

2020 年 12 月 29 日

国轩 3.7 亿订单落地，头部玩家加码布局软包利好设备商

买入 (维持)

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

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,313	1,602	2,414	3,578
同比 (%)	18.4%	22.0%	50.6%	48.3%
归母净利润 (百万元)	291	505	751	1,104
同比 (%)	1.7%	73.3%	48.8%	47.1%
每股收益 (元/股)	0.73	1.26	1.87	2.75
P/E (倍)	102.60	59.21	39.80	27.05

事件:公司于2020年12月29日晚公告称,与国轩高科签订了2020年至2021年的《年度设备采购框架协议》,预计合同金额不超过3.7亿元人民币(含税)。

投资要点

■ 国轩 3.7 亿订单顺利落地, 为杭可短期业绩上涨再添动力

杭可科技于2020年12月25日与国轩高科签订锂电后段设备采购协议,合同金额为3.7亿元,约占杭可2019年营收的28%。(1)2020年订单签订:受海内外疫情影响,杭可2020年的订单签订有所推迟,且2020年新接订单当中国内客户占比较高,我们预计杭可2020年全年新签订单或达25亿元左右,支撑短期业绩增长。(2)2021年海外订单迎爆发:海外市场受疫情影响较大,2020年海外订单有所滞后,但不会取消,预计在海外疫情得到控制后,海外订单将在2021年有较大爆发。杭可与海外龙头客户有长期密切合作,我们预计届时将充分受益。

■ 头部玩家加码软包电池, 杭可将充分受益于软包认可度提升

大众 MEB 入主国轩后, 国轩的动力电池研发方向已经由方形转向软包, 国轩与杭可此次签订长协订单是必然选择, 原因有三: (1) 杭可与国轩长期密切合作, 且杭可是国轩一供; (2) 在软包方面, 杭可长期与 LG 长期合作, 拥有最前沿的技术 (如高温高压化成技术), 软包电池后段设备是杭可的拳头产品; (3) 大众对于锂电池的质量要求高, 因此对设备要求也高, 杭可优势非常明显, 且由于大众订单对电池质量要求高, 故而设备订单的利润率也有望继续维持较高水平。

此外, BYD 的新技术——刀片电池也类似于软包, 更多玩家加入软包电池行列。目前韩国电池厂 LG 和 SKI 具有一流的软包技术, 在全球软包市场具有绝对领先优势; 国内孚能、卡耐、捷威、桑顿、亿纬锂能、国轩、BYD 均在做软包电池, 但目前还没有出现具备明显优势的龙头厂家, 我们认为后续国内玩家的竞争和扩产将进一步利好软包龙头设备商杭可。

■ LG 等龙头电池厂引领行业扩产, 未来 4 年设备空间超千亿元

未来几年电池供需缺口较大, 电池将进入扩产高峰, 设备环节成为电动车产业链中最早兑现的环节。从投资端测算, CATL、BYD、松下、LG、三星、Northvolt 6 家龙头电池厂 2019 年底产能合计约 200GW, 目前规划产能至 2023 年将增加至 800GW, 预计对应的新增设备投资额合计为 2000 亿元左右, 其中后道设备市场空间约 500 亿元。

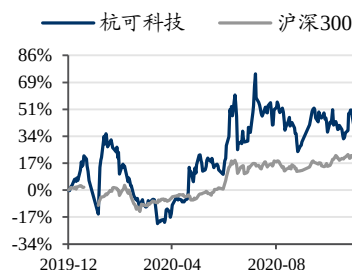
■ LG 近期正式分拆电池业务板块, 成立 “LG 新能源”, 扩产计划明确。

LG 新能源计划从目前每年 100-120GW 的产能扩张到 2023 年的 260GW (不断上调ing), 未来三年新增产能约 150GW。我们假设每 GW 设备投资额 2 亿元, 则未来 3 年的设备投资额约 300 亿元。我们假设后道设备价值量占比为 30%, 对应着 90 亿元的后道设备订单。杭可科技作为 LG 后道设备一供, 我们预计杭可的占有率为 70%, 则对应着未来三年有望达到 60 亿元订单以上。

