

# 收购卡耐新能源，完善车储双布局

## ——科陆电子（002121）事件点评

2017年07月20日

强烈推荐/维持

科陆电子 | 事件点评

### 事件：

7月19日，公司发布公告，拟通过自有资金及并购贷款方式，合计出资11.4亿元，先后收购和增资上海卡耐新能源有限公司。收购完成后，公司将持有卡耐新能源50.19%股权，卡耐新能源将成为公司控股子公司。

### 主要观点：

#### 1. 三元电池新秀，股东实力雄厚

卡耐新能源成立于2010年，是由汽研中心和日本ENAX合资成立的国内第一家三元动力电池生产企业，背靠著名研发单位，在三元电池领域强大的技术实力。截至2017年一季度，卡耐在全国拥有上海、南昌、柳州三大生产基地，其中上海和南昌基地均已正式投产，柳州基地已在建，且未来还将建设南京基地。目前，公司上海和南昌基地产能分别为0.24GWh和0.54GWh，按照规划未来两地产能将扩充到0.45GWh和0.74GWh，且柳州基地产能达2GWh以上，中短期将形成近4GWh的三元电池产能。

卡耐新能源的主要客户包括上汽通用五菱、江铃新能源、上海申龙客车、陕汽集团、东风特汽等。同时，公司股东正力蔚来由常熟正力投资和蔚来储能共同出资建设，主要产品为纯电动汽车动力电池包系统。其初期第一条产线产能设计3万台/年，主供未来汽车ES8车型，预计今年上市。凭借正力蔚来在新能源汽车市场的优势，卡耐的产能消化能力将得到充分保障，未来可增加在高端电动乘用车市场的客户粘度和品牌优势，进一步扩大动力电池市场。

由于卡耐处于业务初期阶段，且前期产能不足，因此截止2017年一季度未能实现盈利。卡耐2016年实现营收11430万元，净利润-3587万元；今年一季度实现营收3962万元，净利润-839万元。随着卡耐产能持续扩张与下游客户需求不断扩大，以及动力电池领域三元体系渗透率的不断提高，其营收和盈利能力有望得到显著增强。

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

### 联系人：

#### 林劼

010-66554034

linjie\_@dxzq.net.cn

### 王革

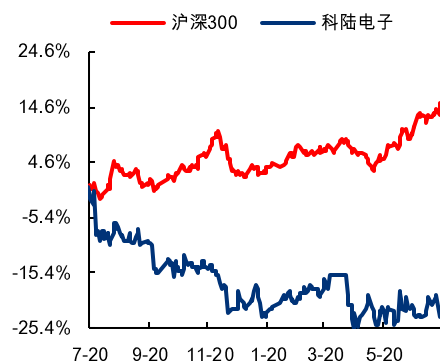
010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间（元）	8.73-10.93
总市值（亿元）	122.88
流通市值（亿元）	61.46
总股本/流通A股（万股）	140751/70398
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.22

### 52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《科陆电子（002121）：中标500MWh储能大单，拥抱业绩翻倍成长》2017-05-25
- 2、《科陆电子（002121）：小荷才露尖尖角，储能、车桩运营大有可为》2017-04-26
- 3、《科陆电子（002121）：收购终止不改增长本色，新能源业务具备业绩爆发力》2017-04-14
- 4、《科陆电子（002121）：四季度业绩爆发，





## 2. 新能源车运营龙头，收购卡耐降本保质

公司作为新能源车、桩、网领域的龙头，大力布局新能源汽车运营产业链，目前旗下中电绿源已拥有约 600 台电动大巴车，并计划未来每年新增 1000 台纯电动大巴；参股公司地上铁拥有 6000 台纯电动物流车，今年将新增 1 万辆，未来数量也将进一步增加。在 3 万公里的新能源汽车运营里程补贴门槛下，公司优势得到进一步显现，预计 8-10 个月便可达到补贴门槛，在市场具有领先地位。

新能源汽车运营效益与拿车成本直接相关，而新能源汽车三电系统占据整车成本 50% 以上，并决定了整车综合性能。公司通过收购卡耐新能源，整合汽车上游核心零部件资源，有利于与整车企业形成谈判筹码，有效控制汽车采购成本和质量。

## 3. 瞄准储能未来市场，布局锂电梯次利用

公司是国内锂电池储能设备供应和系统集成龙头，拥有锂电池、PCS（双向变流器）、BMS（电池管理系统）、EMS（能量调度系统）等核心技术。在产品质量、成本和效率等方面具备强大的核心竞争力，已有储能项目建设规模将近 300MWh。通过与自身新能源汽车运营业务相结合，未来公司有望将退役动力电池在储能市场进行梯次利用，以快速降低储能系统电池使用成本，推进储能领域的爆发式增长。公司通过收购卡耐，可有效整合动力电池梯次利用业务，为未来在储能领域的大规模利用奠定良好的技术和市场储备。

