

先惠技术(688155)

东恒机械为宁德时代重点供应商；并购稳步推进

——先惠技术点评报告

点评报告

行业公司研究——专用设备行业

证券研究报告

投资要点

□ 事件：

公司发布重大资产购买报告书（草案），标的资产为宁德东恒机械51%股权，交易金额为8.16亿元。标的公司2021年收入/净利润分别9.04/1.42亿元。

□ 收购宁德东恒机械，切入锂电池模组结构件，新产品布局取得重大突破

东恒机械主营锂电池精密结构件，广泛用于动力电池模组的外壳结构，如侧板、端板等，2021年对宁德时代收入占比93%，为宁德时代某重点国际客户动力电池壳结构件的重点供应商，公司产品最终服务于特斯拉、奔驰、宝马、大众等知名汽车品牌。宁德东恒曾多次获得“CATL优秀供应商”、“CATL投产贡献奖”等认证。并购完成后，双方能够在客户开拓、资源维护、内部生产效率提升等各方面产生协同效应，有利于进一步拓展产品线、拓展新的业务增长点。标的公司原大股东承诺2022/2023/2024年的净利润分别不低于1.5/1.6/1.7亿元。若标的公司承诺期间累计完成净利润金额超额部分的30%计提业绩奖励，且不高出本次交易对价金额的20%。

□ 股权激励计划授予完成，彰显管理层信心；当前股价相对授予价折价19%

2022年股权激励计划共授予限制性股票100万股，授予价格为108元（当前股票价格为87元），授予对象公司董事、高管以及业务骨干等合计148人。

□ 新能源车模组/PACK装备龙头，五因素驱动业绩提速

五因素分别为：1) 新能源车增长；2) 设备的自动化率提升；3) 国产替代；4) 全球化；5) 新产品和新领域突破。

预计国内2025年模组/PACK线市场达113亿元，2021-2025年复合增速19%。增长驱动力：1) 锂电设备需求持续增长；2) 模组/PACK自动化率提升。

从国产替代到供应全球。1) 公司2020年国内市场份额25%左右，还有进一步提升空间。2) 欧美新能源汽车快速增长，预计2025年欧洲/美国模组/PACK线市场规模将分别达到83/53亿元，2021-2025年的复合增速将达20%/67%。

□ 盈利预测及估值

预计公司2022-2024年的归母净利润分别为2.7/4.6/6.3亿元，同比增速分别为281%/73%/36%；对应2022-2024年PE分别为24/14/10倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

行业竞争加剧，新品拓展不及预期，资产重组进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1102	2880	4380	5880
(+/-)	119%	161%	52%	34%
归母净利润	70	267	461	627
(+/-)	15%	281%	73%	36%
每股收益(元)	0.92	3.51	6.07	8.25
P/E	92	24	14	10
ROE	6%	20%	28%	30%
PB	5.4	4.5	3.6	2.8

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥84.97

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.26
4Q/2021	-0.01
3Q/2021	-0.01
2Q/2021	0.73

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
 邮箱：wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：张杨

电话：15601956881
 邮箱：zhangyang01@stocke.com.cn

相关报告

- 《浙商机械【先惠技术】一季报符合预期；重大资产重组稳步推进》2022.05.01
- 《浙商机械【先惠技术】收获北美新能源重要订单；重大资产重组稳步推进》2022.04.15
- 《浙商机械【先惠技术】在手订单饱满，研制锂电设备新品毛利率略降20220409》2022.04.09
- 《浙商机械【先惠技术】业绩基本符合预期；预计2022年业绩有望提速20220301》2022.03.01
- 《浙商机械【先惠技术】收购宁德东恒机械，新能源车设备、产品双轮驱动20220210》2022.02.10

附录 1：锂电设备板块 2022/2023 年平均 PE 26/16 倍

表 1：锂电设备板块估值表

股票简称	总市值 (亿元)	收入 (亿元)			净利润 (亿元)			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
先导智能	776	100	166	230	15.8	25.5	36.7	49	30	21
先惠技术	65	11	29	44	0.7	2.7	4.6	92	24	14
海目星	116	20	39	69	1.1	3.6	8.9	106	32	13
联赢激光	82	14	28	39	0.9	3.0	5.0	90	27	16
利元亨	156	23	45	65	2.1	5.0	7.3	74	31	21
杭可科技	234	25	40	56	2.4	6.3	11.3	99	37	21
赢合科技	131	52	86	115	3.1	6.9	10.7	42	19	12
中国电研	75	34	45	56	3.2	5.1	6.6	24	15	11
科瑞技术	55	22	32	40	0.4	3.4	4.5	158	16	12
平均值								82	26	16

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：加深为已覆盖，其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期；时间截止日为 2022 年 5 月 22 日

附录 2：东恒机械为 CATL 某重点国际客户的重点供应商

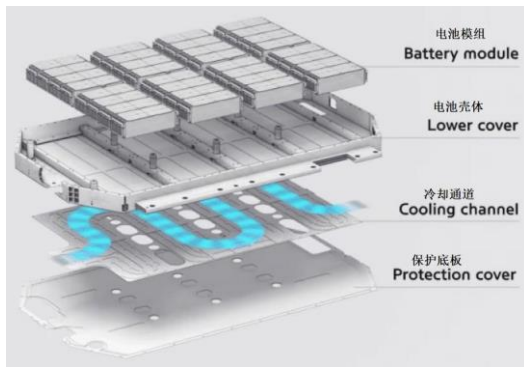
宁德东恒机械有限公司成立于 2014 年，是一家专注于新能源动力电池精密结构件的生产、研发、销售的高新技术企业，其产品广泛应用于动力电池模组的外壳结构，如侧板、端板和特殊结构需求。

