

2021年08月06日

美国新能源政策持续超预期，身处美资车企 & 日韩电池产业链长期受益

买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,493	2,330	3,953	6,808
同比 (%)	13.7%	56.1%	69.7%	72.2%
归母净利润 (百万元)	372	574	1,036	1,909
同比 (%)	27.7%	54.4%	80.3%	84.4%
每股收益 (元/股)	0.93	1.42	2.57	4.74
P/E (倍)	119.78	77.98	43.24	23.45

事件: 美国拜登政府周四签署一项行政令，设定了到 2030 年零排放汽车销量占新车总销量 50% 的目标，并提出新的汽车排放规定以在 2026 年之前减少污染。

投资要点

■ **未来 9 年美国电动车销量 CAGR 44%，韩系电池供应商扩产动力充足**
2020 年美国电动车销量 32.8 万辆，渗透率 1.8%，假设汽车总销量不变，按 50% 渗透率测算出 2030 年美国新能源车销量约 900 万辆。假设单车带电量 60KWh/辆，则需动力电池 540GWh，而通用、福特、大众、Stellantis 等美国龙头车厂主要电池供应商为 LG、三星、SK 等韩国电池厂。此前我们判断海外电池厂受疫情影响将 2020 年的扩产计划推迟，有望累积到 2021-2022 年形成较大规模扩产，此次该政策的落地将催化韩国电池厂加速扩产，建议重点关注韩国电池厂后道设备主供【杭可科技】。

■ **SKI 有望紧随 LG 拆分电池业务上市融资，海外电池厂大规模扩产计划明确**

SKI 近期决定于 10 月 1 日成立“SK 电池”和“SKE&P” (暂名)，分别深耕电池和石油开发业务，“SK 电池”有望紧随 LG 上市融资扩产。SKI 称目前在手订单超 1000GWh，但 2020 年底产能仅为 40GWh/年，SKI 预计 2025 年达 200GWh，2030 年超 500GWh。我们判断，在宁德时代激进扩产的情况下 (目前宁德时代 7 个生产基地新增产能规划超 500GWh)，未来 3-5 年，LG、SK、三星等海外一线电池企业有迫切的扩产需求来维持其全球竞争力。

■ **LG 扩产计划饱满，后道设备主供杭可最受益**

近期杭可最大客户 LG 表示，截至 2021 年底，动力电池产能将达到 155GWh，并规划 2025 年产能提升至 430GWh，此前的规划为 2023 年 260GWh，即目标 2024-2025 两年扩产 170GWh。LG 从 2021 底的 155GWh 扩产到 2025 年的 430GWh，新增扩产 275GWh，对应 165 亿元后道设备订单，杭可占 70%，则对应 4 年 116 亿元订单。

■ **最大看点：高毛利、高客户粘性的后道设备龙头**

(1) **后道设备客户粘性最高：**锂电池在后道环节有较高的爆炸风险，电池厂与设备厂需要更长的磨合时间，电池厂出于安全考虑不会轻易更换设备厂，一线电池厂供应链的进入门槛高；

(2) **绑定海外一线电池厂成就高盈利能力龙头：**公司传统订单结构中，海外、国内订单分别占 7 成、3 成，海外订单毛利率达 60%；

(3) **业绩弹性大：**我们预计海外电池厂扩产相对国内具有滞后性，杭可后续高毛利订单落地未被市场完全消化，杭可业绩和估值均存在弹性空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计杭可 2021-2023 年归母净利润分别为 5.7/10.4/19.1 亿元，对应估值 78/43/23X，维持“买入”评级。

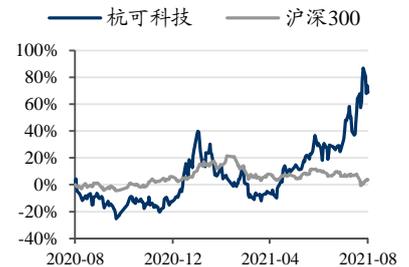
■ **风险提示：**下游扩产低于预期，设备商竞争格局变化。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	111.10
一年最低/最高价	48.35/127.00
市净率(倍)	16.91
流通 A 股市值(百万元)	11074.85

基础数据

每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	36.88
总股本(百万股)	402.70
流通 A 股(百万股)	99.68