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.1/7.5/11.0 亿, 当前股价对应 PE 为 59/40/27 倍。我们认为 2021 年海外订单迎爆发+动力电池扩产高峰期确定性强, 具备研发实力的一线设备商, 业绩和估值均存在弹性空间, 维持“买入”评级。

风险提示:下游电池厂投资低于预期; 电动化进程不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	74.50
一年最低/最高价	29.35/80.00
市净率(倍)	12.07
流通 A 股市值(百万元)	7178.08

基础数据

每股净资产(元)	6.17
资产负债率(%)	33.69
总股本(百万股)	401.00
流通 A 股(百万股)	96.35

相关研究

1、《杭可科技 (688006): 业绩符合预期, 电动化趋势下有望充分受益于新客户拓展》

2020-10-28

2、《杭可科技 (688006): 全球锂电后段设备龙头, 受益电动化大趋势》

2020-10-10

3、《杭可科技 (688006): 盈利能力创历史新高, 看好海外龙头扩产带来订单爆发》

2020-08-28

事件：公司于 2020 年 12 月 29 日晚公告称，与国轩高科签订了 2020 年至 2021 年的《年度设备采购框架协议》，预计合同金额不超过 3.7 亿元人民币（含税）。

1. 国轩 3.7 亿订单顺利落地，为杭可短期业绩上涨再添动力

杭可科技于 2020 年 12 月 25 日与国轩高科签订锂电后段设备采购协议，合同履行期为 2020 年 12 月 25 日至 2022 年 12 月 31 日，合同金额为 3.7 亿元，约占杭可 2019 年营收的 28%。**（1）2020 年订单签订：**受海内外疫情影响，杭可 2020 年的订单签订有所推迟，且 2020 年新接订单当中国内客户占比较高，我们预计杭可 2020 全年新签订单或达 25 亿元左右，支撑短期业绩增长。**（2）2021 年海外订单迎爆发：**海外市场受疫情影响较大，2020 年海外订单有所滞后，但不会取消，预计在海外疫情得到控制后，海外订单将在 2021 年有较大爆发。杭可与海外龙头客户有长期密切合作，我们预计届时将充分受益。

2. 头部玩家加码软包电池，杭可将充分受益于软包认可度提升

软包能量密度优势大，对于注重空间利用的车企或高端车型来说，软包电池优势十分明显。大众 MEB 入主国轩后，国轩的动力电池研发方向已经由方形转向软包，将参考 LG、SK 的软包线来设计自己的产线。国轩与杭可此次签订长协订单是必然选择，原因有三：**（1）**杭可与国轩长期密切合作，且杭可是国轩一供；**（2）**在软包方面，杭可长期与 LG 长期合作，拥有最前沿的技术（如高温高压化成技术），软包电池后段设备是杭可的拳头产品。**（3）**大众对于锂电池的质量要求高，因此对设备要求也高，杭可优势非常明显，且由于大众订单对电池质量要求高，故而设备订单的利润率也有望继续维持较高水平。

此外，BYD 的新技术——刀片电池也类似于软包，更多玩家加入软包电池行列。目前韩国电池厂 LG 和 SKI 具有一流的软包技术，在全球软包市场具有绝对领先优势；国内孚能、卡耐、捷威、桑顿、亿纬锂能、国轩、BYD 均在做软包电池，但目前还没有出现具备明显优势的龙头厂家，我们认为后续国内玩家的竞争和扩产将进一步利好软包龙头设备商杭可。

3. LG 等龙头电池厂引领行业扩产，未来 4 年设备空间超千亿

未来几年电池供需缺口较大，电池将进入扩产高峰，设备环节成为电动车产业链中最早兑现的环节。从投资端测算，CATL、BYD、松下、LG、三星、Northvolt 6 家龙头电池厂 2019 年底产能合计约 200GW，目前规划产能至 2023 年将增加至 800GW，预计对应的新增设备投资额合计为 2000 亿元左右，其中后道设备市场空间约 500 亿元。

