

先惠技术 (688155)

收购宁德东恒, 自动化产线+模组结构件双轮驱动【勘误版】

增持 (维持)

2022年05月25日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓旭

执业证书: S0600121040009
liuwx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,102	1,970	2,770	3,570
同比	119%	79%	41%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	70	197	315	470
同比	15%	181%	60%	49%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.92	2.58	4.12	6.15
P/E (现价&最新股本摊薄)	85.55	30.42	19.05	12.77

事件: 2022年5月22日晚公司公告拟以8.16亿元价格从石增辉等人手中现金收购宁德东恒51%股权, 成为其控股股东, 此次收购构成重大资产重组, 宁德东恒2022-2024年度承诺净利润不低于1.5/1.6/1.7亿元(以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据)。

投资要点

- 产品角度: 宁德东恒主营动力电池精密结构件, 收购利于双方开拓新业务:** 宁德东恒主营动力电池精密金属结构件, 其产品广泛应用于动力电池模组的外壳结构, 如侧板、端板和特殊结构需求。(1) **对先惠技术而言:** 先惠技术主营属于项目制, 单体项目投入大, 存在项目建设周期长, 项目验收、回款慢等特点; 而宁德东恒产品属于动力电池配套必备零部件, 随着动力电池生产线的逐渐投产, 其产品需求量更大且产品周转快、回款更加及时, 此次收购有利于降低设备业务回款周期波动影响, 丰富先惠技术产品品类, 形成自动化产线+模组结构件双轮驱动, 进一步打开公司成长空间, **我们预计到2025年全球新能源汽车模组结构件需求量将超260亿元。**(2) **对宁德东恒而言:** 目前CTC/CTP/CTB等新技术兴起, 东恒可以借助先惠技术在汽车底盘领域的技术储备, 开发更多新产品。
- 客户拓展角度: 宁德东恒与CATL合作紧密, 收购利于提升双方客户服务能力:** 宁德东恒与CATL长期稳定合作, 从2014年设立之初, 一直围绕主要客户CATL进行相关电池结构件服务, CATL在宁德东恒2020/2021年营收中占比分别为88%、93%。(1) **对先惠技术而言:** 先惠技术确立了新能源汽车行业的战略目标, 服务于CATL等动力电池厂, 收购宁德东恒利于共同服务CATL等客户; 此外由于生产线天然需要与零部件进行后期匹配, 二者能够为客户提供整体解决方案, 提升服务能力。(2) **对宁德东恒而言:** 先惠技术客户丰富, 汽车整车类客户包括华晨宝马、上汽大众系、德国大众系等, 汽车零部件类客户包括宁德时代、上汽集团系等, 欧美扩张加速, 宁德东恒在满足CATL发展的基础上, 能够借助先惠技术的客户群, 协同开拓国内外优质客户, 逐步降低对单一客户的依赖风险。
- 盈利能力角度: 宁德东恒规模较大, 收购利于提升双方盈利能力:** 2021年宁德东恒营业收入为9亿元, 同比+118%, 分产品来看侧板产品占主导地位: 侧板产品营收占比约70%; 端板产品占比约14%。2021年宁德东恒归母净利润为1.4亿元, 同比+130%, 归母净利率约15.6%; 2021年宁德东恒毛利率为28.9%, 同比-0.7pct, 主要系原材料上涨使得毛利率略有下降, 宁德东恒毛利率水平较高, 高于同行可比公司科达利(26.3%)等; 分产品来看, 相较于端板, 侧板产品技术要求水平更高, 侧板利用了绝缘技术如模组侧板贴膜绝缘工艺、侧板接结构等, 故侧板毛利率为33%、端板为9%、设备工装为23%, 侧板毛利率水平最高。(1) **对先惠技术而言:** 收购完成后, 先惠技术业绩将得到显著增厚, 公司2021营业收入由11亿元增长至20亿元, 同比+82%; 归母净利润由0.7亿元增长至1.4亿元, 同比+101%; EPS由0.93元/股增长至1.86元/股, 同比+100%。(2) **对宁德东恒而言:** 可利用先惠技术智能化生产线经验积累, 将有效降低人工需求, 提升产品交付能力, 提高产品良率, 提升运营与生产效率, 进一步增强宁德东恒的盈利能力及综合竞争力。
- 盈利预测与投资评级:** 暂未考虑收购东恒后对公司业绩的增厚, 我们预计公司2022-2024年归母净利润为1.97/3.15/4.70亿元, 对应当前股价PE为30/19/13倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 电动车销量低于预期; 模组PACK自动化率提升低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.53
一年最低/最高价	68.41/155.28
市净率(倍)	4.92
流通 A 股市值(百万元)	2,446.36
总市值(百万元)	5,994.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.95
资产负债率(% ,LF)	47.48
总股本(百万股)	76.33
流通 A 股(百万股)	31.15

