



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业：电力设备及新能源

刘波

证券投资咨询业务证书编号：S1300512020001  
(8621) 2032 8929  
bo.liu@bocichina.com

\*胡毅为本报告重要贡献者

# 合肥国轩借壳东源电器，强劲增长铸就 A 股锂电龙头

## 事件：

9月9日，东源电器(002074.CH/人民币 8.01, 未有评级)发布公告，公司拟通过向特定对象非公开发行股份方式购买珠海国轩贸易有限责任公司等9家企业及李晨等43名自然人交易对方合计持有的国轩高科100%的股权。核心内容如下：

1. 东源电器拟向国轩高科原股东发行股份489,927,511股，发行价格为定价基准日前20个交易日公司股票的交易均价，即人民币6.86元/股，鉴于东源电器2013年度利润分配方案为每10股分配利润0.2元，经交易各方协商，最终确定本次发行股份价格为6.84元/股。即，本次资产交易的价格为335,110.42万元人民币。
2. 同时，东源电器拟向特定对象李缜、王菊芬、吴永钢、陈林芳等四名自然人发行股份募集配套资金，募集配套资金总额8.208亿元，募集资金总额将不超过本次交易总额的25%，根据拟募集配套资金的金额及发行价格计算，东源电器本次募集配套资金拟发行股份数量为1.2亿股。所募集的配套资金将用于国轩高科投资建设年产2.4亿AH动力锂电池产业化项目、动力锂电池及其材料研发中心建设项目两个募投项目，提高本次交易的整合绩效。

本次资产交易后，东源电器公司股东结构变化如下：

图表 1. 东源电器股东结构及实际控制人变更示意

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数(股)	持股比例(%)	持股数(股)	持股比例(%)
孙益源	32,359,500	12.77	32,359,500	3.75
南通投资管理有限公司	19,063,186	7.52	19,063,186	2.21
邱卫东	7,748,798	3.06	7,748,798	0.9
珠海国轩贸易有限责任公司	-	-	216,240,694	25.05
李晨	-	-	21,805,784	2.53
李缜	-	-	100,000,000	11.58
王菊芬	-	-	8,000,000	0.93
吴永钢	-	-	8,000,000	0.93
陈林芳	-	-	4,000,000	0.46
社会公众股	194,196,516	76.65	446,077,549	51.67
合计	253,368,000	100	863,295,511	100

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

注：由于李缜拥有珠海国贸80.69%的股权，且李缜、李晨为父子关系，所以本次交易后，李缜为本公司最终的实际控制人。

### 点评:

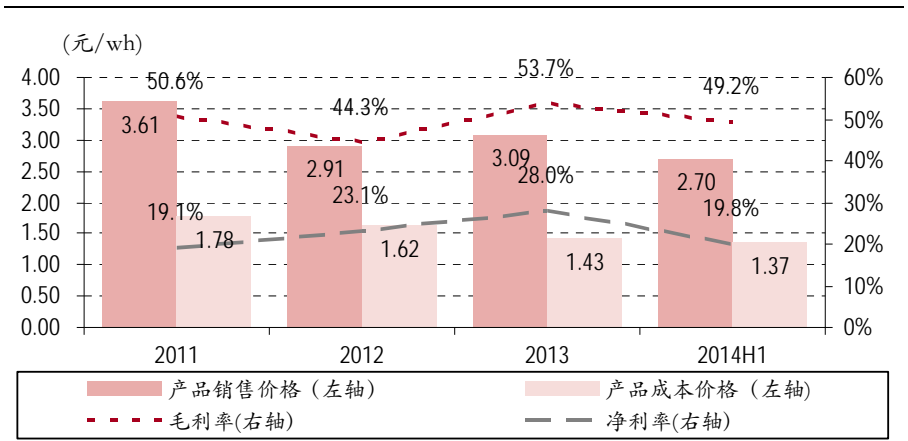
1. 下游新能源汽车需求的旺盛, 使国轩高科过去三年营业收入和净利润有了大幅提升。本次资产交易, 国轩高科2013年静态市盈率为16倍, 2014年动态市盈率14.8倍, 而二级市场对于锂电行业的估值一般在30-40倍。所以在公司业绩持续增长和二级市场估值修复的推动下, 我们认为东源电器股价将有大幅上升。

