

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

东方电热（300217）

投资评级 买入

上次评级 买入

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号：S1500520070002

联系电话：13656717902

邮箱：luoanyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

预镀镍电池钢带唯一国产替代，战略合作打开市场空间

2022年6月14日

- **事件：**公司及全资子公司东方九天与无锡金杨签订长期合作指导性文件，将开展在锂电池钢壳预镀镍钢基带领域的产品开发及技术合作、产品供货、供应链共同开发及股权合作，推动锂电池钢壳和预镀镍钢基带产业发展。
- 无锡金杨已与多家知名锂电池客户合作进行 46800 圆柱封装壳体和安全阀产品的配套开发，客户包括 LG 化学、松下、三星 SDI、比亚迪、亿纬锂能、力神电池、比克电池等，无锡金杨与宁德时代建立了合作关系，相关产品已通过了前期验证，正处于小批量供应阶段。
- **国产预镀镍技术突破，从电动工具向新能源汽车锂电池领域加速切换。**公司此前电池钢壳材料多运用于电动工具产品，我们认为本次战略框架协议的达成，意味着下游电池壳厂及电池厂对公司预镀镍产品的认可，将有利于推动公司向新能源汽车锂电池、储能、电动自行车、电动工具、消费电子产品应用的步伐。在框架协议有效期内（至 2028 年），无锡金杨拟向公司采购不低于 8 万吨锂电池钢壳预镀镍钢基带（含委托加工数量），若按无锡金杨此前 1.35 万元/吨采购价计算，将带来超过 10.8 亿元营收增量。同时，随着 4680 大圆柱电池的应用推广和新能源汽车的持续放量，我们预计无锡金杨和新能源车市场预镀镍电池钢壳需求量将在 23 年后加速爆发，公司作为国内预镀镍电池钢壳技术领先者，业务增量空间广阔。
- **国内唯一进口替代，打破日系厂商垄断。**目前国内新能源车高端锂电池多采用进口预镀镍钢壳，国内预镀镍钢材被新日铁垄断，存在巨大国产替代化空间。公司与宝钢合作，预镀镍技术经过多年攻克已成熟，具备运用于汽车领域的条件，目前公司第二条预镀镍生产线已开始建设，设计产能 2 万吨。
- **电加热器业务稳健增长，光伏设备订单持续更新。**公司民用 PTC 电加热器业务的稳定发展，新能源车用 PTC 电加热器随着 350 万套新建生产线逐渐投放也将稳定贡献增量；公司光伏制造工业设备 22 年新披露订单规模已超 12 亿元，国家对于光伏业务支持力度不减，我们认为未来两年将仍处于光伏设备投资高峰期，公司光伏制造设备订单预计将稳定高位；光通信材料市场逐渐回暖，作为行业龙头目前已走出低谷，盈利能力有望逐步改善。
- **盈利预测和投资评级：**本次合作框架预计不会对 22 年业绩产生影响，且后续采购合同节奏未定，此次暂不调整 23/24 年盈利预测。我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 38.69/49.31/59.31 亿元，分别同比 +38.8%/+27.4%/+20.3%；归母净利润 3.00/3.94/5.16 亿元，同比 +72.6%/+31.5%/+30.8%，对应 PE 为 24.95/18.96/14.50 倍。维持“买入”评级。
- **风险因素：**预镀镍产品应用不及预期、铲片式 PTC 电加热器导入不及

预期、新能源汽车 PTC 电加热器业务拓展不及预期、新能源汽车补贴等政策变化影响行业增速、光伏产业政策变化、5G 通信光纤光缆集中采购价格持续下跌等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,397	2,787	3,869	4,931	5,931
增长率 YoY %	7.3%	16.3%	38.8%	27.4%	20.3%
归属母公司净利润 (百万元)	60	174	300	394	516
增长率 YoY%	161.8%	187.5%	72.6%	31.5%	30.8%
毛利率%	15.3%	17.5%	18.1%	18.6%	19.2%
净资产收益率ROE%	3.0%	6.2%	9.7%	11.3%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.13	0.21	0.27	0.36
市盈率 P/E(倍)	73.60	43.46	24.95	18.96	14.50
市净率 P/B(倍)	2.30	2.91	2.41	2.14	1.87

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 06 月 13 日收盘价

附录——无锡市金杨新材料股份有限公司基本情况梳理

公司是国内领先的电池精密结构件及材料制造商之一，长期致力于为电池行业提供高精密度、高一致性、高安全性的电池精密结构件及材料。经过多年研发，公司在电池精密结构件及材料领域形成了丰富的技术沉淀，打造了从封装壳体、安全阀到镍基导体材料的一整套产品体系，享有较高的行业知名度。公司主要产品为电池封装壳体、安全阀、镍基导体材料，2021 年前三季度营收分别达到 3.74/1.42/2.71 亿元，占公司总营收的 46.2/16.7/31.8%。