### 结论：

我们对卡耐新能源的控股是对自身新能源汽车运营和储能产业链的有效整合和补充，证明了公司在新能源领域双线发展的决心和信心。预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 40.7 亿元、51.9 亿元和 62.5 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.7 亿元、6.3 亿元和 8.0 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.45 元和 0.57 元，对应 PE 分别为 26.0、19.5 和 15.3，维持公司“**强烈推荐**”评级。

### 风险提示：

增资收购尚具不确定性，新能源汽车运营效益不及预期，储能领域发展不达预期。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	4469	5775	7408	9204	11135	<b>营业收入</b>	2261	3162	4069	5186	6253
货币资金	904	1068	1424	1556	1876	<b>营业成本</b>	1531	2155	2717	3463	4166
应收账款	2125	2629	3344	4263	5140	营业税金及附加	14	22	28	36	44
其他应收款	261	374	482	614	740	营业费用	190	278	350	441	532
预付款项	90	164	245	349	474	管理费用	299	410	513	633	738
存货	730	1085	1340	1708	2054	财务费用	123	246	110	126	135
其他流动资产	293	370	461	573	679	资产减值损失	33.37	85.02	40.00	40.00	40.00
<b>非流动资产合计</b>	5844	6448	6291	6126	5961	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	76	275	275	275	275	投资净收益	17.74	220.52	120.00	155.00	190.00
固定资产	3041.54	3789.18	#####	3612.72	3481.25	<b>营业利润</b>	88	186	431	603	789
无形资产	185	140	126	113	102	营业外收入	90.08	119.52	100.00	100.00	100.00
其他非流动资产	805	868	870	870	870	营业外支出	1.21	9.36	10.00	10.00	10.00
<b>资产总计</b>	10313	12224	13699	15331	17096	<b>利润总额</b>	177	296	521	693	879
<b>流动负债合计</b>	5311	5525	6448	7598	8815	所得税	-25	19	42	55	70
短期借款	955	1210	1576	1660	1833	<b>净利润</b>	202	277	479	638	809
应付账款	1719	1978	2233	2846	3424	少数股东损益	6	5	6	6	6
预收款项	185	277	391	536	711	归属母公司净利润	196	272	473	632	803
一年内到期的	221	593	593	593	593	EBITDA	520	803	793	987	1185
<b>非流动负债合计</b>	2567	3905	4047	4270	4491	<b>EPS (元)</b>	0.44	0.23	0.34	0.45	0.57
长期借款	1363	1767	1967	2167	2367	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	478	976	900	900	900		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	7877	9431	10495	11868	13306	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	113	141	147	153	159	营业收入增长	15.70%	39.82%	28.69%	27.46%	20.57%
实收资本(或股	476	1192	1408	1408	1408	营业利润增长	-10.25%	111.01%	131.49%	40.00%	30.90%
资本公积	1013	372	372	372	372	归属于母公司净利	74.06%	33.50%	74.06%	33.50%	27.14%
未分配利润	756	989	989	989	989	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	2323	2652	3056	3309	3630	毛利率(%)	32.29%	31.86%	#REF!	33.23%	33.39%
<b>负债和所有者</b>	10313	12224	13699	15331	17096	净利率(%)	8.93%	8.76%	11.77%	12.29%	12.94%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	1.90%	2.22%	3.45%	4.12%	4.70%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	8.45%	10.25%	15.48%	19.09%	22.12%
<b>经营活动现金</b>	-298	-66	84	320	498	<b>偿债能力</b>					
净利润	202	277	479	638	809	资产负债率(%)	76%	77%	77%	77%	
折旧摊销	308.75	371.09	0.00	245.77	249.30	流动比率	0.84	1.05	1.15	1.21	1.26
财务费用	123	246	110	126	135	速动比率	0.70	0.85	0.94	0.99	1.03
应收账款减少	0	0	-715	-918	-877	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	114	145	175	总资产周转率	0.30	0.28	0.31	0.36	0.39
<b>投资活动现金</b>	-2074	-1499	-27	10	45	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.85	1.71	1.93	2.04	1.99
长期股权投资	0	0	-5	-5	-5	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	18	221	120	155	190	每股收益(最新摊	0.44	0.23	0.34	0.45	0.57
<b>筹资活动现金</b>	2536	1808	299	-198	-223	每股净现金流(最	0.34	0.20	0.25	0.09	0.23
应付债券增加	0	0	-76	0	0	每股净资产(最新	4.88	2.22	2.17	2.35	2.58
长期借款增加	0	0	200	200	200	<b>估值比率</b>					
普通股增加	77	716	216	0	0	P/E	19.92	38.07	25.97	19.46	15.30
资本公积增加	625	-641	0	0	0	P/B	1.79	3.92	4.02	3.71	3.39
<b>现金净增加额</b>	164	243	356	132	320	EV/EBITDA	12.05	17.29	20.06	16.26	13.59

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

### 王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。