

战略合作助力，优化未来布局

华泰研究

公告点评

2021年2月28日 | 中国内地

工业/机械设备

投资评级(维持): **增持**
目标价(人民币): **106.59**

研究员 肖群稀
SAC No. S0570512070051 xiaoqunxi@htsc.com
+86-755-82492802

研究员 李倩倩
SAC No. S0570518090002 liqianqian013682@htsc.com

研究员 关东奇来
SAC No. S0570519040003 guandongqilai@htsc.com
SFC No. BQI170 +86-21-28972081

研究员 时或
SAC No. S0570520080005 shiyu013577@htsc.com

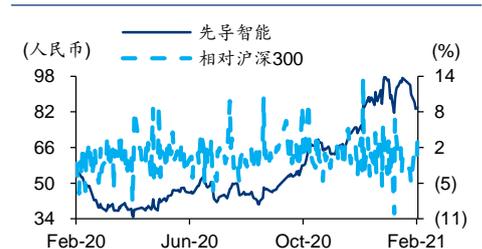
华泰证券 2021 春季线上策略会



基本数据

目标价(人民币)	106.59
收盘价(人民币 截至2月26日)	83.90
市值(人民币百万)	76,124
6个月平均日成交额(人民币百万)	969.95
52周价格范围(人民币)	34.80-98.00
BVPS(人民币)	5.27

股价走势图



资料来源: Wind

与宁德时代签订战略合作补充协议，明确开发方向产品推广

据公司2月26日公告，其与宁德时代（CATL）的战略合作在21-23年预计将增加公司订单规模247.44亿元；同时公司将获准参与CATL新电池技术的早期设计验证（DVT）阶段。我们认为，公司与CATL的深入合作有利于1) 加强公司研发优势与竞争力；2) 提升公司在核心客户的采购供应占比；3) 推动公司与国内外车企的深度合作，加快平台化的多赛道产品推广。维持盈利预测，预计20~22年EPS 1.05/1.78/2.24元，增持评级。

补充协议明确合作方式，占据先发优势强化公司研发与盈利能力

据补充协议，21-23年，CATL将按电芯生产设备（含涂布）新投资额50%的额度优先采购公司产品；同时将共享新产能规划帮助公司确保设备交付。公司预计21~23年CATL电芯生产设备对应营业收入50/60/77.5亿元。我们认为，相比研发中后期的产品验证（PV）与量产阶段，设计阶段的联合研发将给予公司更有效的实验参数反馈，提升产品核心设计能力与竞争力。

宁德时代3个月内公布785亿扩产计划，公司锂电订单有望快速增长

2月25日，CATL公告拟投资105亿元扩建子公司时代上汽产能，我们预测将新增产能约30GWh。蜂巢能源2月19日公布在浙江湖州投建20GWh生产基地，并将2025年产能规划提升至200GWh。考虑到SNE预测23年出现电池装机缺口、CATL在12月与2月公告680亿扩产计划，我们认为对电池厂加速产能落地趋势明显，有望支撑公司21-22年订单快速增长。

平台化发展布局精准，战略合作助力新能源车产业链客户拓展

据公司26日公告，CATL将加大向公司采购智能物流设备（物流线、AGV等）及设备运维服务，对应公司募投项目方向，显示公司对行业发展方向把握精准。1月28日公司公告将为宝马汽车提供PACK产线；20H1工信部新能源车型有效目录3,900余款车型中，由CATL配套的占比约51%，而补充协议中CATL表明将通过其品牌影响力协助公司开拓客户。我们认为，在公司平台化发展战略下，21年公司汽车与产线智能化订单有望持续提升。

布局精准谋未来，转型逐渐见成效，维持20-22年盈利预测，增持评级

我们认为，作为平台型设备龙头，公司多赛道协同发展并拓展运维服务，有望充分受益于电动车行业高景气。维持20-22年盈利预测，预计20-22年归母净利润9.5/16.1/20.3亿元，EPS1.05/1.78/2.24元，对应PE 80/47/38倍。可比公司21年41xPE（Wind一致预期），公司设备龙头优势明显，平台化布局精准，给予21年60x PE，目标价106.59元，“增持”评级。