随着特斯拉提出的 46800 大圆柱锂电池概念逐步落地，国内锂电池制造商快速跟进，公司已与多家知名锂电池客户合作进行 46800 圆柱封装壳体和安全阀产品的配套开发，并助力比克电池实现了 46800 系列大圆柱锂电池的国内首先发布，在 46800 圆柱电池精密结构件领域拥有领先的技术储备。

一、公司的竞争优势：

客户优势：凭借较强的技术研发实力、优异的产品质量以及多元化的产品体系，公司取得了众多优质客户的认可，与众多行业一流客户建立了合作关系，市场认可度位于市场前列。与公司形成合作关系的主要客户包括 LG 化学、松下、三星 SDI、比亚迪等全球知名锂电池厂商，以及亿纬锂能、力神电池、比克电池、天能股份、横店东磁、金山工业、野马电池等国内知名电池制造公司。此外，公司与宁德时代建立了合作关系，相关产品已通过前期验证，正处于小批量供应阶段。

表 1:2021 年 1-3 季度公司主要客户销售金额及占比

客户名称	销售金额	占当期收入比例
力神电池	13,253.65	15.54%
亿纬锂能	11,496.62	13.48%
比克电池	5,685.56	6.67%
LG 化学	4,534.11	5.32%
金山工业	3,423.74	4.01%
合计	38,393.68	45.02%
力神电池	7,496.59	9.95%
比克电池	4,685.77	6.22%
LG 化学	4,093.61	5.43%
金山工业	4,079.58	5.41%
合计	28,663.38	38.03%

资料来源：金杨股份招股说明书，信达证券研发中心

技术优势：1) 参数方面公司具有竞争力；2) 产品多元化，公司产品体系包含锂电池精密结构件与镍基导体材料，共同覆盖下游锂电池行业；圆柱与方形两类电池，各有优势，形成产品互补；圆柱封装壳体与安全阀均应用于圆柱锂电池，形成协同配套优势。

表 2:公司产品具有竞争力

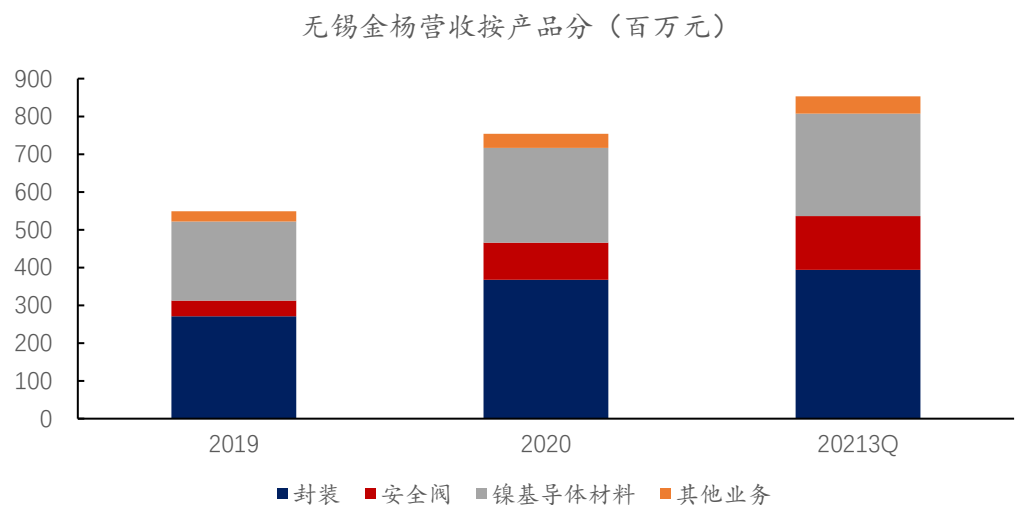
产品类型	细分产品	公司的技术水平
封装壳体	圆柱封装壳体	壳体壁厚均匀性可达到 ± 0.015 毫米、内外径尺寸公差可达到 ± 0.03 毫米、高度公差可达到 ± 0.05 毫米；此外，公司圆柱电池精密封装壳体可实现负极防爆刻线设置，刻痕凹槽残余厚度可低至0.08毫米，破裂压力可达到 $2.9 \pm 0.2\text{Mpa}$ 。
	方形封装壳体	尺寸外观精度具有行业竞争力，可达到宁德时代、比亚迪、力神电池、星恒电源、南都电源、欣旺达、亿纬锂能要求的相关参数指标。
安全阀		断电压力区间可达到 $1.1 \pm 0.2\text{Mpa}$ ，防爆压力区间可达到 $2.1 \pm 0.2\text{Mpa}$ 。
镍基导体材料		镍箔电阻率可达到8.0-8.3微欧姆/米，厚度可达到0.01-0.05毫米，抗拉强度可达到580-630MPa，延伸率（硬态）可达到4-5倍，延伸率（软态）可达到32-35倍。

