

2018年01月08日

科恒股份 (300340.SZ)

拟间接投资茂联切入正极材料上游，“设备+材料”布局进一步夯实

事件：据最新公告，公司审议通过，拟以自有资金出资 3,000 万元人民币通过投资宁波源纵实现对天津茂联的投资，初步实现对锂电正极材料上游行业的参与。

点评：

■**拟切入正极材料上游，保障原材料供应同时谋求进一步合作。**天津茂联主营业务包含公司正极材料的原材料钴、镍等材料，正积极拓展三元前驱体等方面业务。公告显示，宁波源纵持有天津茂联 50.25% 股权，此次投资是公司正极材料上游产业的初步布局。后续公司将继续推进合作，一定程度保障公司正极材料原材料的供应稳定，减弱材料价格和供应波动带来的营业风险，维持材料业务较高毛利率水平。随着合作进一步深入，公司产业链结构有望进一步优化，为公司业绩带来增长。

■**下游新能源车渗透率有望不断提升，“设备”+“材料”双管齐下深度受益。**据中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图》预测，2020 年新能源汽车年销量有望达到 210 万辆，渗透率达 6%，对锂电池需求预计达到 100GWh。根据我们产业链调研，截至 2017 年末有效产能约为 60GWh；且锂电厂商为了降低生产成本、抢占市场份额，也在争相扩产，未来几年产能扩充需求将继续增长。

公司主营业务涵盖锂电材料和锂电池自动化生产设备，材料方面往上游原材料延伸，以降低原材料价格波动风险；设备方面通过内生外延协同发展，打造前道工序一体化解决方案提供能力。公司紧紧锁定珠海格力、ATL、CATL、力神、力信等优质客户的同时，积极开拓新客户，成效显著，订单充足，将显著受益。

■**打造前道设备一体化供应能力，切入重要客户放量可期。**据公告，公司通过收购浩能科技、万好万家等企业切入锂电生产前道设备领域。两家企业在客户、技术、渠道等多方面实现协同，为客户提供一体化解决方案。公司日前公告向 CATL 供应两台双层高速涂布机，订单金额 3000 多万，这是公司首次获得 CATL 大额订单，产品供应有望开始放量。据 CATL 公告，CATL 与上汽合作成立上汽时代、时代上汽等合资公司，计划扩产 50GWh，预计将成为我国锂电池扩产主力。公司切入 CATL 将保证订单稳定性和增长持续性，业绩弹性可期。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 21.90 亿元、33.35 亿元、47.55 亿元，净利润分别为 2.04 亿元、3.09 亿元、3.81 亿元，成长性突出；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 70.74 元，相当于 2018 年 27 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**关注下游市场不及预期、市场拓展不及预期风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	391.3	787.0	2,189.7	3,335.4	4,754.9
净利润	-74.3	33.6	204.3	309.2	380.7
每股收益(元)	-0.63	0.28	1.73	2.62	3.23
每股净资产(元)	6.74	10.91	12.59	15.21	18.46

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-88.8	196.5	32.3	21.4	17.3
市净率(倍)	8.3	5.1	4.4	3.7	3.0
净利润率	-19.0%	4.3%	9.3%	9.3%	8.0%
净资产收益率	-9.4%	2.6%	13.8%	17.2%	17.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-16.5%	6.7%	18.2%	23.2%	26.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

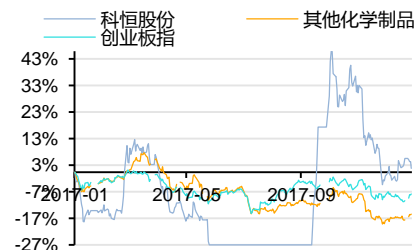
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**70.74 元**
股价 (2018-01-05) **56.01 元**

交易数据

总市值(百万元)	6,601.24
流通市值(百万元)	4,762.40
总股本(百万股)	117.86
流通股本(百万股)	85.03
12 个月价格区间	40.11/80.29 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.16	-9.77	4.9
绝对收益	4.54	-13.28	-3.43

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

相关报告

- 科恒股份：业绩大增符合预期，材料+设备双管齐下掘金新能源车领域/王书伟 2017-10-29
- 科恒股份：拟收购万家加码锂电设备，设备+材料双轮布局新能源汽车产业链/王书伟 2017-10-09
- 科恒股份：收购万好万家，设备+材料双重布局新能源车产业链/王书伟 2017-09-21
- 科恒股份：拟收购万好万家加码锂电设备，设备+材料双轮驱动掘金新能源车高景气/王书伟 2017-09-08