图 1: 6 家电池厂产能未来 4 年增幅将达 4 倍, 设备投资额近两千亿

锂电池龙头企业	已有产能 (GWh)	已有产能 (GWh)	规划新增 (GWh)	规划产能 (GWh)	规划总产能 (GWh)	预计单位设备投资额 (亿元)	预计新增设备投资总额 (亿元)	前道涂布 (潜在供应商)	中道卷绕/叠片 (潜在供应商)	后道化成分容检测 (潜在供应商)
宁德时代	68	宁德时代 22 时代锂动力 2 宁德时代 24 青海西宁 5 江苏溧阳 5 时代上汽 10	244	时代上汽 36 (目前达到 10) 溧阳一、二期 10 (目前达到 5) 溧阳三期 24 宁德时代扩建 16 德国图林根工厂 30 东风时代 10 时代广汽 16 时代一汽 14 宜宾 30 丰里湾 45 时代吉利 28	312	2.5	610	科恒 (油能) 璞泰来 (新嘉拓) 赢合科技	先导智能 大族激光 (激光模切)	先导 (珠海泰坦)
比亚迪	50	惠州 2 深圳坑梓 14 青海 24 西安 10	70	重庆 30 西安 20 长沙 20	120	4	280	科恒 (油能) 璞泰来 (新嘉拓)	先导智能 KOEM	先导 (珠海泰坦) 杭可科技
LG 化学	32.4	韩国 4 美国 2.4 南京 11 波兰 15	114	波兰 60 南京 32 南京工厂扩建 (投资 75 亿元) 通用合资 30 吉利合资 10	146	4	456	先导智能 科恒 (油能) 东丽	先导智能 赢合科技	杭可科技
松下	42	特斯拉超级工厂 35 大连 5 苏州 2	100	特斯拉超级工厂 70 无锡 30	142	4	400	科恒 (油能) 东丽	先导智能 松下本部设备公司	先导 (珠海泰坦) 杭可科技
三星	10	韩国 6.4 西安 1.6 匈牙利 2	15	美国密西根 (暂无详细规划) 西安 (15GW, 总投资额 105 亿元) 天津 (总投资 166 亿元)	25	6	90	东丽	先导智能	杭可科技
Northvolt	0	-	56	瑞典 Skellefte 32 瑞典 Västerås 0.35 波兰 (年产 10000 modules) 德国 Salzgitter 24	56	4	225	日韩企业 SEC 等	先导智能	杭可科技
合计	202		599		802		2061			

数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

LG 近期正式分拆电池业务板块, 成立 “LG 新能源”, 扩产计划明确。LG 新能源计划从目前每年 100-120GW 的产能扩张到 2023 年的 260GW (不断上调ing), 未来三年新增产能约 150GW。我们假设每 GW 设备投资额 2 亿元, 则未来 3 年的设备投资额约 300 亿元。我们假设后道设备价值量占比为 30%, 对应着 90 亿元的后道设备订单。杭可科技作为 LG 后道设备一供, 我们预计杭可的占有率为 70%, 则对应着未来三年有望达到 60 亿元订单以上。

图 2: LG 各大基地产能统计

LG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 (GW)	总投资金额 (亿元)	预计设备投资 (亿元)	投产时间
韩国梧仓	LG与现代Mobis合资	2011	软包	动力	4	2	2	已投产
	栖霞区工厂	2015	软包	动力	3	15	12	已投产
南京	滨江开发区工厂	2018.7	软包	动力、储能及小型电池	32	137	110	2019一期量产, 2023年达产
	南京工厂扩建	2019.1	软包、圆柱	动力	暂未公布	75	60	2020
美国霍兰德	美国霍兰德电池工厂	2013	软包	动力	2	12	10	已投产
美国 Lordstown	与通用合资	2020.03	软包	动力	30	145	116	2022年底
中国	与吉利合资	2019.06		动力	10			2021
波兰	波兰工厂	2015	软包	动力	15	50	40	已投产
	波兰工厂追加投资	2018	软包	动力	50	300	240	2021
合计					146	736	589	
预计新增合计					114	623	499	

备注: 预计设备投资为根据设备投资额占总投资额的80%估算。

数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

备注: 目前统计的各大基地现有产能小于 100GW, 是由于部分现有产能未公布所致。

4. 未来电池厂头部效应显著, 绑定龙头电池厂的核心设备商将充分受益

未来电池厂将会头部效应明显, 一线设备商产品销售中比较容易获得大订单。以后段设备为例, 由于后段设备涉及到单节电池质量、整条电池生产线甚至整个厂房基地的安全问题, 客户一旦选择, 为了电池的稳定性 and 产线的运行效率不会轻易更改后段设备供应商。同时, 设备商重良率自动化, 电池厂研发重工艺, 合作研发是未来趋势。我们判断, 借鉴光伏和半导体行业的发展历史, 未来锂电设备的专利也将会形成护城河, 核心设备商将和电池厂形成较强的粘性。

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.1/7.5/11.0 亿, 当前股价对应 PE 为 59/40/27 倍。我们认为 2021 年海外订单迎爆发+动力电池扩产高峰期确定性强, 具备研发实力的一线设备商, 业绩和估值均存在弹性空间, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

下游电池厂投资低于预期; 新能源车销量和电动化进程不及预期; 国内客户拓展不及预期; 设备技术迭代落后。

杭可科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2019	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3281	3591	4741	6439	营业收入	1313	1602	2414	3578
现金	1663	1501	1765	2180	减:营业成本	665	811	1218	1801
应收账款	512	658	992	1470	营业税金及附加	10	16	19	28
存货	838	1111	1502	2073	营业费用	67	80	116	165
其他流动资产	268	320	483	716	管理费用	94	212	293	415
非流动资产	547	940	1145	1340	财务费用	-32	-46	-48	-57
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-31	-50	-50	-50
固定资产	311	696	901	1099	加:投资净收益	7	0	0	0
在建工程	70	81	84	85	其他收益	-220	3	3	3
无形资产	98	95	91	88	营业利润	327	583	869	1279
其他非流动资产	68	68	68	68	加:营业外净收支	7	3	3	3
资产总计	3828	4531	5886	7779	利润总额	334	586	872	1282
流动负债	1592	1897	2659	3679	减:所得税费用	43	76	113	167
短期借款	30	20	30	50	少数股东损益	0	5	8	11
应付账款	638	778	1168	1727	归属母公司净利润	291	505	751	1104
其他流动负债	925	1099	1461	1902	EBIT	480	487	771	1173
非流动负债	12	12	12	12	EBITDA	505	548	851	1272
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	12	12	12	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1605	1909	2671	3692	每股收益(元)	0.73	1.26	1.87	2.75
少数股东权益	0	5	13	24	每股净资产(元)	5.54	6.53	7.99	10.13
					发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
归属母公司股东权益	2223	2617	3202	4064	ROIC(%)	26.4%	19.2%	27.8%	33.8%
负债和股东权益	3828	4531	5886	7779	ROE(%)	13.1%	19.3%	23.4%	27.2%
					毛利率(%)	49.4%	49.4%	49.5%	49.7%
现金流量表(百万元)					销售净利率(%)	22.2%	31.5%	31.1%	30.9%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	41.9%	42.1%	45.4%	47.5%
经营活动现金流	136	184	654	883	收入增长率(%)	18.4%	22.0%	50.6%	48.3%
投资活动现金流	9	-225	-235	-245	净利润增长率(%)	1.7%	73.3%	48.8%	47.1%
筹资活动现金流	1020	-121	-155	-223	P/E	102.60	59.21	39.80	27.05
现金净增加额	1175	-162	264	415	P/B	13.44	11.42	9.33	7.35
折旧和摊销	25	61	80	100	EV/EBITDA	62.33	58.00	38.25	26.38
资本开支	-285	-225	-235	-245					
营运资本变动	70	-337	-134	-282					

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>