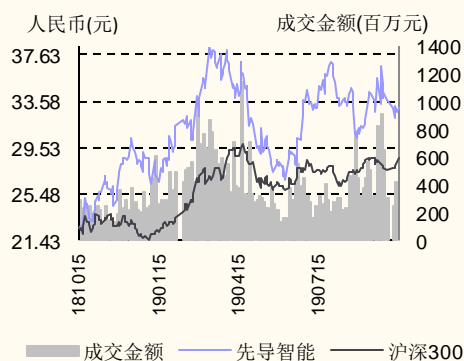


市场价格 (人民币): 32.99 元
 目标价格 (人民币): 45.00-45.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股) 8.82
 已上市流通 A 股(亿股) 8.48
 总市值(亿元) 290.83
 年内股价最高最低(元) 36.71/32.19
 沪深 300 指数 3953



三季度报业绩增速中位数 20%符合预期 全球锂电设备龙头明年业绩有望提速

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.221	0.842	1.063	1.437	2.062
每股净资产(元)	6.32	3.90	4.62	5.65	7.27
每股经营性现金流(元)	0.07	-0.05	0.50	0.75	0.83
市盈率(倍)	46.65	34.37	31.05	22.96	16.00
净利润增长率(%)	84.93%	38.13%	26.18%	35.23%	43.52%
净资产收益率(%)	19.32%	21.57%	23.01%	25.41%	28.38%
总股本(百万股)	440.14	881.66	881.58	881.58	881.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2019 年三季度业绩预告: 预计前三季度净利润约 6.0-7.1 亿元, 同比增长 10%至 30%, 中位数 20%; 预计三季度单季度净利润 2.2 至 2.9 亿元, 同比增长 0%-30%。公司业绩符合预期。

经营分析

- 前三季度业绩符合预期, 增长率中位数 20%, 锂电池设备持续快速增长

公司前三季度预计实现净利润 6.0-7.1 亿元, 增长率中位数 20%, 符合市场预期; 得益于下游锂电池行业持续发展、公司积极开拓新客户, 锂电设备业务实现持续快速增长, 生产销售业绩较去年同期显著提升。

- 全球锂电设备龙头, 预计 2020 年行业重回高增长轨道, 未来成长空间大

1) 预计锂电设备 2020 年显现高增长拐点, 未来需求空间广。我们测算, 2019-2025 年全球动力电池需求对应累计 2547 亿元设备投资, 现有扩产计划对应 2019-2025 年 1981 亿元设备投资。2020 年电池扩产项目推动有望加快, 未来五年全球设备投资 CAGR 为 25%

2) 公司是全球为数不多能实现锂电池产线整线交付的厂商, 且中、后段锂电设备处于国际领先水平, 已深度绑定宁德时代、比亚迪等龙头电池厂。我们预计, 2019-2021 年, 仅 CATL、BYD 与 Northvolt 三家核心客户采购设备累计金额将超 140 亿元, 为业绩提供持续向上动力。

- 具有平台型公司潜力, 以“深度+广度”战略构建“能力圈”, 打造新增长极
从深度与广度两个层面拓展业务线, 有节奏、有规划地构建资源“能力圈”, 在锂电、光伏、3C 等领域进入技术、设备、客户共拓的良性循环。

盈利调整与投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测与目标价: 1) 预计 2019-2021 年归母净利润 9.4/12.7/18.2 亿元, 同比增长 26%/35%/44%, 三年复合增速为 39%; 摊薄 EPS 为 1.06/1.44/2.06 元。2) 给予公司 2020 年合理市值 396 亿元, 6-12 个月目标价 45 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 下游电池扩产项目进程不及预期; 新能源汽车退补可能带来短期需求阵痛; 动力电池产能过剩风险; 竞争加剧; 其他战略业务拓展不及预期。

相关报告

1. 《全球锂电设备龙头启航, 战略布局新增长极-先导智能深度报告》, 2019.10.10

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵玥炜 分析师 SAC 执业编号: S1130519070001
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