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	391.3	787.0	2,189.7	3,335.4	4,754.9	成长性					
减:营业成本	380.4	678.9	1,766.2	2,684.0	3,844.4	营业收入增长率	0.4%	101.1%	178.2%	52.3%	42.6%
营业税费	1.7	3.9	9.9	13.3	21.3	营业利润增长率	77.3%	-132.7%	558.6%	58.9%	20.2%
销售费用	14.5	20.3	54.7	83.4	142.6	净利润增长率	54.3%	-145.2%	508.2%	51.4%	23.1%
管理费用	44.8	56.9	153.3	233.5	356.6	EBITDA 增长率	73.6%	-159.4%	355.5%	51.9%	19.0%
财务费用	-4.3	0.2	3.4	0.1	-0.1	EBIT 增长率	69.3%	-131.5%	565.7%	56.4%	20.1%
资产减值损失	73.4	6.8	6.0	6.0	6.0	NOPLAT 增长率	65.7%	-135.4%	571.1%	56.4%	20.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.7%	145.3%	22.9%	6.8%	30.0%
投资和汇兑收益	22.8	11.6	11.7	15.3	12.9	净资产增长率	-8.8%	62.0%	15.6%	21.7%	21.6%
营业利润	-96.5	31.6	207.9	330.4	397.0	利润率					
加:营业外净收支	-0.9	3.6	4.8	2.5	3.6	毛利率	2.8%	13.7%	19.3%	19.5%	19.2%
利润总额	-97.4	35.2	212.7	332.9	400.6	营业利润率	-24.7%	4.0%	9.5%	9.9%	8.3%
减:所得税	-14.0	1.3	6.4	10.0	12.0	净利润率	-19.0%	4.3%	9.3%	9.3%	8.0%
净利润	-74.3	33.6	204.3	309.2	380.7	EBITDA/营业收入	-21.7%	6.4%	10.5%	10.5%	8.7%
						EBIT/营业收入	-25.8%	4.0%	9.6%	9.9%	8.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	146	81	30	18	11
货币资金	300.5	225.6	175.2	288.0	382.8	流动营业资本周转天数	275	135	78	72	72
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	689	459	302	290	300
应收账款	240.2	447.0	1,012.9	1,210.7	2,223.4	应收账款周转天数	216	157	120	120	130
应收票据	11.1	88.6	191.2	235.0	372.6	存货周转天数	104	126	105	105	105
预付账款	17.9	43.0	123.8	129.7	233.4	总资产周转天数	901	712	440	379	361
存货	103.1	445.9	829.7	1,108.8	1,667.7	投资资本周转天数	452	362	206	154	128
其他流动资产	32.0	51.5	35.6	39.7	42.3	投资回报率					
可供出售金融资产	5.0	17.9	12.2	11.7	13.9	ROE	-9.4%	2.6%	13.8%	17.2%	17.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-8.8%	1.6%	6.5%	8.5%	6.8%
长期股权投资	40.1	167.7	167.7	167.7	167.7	ROIC	-16.5%	6.7%	18.2%	23.2%	26.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	165.8	189.8	173.3	156.8	140.3	销售费用率	3.7%	2.6%	2.5%	2.5%	3.0%
在建工程	-	0.2	0.2	0.2	0.2	管理费用率	11.5%	7.2%	7.0%	7.0%	7.5%
无形资产	3.6	53.2	51.3	49.5	47.6	财务费用率	-1.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	30.8	433.4	419.6	423.9	424.2	三费/营业收入	14.1%	9.8%	9.7%	9.5%	10.5%
资产总额	950.0	2,163.7	3,192.7	3,821.6	5,716.0	偿债能力					
短期债务	-	125.3	112.5	-	-	资产负债率	16.4%	40.5%	53.4%	52.6%	61.5%
应付账款	64.0	372.1	1,260.1	1,185.5	2,314.0	负债权益比	19.6%	68.1%	114.6%	111.1%	159.7%
应付票据	74.5	55.2	279.0	228.0	501.5	流动比率	4.71	1.51	1.40	1.50	1.47
其他流动负债	11.2	311.8	45.4	589.4	541.2	速动比率	4.02	0.99	0.91	0.95	0.97
长期借款	-	-	-	-	148.8	利息保障倍数	23.29	188.86	62.89	2,507.24	-2,923.56
其他非流动负债	5.8	12.2	7.8	8.6	9.5	分红指标					
负债总额	155.4	876.6	1,704.9	2,011.4	3,515.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	1.3	3.3	17.1	25.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	100.0	117.9	117.9	117.9	117.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	694.6	1,167.9	1,366.6	1,675.2	2,058.1						
股东权益	794.6	1,287.1	1,487.8	1,810.2	2,201.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	-0.63	0.28	1.73	2.62	3.23
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	6.74	10.91	12.59	15.21	18.46
净利润	-83.4	33.9	204.3	309.2	380.7	PE(X)	-88.8	196.5	32.3	21.4	17.3
加:折旧和摊销	16.0	19.0	18.4	18.4	18.4	PB(X)	8.3	5.1	4.4	3.7	3.0
资产减值准备	73.4	6.8	-	-	-	P/FCF	-186.3	-13.0	-99.6	63.9	75.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	16.9	8.4	3.0	2.0	1.4
财务费用	3.6	2.9	3.4	0.1	-0.1	EV/EBITDA	-38.8	120.9	28.3	18.0	15.3
投资损失	-22.8	-11.6	-11.7	-15.3	-12.9	CAGR(%)	-257.0%	125.5%	-261.4%	-257.0%	125.5%
少数股东损益	-9.1	0.3	2.1	13.7	7.9	PEG	0.3	1.6	-0.1	-0.1	0.1
营运资金的变动	-60.2	-46.8	-262.4	-116.0	-461.0	ROIC/WACC	-1.6	0.6	1.8	2.2	2.5
经营活动产生现金流量	-62.0	1.8	-46.1	210.1	-67.1	REP	-4.5	8.5	2.7	1.9	1.3
投资活动产生现金流量	-22.3	-287.4	17.3	15.9	10.6						
融资活动产生现金流量	-20.6	252.1	-21.7	-113.2	151.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟、邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034