风险提示：对引用的数据信息、基本假设、估值方法等影响证券估值评级的风险因素作充分说明，阐释可能导致盈利预测结果不成立的原因、估值定价不成立的原因。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	3,890	4,684	5,619	9,042	11,298
+/-%	78.70	20.41	19.95	60.93	24.95
归属母公司净利润(人民币百万)	742.44	765.57	950.40	1,612	2,029
+/-%	38.13	3.12	24.14	69.66	25.85
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.82	0.84	1.05	1.78	2.24
ROE(%)	21.57	17.87	18.67	24.71	24.59
PE(倍)	102.53	99.43	80.10	47.21	37.51
PB(倍)	22.11	19.18	15.94	12.26	9.59
EV EBITDA(倍)	85.94	83.37	70.90	40.74	32.31

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

附录

图表1: 2021年以来国内外部分锂电池厂商扩产/投产情况

时间	项目	详情
2021年2月25日	宁德时代 时代上汽动力电池产线扩产	在江苏省溧阳市中关村建设时代上汽动力电池生产线扩建项目, 总投资 105 亿元
2021年2月25日	三星 SDI 匈牙利工厂扩建	扩建其在匈牙利的电动汽车 (EV) 电池工厂, 总投资 9420 亿韩元 (约 55 亿元人民币), 扩建完成后匈牙利工厂总产能达到 20GWh
2021年2月19日	蜂巢能源 浙江湖州生产基地	在湖州南太湖新区建立年产 20GWh 的动力电池新基地, 计划投资 70 亿元
2021年2月19日	亿纬锂能 乘用车动力电池一期项目 xHEV 电池系统一期项目	子公司惠州亿纬动力投资建设乘用车锂离子动力电池项目 (一期) 和 xHEV 电池系统项目 (一期), 投资金额分别为不超过 10 亿元、26 亿元
2021年2月2日	宁德时代 动力及储能电池肇庆一期项目 四川宜宾制造基地五、六期 时代一汽动力电池生产线扩建	在广东省肇庆市投资建设动力及储能电池生产基地, 总投资不超过人民币 120 亿元 在四川省宜宾市投资建设动力电池宜宾制造基地五、六期项目, 总投资不超过人民币 120 亿元 在福建省宁德市投资建设时代一汽动力电池生产线扩建项目, 总投资不超过人民币 50 亿元
2021年1月29日	SKI 匈牙利第三座电池工厂	初始投资 1.3 万亿韩元 (约 75 亿元人民币), 计划于 2021Q3 开工, 规划产能 30GWh, 将在 2028 年完成建设, 总投资 2.6 万亿韩元 (约 150 亿元人民币)
2021年1月27日	蜂巢能源 四川遂宁动力电池工厂	与遂宁经开区签署战略合作协议, 总投资 70 亿元, 建设 20GWh 动力电池工厂
2021年1月18日	中航锂电 江苏四期项目	总投资 135 亿元建设常州金坛四期项目, 规划产能 25GWh
2021年1月19日	亿纬锂能 荆门圆柱电池线扩建投产	荆门圆柱产品线新建产线二期项目投产, 荆门圆柱年产能规模将从 2.5GWh 提升至 5GWh
2021年1月6日	SKI 美国佐治亚州电池工厂	计划募集 1 万亿韩元 (约 65 亿元人民币), 在美国佐治亚州建设第二座动力电池工厂
2020年12月29日	宁德时代 福鼎生产基地项目 江苏生产基地项目 宜宾制造基地项目	在福建省宁德市福鼎市投资建设锂离子电池福鼎生产基地, 计划投资 170 亿元 动力电池宜宾制造基地扩建项目, 计划投资 100 亿元 江苏时代动力及储能项目四期, 计划投资 120 亿元
2020年12月24日	孚能科技 合资动力电池项目	与吉利设立合资公司建设动力电池生产工厂, 2021 年开工产能不少于 20GWh