资料来源：金杨股份招股说明书，信达证券研发中心

二、经营数据

2018年至2021年前三季度，公司营业收入分别为6.08亿元、5.49亿元、7.54亿元和8.53亿元，归属于母公司股东的净利润分别为4062.09万元、-2671.60万元、6843.15万元和11158.34万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润金额分别为2770.09万元、-2906.79万元、6165.20万元和10675.35万元。报告期内经营业绩有所波动。其中，公司2019年业绩有所下滑，主要受新能源汽车补贴政策退坡等短期因素影响，包括比克电池在内的部分锂电池客户的业务开展和资金周转受到不利影响，公司收入规模下降、坏账准备计提增加所致。

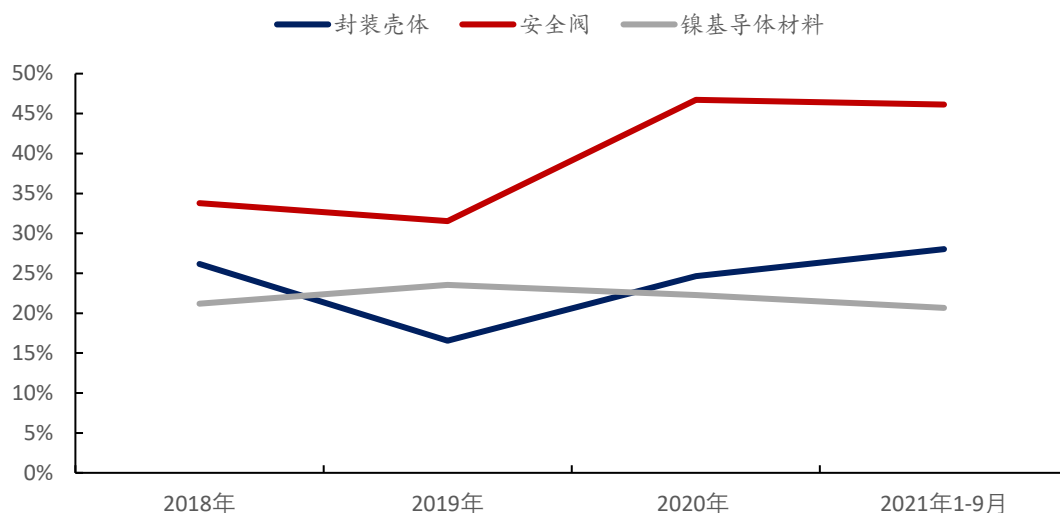
图 1：金杨股份营收按产品分（百万元）



资料来源：金杨股份招股说明书，信达证券研发中心

2020年以来，随着电动工具、电动轻型车、消费电子、新能源汽车、新型储能等终端应用领域快速发展，下游客户市场需求增加，带动公司收入较快增长；此外，公司持续进行技术创新与市场开拓，高附加值的安全阀产品收入快速增长，公司盈利水平不断提高。