相关研究

1、《杭可科技 (688006): LG 扩产提速，后道主设备商杭可将充分受益》2021-07-30

2、《杭可科技 (688006): 和宁德订单因技术变更取消，不改后道设备龙头长期逻辑》

2021-06-16

3、《杭可科技 (688006): 2021 一季报点评: 汇兑损益&股权支付费用影响短期业绩，新接订单进入加速期》2021-04-30

事件: 美国拜登政府周四签署一项行政令, 设定了到 2030 年零排放汽车销量占新车总销量 50% 的目标, 并提出新的汽车排放规定以在 2026 年之前减少污染。

1. 未来 9 年美国电动车销量 CAGR 44%, 韩系电池供应商扩产动力充足

2020 年美国电动车销量 32.8 万辆, 渗透率为 1.8%, 假设汽车总销量不变, 按 50% 渗透率测算出 2030 年美国新能源车销量约 900 万辆。假设平均单车带电量 60KWh/辆, 则需动力电池 540GWh。通用、福特、大众、Stellantis (菲亚特克莱斯勒与雪铁龙合并) 等美国龙头车厂主要电池供应商为 LG、三星、SK 等韩国电池厂。此前我们判断海外电池厂受疫情影响将 2020 年的扩产计划推迟, 有望累积到 2021-2022 年形成较大规模扩产, 此次该政策的落地将催化韩国电池厂加速扩产, 我们认为应重点关注韩国电池厂设备主供应商【杭可科技】。

2. SKI 有望紧随 LG 拆分电池业务上市融资, 海外电池厂大规模扩产计划明确

SKI 8 月 3 日的董事会会议决定将拆分其电池业务, 于 10 月 1 日成立“SK 电池”和“SKE&P”(暂名) 两家子公司, 分别深耕电池和石油开发业务, “SK 电池”有望紧随 LG 上市融资扩产。SKI 称目前在手订单超 1000GWh, 但 2020 年底其在韩国、匈牙利、常州、盐城的产能合计仅为 40GWh/年, 公司亟需扩张产能, 公司预计 2025 年达 200GWh, 2030 年超 500GWh。未来四年 SKI 新增产能为 160GWh。我们判断, 在宁德时代激进扩产的情况下 (目前宁德时代 7 个生产基地新增产能规划超 500GWh), 未来 3-5 年, LG、SK、三星等海外一线电池企业有迫切的扩产需求来维持其全球竞争力。

图 1: SKI 即将分拆电池业务, 加速扩产

SKI 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)	投产时间
韩国瑞山	瑞山一期	2012	软包	动力电池	1	6	4	已投产
	瑞山二期			动力电池	4	18	14	已投产
匈牙利	匈牙利电池工厂	2017		动力电池	8	50	40	已投产
	匈牙利新工厂	2019		动力电池	8	53	42	2022
	匈牙利第三座工厂	2021.1		动力电池	30	73	58	2024
中国常州	北汽合作项目	2018.8		动力电池	8	50	40	已投产
				动力电池	13			2022
选址不定	亿纬锂能合作项目	2019.9		动力电池	25	35	28	后续披露
中国盐城	盐城一期, 供应盐城东风悦达起亚	2019.12		动力电池	27	74	59	2020 已投产
美国佐治亚州	佐治亚州电池项目一期	2020.1		动力电池	10	57	46	2023 年量产
	佐治亚州电池项目二期	2021.6	动力电池	12	113	90	2023 年量产	
	合计				132	528	423	
	预计新增合计				85	331	264	

备注: 1、预计设备投资为根据设备投资额占总投资额的 80% 估算; 2、预计 2022 年总产能为 69GWh, 但未全部透露。

数据来源: 公司公告, 高工锂电等, 东吴证券研究所

3. LG 扩产计划饱满，后道设备主供杭可最受益

2021 年 7 月 29 日，杭可最大客户 LG 表示，截至 2021 年年底，动力电池产能将达到 155GWh，同时，LG 规划 2025 年产能提升至 430GWh，此前的规划为 2023 年 260GWh，即目标 2024-2025 两年扩产 170GWh。其中产能主要分布于美国、欧洲、中国、韩国及和现代汽车印度尼西亚的合资企业。LG 从 2021 底的 155GWh 扩产到 2025 年的 430GWh，新增扩产 275GWh，后道设备价值量为 0.6 亿元/GWh，则对应 165 亿元后道设备订单，杭可在 LG 后道设备中占 70% 份额，未来四年将对应 116 亿元订单。