附录一：公司订单预测

- 公司与国内外一线电池厂商深度绑定，在手、新增、后续订单饱满，为经营持续向上奠定坚实基础。目前，公司已获取宁德时代、欧洲 Northvolt 以及特斯拉等多个电池厂商/整车厂订单，我们测算，2019 年上半年公司新签订单约为 26 亿元。
- 2018 年以来，公司先后获取了安徽泰能、宁德时代、特斯拉以及 Northvolt 的大额订单及框架合作协议。根据公司公告，2018 年大额订单总计近 15 亿元，2019 年与欧洲新电池厂商 Northvolt 签订了近 20 亿元的设备大单，后续经营发展有保障。

图表 1：2018 年以来公司获取多个海内外电池厂商/新能源整车厂设备订单

签约时间	合同对方	合同内容	合同金额（亿元）
2019年1月30日	Northvolt	设备设计、生产、安装、调试通用条款及框架协议	19.39
2018年12月27日	特斯拉	卷绕机、圆柱电池组装线及化成分容系统等锂电池生产设备	0.43
2018年9月13日	宁德时代	卷绕机设备	5.65
2018年9月13日	宁德时代	化成机及容量机设备	3.49
2018年7月28日	安徽泰能	锂电池整线生产设备（2条）	5.36
2018年7月21日	新海宜	战略合作协议	-

来源：公司公告，国金证券研究所

- 预计公司 2018 年、2019 年上半年新增订单约为 41 亿元、26 亿元。
 - 1) 基本假设与步骤：①设备类采用“3331”付款协议；②存货中的产成品可粗略视为要发出的产品；③存货实际上反应的是成本，因此，产成品实际确认至收入端的金额=产成品金额/(1-当期毛利率)；④产品交付后约 90 天内可实现验收，90%的产品款项确认至收入，并抵消预收账款；⑤当期实际新增预收账款=本期预收账款-上期预收账款+已抵消预收账款；⑥当期新签订单=当期实际新增预收账款/30%；⑦在手订单=预收账款/30%。
 - 2) 测算结果：①2018 年、2019 年上半年，公司新签订单金额数预计为 41 亿元、26 亿元；②截至 2019 年上半年，公司在手订单金额预计大于 40 亿元。
 - 3) 核心结论：结合上述测算结果，我们认为，公司在手订单、新增订单饱满，根据约 9-12 个月年的“签订订单→交付”期，预计今明两年的收入确认、业绩均较有保障。

图表 2：公司 2018 年、2019 年上半年预计新签订单 41 亿元、26 亿元

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
单季度营业总收入（亿元）	6.57	7.84	12.56	11.94	8.44	10.18
单季度毛利（亿元）	2.77	2.83	4.40	5.21	3.83	4.20
单季度毛利率	42%	36%	35%	44%	45%	41%
存货（亿元）	26.39	26.65	23.31	24.13	24.72	25.59
其中：产成品（亿元，发出商品）	19.86	20.05	13.32	13.79	14.81	15.33
产成品确认到收入时的金额（亿元）	34.31	31.36	20.51	24.48	27.10	26.09
预收款项（亿元）	16.30	13.80	12.01	12.45	12.67	12.41
确认收入消耗的预收款（亿元）	5.15	4.70	3.08	3.67	4.06	3.91
新增预收款（亿元）	4.71	2.21	1.28	4.11	4.29	3.65
对应的新接订单估算（亿元）	15.69	7.38	4.27	13.71	14.28	12.18
共计新接订单估算（亿元）				41.04		26.46

来源：公司公告，国金证券研究所测算（注：测算新签订单金额包括非锂电设备的业务，其中锂电设备占比高）

- 公司后续订单预计饱满，将为业绩提供向上支撑力。根据公司核心客户的扩产规划，我们测算，2019 年至 2021 年，仅宁德时代、比亚迪、

欧洲 Northvolt 三家电池厂商预计给公司提供设备订单累计达 143 亿元。如果考虑国内其他二线厂商，松下、LG 化学、特斯拉等国际一线电池厂商及新能源整车厂需求，公司设备订单有望大幅增加。