相关研究

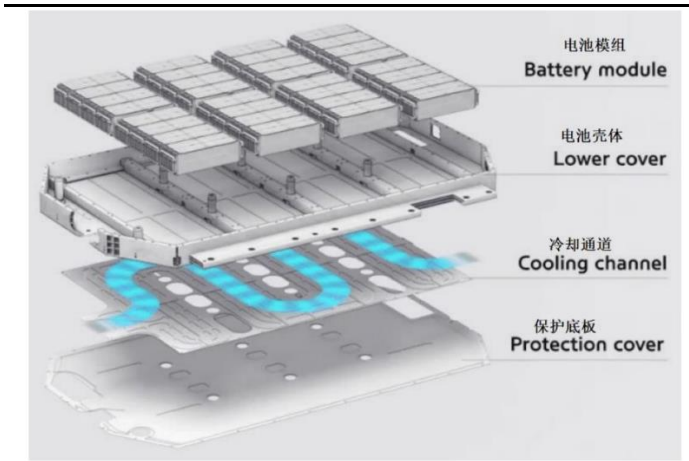
- 《先惠技术(688155): 2022年一季报点评: 扩张费用前置致短期净利润承压, 静待产能释放后盈利能力修复》
2022-04-30
- 《先惠技术(688155): 2021年报点评: 新能源模组+PACK线放量助力营收高增, 高自动化拐点利好细分龙头》
2022-04-11
- 《先惠技术(688155): 限制性股票激励范围扩, 助力公司长期发展》
2022-01-19

事件：2022年5月22日晚先惠技术公告拟以8.16亿元价格从石增辉、林陈彬、林立举三人手中现金收购宁德东恒51%的股权，成为其控股股东，此次收购构成重大资产重组，宁德东恒2022-2024年度承诺净利润分别不低于1.5/1.6/1.7亿元（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）。

1. 产品角度：宁德东恒主营动力电池精密结构件，收购利于双方开拓新业务

宁德东恒主营动力电池精密金属结构件，其产品广泛应用于动力电池模组的外壳结构，如侧板、端板和特殊结构需求。相对传统的汽车结构件，动力电池外壳结构件在保证结构强度，如抗压性、耐腐蚀性等特点外，还需要考虑导电、绝缘、阻燃等动力电池热失控防护的特殊要求，宁德东恒通过技术积累及主要电池客户多年的合作，灵活掌握金属切割、压延、贴膜、喷涂、焊接等批量生产工艺，为客户提供个性化电池外壳的解决方案和批量生产方案。

