

赢合科技 (300457.SZ) / 机械设备

## 上海电气控股，站在巨人的肩膀上迎全球电动化浪潮

**评级：买入（维持）**

市场价格：26.98

分析师：苏晨

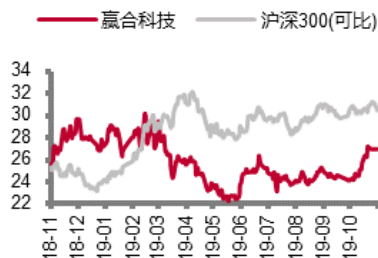
执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qizq.com.cn

### 基本状况

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 376   |
| 流通股本(百万股) | 252   |
| 市价(元)     | 26.98 |
| 市值(百万元)   | 101   |
| 流通市值(百万元) | 101   |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1

### 公司盈利预测及估值

| 指标        | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,586.33 | 2,087.29 | 2,434.00 | 2,958.00 | 3,650.00 |
| 增长率 yoy%  | 86.52%   | 31.58%   | 16.63%   | 21.53%   | 23.39%   |
| 净利润       | 220.9    | 324.5    | 246.7    | 403.8    | 486.4    |
| 增长率 yoy%  | 78.34%   | 46.90%   | -23.99%  | 63.72%   | 20.46%   |
| 每股收益(元)   | 0.59     | 0.86     | 0.66     | 0.91     | 1.10     |
| 每股现金流量    | (0.15)   | 0.21     | 1.22     | 1.10     | 0.11     |
| 净资产收益率    | 17.63%   | 10.95%   | 7.46%    | 10.69%   | 11.44%   |
| P/E       | 50.5     | 34.4     | 45       | 33       | 27       |
| PEG       | 2.3      | 2.4      | 1.8      | 1.5      | 1.9      |
| P/B       | 8.9      | 3.8      | 3.4      | 3.5      | 3.1      |

备注：

### 投资要点

- **事件：**公司发布公告，上海电气通过协议转让及拟现金认购非公开发行股份合计持有上市公司 104,270,556 股股份，占上市公司发行完成后总股本的 23.50%，受让和认购后，上海电气将获得公司控股权。
- **上海电气入主，公司迎新一轮战略性发展机遇。**上海电气是上海市国资委旗下的大型综合性装备制造集团，聚焦能源装备、工业装备和集成服务三大领域，主要产品包括发电/输电设备、环保设备、自动化设备等。近年来，上海电气在智能装备制造领域有深度布局，包括航空航天装备、3D 打印等，锂电是其布局的最重要方向之一。上海电气控股后，公司将成为上海电气旗下自动化领域的核心上市公司、锂电领域的唯一上市平台，充分享受大平台带来的战略性发展机遇。
- **与 MANZ 战略协同价值强，未来或可共同拓展全球客户。**上海电气持有 MANZ 19.67% 股权，后者是德国高科技设备领域的知名上市公司，主要业务包括光伏、3C 和锂电自动化设备等，在锂电领域，其模切、叠片设备全球领先，与公司的涂覆、卷绕设备存在较大的业务协同价值，未来或可共同开发全球客户。目前公司海外客户主要是 LG、三星和特斯拉，未来除了和 MANZ 联合深耕三大客户之外，也存在联合拓展 Northvolt、saft 等欧洲重要锂电企业以及海外的 3C 自动化设备客户的可能性。
- **上海电气带来更多优质客户资源，公司的自动化技术未来可能是潜力方向。**(1) 锂电领域：除了赢合科技和 MANZ，上海电气目前在新能源车领域还有其他系统性的布局，未来垂直的协同机会可期；(2) 自动化领域：公司的自动化设备和 MEMS 技术国内领先，具备未来在上海电气集团体系内推广使用和共同拓展外部客户的可行性。通过上海电气平台，公司可以突破现有客户资源瓶颈，获得新的发展机遇。
- **超额激励方案：未来三年超额基准业绩年化增长 20%，彰显双方对未来发展的信心。**未来三年，公司超额基准业绩合计 13.442 亿，2020 年、2021 年、2022 年基准分别是 3.575 亿、4.290 亿、5.577 亿，预计 YOY 分别是 10%、20%、30%。双方约定，超过超额基准业绩 20%，管理层可以提取 20% 超额激励，超过基准业绩 30%，管理层可以提取 30%。较高的超额利润基准目标和激励机制，彰显双方对公司未来发展的信心。
- **投资建议：**公司是国内领先的锂电和自动化设备企业，持续深度受益全球锂电龙头扩产周期；上海电气控股后，公司将成为上海电气旗下唯一的锂电设备上市公司，与其旗下的德国 MANZ 等有潜力较大的战略协同价值，站在巨头的肩膀上，公司将获得新一轮的战略性发展机遇；高基准的业绩承诺，未来三年年化增长 20%，安全边际高。预测 2019-2021 年归母净利润分别为 2.5 亿、4.0 亿、4.8 亿，维持买入评级。
- **风险提示：**全球新能源汽车发展不及预期、与上海电气业务协同和整合低于预期、海外客户拓展低于预期。

**图表：公司财务预测（单位：百万元）**

| 利润表        | 2017    | 2018     | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 财务指标        | 2017     | 2018   | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|----------|---------|---------|---------|-------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入       | 1,586.3 | 2,087.3  | 2,434.0 | 2,958.0 | 3,650.0 | 成长性         |          |        |        |         |         |
| 减：营业成本     | 1,071.6 | 1,402.6  | 1,585.1 | 2,036.1 | 2,511.0 | 营业收入增长率     | 86.5%    | 31.6%  | 16.6%  | 21.5%   | 23.4%   |
| 营业税费       | 15.5    | 18.5     | 21.5    | 26.9    | 33.6    | 营业利润增长率     | 98.4%    | 50.0%  | -25.3% | 61.9%   | 20.6%   |
| 销售费用       | 56.9    | 63.4     | 76.3    | 94.7    | 113.2   | 净利润增长率      | 78.3%    | 46.9%  | -24.0% | 63.7%   | 20.5%   |
| 管理费用       | 177.4   | 212.3    | 276.6   | 355.0   | 401.5   | EBITDA增长率   | 68.2%    | 50.8%  | -15.5% | 48.6%   | 19.8%   |
| 财务费用       | 24.0    | 30.7     | 16.2    | -1.5    | -3.2    | EBIT增长率     | 73.8%    | 52.9%  | -16.6% | 52.6%   | 20.3%   |
| 资产减值损失     | 50.4    | 49.1     | 50.0    | 50.0    | 50.0    | NOPLAT增长率   | 118.0%   | 44.5%  | -25.3% | 54.3%   | 20.3%   |
| 加：公允价值变动收益 | -       | -        | -       | 50.0    | -       | 投资资本增长率     | 88.5%    | 135.0% | -0.7%  | 2.3%    | 18.4%   |
| 投资和汇兑收益    | 18.6    | 15.3     | 2.1     | 8.7     | 5.4     | 净资产增长率      | 95.7%    | 140.0% | 11.6%  | 14.3%   | 12.7%   |
| 营业利润       | 251.2   | 376.8    | 281.3   | 455.6   | 549.4   | 利润率         |          |        |        |         |         |
| 加：营业外净收支   | 1.7     | 2.9      | 2.5     | 2.7     | 2.6     | 毛利率         | 32.4%    | 32.8%  | 31.2%  | 31.2%   | 31.2%   |
| 利润总额       | 252.9   | 379.6    | 283.8   | 458.2   | 552.0   | 营业利润率       | 15.8%    | 18.1%  | 12.2%  | 15.4%   | 15.1%   |
| 减：所得税      | 27.2    | 49.1     | 31.2    | 45.8    | 55.2    | 净利率         | 13.9%    | 15.5%  | 10.7%  | 13.7%   | 13.3%   |
| 净利润        | 220.9   | 324.5    | 246.7   | 403.8   | 486.4   | EBITDA/营业收入 | 16.5%    | 18.9%  | 14.5%  | 16.8%   | 16.3%   |
| 资产负债表      | 2017    | 2018     | 2019E   | 2020E   | 2021E   | EBIT/营业收入   | 14.7%    | 17.1%  | 12.9%  | 15.4%   | 15.0%   |
| 货币资金       | 480.8   | 765.2    | 760.0   | 1,170.8 | 1,151.9 | 运营效率        |          |        |        |         |         |
| 交易性金融资产    | -       | -        | -       | 50.0    | 50.0    | 固定资产周转天数    | 80       | 77     | 81     | 67      | 59      |
| 应收账款       | 803.5   | 1,297.1  | 1,392.0 | 1,648.2 | 1,900.5 | 流动营业资本周转天数  | 53       | 155    | 225    | 173     | 163     |
| 应收票据       | 324.5   | 231.0    | 383.7   | 388.7   | 574.5   | 流动资产周转天数    | 378      | 496    | 529    | 459     | 448     |
| 预付账款       | 48.0    | 50.7     | 37.4    | 75.7    | 63.8    | 应收账款周转天数    | 138      | 181    | 210    | 185     | 175     |
| 存货         | 490.3   | 582.8    | 606.1   | 977.5   | 975.5   | 存货周转天数      | 109      | 93     | 93     | 96      | 96      |
| 其他流动资产     | 23.1    | 651.9    | 19.9    | 25.0    | 22.5    | 总资产周转天数     | 561      | 715    | 767    | 642     | 603     |
| 可供出售金融资产   | -       | -        | 36.4    | 36.0    | 24.1    | 投资资本周转天数    | 200      | 332    | 421    | 330     | 296     |
| 持有至到期投资    | -       | -        | -       | -       | -       | 投资回报率       |          |        |        |         |         |
| 长期股权投资     | -       | 31.0     | 31.0    | 31.0    | 31.0    | ROE         | 17.6%    | 10.9%  | 7.5%   | 10.7%   | 11.4%   |
| 投资性房地产     | 81.6    | 102.6    | 102.6   | 102.6   | 102.6   | ROA         | 7.2%     | 6.4%   | 5.4%   | 7.0%    | 7.8%    |
| 固定资产       | 372.9   | 518.5    | 524.9   | 570.7   | 615.6   | ROIC        | 40.2%    | 30.8%  | 9.8%   | 15.2%   | 17.9%   |
| 在建工程       | 40.0    | 281.8    | 291.8   | 303.8   | 323.8   | 费用率         |          |        |        |         |         |
| 无形资产       | 155.7   | 186.0    | 179.7   | 174.2   | 168.2   | 销售费用率       | 3.6%     | 3.0%   | 3.3%   | 3.2%    | 3.1%    |
| 其他非流动资产    | 331.0   | 443.9    | 318.0   | 315.6   | 354.1   | 管理费用率       | 11.2%    | 10.2%  | 12.0%  | 12.0%   | 11.0%   |
| 资产总额       | 3,151.4 | 5,142.5  | 4,683.4 | 5,869.8 | 6,358.0 | 财务费用率       | 1.5%     | 1.5%   | 1.5%   | 1.5%    | 1.5%    |
| 短期债务       | 413.7   | 634.3    | 150.0   | 150.0   | 150.0   | 三费/营业收入     | 16.3%    | 14.7%  | 16.0%  | 15.2%   | 14.0%   |
| 应付账款       | 556.1   | 781.1    | 473.8   | 1,143.7 | 847.6   | 偿债能力        |          |        |        |         |         |
| 应付票据       | 440.1   | 269.0    | 523.6   | 500.1   | 755.4   | 资产负债率       | 60.3%    | 41.6%  | 28.4%  | 34.7%   | 32.1%   |
| 其他流动负债     | 378.4   | 325.1    | 37.9    | 57.1    | 76.7    | 负债权益比       | 151.6%   | 71.1%  | 39.7%  | 53.1%   | 47.3%   |
| 长期借款       | 77.9    | 50.3     | 90.0    | 120.0   | 150.0   | 流动比率        | 1.21     | 1.78   | 2.70   | 2.34    | 2.59    |
| 其他非流动负债    | 32.8    | 77.1     | 55.0    | 66.0    | 60.5    | 速动比率        | 0.94     | 1.49   | 2.19   | 1.81    | 2.06    |
| 负债总额       | 1,899.0 | 2,136.9  | 1,330.3 | 2,037.0 | 2,040.2 | 利息保障倍数      | 9.72     | 11.64  | 18.35  | -308.46 | -169.56 |
| 少数股东权益     | -1.0    | 40.7     | 46.6    | 55.2    | 65.6    | 分红指标        |          |        |        |         |         |
| 股本         | 314.8   | 376.2    | 376.2   | 443.9   | 443.9   | DPS(元)      | 0.10     | 0.04   | -      | -       | -       |
| 留存收益       | 1,021.9 | 2,647.2  | 2,930.3 | 3,333.7 | 3,808.3 | 分红比率        | 17.0%    | 4.1%   | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 股东权益       | 1,252.4 | 3,005.6  | 3,353.1 | 3,832.8 | 4,317.7 | 股息收益率       | 0.3%     | 0.1%   | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 现金流量表      | 2017    | 2018     | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 业绩和估值指标     | 2017     | 2018   | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
| 净利润        | 225.6   | 330.5    | 246.7   | 403.8   | 486.4   | EPS(元)      | 0.59     | 0.86   | 0.66   | 0.91    | 1.10    |
| 加：折旧和摊销    | 29.7    | 40.1     | 36.0    | 41.7    | 47.7    | BVPS(元)     | 3.33     | 7.89   | 8.79   | 8.51    | 9.58    |
| 资产减值准备     | 50.4    | 49.1     | -       | -       | -       | PE(X)       | 50.5     | 34.4   | 45.3   | 32.6    | 27.1    |
| 公允价值变动损失   | -       | -        | -       | 50.0    | -       | PB(X)       | 8.9      | 3.8    | 3.4    | 3.5     | 3.1     |
| 财务费用       | 22.6    | 39.2     | 16.2    | -1.5    | -3.2    | P/FCF       | -1,934.4 | -10.8  | -57.1  | 34.5    | 1,422.8 |
| 投资收益       | -18.6   | -15.3    | -2.1    | -8.7    | -5.4    | P/S         | 7.0      | 5.3    | 4.8    | 4.5     | 3.6     |
| 少数股东损益     | 4.7     | 6.0      | 5.9     | 8.6     | 10.3    | EV/EBITDA   | 31.8     | 25.9   | 31.6   | 24.5    | 20.5    |
| 营运资金的变动    | -338.7  | -1,029.4 | 154.7   | -6.4    | -486.0  | CAGR(%)     | 22.3%    | 14.6%  | 25.5%  | 22.3%   | 14.6%   |
| 经营活动产生现金流  | -47.2   | 78.4     | 457.4   | 487.6   | 49.8    | PEG         | 2.3      | 2.4    | 1.8    | 1.5     | 1.9     |
| 投资活动产生现金流  | -197.9  | -1,159.9 | -80.3   | -189.9  | -159.1  | ROIC/WACC   | 3.9      | 3.0    | 0.9    | 1.5     | 1.7     |
| 融资活动产生现金流  | 584.2   | 1,396.3  | -382.3  | 108.2   | 20.6    | REP         | 1.9      | 1.3    | 4.2    | 3.0     | 2.2     |

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。