

# 中标宁德时代 14 亿大订单，完成客户升级充分受益于龙头扩产 增持（维持）

2020 年 10 月 26 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号：S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

事件：公司于 10 月 26 日公告称，近期中标宁德时代 14.4 亿元锂电设备大订单。

## 投资要点

### ■ 短期：2020 年新签订单已近 35 亿，驱动 21 年业绩高速增长

赢合科技与 CATL 于 2019 年 3 月 1 日签订了《框架采购合同》达成合作，合同生效期为 2019 年 3 月 1 日至 2022 年 2 月 28 日。近日，赢合中标 CATL 14.4 亿元大订单，约占赢合 2019 年营收的 86%。

公司前三季度与 CATL、比亚迪、LG 化学、盟固利、ATL、冠宇、中航锂电等国内外一流企业签订锂电设备订单合计超过 20 亿元，加上此次 14.4 亿元大订单，保守估计 2020 年新签订单已近 35 亿元，支撑 2021 年营收利润高速增长。

### ■ 中期：公司逐渐绑定宁德等一线设备商，充分受益于下游扩产

市场普遍认为公司的客户集中于二三线客户，此次大订单直接证明了公司的技术水平。公司与 CATL 签订的订单金额从 2017 年的 0 增长至 2020 年的 15.4 亿元，占赢合当年新签订单的比例从 2017 年的 0 增长至 2020 年的 39%，二者合作不断深入，标志着 CATL 对公司产品及技术的高度认可。

近期宁德时代 197 亿定增正式落地，开启电池扩产新周期。其中 125 亿元资金将用于湖西锂电池扩建项目(40 亿元)、江苏时代动力及储能项目三期(55 亿元)、四川时代动力项目一期(30 亿元)。按照设备占总投资额的 80%估计，此次定增扩产所对应的设备投资额达 100 亿，预计资金到位后扩产项目将正式启动。伴随着赢合与 CATL 合作的逐渐加深，我们预计赢合将在 CATL 大规模扩产中将充分受益。

### ■ 长期：凭实力坐稳全球电动化趋势的“顺风车”

在整个锂电池行业趋于健康的背景下，未来几年，锂电池行业将会呈现一个低端产能过剩，高端产能不足的局面，电池行业将加速洗牌、整合，市场集中度进一步提高。由于专用设备的客户粘性比较高，我们预计公司将在市场加速整合的过程中脱颖而出，在高端市场扩产中充分受益。

### ■ 背靠大股东上海电气，协同打造综合自动化平台

2020 年 1-2 月，上海电气通过两次股权协议转让的方式受让了原实控人的股权，累计出资 21 亿元收购赢合科技 17.03%股份，成为公司新的控股股东。此外，2020 年 2 月，公司发布定增预案，拟向上海电气非公开发行不超过 8838 万股，募集金额不超过 20 亿。目前定增已完成，上海电气合计持有赢合科技 28.28%股份。公司承诺 2020 年至 2022 年实现的净利润将分别不低于 2.75、3.3 和 4.29 亿元，三年实现的累计净利润不低于 10.34 亿元。

未来公司将进一步强化与上海电气协同与合作，依靠上海电气的资源背景优势，共同打造锂电池全线整体解决方案。此外，公司与上海电气参股公司—全球叠片设备领导厂商德国 Manz 签订合作协议，在业务开拓、产品线优化及研发等方面开展合作，有望进一步增强公司在锂电市场的核心竞争力。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 3.52/4.70/6.59 亿元（分别上调 2.3%/16.6%/19.6%），对应当前股价 PE 为 58、43、31 倍，维持“增持”评级。

■ 风险提示：下游扩产不及预期；行业竞争加剧；新品研发进度不及预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	31.11
一年最低/最高价	17.01/47.29
市净率(倍)	3.80
流通 A 股市值(百万元)	13496.67

## 基础数据

每股净资产(元)	8.18
资产负债率(%)	30.62
总股本(百万股)	652.26
流通 A 股(百万股)	433.84

## 相关研究

- 1、《赢合科技 (300457)：三季报业绩符合预期，下半年锂电设备主业迎收入和订单双复苏》2020-10-24
- 2、《赢合科技 (300457)：口罩机保障上半年业绩高增长，静待下半年锂电设备复苏》2020-08-30
- 3、《赢合科技 (300457)：2019 年业绩受行业影响，携手上海电气合作共赢》2020-04-26

