供应车型续航里程预计主要集中在 400km 左右，产品能量密度主要集中在 140-160Wh/kg。公司已与北汽、江淮、奇瑞、众泰等长期合作客户谈好供货策略，当前在手订单饱满；我们预计订单在 12GWh 以上，全年出货量预计可达 10GWh 以上（三元预计 1-2GWh）。19Q1 终端销售存在抢装行情，根据 GGII 数据，公司 1 月份装机量约 200MWh，实际出货量约 400MWh。

■**产能扩张顺利，积极转型三元**：根据 GGII 数据，公司 2018 年底产能规模在 7-8GWh，2019 年有效产能预计达 14GWh，其中 2GWh 三元产能，12GWh 铁锂产能。2019 年底名义产能预计达 21GWh，其中圆柱铁锂预计 6GWh 产能，方形铁锂预计 10GWh 产能，三元预计 5GWh 产能。远期规划 2020 年底预计达 30GWh 产能，2022 年预计达 50GWh 产能。

■**注重技术研发，产品优势明显**：磷酸铁锂电池方面，公司通过材料体系优化、电芯结构改进、工艺控制能力提升等措施，单体能量密度可达 190Wh/kg，系统能量密度可达 140Wh/kg，良品率可达 90-93%。NCM622 公司自产正极材料，单体能量密度可达 220Wh/kg，系统能量密度可达 160Wh/kg，良品率在 89% 左右。公司积极布局高镍电芯技术，NCM811 预计明年可实现量产，主要采用软包形态，单体能量密度可达 270-280Wh/kg 的水平，循环寿命 1500 次以上，优势较为明显。

■**实施第二期员工持股，增强核心骨干凝聚力**：2018 年 12 月，公司公布第二期员工持股计划：参与对象为对公司发展有卓越贡献的核心骨干员工或关键岗位员工，总人数不超过 300 人；本计划筹集资金总额上限为 1 亿元；持股价格为回购股票均价的 50%，存续期为 48 个月，12/24/36 个月后分别解锁 40%/30%/30%，解锁期业绩考核目标为 2019-2021 年公司实现营收分别不低于 100/130/160 亿元。持股计划有助于充分调动员工对公司的责任意识，吸

公司快报

证券研究报告

二次设备

投资评级 **买入-A**

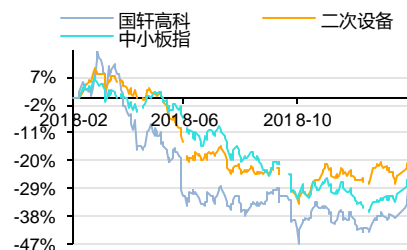
维持评级

6 个月目标价：**20.00 元**
股价 (2019-02-15) **15.30 元**

交易数据

总市值 (百万元)	17,390.76
流通市值 (百万元)	15,426.20
总股本 (百万股)	1,136.65
流通股本 (百万股)	1,008.25
12 个月价格区间	10.53/23.20 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.09	18.16	-0.47
绝对收益	21.43	18.42	-23.42

邓永康

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

吴用

分析师
SAC 执业证书编号：S1450518070003
wuyong1@essence.com.cn

彭广春

报告联系人
penggc@essence.com.cn

丁肖逸

报告联系人
dingxy@essence.com.cn

相关报告

国轩高科：配股完成，静待锂电龙头绽放/邓永康 2017-12-11

引和保留优秀管理人才和核心骨干,进一步增强员工的凝聚力和公司的发展活力。

■**投资建议: 维持买入-A 投资评级, 6 个月目标价 20.00 元。**我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 10.7%、67.5%、48.0%, 净利润增速分别为 5%、31.1%、21.0%。维持公司买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 20.00 元, 目标价对应 2019 年动态估值 20x。