图表 3：公司海内外主要客户预计新增产能为 550GWh

厂商分类	企业名	项目	产能规模 (GWh)	总投资金额 (亿元)	项目规划日期	预计投产日期 (完全达产)
国内	宁德时代	宁德时代湖东园区项目	22	130	2011年	已基本投产
		青海时代西宁园区项目二期	8	9.95	2016年	2019年
		江苏时代溧阳园区项目一、二期	10	46	2016年9月	2021年
		时代上汽动力电池和动力电池系统生产项目	36		2017年5月	2020年
		宁德湖西锂离子动力电池生产基地项目	24	98.6	2017年1月	2021年
		德国图林根电池生产基地	14	19	2018年7月	2022年
		江苏时代动力及储能锂电池研发与生产项目 (三期)	20	74	2018年1月	2021年
		时代广汽动力电池项目	15	42.26	2018年7月	2021年
		吉利 (浙江吉利)			2018年12月	
		宁德湖西锂离子电池扩建项目	15	≤46.24	2019年4月	2022年
	时代一汽动力电池项目	14	≤44	2019年4月	2022年	
	德国图林根电池生产基地增加投资		121	2019年6月	2024年	
	比亚迪	比亚迪青海西宁南川动力电池一二期	24	250	2016年6月	2019年
		与长安汽车合资成立动力电池合资公司	10	50	2018年7月	2020年
		与重庆璧山区区政府动力电池产业签署协议	100	100	2018年8月	2022年
西安高新区30Gwh产能动力电池项目		30	120	2018年9月	2022年	
长沙市宁乡锂离子动力电池项目一期、二期		10	50	2019年4月		
中航锂电	中航锂电 (江苏) 有限公司二、三期项目	9.5	一期43.73	2016年12月	2020年	
	新型动力电池生产线项目	20		2019年6月	2020年四季度 (一期)	
万向123	萧山经济技术开发区	80	680	2019年3月		
海外	LG化学	波兰电动车电池工厂	70	152	2018年9月	2021年
		南京江宁韩国LG化学电池项目	32	138	2018年7月	2023年
		南京工厂扩产		73	2018年1月	2020年
		吉利合资电池工厂	10	12	2019年6月	2021年
	瑞典Northvolt	瑞典Skellefte	32			
		Vasteras	0.35			
		波兰	年产10000模组			
	德国Salzgitter大众合资项目	24		2019年6月	2024年	
合计			预计共新增产能约550GWh			

来源：公司官网、公告，GGII 等，国金证券研究所整理、统计

图表 4：2019-2021 年，仅 CATL、BYD、Northvolt 三家客户预计为公司提供累计设备订单额 143 亿元

国别	电池厂商	扩产地区	扩产规划 (GWh)			设备需求金额 (亿元)			公司预计供应设备金额 (亿元)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
中国	宁德时代	中国	34	30	24	79	63	46	32	25	18
		欧洲		4	10		14	34		6	14
	比亚迪	中国	34	20	5	78	42	10	16	8	2
海外	Northvolt	欧洲		8	8		29	27		12	11
合计			68	62	47	157	148	116	47	51	45

来源：国金证券研究所测算

附录二：锂电设备行业空间与增速预测

- 主要预测结果：中性假设下，1) 以动力电池需求角度来看，2019-2025 年，全球锂电设备累计投资需求 2547 亿元；地域上，中国累计投资需求为 1072 亿元，海外累计投资需求为 1475 亿元；全球、中国、海外设备投资复合增长率分别为 25%、19%与 29%。2) 以电池厂扩产情况来看，现有相对明确的电池厂扩产计划对应 2019-2025 年共 1981 亿元的锂电设备投资需求，2018-2021 年全球锂电设备投资年均增长率约为 23%。
- 核心判断：1) 龙头锂电池厂商加快全球化布局，海外设备投资需求规模与增速大于国内；2) 2020 年锂电设备投资将重回高增长轨道；3) 本轮锂电池厂商扩产计划较为理性，项目落地概率大。