图表 2. 合肥国轩高科盈利情况

(人民币, 百万)	2011	2012	2013	2014H1	2014H2-E	2014-E	2015-E
一、营业收入	195.91	552.98	781.47	352.42	673.97	1,026.39	1,547.20
减: 营业成本	96.80	307.92	362.11	178.93	403.07	582.01	922.99
营业税金及附加	2.01	4.20	3.60	3.24	5.04	8.28	13.79
销售费用	12.58	16.61	50.51	20.62	35.33	55.94	85.08
管理费用	45.86	56.41	84.32	42.84	50.01	92.85	131.15
财务费用	11.93	17.92	25.58	5.99	19.57	25.56	26.74
资产减值损失	1.12	17.32	62.01	26.21	6.77	32.98	16.95
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资收益	6.50	(0.64)	11.72	(0.02)	-	(0.02)	-
二、营业利润	32.11	131.97	205.06	74.57	154.19	228.76	350.50
加: 营业外收入	13.03	18.27	52.53	4.74	-	4.74	-
减: 营业外支出	0.71	0.24	1.07	0.10	-	0.10	-
三、利润总额	44.42	150.00	256.52	79.21	154.19	233.40	350.50
减: 所得税费用	6.99	22.41	37.95	9.39	21.95	31.35	50.08
四、净利润	37.44	127.58	218.57	69.81	132.24	202.05	300.42
其中: 归属于母公司股东净利润	38.86	127.51	220.20	69.82	132.24	202.05	300.42

资料来源: 公司公告, 中银国际研究整理

图表 3. 合肥国轩高科产品盈利能力



资料来源: 中银国际研究

根据公司披露的2014年上半年和过去三年前5大客户, 我们可以发现公司下游的销售市场高度集中在新能源汽车领域。可预见的, 随着政府推动新能源汽车力度的加大和新能源汽车市场参与者对商业模式不断的创新, 2014年下半年和2015年新能源汽车依旧会保持旺盛的需求, 这也将会为公司未来两年业绩爆发性增长提供保障。

**图表 4. 2014 年 1-6 月公司前五名客户**

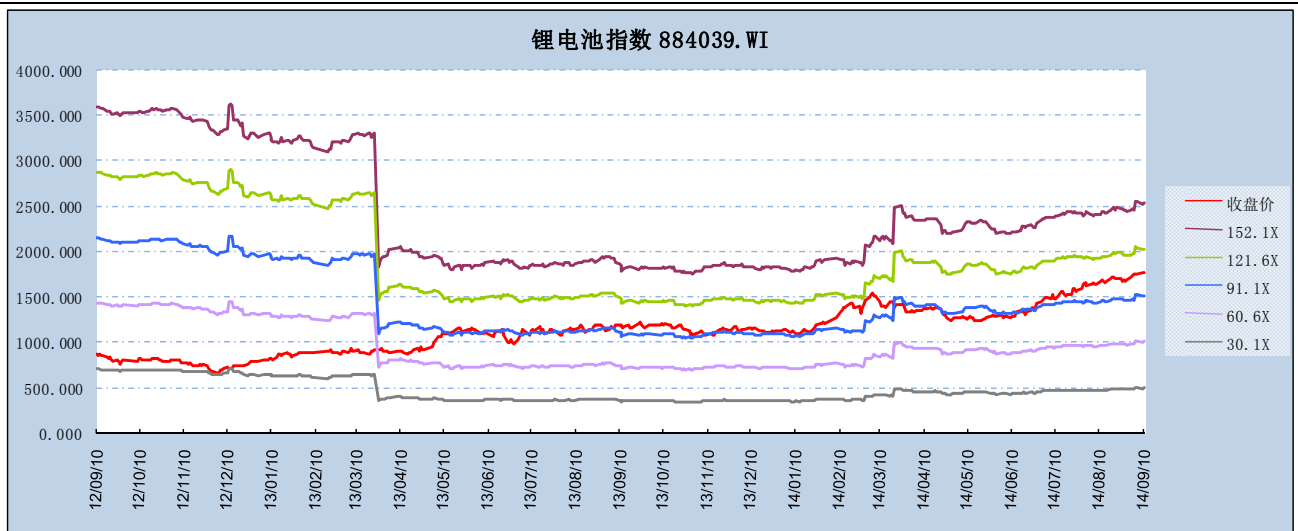
	营业收入(万元)	占本期全部营业收入比例(%)
南京金龙客车制造有限公司	18,133.32	51.45
安徽江淮汽车集团有限公司下属企业	10,127.07	28.74
上海大郡动力控制技术有限公司	3,165.26	8.98
山东新大洋电动车有限公司	2,070.56	5.88
浙江绿巨能机电科技有限公司	410.26	1.16
<b>合计</b>	<b>33,906.47</b>	<b>96.21</b>