图 2: LG 下半年上市融资，扩产计划饱满

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 (GWh)	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
南京	栖霞区工厂	2015	软包	动力	3	15	12	已投产
	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	25	75	60	未透露
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	30	24	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	117	94	2021
	合计				171	583	466	
	预计新增合计				139	470	376	

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；吉利合资项目与南京工厂扩建项目的单 GWh 投资额以 3 亿元估算。实际现有产能 120GWh，预计到 2023 年增至 260GWh，但各大基地产能未完全披露，所以此表格中的现有产能偏低。

数据来源：公司公告，高工锂电等，东吴证券研究所

4. 最大看点：高毛利、高客户粘性的后道设备龙头

(1) 后道设备客户粘性最高：锂电池在后道环节有较高的爆炸风险，因此后道设备的安全性要求高，电池厂与设备厂需要更长的磨合时间，电池厂出于安全考虑不会轻易更换设备厂，一线电池厂供应链的进入门槛高；

(2) 绑定海外一线电池厂成就高盈利能力龙头：公司传统订单结构中，海外、国内订单分别占 7 成、3 成，海外订单高溢价（毛利率达 60%）主要系：得益于中国的低劳动力成本（锂电设备均是非标定制设备，生产过程自动化率不高，依赖人工组装），且日韩设备商往往采用自己设计、外包生产的模式，因此杭可成本控制远优于日韩设备厂，高毛利情况下产品性价比依旧具备竞争优势。

(3) 业绩弹性大：我们预计海外电池厂扩产相对国内具有滞后性，杭可后续高毛

利订单落地未被市场完全消化，杭可业绩和估值均存在弹性空间。

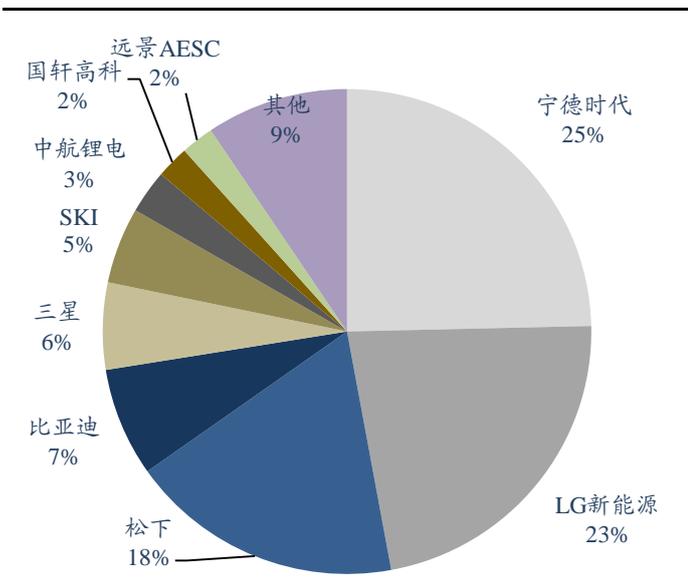
5. 国产龙头设备商强者恒强，绑定龙头电池厂的核心设备商稀缺性将逐步显现

(1) 从技术上来看：技术的快速迭代加速淘汰二三线竞争对手，一线电池厂在新品研发中，需要设备商提供解决方案及技术支持，有一定规模和前期技术沉淀的公司可以和客户联合开发新技术，因此龙头设备商在适应新技术方面有明显的领先优势。

(2) 从客户资源上来看：SNE Research 发布的数据显示，2021 年第 1 季度全球电动汽车电池装机量为 47.8GWh，同比增长 127%。其中宁德时代、LG 新能源、松下三家企业的装机量占比达 69%。我们判断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生产线甚至厂房的安全问题，客户一旦选择，为了电池的稳定性和产线的运行效率不会轻易更改后段设备供应商。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。

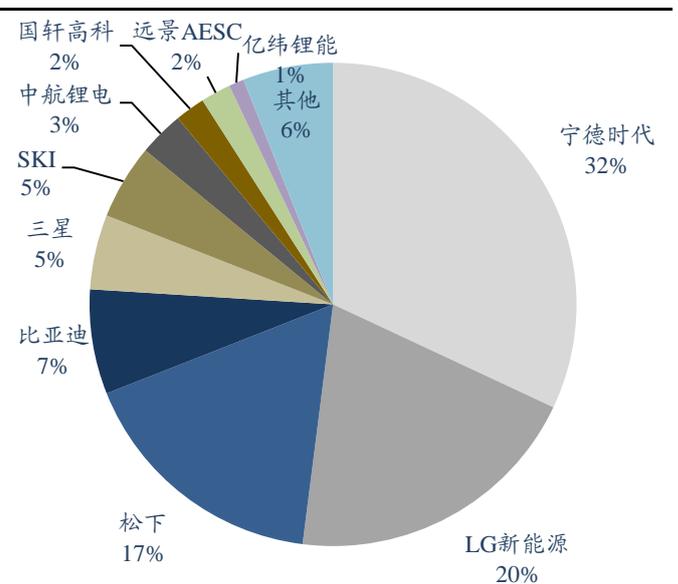
我们判断动力电池迈入扩产高峰，龙头设备商稀缺性将逐步显现。目前，动力电池以及电动车行业龙头均在用不同方式锁定上下游资源，其中设备公司竞争者较少，具备稀缺性估值溢价，将随着扩产高峰到达逐渐显现。

图 3：2020 年全球动力电池装机量市场份额



数据来源：SNE research, 东吴证券研究所

图 4：2021Q1 全球动力电池装机量市场份额



数据来源：SNE research, 东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们预计杭可 2021-2023 年归母净利润分别为 5.7/10.4/19.1 亿元，对应估值 78/43/23X，维持“买入”评级。

7. 风险提示

下游扩产低于预期，设备商竞争格局变化。

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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3198	5114	7328	11172	营业收入	1493	2330	3953	6808
现金	1754	1915	2025	2487	减:营业成本	770	1285	2079	3447
应收账款	397	1149	1949	3357	营业税金及附加	11	17	28	48
存货	797	1584	2563	3966	营业费用	66	105	178	306
其他流动资产	251	466	791	1362	管理费用	147	329	557	888
非流动资产	677	893	1081	1260	财务费用	-10	-54	-58	-65
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	18	30	30	30
固定资产	311	696	901	1099	加:投资净收益	8	0	0	0
在建工程	135	101	90	87	其他收益	-74	63	63	63
无形资产	97	93	90	87	营业利润	425	682	1202	2217
其他非流动资产	270	104	90	74	加:营业外净收支	-0	-15	0	0
资产总计	3876	6007	8410	12431	利润总额	425	667	1202	2217
流动负债	1290	2968	4553	7066	减:所得税费用	53	87	156	288
短期借款	0	20	30	50	少数股东损益	0	6	10	19
应付账款	599	1232	1993	3305	归属母公司净利润	372	574	1036	1909
其他流动负债	692	1716	2529	3711	EBIT	504	597	1115	2121
非流动负债	18	18	18	18	EBITDA	537	649	1187	2214
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	18	18	18					
负债合计	1309	2986	4571	7084	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	6	16	36	每股收益(元)	0.93	1.42	2.57	4.74
归属母公司股东权益	2567	3015	3823	5312	每股净资产(元)	6.40	7.48	9.49	13.18
负债和股东权益	3876	6007	8410	12431	发行在外股份(百万股)	401	403	403	403
					ROIC(%)	18.3%	20.0%	31.9%	47.6%
					ROE(%)	14.5%	19.0%	27.1%	35.9%
					毛利率(%)	49.4%	48.4%	44.8%	47.4%
					销售净利率(%)	24.9%	24.6%	26.2%	28.0%
					资产负债率(%)	33.8%	49.7%	54.4%	57.0%
					收入增长率(%)	13.7%	56.1%	69.7%	72.2%
					净利润增长率(%)	27.7%	54.4%	80.3%	84.4%
					P/E	119.78	77.98	43.24	23.45
					P/B	17.35	14.85	11.71	8.43
					EV/EBITDA	85.33	73.60	41.57	23.42

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>