图表 5：2019-2025 年全球、中国与海外新能源汽车、动力电池、锂电设备需求预测总表（中性假设）

项目	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量								
全球（万辆）	202	266	351	463	610	805	1062	1400
其中：中国（万辆）	101	152	213	291	387	497	616	723
海外（万辆）	101	114	138	172	224	308	446	677
动力电池需求量								
全球动力电池需求量（GWH）	89	110	158	227	325	463	657	930
同比增速	70%	24%	44%	44%	43%	42%	42%	42%
其中：中国总需求量（GWH）	57	70	103	150	213	293	389	490
海外总需求量（GWH）	32	40	55	77	112	170	268	440
锂电设备投资额								
全球（亿元）	148	119	187	246	318	418	543	716
同比增速		-19%	57%	31%	29%	32%	30%	32%
2019-2025年累计投资								2547
2018-2025年复合增速								25%
中国（亿元）	68	57	96	124	151	187	220	238
同比增速		-16%	67%	29%	22%	24%	18%	8%
2019-2025年累计投资								1072
2018-2025年复合增速								19%
海外（亿元）	80	62	91	122	167	231	323	479
同比增速		-22%	47%	34%	37%	38%	40%	48%
2019-2025年累计投资								1475
2018-2025年复合增速								29%

来源：国金证券研究所测算（注：2018 年全球销量数据来源为 EV Sales，中国销量与国内有一定差距，对后续设备投资额预测不产生影响）

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,079	2,177	3,890	4,767	6,178	9,047
增长率		101.8%	78.7%	22.6%	29.6%	46.4%
主营业务成本	-620	-1,281	-2,370	-2,855	-3,672	-5,339
%销售收入	57.4%	58.9%	60.9%	59.9%	59.4%	59.0%
毛利	459	896	1,520	1,912	2,506	3,708
%销售收入	42.6%	41.1%	39.1%	40.1%	40.6%	41.0%
营业税金及附加	-11	-20	-30	-37	-48	-71
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-31	-84	-123	-148	-198	-308
%销售收入	2.8%	3.9%	3.2%	3.1%	3.2%	3.4%
管理费用	-142	-251	-232	-262	-334	-525
%销售收入	13.2%	11.5%	6.0%	5.5%	5.4%	5.8%
研发费用	0	0	-284	-372	-451	-660
%销售收入	0.0%	0.0%	7.3%	7.8%	7.3%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	275	540	852	1,093	1,475	2,145
%销售收入	25.5%	24.8%	21.9%	22.9%	23.9%	23.7%
财务费用	4	6	-15	-26	-36	-64
%销售收入	-0.3%	-0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
资产减值损失	-14	-46	-35	-36	-46	-75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	9	6	7	8	9
%税前利润	1.6%	1.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.4%
营业利润	270	604	969	1,038	1,401	2,014
营业利润率	25.0%	27.8%	24.9%	21.8%	22.7%	22.3%
营业外收支	65	18	-131	20	30	40
税前利润	334	623	839	1,058	1,431	2,054
利润率	31.0%	28.6%	21.6%	22.2%	23.2%	22.7%
所得税	-43	-85	-96	-122	-164	-236
所得税率	13.0%	13.7%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
净利润	291	537	742	937	1,267	1,818
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	291	537	742	937	1,267	1,818
净利率	26.9%	24.7%	19.1%	19.7%	20.5%	20.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	291	537	742	937	1,267	1,818
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	76	80	83	101	136
非经营收益	24	-23	-18	27	37	72
营运资金变动	-243	-560	-848	-608	-741	-1,293
经营活动现金净流	105	30	-44	438	665	733
资本开支	-121	-45	-76	-172	-132	-82
投资	0	-565	0	0	0	0
其他	-13	265	86	7	8	9
投资活动现金净流	-134	-345	10	-165	-124	-73
股权募资	0	611	38	0	0	0
债权募资	0	120	624	514	387	990
其他	-75	-86	87	-364	-428	-517
筹资活动现金净流	-75	645	748	149	-41	472
现金净流量	-104	331	714	423	499	1,133