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

**图表 5. 2013 年公司前五名客户**

	营业收入(万元)	占本期全部营业收入比例(%)
合肥公交集团有限公司	29,059.83	37.19
安徽江淮汽车集团有限公司下属企业	19,232.97	24.61
国银金融租赁有限公司	10,111.79	12.94
河南通宇新源动力有限公司	6,089.68	7.79
江苏省电力公司物资供应公司	3,415.34	4.37
<b>合计</b>	<b>67,909.60</b>	<b>86.9</b>

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

**图表 6. 锂电池指数市盈率/市净率区间**


资料来源：万得，中银国际研究

## 2. 合肥国轩高科过去三年经营质量有所改善

通过对过去三年的分析，我们可以看到公司是处于一个经营质量修复的过程。通过下游需求的改善，公司的存货周转有了大幅度的改善，同时在人员经济效率方面，也有了明显的提升。

**图表 7. 合肥国轩过去三年经营质量改善状况**

指标	2011	2012	2013
存货年周转次数	0.61	2.13	3.44
人均营业收入(万元/年)	16.66	47.18	66.79
人均工资支出(万元/年)	3.93	4.32	5.91

资料来源：中银国际研究

同时，公司现金流的改善，使公司的资产负债情况和短债偿付能力也有所提升。

**图表 8. 合肥国轩过去三年资金状况的改善**

指标	2011	2012	2013
资产负债率(%)	60.65	53.12	52.29
(银行存贷+应收票据)/(短期借款+应付票据)	0.99	2.79	2.01
经营性现金流净值(百万元)	(64.48)	144.71	23.95

资料来源：中银国际研究

另外，公司经营质量和现金状况改善的同时，继续加大产品研发投入，这也为公司持续性的形成竞争优势提供保障。

**图表 9. 合肥国轩过去三年研发投入情况**

指标	2011	2012	2013
研发费用	18.53	25.46	40.39
营业收入	195.91	552.98	781.47
研发费用占比(%)	9.5	4.6	5.2

资料来源：中银国际研究

### 3. 公司募资筹建的新产能，有望提升公司竞争力

在本次资产交易中，东源电器拟募集资金 8.208 亿元，主要用于以下两个项目的建设：

**图表 10. 本次募资项目说明**

募资项目	项目总投资额(百万元)	建设周期
年产 2.4 亿 AH 动力锂电池建设项目	677.46	24 个月
动力锂电池及其材料研发中心建设项目	153.84	24 个月
<b>合计</b>	<b>831.30</b>	-

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

根据公司公告信息，公司现有年产能为 1 亿 Ah，本次大规模的产能扩建，也是基于下游需求的判断。我们认为，新投资的生产能力是对原有产品产能的扩建，所以新的生产线投入生产后，在客户开发、产品和生产线认证方面周期有望大大缩短。另一方面，公司 2013 年至 2014 年在建工程金额大幅增加，我们预计，公司相关的产能扩产已经开始，所以新产能有望在 2015 年年底至 2016 年出得到释放。

**图表 11. 公司产能及利用率情况**

	2011	2012	2013
年度产能(万 AH)	5,000	8,000	10,000
产量(万 AH)	3,811	5,346	8,674
产能利用率(%)	76	67	87
销售量(万 AH)	1,695	5,945	7,896

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

图表 12. 公司固定资产投资情况

(百万元)	2011	2012	2013	2014H1
固定资产	137.71	150.04	145.90	153.01
在建工程	10.64	8.61	128.03	217.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	62.41	102.66	275.23	93.38

资料来源：公司公告，中银国际研究整理

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371