图1：动力电池结构件示意图



数据来源：先惠技术公告，东吴证券研究所

图2：动力电池模组结构示意图



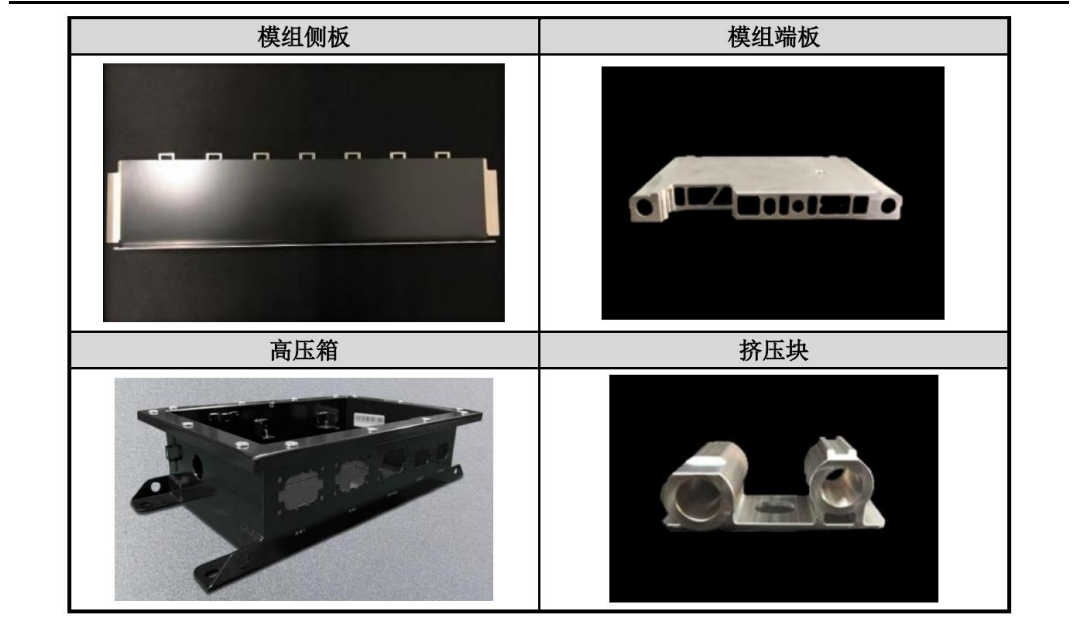
数据来源：先惠技术公告，东吴证券研究所

宁德东恒产品包括模组侧板、模组端板、模组压接组件等，根据先惠技术公告草案，2021年宁德东恒端板产能为2310万片，侧板产能为4252万片，侧板包括三类，侧板1产品和侧板2产品均已形成规模销售，侧板3产品将由宁德东恒的孙公司宜宾凯利为CATL的宜宾项目进行配套生产，目前宜宾凯利已与CATL签订框架协议，为其提供配套的侧板3产品，宜宾凯利目前已布局生产线，产线已得到验证，2022年侧板3逐步扩大产能，宁德东恒计划将于2023年-2025年每年投入1000万元，完成3条生产线布局，届时每条生产线年产量将达130万片。

目前宁德东恒为CATL某重点国际客户动力电池壳结构件的重点供应商，针对该重点项目要求的特殊结构，宁德东恒通过压延工艺替代了原有的激光焊接工艺，提高了产品形位尺寸公差的一致性，降低了工艺成本，同时通过喷涂工艺替代原有贴热压绝缘

膜工艺，攻克涂层绝缘性能一致性等难点，获得最终客户临场检查及认可，在满足国内市场需求后，还将计划推广至最终客户的海外配套。另外在其他汽车主机厂标准电池壳领域，宁德东恒与 CATL 多年合作，共同完成从贴普通蓝膜绝缘，至喷涂绝缘，再到热压绝缘的迭代创新；此外宁德东恒还掌握一流冲压工艺，能满足客户严格的尺寸公差要求，同时宁德东恒成熟的绝缘工艺为客户第一时间提供可靠且高性价比的量产方案。宁德东恒成为 CATL 标准电池壳侧板、端板重点供应商。

图3：宁德东恒生产的部分动力锂电池精密结构件产品



数据来源：先惠技术公告，东吴证券研究所

(1) 对先惠技术而言：宁德东恒的模组结构件与先惠技术的自动化产线存在协同效应，均为后段生产所需产品，先惠技术主营为项目制，单体项目投入大，存在建设周期长，项目验收、回款慢等缺点，而宁德东恒产品属于动力电池配套必备零部件，随着动力电池生产线的逐渐投产，其产品需求量更大且产品周转快、回款更加及时，此次收购有利于降低设备业务回款周期波动影响，丰富先惠技术的产品品类，形成自动化产线+模组结构件的设备+零部件双轮驱动模式，进一步打开公司成长空间。

我们预计到 2025 年全球新能源汽车模组结构件需求量将超 260 亿元。(1) 传统技术路线：单车一般需要 1 个电池包 (PACK)，对应 4 个模组，每个模组需要 2 片端板和 2 片侧板，即传统技术路线下单车需要 16 片端板/侧板，根据先惠技术公告草案，传统模组的端板/侧板价格约为 10-12 元/片，单车模组结构件价值量约为 160-200 元，故我们预计到 2025 年传统模组的结构件需求量约为 48 亿元；(2) 新兴技术路线：CTP/CTC/CTB 等新兴技术路线逐步兴起，单车结构件的价值量逐步提升，一般新技术路线下单车所需侧板数量为 4 片，根据先惠技术公告草案，侧板价格约为 400-500 元/片，单车模组结构件价值量约为 1600-2000 元，我们预计到 2025 年 CTP 等新技术路线模式下侧板需求量约为 218 亿元。