■**风险提示: 产品竞争加剧, 新能源车发展不及预期**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	4,757.9	4,838.1	5,360.1	8,980.6	13,290.6
净利润	1,030.9	838.0	880.1	1,153.8	1,396.3
每股收益(元)	0.91	0.74	0.77	1.02	1.23
每股净资产(元)	3.46	7.24	7.88	8.86	9.91
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	16.9	20.8	19.8	15.1	12.5
市净率(倍)	4.4	2.1	1.9	1.7	1.5
净利润率	21.7%	17.3%	16.4%	12.8%	10.5%
净资产收益率	26.2%	10.2%	9.8%	11.5%	12.4%
股息收益率	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%
ROIC	93.6%	47.5%	20.1%	26.2%	30.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,757.9	4,838.1	5,360.1	8,980.6	13,290.6	成长性					
减:营业成本	2,525.3	2,944.7	3,403.7	6,043.4	9,485.7	营业收入增长率	73.3%	1.7%	10.8%	67.5%	48.0%
营业税费	30.9	50.1	55.5	93.0	137.7	营业利润增长率	73.3%	-8.7%	-0.3%	34.8%	20.2%
销售费用	382.7	337.7	293.8	447.3	595.5	净利润增长率	76.3%	-18.7%	5.0%	31.1%	21.0%
管理费用	577.6	643.3	632.3	1,014.5	1,434.9	EBITDA 增长率	75.4%	-26.4%	30.9%	24.2%	16.9%
财务费用	42.0	48.1	-4.7	-58.0	-74.6	EBIT 增长率	73.9%	-40.7%	47.3%	29.7%	19.9%
资产减值损失	92.7	172.7	-30.0	78.5	73.7	NOPLAT 增长率	73.7%	-9.7%	-5.3%	29.7%	19.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.1%	123.7%	-0.5%	3.8%	-11.7%
投资和汇兑收益	-0.6	-9.1	-2.5	-4.1	-5.2	净资产增长率	30.2%	108.5%	8.8%	12.5%	11.8%
营业利润	1,106.2	1,010.2	1,007.0	1,357.9	1,632.5	利润率					
加:营业外净收支	91.3	-16.0	37.6	10.8	24.2	毛利率	46.9%	39.1%	36.5%	32.7%	28.6%
利润总额	1,197.4	994.2	1,044.6	1,368.7	1,656.8	营业利润率	23.2%	20.9%	18.8%	15.1%	12.3%
减:所得税	164.6	154.0	161.9	212.1	256.7	净利润率	21.7%	17.3%	16.4%	12.8%	10.5%
净利润	1,030.9	838.0	880.1	1,153.8	1,396.3	EBITDA/营业收入	26.8%	19.4%	22.9%	17.0%	13.4%
						EBIT/营业收入	24.1%	14.1%	18.7%	14.5%	11.7%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	145	223	220	122	77
货币资金	2,306.3	4,798.8	4,010.2	4,870.8	6,560.2	流动营业资本周转天数	10	55	88	61	45
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	396	636	649	527	510
应收账款	2,445.3	3,605.2	3,395.9	8,084.7	8,536.6	应收帐款周转天数	148	225	235	230	225
应收票据	305.1	845.7	148.6	1,583.6	1,146.5	存货周转天数	42	80	61	69	78
预付帐款	107.1	105.3	111.1	298.9	344.7	总资产周转天数	640	1,016	1,024	736	648
存货	630.3	1,514.6	300.2	3,133.9	2,651.8	投资资本周转天数	111	227	282	171	111
其他流动资产	113.7	317.6	174.8	202.0	231.4	投资回报率					
可供出售金融资产	547.5	650.7	406.8	535.0	530.8	ROE	26.2%	10.2%	9.8%	11.5%	12.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	4.9%	6.6%	5.0%	5.7%
长期股权投资	34.4	306.4	306.4	306.4	306.4	ROIC	93.6%	47.5%	20.1%	26.2%	30.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,604.2	3,376.9	3,162.8	2,948.7	2,734.6	销售费用率	8.0%	7.0%	5.5%	5.0%	4.5%
在建工程	117.8	260.4	260.4	260.4	260.4	管理费用率	12.1%	13.3%	11.8%	11.3%	10.8%
无形资产	448.1	481.7	468.7	455.7	442.7	财务费用率	0.9%	1.0%	-0.1%	-0.6%	-0.6%
其他非流动资产	554.9	833.6	645.2	674.2	715.2	三费/营业收入	21.1%	21.3%	17.2%	15.6%	14.7%
资产总额	10,214.7	17,096.9	13,391.1	23,354.4	24,461.4	偿债能力					
短期债务	627.0	849.0	-	-	-	资产负债率	61.2%	51.7%	32.9%	56.7%	53.8%
应付帐款	2,369.5	3,776.8	1,389.5	8,772.6	7,943.0	负债权益比	157.9%	107.1%	49.1%	131.2%	116.6%
应付票据	754.5	820.7	883.8	2,235.1	2,671.4	流动比率	1.37	1.80	2.63	1.55	1.67
其他流动负债	562.6	770.7	817.5	745.3	1,051.1	速动比率	1.22	1.56	2.54	1.28	1.44
长期借款	453.5	934.6	-	-	-	利息保障倍数	27.34	14.13	-213.14	-22.42	-20.88
其他非流动负债	1,487.6	1,690.1	1,318.8	1,498.8	1,502.5	分红指标					
负债总额	6,254.7	8,841.8	4,409.5	13,251.9	13,168.0	DPS(元)	0.12	0.10	0.13	0.14	0.18
少数股东权益	24.3	24.7	27.2	30.1	33.7	分红比率	12.8%	13.6%	16.3%	14.2%	14.7%
股本	876.1	1,136.7	1,136.7	1,136.7	1,136.7	股息收益率	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.2%
留存收益	3,324.4	7,324.7	7,817.7	8,935.8	10,123.0						
股东权益	3,960.0	8,255.1	8,981.6	10,102.5	11,293.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.91	0.74	0.77	1.02	1.23
净利润	1,032.9	840.2	880.1	1,153.8	1,396.3	BVPS(元)	3.46	7.24	7.88	8.86	9.91
加:折旧和摊销	147.5	260.7	227.1	227.1	227.1	PE(X)	16.9	20.8	19.8	15.1	12.5
资产减值准备	92.7	172.7	-	-	-	PB(X)	4.4	2.1	1.9	1.7	1.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	18.3	-29.4	-16.3	16.5	9.0
财务费用	41.0	45.5	-4.7	-58.0	-74.6	P/S	3.7	3.6	3.2	1.9	1.3
投资损失	0.6	9.1	2.5	4.1	5.2	EV/EBITDA	19.7	22.7	10.3	7.6	5.6
少数股东损益	1.9	2.2	2.7	2.9	3.8	CAGR(%)	3.8%	18.6%	14.5%	3.8%	18.6%
营运资金的变动	797.7	-1,682.3	-16.8	-414.6	242.3	PEG	4.4	1.1	1.4	3.9	0.7
经营活动产生现金流量	1,274.7	-99.7	1,090.9	915.2	1,800.1	ROIC/WACC	9.0	4.6	1.9	2.5	2.9
投资活动产生现金流量	-1,839.6	-1,695.7	238.6	-133.4	0.6	REP	1.5	1.1	1.6	1.1	0.9
融资活动产生现金流量	903.2	4,273.5	-2,118.0	78.8	-111.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康、吴用声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	北京联系人	温鹏	010-83321350
姜东亚		010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034