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 可比公司估值一览表 (可比公司估值参考 Wind 一致预测)

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300457 CH	赢合科技	133.03	0.25	0.58	0.75	0.95	81	35	27	22
300751 CH	迈为股份	260.47	4.32	6.50	9.19	12.30	105	70	49	37
603659 CH	璞泰来	435.02	1.31	1.48	2.13	2.78	67	59	41	32
688006 CH	杭可科技	275.81	0.73	0.95	1.53	2.05	95	72	45	34
平均							87	59	41	31

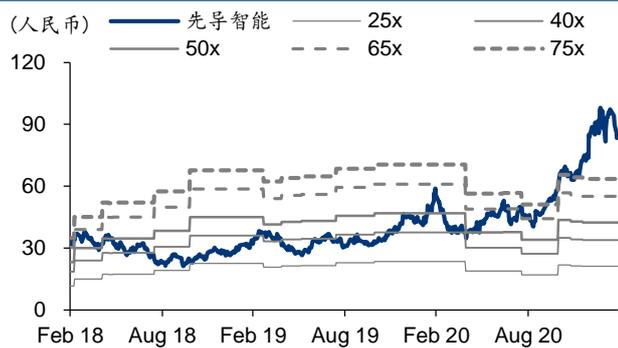
资料来源: Wind, 华泰研究; 数据日期: 2021 年 02 月 26 日

图表3: 报告涉及公司信息一览表

股票代码	公司名称
300750 CH	宁德时代
688567 CH	孚能科技
300014 CH	亿纬锂能
006400 KS	三星 SDI
096770 KS	SKI
051910 KS	LG 化学
BMWG DE	宝马集团
未上市	蜂巢能源
未上市	中航锂电

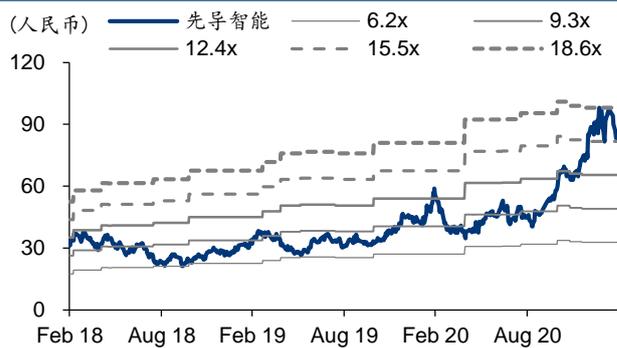
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 先导智能 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 先导智能 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,556	7,532	9,305	13,226	14,198
现金	1,483	2,070	2,699	4,448	5,047
应收账款	709.91	1,800	2,223	2,782	3,456
其他应收账款	27.80	31.63	39.66	75.06	68.28
预付账款	49.44	34.77	66.24	96.32	106.80
存货	2,413	2,153	2,697	4,315	5,380
其他流动资产	1,873	1,443	1,581	1,510	140.28
非流动资产	1,869	1,985	2,205	2,543	2,599
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	417.01	465.21	517.00	617.64	701.79
无形资产	162.06	148.00	160.33	175.72	180.77
其他非流动资产	1,290	1,372	1,528	1,750	1,717
资产总计	8,426	9,517	11,511	15,769	16,797
流动负债	4,509	4,168	5,489	8,473	7,933
短期借款	468.08	298.99	350.00	400.00	450.00
应付账款	1,169	1,149	1,690	2,677	2,567
其他流动负债	2,871	2,720	3,449	5,396	4,916
非流动负债	474.70	1,064	904.84	745.56	586.28
长期借款	256.60	796.39	637.11	477.83	318.56
其他非流动负债	218.10	267.72	267.72	267.72	267.72
负债合计	4,983	5,233	6,394	9,218	8,519
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	881.66	881.45	907.32	907.32	907.32
资本公积	1,019	1,017	1,017	1,017	1,017
留存公积	1,579	2,098	2,870	4,179	5,828
归属母公司股东权益	3,442	4,284	5,117	6,551	8,278
负债和股东权益	8,426	9,517	11,511	15,769	16,797

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(47.97)	541.38	948.00	2,359	1,027
净利润	742.44	765.57	950.40	1,612	2,029
折旧摊销	44.60	69.01	46.19	55.23	65.24
财务费用	15.11	39.11	(29.90)	(61.93)	(93.59)
投资损失	(6.33)	(20.73)	(8.94)	(10.05)	(11.02)
营运资金变动	(847.79)	(422.92)	63.72	850.04	(861.06)
其他经营现金	3.99	111.33	(73.47)	(87.12)	(102.33)
投资活动现金	9.91	(466.45)	(141.27)	(383.37)	(109.92)
资本支出	76.35	213.60	266.53	393.39	120.91
长期投资	0.00	(15.05)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	86.26	(237.80)	125.25	10.02	10.99
筹资活动现金	747.73	521.00	(177.90)	(225.71)	(318.30)
短期借款	418.08	(169.09)	51.01	50.00	50.00
长期借款	186.60	539.79	(159.28)	(159.28)	(159.28)
普通股增加	441.52	(0.21)	25.88	0.00	0.00
资本公积增加	(385.42)	(2.58)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	86.94	153.09	(95.50)	(116.44)	(209.03)
现金净增加额	710.32	595.77	628.83	1,750	598.36

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,890	4,684	5,619	9,042	11,298
营业成本	2,370	2,842	3,549	5,677	7,080
营业税金及附加	30.27	28.41	23.28	35.27	43.17
营业费用	123.21	163.17	202.36	324.06	397.83
管理费用	231.61	231.62	279.10	411.71	509.16
财务费用	15.11	39.11	(29.90)	(61.93)	(93.59)
资产减值损失	(35.12)	(47.48)	(35.61)	(37.74)	(32.23)
公允价值变动收益	0.00	1.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.33	20.73	8.94	10.05	11.02
营业利润	969.42	884.18	1,029	1,785	2,251
营业外收入	11.44	9.59	9.58	9.58	9.58
营业外支出	142.09	58.24	1.76	2.12	1.47
利润总额	838.78	835.53	1,036	1,793	2,259
所得税	96.33	69.96	85.98	180.25	229.41
净利润	742.44	765.57	950.40	1,612	2,029
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	742.44	765.57	950.40	1,612	2,029
EBITDA	877.95	902.40	1,053	1,786	2,230
EPS (人民币, 基本)	0.82	0.84	1.05	1.78	2.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	78.70	20.41	19.95	60.93	24.95
营业利润	60.44	(8.79)	16.33	73.57	26.07
归属母公司净利润	38.13	3.12	24.14	69.66	25.85
获利能力 (%)					
毛利率	39.08	39.33	36.84	37.21	37.34
净利率	19.09	16.34	16.92	17.83	17.96
ROE	21.57	17.87	18.67	24.71	24.59
ROIC	26.68	22.52	25.67	49.09	46.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.14	54.98	55.55	58.46	50.72
净负债比率 (%)	(19.67)	(18.12)	(29.37)	(51.40)	(49.22)
流动比率	1.45	1.81	1.70	1.56	1.79
流动比率	0.88	1.08	1.18	1.03	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.52	0.53	0.66	0.69
应收账款周转率	2.11	1.99	1.86	2.28	3.38
应付账款周转率	1.13	1.19	1.30	1.36	1.43
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.84	1.05	1.78	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.05)	0.60	1.04	2.60	1.13
每股净资产(最新摊薄)	3.79	4.37	5.26	6.84	8.75
估值比率					
PE (倍)	102.53	99.43	80.10	47.21	37.51
PB (倍)	22.11	19.18	15.94	12.26	9.59
EV EBITDA (倍)	85.94	83.37	70.90	40.74	32.31

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，肖群稀、李倩倩、关东奇来、时或，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、李倩倩、关东奇来、时或本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司