图4: 我们预计到 2025 年全球新能源汽车模组结构件需求量将超 260 亿元

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车销量 (万辆)	国内	2654	2734	2816	2900	2987	3077
	全球 (包括中国国内)	9303	9582	9870	10166	10471	10785
新能源车渗透率	国内	5.00%	12.20%	18.00%	20.00%	23.00%	27.00%
	全球 (包括中国国内)	3.90%	8.00%	13.50%	20.00%	27.00%	33.00%
新能源车销量 (万辆)	国内	133	334	507	580	687	831
	全球 (包括中国国内)	363	767	1332	2033	2827	3559
CTP等新技术车型渗透率		5%	12%	15%	20%	25%	30%
CTP等新技术车型销量 (万辆)		18	92	200	407	707	1068
平均单车所需侧板 (片)		4	4	4	4	4	4
侧板价格 (元/片)		420	430	470	490	500	510
平均单车侧板价值量 (元)		1680	1720	1880	1960	2000	2040
CTP等新技术路线的侧板需求量合计 (亿元) ①		3	16	38	80	141	218
传统技术路线车型渗透率		95%	88%	85%	80%	75%	70%
传统技术路线车型销量 (万辆)		345	675	1133	1627	2120	2491
平均单车所需端板/侧板 (片)		16	16	16	16	16	16
端板/侧板价格 (元/片)		10	11	12	12	12	12
平均单车端板/侧板价值量 (元)		160	176	192	192	192	192
传统技术路线的端板/侧板需求量合计 (亿元) ②		6	12	22	31	41	48
全球新能源车模组结构件需求量合计 (亿元) ③=①+②		9	28	59	111	182	266
同比增速				114%	87%	64%	46%

数据来源: 先惠技术公告, 东吴证券研究所测算

(2) 对宁德东恒而言: 能够借助先惠技术上市公司的平台和背景进行更多产品研发, 目前 CTC/CTP/CTB 等新技术兴起, 东恒可以借助先惠技术在汽车底盘领域的技术储备, 开发除了模组结构件外更多新产品。

2. 客户拓展角度: 宁德东恒与 CATL 合作紧密, 收购利于提升双方客户服务能力

宁德东恒与 CALT 长期稳定合作, 结构件供应体系存在一定壁垒。宁德东恒从 2014 年设立之初, 一直围绕主要客户 CATL 进行相关电池结构件服务, CATL 在宁德东恒 2020、2021 年营收中占比分别为 88%、93%。

动力锂电池精密结构件种类繁多, 不同型号产品需要单独研发, 又在锂电池传输能量、承载电解液、保护安全性、固定支承电池等方面发挥关键作用, 因此动力锂电池生产厂商对动力锂电池精密结构件供应商有着严格认证和管理体系要求, 通常需取得其供应商资质方可为其供货。而由于产品种类多、品质要求高、认证周期长等特点, 电池厂商替换供应商的成本较高, 因此合作关系一经确立则会保持相对稳定, 客户黏性较强。宁德东恒与宁德时代的合作关系从 2014 年持续至今, 现在已经是宁德时代长期稳定的战略合作伙伴, 与宁德时代签订了合作框架协议。

(1) 对先惠技术而言: 先惠技术目前确立了深耕新能源汽车行业的战略目标, 服务于 CATL 等多家动力电池厂, 收购宁德东恒有利于共同服务 CATL 等客户; 此外由于

生产线天然需要与零部件进行后期匹配，包括随产品的更新更换工装夹具及调配生产线等工作，二者合作后能够为下游动力电池厂客户提供整体解决方案，提升服务能力。

(2)对宁德东恒而言：先惠技术客户群体丰富，汽车整车类客户包括华晨宝马、上汽大众系、德国大众系等，汽车零部件类客户包括宁德时代、上汽集团系、一汽集团系、采埃孚系等，同时还直接为欧洲当地主要汽车品牌（大众斯柯达（捷克））提供动力电池包（PACK）生产线，2022年以来先惠技术海外扩张速度加快，分别获北美新能源重要订单和欧洲豪华品牌新能源车电池大单，宁德东恒在满足CATL发展的基础上，能够借助先惠技术的客户群，协同开拓国内外优质客户，逐步降低对单一客户的依赖风险。

3. 盈利能力角度：宁德东恒规模较大，收购利于提升双方盈利能力

2021年宁德东恒营业收入为9亿元，同比+118%，主要原因系下游客户CATL订单增长幅度较大所致，分产品来看侧板产品占主导地位：侧板1产品营收占比32%，侧板2产品营收占比39%，侧板产品合计营收占比约70%；端板1产品营收占比12%，端板2产品营收占比2%，端板产品合计营收占比约14%；设备工装产品营收占比约15%。