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，东恒机械通过技术积累与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。

东恒机械为 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，东恒机械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，且较大的降低了工艺成本，同时通过喷涂工艺替代原有贴热压绝缘膜工艺，并攻克涂层绝缘性能一致性等难点，大幅提高产品良品率等指标，并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，东恒机械通过与 CATL 多年的合作，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。而且东恒机械掌握一流的冲压工艺，能保证客户严格的尺寸公差要求，同时东恒机械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。因此，在动力电池行业产能快速增长的大背景下，东恒机械成为 CATL 标准电池壳侧板、端板重点供应商。

图 1：动力电池结构件示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：动力电池模组结构示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据公司 2021 年相关财务数据，本次交易将构成重大资产重组情形。本次交易完成后，宁德东恒将成为公司控股子公司，使公司业务从新能源电池生产线领域扩展到新能源电池零部件领域，增强了公司服务新能源汽车及动力电池客户的能力，并计划通过客户协同、生产效率优化、技术协作等方式，增加公司盈利能力，从而增强公司的持续经营能力。

表 2：东恒机械 2020/2021 年净利润占先惠技术的 102%/203%

	2020 年	2021 年
东恒机械收入 (亿元)	4.14	9.04
东恒机械收入/先惠技术收入	82%	82%
东恒机械净利润 (亿元)	0.62	1.42
东恒机械净利润/先惠技术净利润	102%	203%
东恒机械资产总额 (亿元)	4.18	7.30
东恒机械资产总额/先惠技术资产总额	30%	35%
东恒机械资产净额 (亿元)	1.50	2.71
东恒机械资产净额/先惠技术资产净额	14%	22%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

(资料来源：上市公司公告)

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1779	2888	4326	5781	营业收入	1102	2880	4380	5880
现金	407	300	400	685	营业成本	798	1967	2968	3927
交易性金融资产	230	330	330	330	营业税金及附加	4	17	26	35
应收账款	122	1059	1528	1951	营业费用	18	58	88	118
其它应收款	14	0	0	0	管理费用	77	202	269	353
预付账款	41	129	178	236	研发费用	99	259	394	588
存货	333	590	890	1178	财务费用	0	(1)	0	(5)
其他	632	480	1000	1400	资产减值损失	48	93	131	176
非流动资产	321	410	495	539	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	10	3	3	4
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	12	12	12	12
固定资产	171	231	289	305	营业利润	80	300	518	705
无形资产	86	102	118	138	营业外收支	(0)	0	0	0
在建工程	8	50	60	68	利润总额	80	300	518	705
其他	55	28	28	29	所得税	9	30	52	70
资产总计	2099	3298	4821	6320	净利润	71	270	466	634
流动负债	873	1844	2998	4006	少数股东损益	1	3	5	7
短期借款	0	111	21	0	归属母公司净利润	70	267	461	627
应付款项	566	1279	1929	2552	EBITDA	82	314	537	721
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	0.92	3.51	6.07	8.25
其他	307	454	1048	1453					
非流动负债	19	11	12	14	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2021	2022E	2023E	2024E
其他	19	11	12	14	成长能力				
负债合计	892	1855	3010	4020	营业收入	119%	161%	52%	34%
少数股东权益	17	20	26	33	营业利润	21%	274%	73%	36%
归属母公司股东权益	1190	1423	1785	2267	归属母公司净利润	15%	281%	73%	36%
负债和股东权益	2099	3298	4821	6320	获利能力				
					毛利率	28%	32%	32%	33%
					净利率	6%	9%	11%	11%
					ROE	6%	20%	28%	30%
					ROIC	5%	17%	26%	28%
					偿债能力				
					资产负债率	42%	56%	62%	64%
					净负债比率	1%	6%	1%	0%
					流动比率	2.04	1.57	1.44	1.44
					速动比率	1.66	1.25	1.15	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	1.07	1.08	1.06
					应收帐款周转率	10.76	6.92	4.83	4.58
					应付帐款周转率	5.87	4.67	3.64	3.45
					每股指标(元)				
					每股收益	0.92	3.51	6.07	8.25
					每股经营现金	0.46	0.67	5.11	6.66
					每股净资产	15.66	18.72	23.49	29.84
					估值比率				
					P/E	92.15	24.18	14.01	10.30
					P/B	5.43	4.54	3.62	2.85

现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	35	51	388	506
净利润	71	270	466	634
折旧摊销	8	15	20	23
财务费用	0	(1)	0	(5)
投资损失	(10)	(3)	(3)	(4)
营运资金变动	158	(87)	74	(31)
其它	(192)	(143)	(169)	(110)
投资活动现金流	67	(229)	(100)	(63)
资本支出	(128)	(115)	(85)	(45)
长期投资	0	0	0	0
其他	195	(114)	(15)	(18)
筹资活动现金流	2	70	(188)	(158)
短期借款	0	111	(90)	(21)
长期借款	0	0	0	0
其他	1	(41)	(98)	(137)
现金净增加额	104	(107)	100	285

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>