图 2：金杨股份产品毛利率变化（%）



资料来源：金杨股份招股说明书，信达证券研发中心

产能产量：

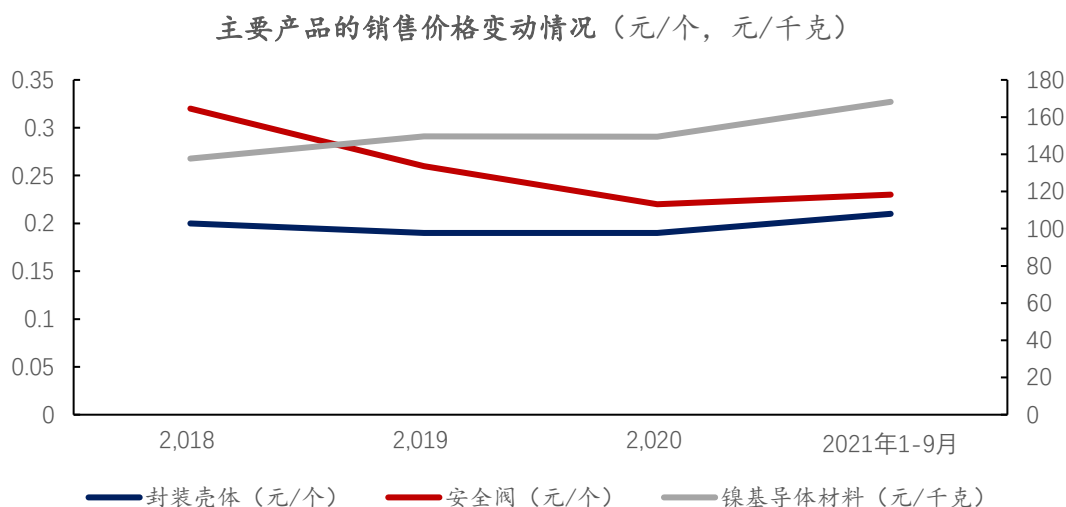
表 3:公司产能产量（吨，亿只，%）

产品类别	指标	2021 年 1-9 月	2020 年度	2019 年度	2018 年度
封装壳体	产能（亿只）	19.07	19.94	19.05	20.44
	产量（亿只）	19.11	20.4	14.03	16.95
	产能利用率	100.19%	102.30%	73.61%	82.92%
安全阀	产能（亿只）	6.39	5.25	3.2	2.52
	产量（亿只）	6.55	4.75	1.65	1.48
	产能利用率	102.50%	90.36%	51.45%	58.62%
镍基导体材料	产能（吨）	1,673.66	2,231.55	2,262.00	2,044.94
	产量（吨）	1,608.59	1,680.72	1,452.30	1,380.94
	产能利用率	96.11%	75.32%	64.20%	67.53%

资料来源：金杨股份招股说明书，信达证券研发中心

公司主要产品均价：

图 3：公司主要产品价格（元/个，元/千克）



资料来源：金杨股份招股说明书，信达证券研发中心

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,696	4,134	4,705	5,755	6,727
货币资金	291	458	616	528	551
应收票据	778	961	1,308	1,678	2,014
应收账款	529	597	838	1,064	1,281
预付账款	85	143	176	232	273
存货	618	1,139	1,367	1,818	2,134
其他	396	835	400	435	473
非流动资产	1,090	1,200	1,231	1,263	1,282
长期股权投资	96	36	0	-43	-84
固定资产(合计)	781	830	845	856	856
无形资产	164	210	238	271	302
其他	50	124	148	179	207
资产总计	3,787	5,334	5,936	7,018	8,010
流动负债	1,534	2,382	2,701	3,382	3,852
短期借款	205	220	220	220	220
应付票据	296	470	586	769	906
应付账款	283	346	465	594	706
其他	750	1,346	1,431	1,800	2,019
非流动负债	198	144	134	129	124
长期借款	100	80	70	65	60
其他	98	64	64	64	64
负债合计	1,732	2,526	2,835	3,511	3,976
少数股东权益	15	9	2	14	24
归属母公司股东权益	2,040	2,799	3,099	3,493	4,009
负债和股东权益	3,787	5,334	5,936	7,018	8,010

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,397	2,787	3,869	4,931	5,931
同比(%)	7.3%	16.3%	38.8%	27.4%	20.3%
归属母公司净利润	60	174	300	394	516
同比(%)	161.8%	187.5%	72.6%	31.5%	30.8%
毛利率(%)	15.3%	17.5%	18.1%	18.6%	19.2%
ROE%	3.0%	6.2%	9.7%	11.3%	12.9%
EPS(摊薄)(元)	0.05	0.13	0.21	0.27	0.36
P/E	73.60	43.46	24.95	18.96	14.50
P/B	2.30	2.91	2.41	2.14	1.87
EV/EBITDA	25.60	33.54	17.94	14.10	11.03

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,397	2,787	3,869	4,931	5,931
营业成本	2,030	2,300	3,168	4,015	4,789
营业税金及附加	17	19	23	32	38
销售费用	35	45	58	74	83
管理费用	105	143	190	237	282
研发费用	85	111	153	192	225
财务费用	21	21	13	11	12
减值损失合计	-24	-26	0	0	0
投资净收益	28	34	43	67	59
其他	-7	-6	8	12	16
营业利润	101	150	315	448	577
营业外收支	-35	39	0	0	0
利润总额	66	188	315	448	577
所得税	9	20	22	42	50
净利润	57	168	293	407	527
少数股东损益	-3	-6	-7	12	11
归属母公司净利润	60	174	300	394	516
EBITDA	184	238	399	513	654
EPS(当年)(元)	0.05	0.13	0.21	0.27	0.36

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28	-65	-204	34	142
净利润	57	168	293	407	527
折旧摊销	87	101	121	133	141
财务费用	21	20	18	18	17
投资损失	-28	-34	-43	-67	-59
营运资金变动	-144	-367	-593	-457	-483
其它	35	48	0	0	0
投资活动现金流	-55	-292	390	-98	-97
资本支出	-16	-146	-185	-208	-200
长期投资	-55	-422	535	43	41
其他	15	276	40	67	62
筹资活动现金流	44	491	-28	-23	-22
吸收投资	0	606	0	0	0
借款	409	332	-10	-5	-5
支付利息或股息	-32	-35	-18	-18	-17
现金流净增加额	15	133	158	-87	23

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。