2021年宁德东恒归母净利润为1.4亿元，同比+130%，归母净利率约15.6%；2021年宁德东恒毛利率为28.9%，同比-0.7pct，主要系原材料上涨使得毛利率略有下降，宁德东恒毛利率水平较高，高于同行可比公司科达利（26.3%）、领益智造（16.3%）等；分产品来看，相较于端板，侧板产品技术要求水平更高，侧板利用了绝缘技术如模组侧板贴膜绝缘工艺、侧板接结构等，故侧板毛利率为33%、端板为9%、设备工装为23%，侧板毛利率水平最高。

(1)对先惠技术而言：收购完成后，先惠技术业绩将得到显著增厚，公司2021营业收入由11亿元增长至20亿元，同比+82%；归母净利润由0.7亿元增长至1.4亿元，同比+101%；EPS由0.93元/股增长至1.86元/股，同比+100%。

(2)对宁德东恒而言：目前宁德东恒整体生产自动化率较低，人工需求量大，2020年末及2021年末东恒员工总数分别为1045/1161人，随着CATL加速扩产招标，东恒亟需提升交付能力，而先惠技术在高自动化率产线方面有多年的积累，宁德东恒可借助先惠经验降低人工需求，提升产品交付能力，充分发挥东恒零部件业务的规模效应优势，进一步增强宁德东恒的盈利能力。

4. 盈利预测与投资评级

暂未考虑收购东恒后对公司业绩的增厚，我们预计公司2022-2024年归母净利润为1.97/3.15/4.70亿元，对应当前股价PE为30/19/13倍，维持“增持”评级。

5. 风险提示

新能源车销量低于预期；模组 PACK 自动化率提升低于预期。

先惠技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,779	2,393	3,184	4,168	营业总收入	1,102	1,970	2,770	3,570
货币资金及交易性金融资产	638	651	721	901	营业成本(含金融类)	798	1,389	1,931	2,474
经营性应收款项	183	447	628	808	税金及附加	4	8	11	14
存货	333	571	793	1,017	销售费用	18	43	55	54
合同资产	605	690	997	1,386	管理费用	77	158	222	286
其他流动资产	21	34	45	56	研发费用	99	227	305	357
非流动资产	321	367	403	434	财务费用	0	6	8	8
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	20	28	36
固定资产及使用权资产	192	204	207	205	投资净收益	10	59	83	107
在建工程	8	9	9	10	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	86	120	152	185	减值损失	-48	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	80	218	349	521
其他非流动资产	34	34	34	34	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,099	2,759	3,587	4,601	利润总额	80	218	349	521
流动负债	873	1,335	1,845	2,385	减:所得税	9	20	31	47
短期借款及一年内到期的非流动负债	11	16	26	49	净利润	71	199	318	474
经营性应付款项	566	824	1,174	1,533	减:少数股东损益	1	2	3	4
合同负债	191	332	462	591	归属母公司净利润	70	197	315	470
其他流动负债	106	163	184	212	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.92	2.58	4.12	6.15
非流动负债	19	19	19	19	EBIT	113	146	246	386
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	131	169	273	415
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.62	29.49	30.30	30.71
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	6.36	10.00	11.36	13.15
其他非流动负债	9	9	9	9	收入增长率(%)	119.36	78.77	40.61	28.88
负债合计	892	1,354	1,864	2,404	归母净利润增长率(%)	15.36	181.25	59.64	49.26
归属母公司股东权益	1,190	1,387	1,701	2,171					
少数股东权益	17	19	22	26					
所有者权益合计	1,207	1,406	1,723	2,197					
负债和股东权益	2,099	2,759	3,587	4,601					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	35	20	40	110	每股净资产(元)	15.66	18.25	22.39	28.57
投资活动现金流	67	-11	20	47	最新发行在外股份(百万股)	76	76	76	76
筹资活动现金流	2	5	10	23	ROIC(%)	8.64	9.97	14.06	17.50
现金净增加额	101	13	70	181	ROE-摊薄(%)	5.89	14.21	18.49	21.63
折旧和摊销	17	24	27	29	资产负债率(%)	42.50	49.06	51.95	52.24
资本开支	-212	-70	-63	-60	P/E(现价&最新股本摊薄)	85.55	30.42	19.05	12.77
营运资本变动	-115	-187	-232	-303	P/B(现价)	5.02	4.30	3.51	2.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