图 1：赢合科技与 CATL 及其控股子公司签订合同金额快速增长

	2017	2018	2019	2020E
金额（亿元）	0	0.5	1.8	15.4
占赢合当年新签订单比例	0	3%	12%	39%
yoy		/	233%	756%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：（1）赢合新签订单：前三季度新签订单加此次 CATL 大订单已接近 35 亿元，我们假设赢合全年新签订单为 40 亿元；（2）赢合与 CATL 新签订单：2020 年前三季度，赢合与 CATL 已签订 1 亿元订单，加上此次 14.4 亿元订单，共计 15.4 亿元。

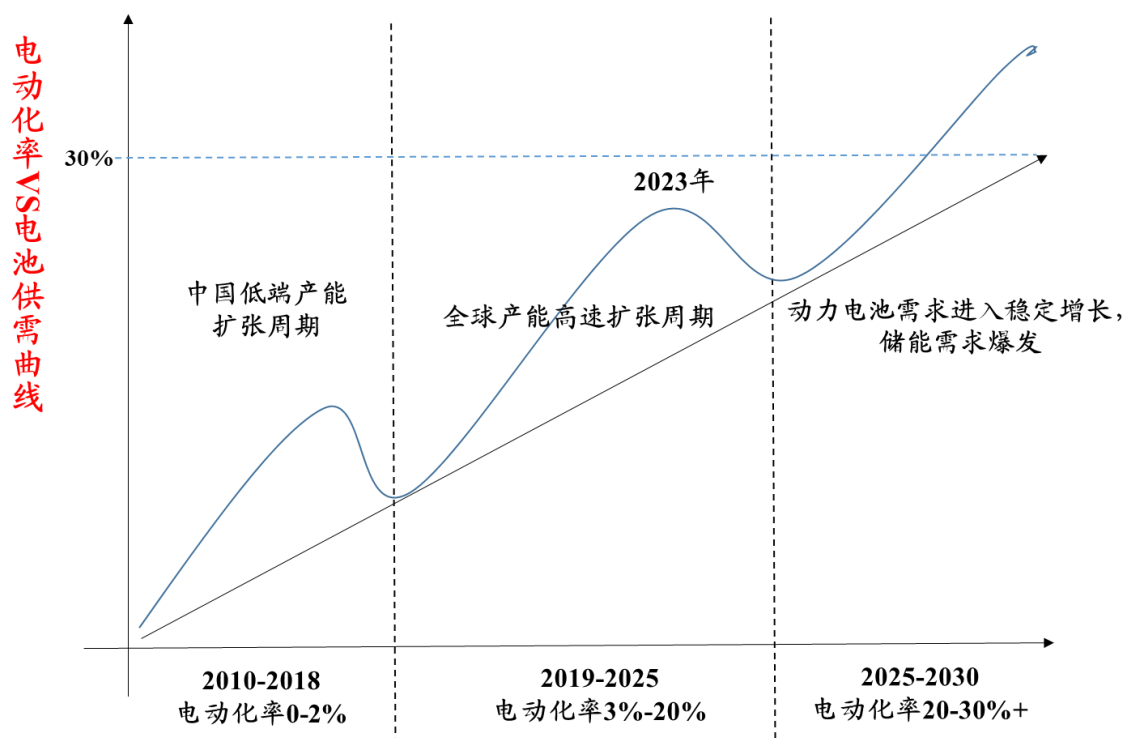
图 2：CATL 开启电池扩产新周期

宁德时代各大基地产能统计										
基地	项目	公布时间	电池形状	电池类型	产能规模 (GWh)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	预计投产时间	截止到2020半年报工程进度	
福建宁德	宁德湖东	2011	方形为主，小批量软包	动力：三元和铁锂都有	22	130	100	已基本投产	100%	
	时代锂动力	2015.1		动力	2	11	9	已基本投产	100%	
	宁德湖西 (IPO募投项目)	2017.11		动力+储能	24	100	80	已基本投产	100%	
	宁德湖西(扩建)	2020.7		动力	16	46	30	2022	新规划	
	车里湾	2020.2		动力+储能	45	100	80	未透露	新规划	
青海西宁	青海西宁	2012		储能+动力	5	20	16	已基本投产	100%	
江苏溧阳	江苏溧阳一、二期	2016.9		三元电芯和pack	10	46	37	2020	26%	
	江苏溧阳三期	2020.7		动力+储能	24	74	55	2021	新规划	
四川宜宾	四川宜宾一期	2019.9		动力	12	40	22	2021	新规划	
	四川宜宾二期			动力	18	60	42	未透露	一期投产两年后启动	
合资公司	时代上汽	2017.5		动力电芯和pack	36	100(一期)	70	2020	31%	
	时代广汽	2018.7		动力	16	46	32	2021	新规划	
	东风时代	2018.7			10	-	-	2019	新规划，尚无明确进展	
	时代吉利(浙江吉润)	2020.8		动力+储能+pack	28	80	56	2022	新规划	
	时代一汽	2019.4		动力	14	44	31	2022	新规划，尚无明确进展	
德国基地	德国图林根	2018.7		动力	30	140	112	2022	新规划	
	合计					312	1038	842		
	预计新增合计					244	731	600		

备注：1、时代广汽、时代吉利与时代一汽的产能根据设备投资额占总投资额的70%、同时单位GW设备投资额2亿估算。2、德国工厂18亿欧元投资，约140亿元人民币。假设80%为设备投资，则设备投资为112亿元，按照单GW设备为3.5-4亿元估算，项目规划产能大约30GWh左右。

数据来源：高工锂电，东吴证券研究所整理

图 3：2019-2025 年全球进入新的产能周期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

赢合科技三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3725</b>	<b>3197</b>	<b>4294</b>	<b>5234</b>	<b>营业收入</b>	<b>1670</b>	<b>2000</b>	<b>2800</b>	<b>3500</b>
现金	715	1000	1200	1400	减:营业成本	1078	1301	1872	2245
应收账款	1838	1534	2148	2685	营业税金及附加	21	20	28	35
存货	657	463	667	799	营业费用	81	80	112	140
其他流动资产	516	200	280	350	管理费用	104	191	263	326
<b>非流动资产</b>	<b>1954</b>	<b>2496</b>	<b>2889</b>	<b>3254</b>	财务费用	35	12	8	22
长期股权投资	31	31	31	31	资产减值损失	-7	0	0	0
固定资产	677	1420	1881	2273	加:投资净收益	27	0	0	0
在建工程	485	296	239	222	其他收益	-175	11	11	11
无形资产	318	307	296	286	<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>407</b>	<b>528</b>	<b>743</b>
其他非流动资产	443	443	443	443	加:营业外净收支	2	2	5	5
<b>资产总计</b>	<b>5679</b>	<b>5693</b>	<b>7184</b>	<b>8488</b>	<b>利润总额</b>	<b>211</b>	<b>409</b>	<b>533</b>	<b>748</b>
<b>流动负债</b>	<b>2137</b>	<b>1874</b>	<b>2993</b>	<b>3777</b>	减:所得税费用	24	53	59	82
短期借款	448	180	560	852	少数股东损益	22	4	5	7
应付账款	1306	1069	1538	1845	<b>归属母公司净利润</b>	<b>165</b>	<b>352</b>	<b>470</b>	<b>659</b>
其他流动负债	383	624	894	1080	EBIT	396	419	536	765
<b>非流动负债</b>	<b>361</b>	<b>361</b>	<b>361</b>	<b>361</b>	EBITDA	461	540	714	994
长期借款	292	292	292	292	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他非流动负债	69	69	69	69		<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2498</b>	<b>2235</b>	<b>3354</b>	<b>4138</b>	每股收益(元)	0.44	0.54	0.72	1.01
少数股东权益	35	39	44	50	每股净资产(元)	8.37	5.24	5.80	6.59
归属母公司股东权益	3145	3420	3786	4300	发行在外股份(百万 股)	376	652	652	652
<b>负债和股东权益</b>	<b>5679</b>	<b>5693</b>	<b>7184</b>	<b>8488</b>	ROIC(%)	9.3%	9.3%	11.1%	13.5%
					ROE(%)	5.2%	10.3%	12.4%	15.3%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>					毛利率(%)	34.2%	34.0%	32.1%	34.9%
	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	9.9%	17.6%	16.8%	18.8%
经营活动现金流	126	1171	494	647	资产负债率(%)	44.0%	39.3%	46.7%	48.7%
投资活动现金流	-177	-540	-571	-594	收入增长率(%)	-20.0%	19.8%	40.0%	25.0%
筹资活动现金流	-152	-345	277	147	净利润增长率(%)	-49.3%	113.9%	33.3%	40.4%
现金净增加额	-203	285	200	200	P/E	71.01	57.61	43.21	30.79
折旧和摊销	65	121	178	229	P/B	3.72	5.93	5.36	4.72
资本开支	-498	-540	-571	-594	EV/EBITDA	30.76	41.71	33.14	24.57
营运资本变动	313	694	-158	-248					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>