

2021年01月25日

山东威达 (002026.SZ)

与浙江加能签署合作协议，换电业务布局再下一城

■事件：1月24日，公司发布公告，孙公司昆山斯沃普与浙江加能签署框架协议，就新能源汽车自动化换电业务开展合作。

■携手浙江加能，换电业务布局再下一城。昆山斯沃普由公司全资子公司德迈科和蔚来合资成立，其中德迈科持有其44.00%的股权，蔚来持有43.5%，主营自动化换电站设备。而浙江加能从事新能源科技技术开发、新能源汽车及零部件、电池的销售等业务。

本次合作主要鉴于浙江加能已在温州开展换电站运营，未来将委托斯沃普定制开发换电站，且将斯沃普作为独家供应商，未来车辆经销商、代理商优先使用其产品及服务，本次合作有利于进一步推动斯沃普换电设备布局。

■电动车换电浪潮来临，换电设备率先受益。1月9日在NIO Day上，蔚来正式发布第二代换电站，单日服务能力达312台次，车辆可实现自动泊入，用户无需下车，即可在车内一键启动自助换电。同时，根据中国经营报，蔚来将加快换电站布局，计划2021年底全国换电站总数达500座，目前蔚来换电站总建成近200座。电动车换电模式解决了行业痛点，2020年以来政策支持力度显著加强，上汽、吉利、宁德时代、欣旺达、软银等相关企业积极响应，预计近几年将快速发展。

山东威达是蔚来换电站的主要供应商，并逐步拓展到其它客户，将率先受益。我们认为，“换电模式”优势显著，技术经过几年的积累也相对成熟，政策层主导更有利于发挥规模效应，“换电模式”进入加速普及期，部分企业率先布局换电设备，占据先发优势。我们测算2021年设备需求达15.4亿元。中长期随着换电站的持续建设，预计2025年将产生180亿元设备市场空间，公司作为换电设备领先厂商将率先受益。

■投资建议：公司深度渗透史丹利百得、TTI、博世、创科等优质客户，随着公司自身的品类拓展，及产品在客户产品线中的渗透，公司有望长期稳健成长。公司4年布局换电设备开花结果，卡位优势明显，再获新成长点。我们预计公司2020/2021/2022年净利润分别为2.52、3.55、4.77亿元，去年大幅扭亏为盈，今年同比增长40.9%、34.3%。维持“买入-A”评级。

■风险提示：市场竞争加剧、换电推进不达预期、蔚来合作不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,662.0	1,575.1	2,029.3	2,553.6	3,313.3
净利润	155.3	-117.9	252.07	355.2	476.9
每股收益(元)	0.37	-0.28	0.60	0.85	1.14
每股净资产(元)	5.91	5.54	6.13	6.98	8.21

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	28.9	-38.1	17.8	12.7	9.4
市净率(倍)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	9.3%	-7.5%	12.4%	13.9%	14.4%
净资产收益率	6.3%	-5.1%	9.8%	12.1%	13.8%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.2%	-0.1%	-0.9%
ROIC	6.8%	-7.0%	14.4%	18.4%	26.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

基础件

投资评级 **买入-A**
维持评级

股价 (2021-01-22) **9.62 元**

交易数据

总市值(百万元)	4,068.91
流通市值(百万元)	4,068.91
总股本(百万股)	422.96
流通股本(百万股)	422.96
12个月价格区间	4.49/13.21 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-27.15	-43.41	39.42
绝对收益	-14.03	-24.19	88.7

李哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001
lizhe3@essence.com.cn

崔逸凡

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090004
cuiyf1@essence.com.cn
021-35082396

相关报告

- 山东威达：定增+激励+入股蔚能三重利好，打造长期增长动力/李哲 2020-12-16
- 山东威达：Q3 业绩增长大超预期，盈利能力持续优化/李哲 2020-10-27
- 山东威达：主业加速成长业绩大超预期，换电设备迎来风口打造新增长点/李哲 2020-10-13
- 山东威达：电动工具配件龙头加速成长，电动车换电产业趋势再添新柴/李哲 2020-09-06
- 山东威达：主业稳健增长，电动车换电站打开成长空间/李哲 2020-08-25