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	213	867	1,483	1,907	2,406	3,539
应收账款	556	1,268	2,470	2,258	2,890	4,196
存货	1,027	2,559	2,413	3,129	4,125	6,143
其他流动资产	291	352	190	217	239	284
流动资产	2,086	5,046	6,556	7,511	9,660	14,162
%总资产	86.3%	75.9%	77.8%	78.8%	82.0%	86.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	201	305	538	671	767	818
%总资产	8.3%	4.6%	6.4%	7.0%	6.5%	5.0%
无形资产	123	1,286	1,288	1,300	1,311	1,321
非流动资产	330	1,605	1,869	2,015	2,123	2,184
%总资产	13.7%	24.1%	22.2%	21.2%	18.0%	13.4%
资产总计	2,416	6,651	8,426	9,526	11,783	16,345
短期借款	0	50	486	0	387	1,376
应付款项	1,411	3,527	3,838	3,834	4,699	6,676
其他流动负债	56	131	184	199	261	378
流动负债	1,466	3,708	4,509	4,032	5,347	8,430
长期贷款	0	70	257	257	257	257
其他长期负债	5	90	218	1,167	1,195	1,252
负债	1,472	3,869	4,983	5,456	6,798	9,939
普通股股东权益	944	2,782	3,442	4,071	4,985	6,406
其中：股本	408	440	882	882	882	882
未分配利润	394	829	1,430	2,058	2,972	4,394
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,416	6,651	8,426	9,526	11,783	16,345

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.712	1.221	0.842	1.063	1.437	2.062
每股净资产	2.314	6.322	3.904	4.617	5.654	7.266
每股经营现金净流	0.258	0.069	-0.050	0.497	0.754	0.832
每股股利	0.130	0.230	0.280	0.350	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	30.79%	19.32%	21.57%	23.01%	25.41%	28.38%
总资产收益率	12.03%	8.08%	8.81%	9.83%	10.75%	11.12%
投入资本收益率	25.33%	15.96%	17.97%	18.14%	19.68%	20.98%
增长率						
主营业务收入增长率	101.26%	101.75%	78.70%	22.55%	29.58%	46.44%
EBIT 增长率	111.64%	96.51%	57.66%	28.38%	34.96%	45.37%
净利润增长率	99.68%	84.93%	38.13%	26.18%	35.23%	43.52%
总资产增长率	40.73%	175.32%	26.68%	13.06%	23.69%	38.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.8	90.7	75.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	494.9	510.7	382.9	400.0	410.0	420.0
应付账款周转天数	156.2	132.5	139.7	138.0	138.0	138.0
固定资产周转天数	62.1	35.0	39.1	36.8	30.5	20.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.53%	-26.84%	-21.51%	-15.97%	-15.30%	-14.14%
EBIT 利息保障倍数	-77.2	-93.0	56.4	42.8	41.2	33.4
资产负债率	60.92%	58.17%	59.14%	57.27%	57.70%	60.81%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	8	31	59
增持	0	1	6	11	23
中性	0	0	0	1	4
减持	0	0	1	1	1
评分	1.00	1.50	1.60	1.36	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

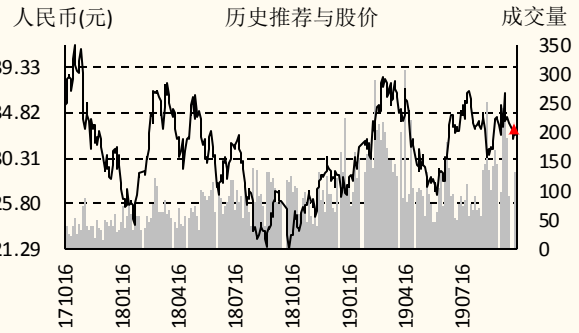
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-10	买入	32.19	45.00~45.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH