

# 国轩高科 (002074.SZ)

## 携手大众深度合作，锂电龙头成长可期

事件:公司公告和大众汽车集团签署《关于电池战略合作关系的谅解备忘录》

2021年7月13日晚,国轩高科发布公告和大众汽车集团签署《关于电池战略合作关系的谅解备忘录》。双方决定共同推动大众汽车集团萨尔茨吉特工厂的电池工业化生产,国轩将提供相应技术支持;同时合肥国轩也与大众汽车(中国)达成协议,为其常规量产车型开发第一代标准电芯。

合肥国轩将为大众开发第一代标准电芯,成为首个获得该研发合同的定点开发商。大众汽车集团在2021年3月的Power Day上首次宣布了其标准电芯方案,采用方形电芯。大众集团计划从2023年开始使用标准化电芯,预计到2030年可达到80%车型覆盖率,通过标准化电芯的应用,在入门级车型匹配LFP实现50%降本,在走量车型匹配三元体系实现30%降本。此次合肥国轩与大众汽车(中国)达成协议,在中国市场为大众开发第一代标准电芯,用于常规量产车型,成为首个获得该研发合同的定点开发商,意义重大。

国轩高科将为大众在德国的Salzgitter电池工厂提供技术支持,公司出海进程加速。大众集团计划在欧洲新建6个电池工厂,建成后年产能将达到240Gwh。国轩高科将和大众集团在德国德萨尔茨吉特Salzgitter工厂开展紧密合作。根据规划,该工厂将于2025年完成投产,主要为走量车型生产电芯。国轩高科和大众基于集团层面开展的电池技术合作开发有望用于大众旗下多款品牌车型,公司有望立足德国工厂辐射欧洲市场,海外市场销量将进一步提升。

大众电动化进程加速, ID系列销量领先。根据大众集团最新的规划,2030年大众集团在全球的销售的车型中,纯电动车的比例将上升到50%。到2040年,集团在全球主要市场的所有新售车辆将接近零排放。EV Sales数据,2021年5月份,大众ID4和ID3车型全球销量分别为8529辆和6227辆,分别位列全球新能源乘用车热销车型第4和第6名。随着大众电动化战略规划的提速,新的优质电动车型将持续推出,公司作为大众的深度合作伙伴有望共享电动化成长机会。

盈利预测:我们预计公司2021~2023年实现归母净利润5.78/8.82/10.70亿元,对应估值117.4/76.8/63.3倍,维持“买入”评级。

风险提示:新能源车销量不及预期,和大众合作不及预期

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,959	6,724	8,820	12,387	16,743
增长率yoy(%)	-3.3	35.6	31.2	40.4	35.2
归母净利润(百万元)	51	150	578	882	1,070
增长率yoy(%)	-91.2	192.0	285.8	52.8	21.3
EPS最新摊薄(元/股)	0.04	0.12	0.45	0.69	0.84
净资产收益率(%)	0.5	1.3	4.8	6.8	7.7
P/E(倍)	1322.9	453.0	117.4	76.8	63.3
P/B(倍)	7.6	6.2	5.9	5.5	5.1

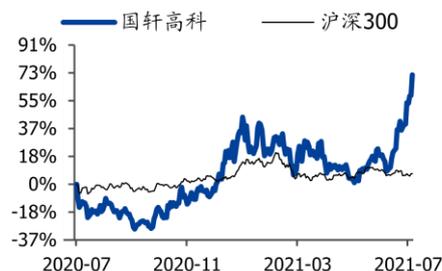
资料来源:Wind,国盛证券研究所 注:股价为2021年7月13日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	电源设备
前次评级	买入
7月13日收盘价(元)	52.95
总市值(百万元)	67,804.83
总股本(百万股)	1,280.54
其中自由流通股(%)	92.04
30日日均成交量(百万股)	52.26

### 股价走势



### 作者

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

### 相关研究

- 《国轩高科(002074.SZ):国内份额稳固,大众入股有望迎新增长》2021-04-30
- 《国轩高科(002074.SZ):黯淡时光随风而逝,扬帆出海再踏征程》2021-01-10



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	14761	15620	22711	28955	39837
现金	3615	3344	4178	5868	7932
应收票据及应收账款	6103	7014	10191	13972	18688
其他应收款	160	135	251	291	442
预付账款	226	249	375	501	682
存货	3959	3220	6058	6664	10434
其他流动资产	699	1658	1658	1658	1658
<b>非流动资产</b>	10409	12215	14140	17629	22021
长期投资	622	668	714	758	802
固定资产	5549	7160	8785	11803	15591
无形资产	938	1414	1607	1796	2019
其他非流动资产	3300	2973	3033	3272	3609
<b>资产总计</b>	25170	27835	36851	46583	61857
<b>流动负债</b>	11397	11894	20671	29620	43825
短期借款	3862	3252	8388	14060	22458
应付票据及应付账款	6459	7049	10409	13529	18643
其他流动负债	1076	1593	1874	2031	2723
<b>非流动负债</b>	4717	4866	4541	4515	4556
长期借款	3189	3582	3258	3232	3273
其他非流动负债	1528	1283	1283	1283	1283
<b>负债合计</b>	16115	16759	25213	34135	48380
少数股东权益	152	169	155	125	97
股本	1137	1281	1281	1281	1281
资本公积	4867	6231	6231	6231	6231
留存收益	3155	3317	3843	4677	5690
归属母公司股东权益	8904	10906	11484	12323	13379
<b>负债和股东权益</b>	25170	27835	36851	46583	61857

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-683	685	-1109	698	-347
净利润	48	147	563	853	1043
折旧摊销	519	608	547	730	994
财务费用	291	312	354	616	919
投资损失	24	-61	-18	-23	-23
营运资金变动	-1989	-571	-2551	-1474	-3275
其他经营现金流	423	251	-4	-4	-5
<b>投资活动现金流</b>	-2062	-2243	-2449	-4192	-5358
资本支出	1970	2094	1878	3445	4349
长期投资	-163	-253	-46	-44	-43
其他投资现金流	-255	-402	-618	-791	-1053
<b>筹资活动现金流</b>	3080	1334	-743	-488	-629
短期借款	1632	-610	0	0	0
长期借款	1230	393	-324	-26	41
普通股增加	0	144	0	0	0
资本公积增加	297	1364	0	0	0
其他筹资现金流	-78	42	-419	-462	-670
<b>现金净增加额</b>	331	-241	-4301	-3982	-6335

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4959	6724	8820	12387	16743
营业成本	3345	5028	6498	8910	11975
营业税金及附加	38	43	65	89	117
营业费用	334	266	397	520	703
管理费用	398	398	529	718	971
研发费用	437	499	626	867	1172
财务费用	291	312	354	616	919
资产减值损失	-323	-135	0	0	0
其他收益	510	393	250	250	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-24	61	18	23	23
资产处置收益	2	5	4	4	4
<b>营业利润</b>	59	168	623	944	1163
营业外收入	6	10	9	8	9
营业外支出	13	11	9	11	10
<b>利润总额</b>	52	166	622	941	1161
所得税	4	20	59	88	119
<b>净利润</b>	48	147	563	853	1043
少数股东损益	-3	-3	-14	-30	-28
<b>归属母公司净利润</b>	51	150	578	882	1070
EBITDA	907	1107	1522	2307	3162
EPS (元)	0.04	0.12	0.45	0.69	0.84

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-3.3	35.6	31.2	40.4	35.2
营业利润(%)	-90.8	184.8	271.6	51.5	23.2
归属于母公司净利润(%)	-91.2	192.0	285.8	52.8	21.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.5	25.2	26.3	28.1	28.5
净利率(%)	1.0	2.2	6.5	7.1	6.4
ROE(%)	0.5	1.3	4.8	6.8	7.7
ROIC(%)	2.1	2.3	3.5	4.5	4.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.0	60.2	68.4	73.3	78.2
净负债比率(%)	55.7	48.1	79.4	107.6	148.7
流动比率	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.12	0.45	0.69	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	0.53	-0.87	0.54	-0.27
每股净资产(最新摊薄)	6.95	8.52	8.97	9.62	10.45
<b>估值比率</b>					
P/E	1322.9	453.0	117.4	76.8	63.3
P/B	7.6	6.2	5.9	5.5	5.1
EV/EBITDA	80.5	65.8	50.5	35.1	27.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 13 日收盘价

## 内容目录

携手大众深度合作，锂电龙头成长可期.....	4
国轩高科和大众签署《关于电池战略合作关系的谅解备忘录》.....	4
大众集团电动化转型加速，ID系列车型全球热销.....	6
风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1: 大众集团标准电芯降本规划.....	5
图表 2: 大众集团计划在欧洲新建 6 个电池工厂.....	5
图表 3: 大众集团 2030 计划.....	6
图表 4: 2021.5 全球新能源乘用车热销车型前十.....	7
图表 5: 2021.5 全球动力电池装机格局.....	7

## 携手大众深度合作，锂电龙头成长可期

### 国轩高科和大众签署《关于电池战略合作关系的谅解备忘录》

**事件：**2021年7月13日晚，国轩高科发布公告，公司与大众汽车集团于2021年7月12日以云签约形式达成战略合作框架协议，签署《关于电池战略合作关系的谅解备忘录》。双方将共同打造从电池材料、电池产品到电池回收利用的全生命周期产业链。

#### 备忘录的主要内容包括：

##### （1） 产品开发

双方拟合作开发用于在德国萨尔茨吉特生产的三元标准电芯，进一步探讨合作开发磷酸铁锂电芯。

##### （2） 工艺开发和产业化

双方将在欧洲建设零碳排放工厂，并将共同开发欧洲其他潜在的生产基地，生产基地的商业模式将由双方共同决定。

##### （3） 供应链

双方考虑对上游原材料、机械设备采取联合采购或联合投资的形式；通过长期包销协议、金融投资等方式稳定原材料供应和成本；通过捆绑采购双方生产基地(合肥和萨尔茨吉特)所需的生产设施和设备，最大限度地实现工业化项目的协同效应。

##### （4） 战略供应商

大众汽车集团将在满足条件的情况下选择国轩高科作为其标准电芯的战略供应商。双方将在新能源汽车基础设施建设，电池梯次利用和电池回收，JTM、CTP、CTC等先进技术的研发等领域开展合作。

合肥国轩将为大众开发第一代标准电芯，成为首个获得该研发合同的定点开发商。大众汽车集团在2021年3月的Power Day上首次宣布了其标准电芯方案，采用方形电芯，可适用于各种化学成分，和各种生产和产品技术保持高度兼容性，可以大幅降低综合成本。大众集团计划从2023年开始标准化电芯投入使用，预计到2030年可达到80%车型覆盖率，通过标准化电芯的应用，在入门级车型匹配LFP实现50%降本，在走量车型匹配三元体系实现30%降本。此次合肥国轩与大众汽车（中国）达成协议，在中国市场为大众开发第一代标准电芯，用于常规量产车型，成为首个获得该研发合同的定点开发商，意义重大。

图表 1: 大众集团标准电芯降本规划



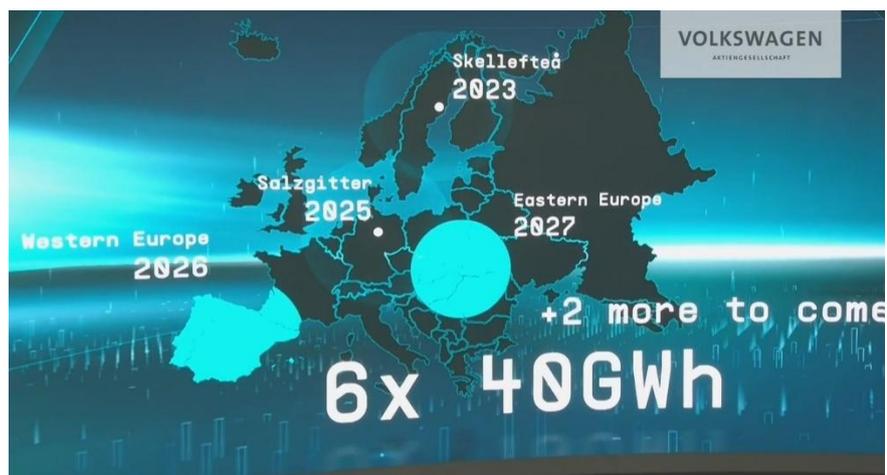
资料来源: 大众集团, 国盛证券研究所

国轩高科成为大众汽车集团萨尔茨吉特 (Salzgitter) 电池工厂的技术合作伙伴。据协议, 国轩高科作为技术合作伙伴, 将与大众汽车集团强强联手在大众汽车集团萨尔茨吉特工厂优化生产布局、设备部署及生产工艺流程, 以加速实现电芯工业化生产, 并开发首个采用标准电芯、用于大众汽车集团常规量产车型的电池应用案例。

3 月份的 Power Day 活动上, 大众集团宣布了其在欧洲的 6 个电池工厂建设规划, 建成后年产能将达到 240Gwh。

- 工厂 1: 在瑞典, 2023 年投产, 与 Northvolt 合作, 主要为豪华车型生产电芯;
  - 工厂 2: 在德国 Salzgitter, 预计 2025 年投产, 为走量车型生产电芯;
  - 工厂 3: 计划在西班牙或葡萄牙, 计划在 2026 年投产;
  - 工厂 4: 计划设在东欧, 计划在 2027 年投产;
- 除了上述四个工厂外, 后续还将在欧洲规划 2 个工厂。

图表 2: 大众集团计划在欧洲新建 6 个电池工厂



资料来源: 大众集团, 国盛证券研究所

有望用于大众集团多款品牌车型, 立足德国辐射欧洲, 出海进程加速。大众在萨尔茨吉特 Salzgitter 建立了集团范围的电池技术中心、电芯测试实验室、电芯试点生产线以及电池回收试验工厂, 这些为计划 2025 年量产的电芯工厂奠定坚实基础。国轩高科将和

大众集团在德国萨尔茨吉特 Salzgitter 工厂开展紧密合作。根据规划，该工厂将于 2025 年完成投产，主要为走量车型生产电芯。目前大众集团旗下品牌主要包括大众汽车、奥迪、兰博基尼、宾利、布加迪、西雅特、斯柯达、大众汽车商用车、保时捷等，国轩高科和大众基于集团层面开展的电池技术合作开发有望用于大众旗下多款品牌车型。此外，随着大众欧洲电池工厂的逐步设立，国轩高科将随之受益，立足德国工厂辐射欧洲市场，海外市场销量有望进一步打开。

国轩高科未来拟向大众汽车集团 MEB 平台供应电池。2020 年 5 月，双方签署股权合作协议，大众汽车（中国）投资有限公司投资约 11 亿欧元，获得国轩高科 26% 的股份，并成为其大股东。该投资交易已获得中国证券监督管理委员会批准，大众汽车集团是首家直接投资中国电池生产企业的外资汽车公司。此外，国轩高科也正处在大众汽车集团在中国的供应商认证流程中，通过认证后，未来将向本土 MEB 模块化电驱动平台产品供应电池。

### 大众集团电动化转型加速，ID 系列车型全球热销

大众电动化进程加速，2023 年全球销售车型中 50% 以上将实现电动化。2021 年 7 月 13 日，大众汽车集团在德国沃尔夫斯堡发布了 2030 NEW AUTO 战略。到 2030 年，集团将按照《巴黎协定》的承诺，将每辆汽车在整个生命周期内的碳足迹与 2018 年相比减少 30%。同时，2030 年大众集团在全球销售的车型中，纯电动车的比例将上升到 50%。到 2040 年，集团在全球主要市场的所有新售车辆将接近零排放。最迟到 2050 年，集团将实现碳中和。

图表 3: 大众集团 2030 计划



资料来源：大众集团，国盛证券研究所

此前，2021 年 3 月大众发布了“ACCELERATE 战略”，将在 2030 年在欧洲市场的纯电动车销量占比从此前计划的 35% 大幅提升至 70%。并将其在美国和中国市场的电动车销量占比目标提升至 50% 以上。

大众 ID 系列车型销售数据亮眼。MEB 和 ID 系列是大众集团电动化的两个关键重点。MEB 平台是全球传统车企的第一个专属纯电平台，2018 年正式发布。目前大众 ID 系列的全部在产和规划车型均以 MEB 平台为基础。根据 EV Sales 数据，2021 年 5 月份，大众 ID4 和 ID3 车型全球销量分别为 8529 辆和 6227 辆，分别位列全球新能源乘用车热销车型第 4 和第 6 名，是继特斯拉以外唯二的同时有两个车型上榜的车企品牌。

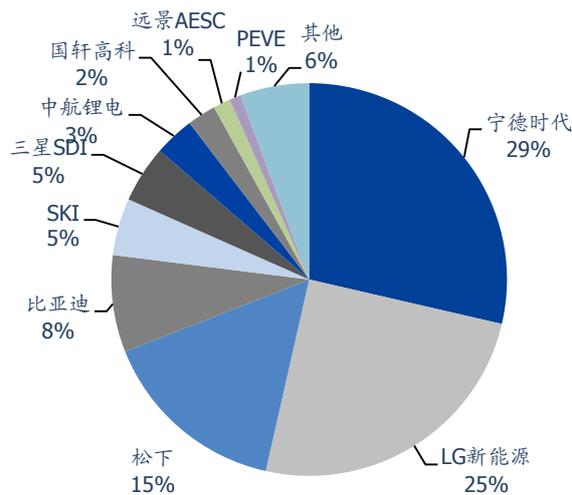
图表 4: 2021.5 全球新能源乘用车热销车型前十

车型	销量 (辆)	市场份额
特斯拉 Model 3	30874	7.6%
特斯拉 Model Y	29378	6.6%
五菱宏光 Mini	26742	6.1%
大众 ID.4	8529	1.9%
长安奔奔	8371	1.9%
大众 ID.3	6227	1.4%
雷诺 Zoe	6020	1.4%
丰田 Prius	5850	1.3%
比亚迪汉 EV	5764	1.3%
现代 Kona	5241	1.2%

资料来源: EV Sales, 国盛证券研究所

据 SNEResearch 数据, 2021 年 5 月国轩高科的动力电池装机量为 0.5Gwh, 占全球动力电池装机量市场份额的 1.8%, 排名全球行业第八。随着公司和大众集团的合作进一步深化, 公司将抓住大众集团电动化带来的发展机遇, 在大众电动车型持续放量的情况下, 公司有望享受长期成长红利。

图表 5: 2021.5 全球动力电池装机格局



资料来源: SNEResearch, 国盛证券研究所

## 风险提示

新能源车销量不达预期, 和大众合作不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com