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,662.0	1,575.1	2,029.3	2,553.6	3,313.3	成长性					
减:营业成本	1,264.2	1,185.5	1,501.0	1,875.3	2,417.4	营业收入增长率	13.1%	-5.2%	28.8%	25.8%	29.8%
营业税费	23.6	17.3	28.4	35.0	43.9	营业利润增长率	30.3%	-144.9%	-472.2%	41.5%	34.8%
销售费用	34.2	35.9	42.6	51.1	66.3	净利润增长率	23.7%	-175.9%	-313.8%	40.9%	34.3%
管理费用	112.3	106.4	152.2	191.5	231.9	EBITDA 增长率	23.8%	132.8%	-41.8%	30.3%	32.9%
财务费用	-37.8	-18.9	-4.4	-20.4	-14.6	EBIT 增长率	30.6%	173.8%	-46.9%	36.7%	38.0%
资产减值损失	27.3	-291.6	29.5	-	-	NOPLAT 增长率	-14.2%	-231.0%	-268.5%	36.7%	38.0%
加:公允价值变动收益	-2.7	2.7	0.9	0.3	-0.5	投资资本增长率	27.3%	-18.5%	7.2%	-2.3%	20.8%
投资和汇兑收益	4.0	27.9	16.8	-	-	净资产增长率	6.0%	-6.4%	10.6%	13.9%	17.7%
营业利润	178.3	-80.0	297.7	421.3	567.9	利润率					
加:营业外净收支	13.9	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	毛利率	23.9%	24.7%	26.0%	26.6%	27.0%
利润总额	192.2	-80.8	296.9	420.5	567.1	营业利润率	10.7%	-5.1%	14.7%	16.5%	17.1%
减:所得税	37.8	40.0	44.5	63.1	85.1	净利润率	9.3%	-7.5%	12.4%	13.9%	14.4%
净利润	155.3	-117.9	252.07	355.2	476.9	EBITDA/营业收入	15.9%	39.0%	17.6%	18.3%	18.7%
						EBIT/营业收入	12.1%	35.1%	14.5%	15.7%	16.7%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	146	147	105	75	53
货币资金	326.3	531.3	648.5	1,053.2	1,199.4	流动营业资本周转天数	185	236	189	164	150
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	409	454	409	396	383
应收帐款	480.1	464.6	662.8	543.0	929.5	应收帐款周转天数	100	108	100	85	80
应收票据	95.0	79.1	90.0	137.0	120.7	存货周转天数	117	123	116	116	116
预付帐款	52.5	29.9	76.9	59.0	112.8	总资产周转天数	652	681	559	507	462
存货	573.3	501.1	806.8	840.5	1,299.8	投资资本周转天数	410	439	317	258	217
其他流动资产	437.6	400.7	315.2	384.5	366.8	投资回报率					
可供出售金融资产	10.0	-	6.7	5.6	4.1	ROE	6.3%	-5.1%	9.8%	12.1%	13.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.0%	-4.2%	7.4%	9.5%	10.2%
长期股权投资	23.4	33.6	33.6	33.6	33.6	ROIC	6.8%	-7.0%	14.4%	18.4%	26.0%
投资性房地产	6.9	42.4	42.4	42.4	42.4	费用率					
固定资产	663.8	620.7	560.6	509.6	457.6	销售费用率	2.1%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%
在建工程	21.7	9.8	9.8	9.8	9.8	管理费用率	6.8%	6.8%	7.5%	7.5%	7.0%
无形资产	107.2	106.6	102.3	98.0	93.7	财务费用率	-2.3%	-1.2%	-0.2%	-0.8%	-0.4%
其他非流动资产	276.7	61.8	61.1	60.1	60.4	三费/营业收入	6.5%	7.8%	9.4%	8.7%	8.6%
资产总额	3,074.5	2,881.4	3,416.6	3,776.0	4,730.5	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	19.0%	19.1%	24.5%	22.2%	26.9%
应付帐款	283.8	305.9	443.2	476.1	721.9	负债权益比	23.4%	23.6%	32.5%	28.5%	36.8%
应付票据	122.9	69.6	211.6	129.6	298.8	流动比率	3.61	3.97	3.27	3.79	3.28
其他流动负债	137.2	130.2	141.1	190.3	208.9	速动比率	2.56	2.98	2.25	2.73	2.22
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-5.34	-29.16	-66.66	-19.68	-37.98
其他非流动负债	39.6	43.7	41.6	41.6	42.3	分红指标					
负债总额	583.5	549.4	837.5	837.7	1,272.0	DPS(元)	0.08	0.08	0.03	-0.01	-0.09
少数股东权益	9.8	3.6	3.8	6.1	11.1	分红比率	21.6%	-28.5%	4.4%	-0.8%	-8.3%
股本	420.1	420.1	420.1	420.1	420.1	股息收益率	0.7%	0.7%	0.2%	-0.1%	-0.9%
留存收益	2,059.4	1,907.5	2,155.2	2,512.2	3,027.2						
股东权益	2,491.0	2,332.0	2,579.1	2,938.3	3,458.5						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	154.4	-120.8	252.1	355.2	476.9	EPS(元)	0.37	-0.28	0.60	0.85	1.14
加:折旧和摊销	63.7	63.0	64.4	65.3	66.2	BVPS(元)	5.91	5.54	6.13	6.98	8.21
资产减值准备	23.8	301.3	-	-	-	PE(X)	28.9	-38.1	17.8	12.7	9.4
公允价值变动损失	2.7	-2.7	0.9	0.3	-0.5	PB(X)	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3
财务费用	-9.6	-5.9	-4.4	-20.4	-14.6	P/FCF	-15.0	16.4	35.0	11.3	44.1
投资损失	-4.0	-27.9	-16.8	-	-	P/S	2.7	2.9	2.2	1.8	1.4
少数股东损益	-1.0	-2.9	0.3	2.3	5.1	EV/EBITDA	7.4	2.6	10.5	7.2	5.2
营运资金的变动	-534.7	35.9	-188.5	-11.4	-431.2	CAGR(%)	32.3%	-258.6%	26.8%	32.3%	-258.6%
经营活动产生现金流量	38.5	220.4	108.0	391.3	102.0	PEG	0.9	0.1	0.7	0.4	-0.0
投资活动产生现金流量	-364.7	12.8	10.2	-8.9	-8.5	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-20.9	-32.9	-0.8	22.2	52.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李哲、崔逸凡声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034