

百利科技 (603959)

证券研究报告
2019年07月17日

引入战投降低质押比例，锂电+燃料电池业务进展顺利

公司发布公告：海新投资计划通过纾困的方式，引入战略投资者，降低质押率，自公告日起三个交易日后六个月内通过协议转让方式减持数量为不超过52,684,800股公司股份，占公司总股本的12%。该减持计划将分两次实施。目前拟首次协议转让的受让方为陕西铜川金锂产业发展基金(有限合伙)，受让股份数量为21,952,000股(占公司总股本的5%)。后续计划转让不超过公司总股本的7%，该部分受让方主体尚未确定。

顺利引入战投降低质押率与质押风险

本次减持实际为引入战略投资者，有利于大股东降低质押率，充分减除高质押风险。根据公司一季报显示，大股东海新投资对公司持股比例为52.50%，其中质押股份占其持股总数的94.7%，占到总股本的35.51%。本次引入战略投资者，大股东通过协议转让方式减持不超过12%股份，将有效降低质押率、充分减除高质押风险。

引入战投优化股权结构并给公司带来发展资源

公司目前已进行两轮战略投资者引入，有利于股权结构优化+发展资源导入：1)吉林成朴将其持有的20,384,000股百利科技股份(占百利科技总股本的6.5%)以每股20.76元的价格转让给德清通利(山东铁投持有德清通利78%股份)。2)此次主要受让方金锂产业发展基金的基金管理人为陕西金资基金管理有限公司，管理规模超百亿。两者作为战略投资人，相较于单纯的财务投资更看好公司长期发展，且具备成熟运营经验、未来有望为公司导入发展资源。

压制因素解除，成熟核心业务与积极业务拓展促高增长

当前时点我们坚定推荐公司，并且认为公司在缓和高质量风险+二股东减持顺利完成基础上，前期股价压制因素有效解除：

1) 锂电业务成长能力兑现，已成为公司的核心增长点。2018年年报显示，公司锂电/石化业务分别为5.61亿元，同比+473%，占比高达47%，公司目前锂电在手订单35亿，有力支撑2019年高增长。

2) 成立合资公司进军高温质子交换膜领域，致力于打造燃料电池“中国芯”。公司公告：与坤艾新材、自然人肖丽香成立合资公司百利坤艾氢能膜材，股权比例为45%、35%、20%，致力于高温质子交换膜研发及应用。合资公司将组建坤艾—百利膜电极测试实验室(亚洲)，实验室按照巴斯夫(BASF)高温质子交换膜电极实验室标准建设，建设学术交流与开放平台，用于亚太地区各科研机构、氢燃料电池汽车厂商、企事业单位进行氢燃料电池领域的技术测试。

盈利预测与投资评级：预计2019-2021年公司归母净利润分别为3.29亿、4.83、5.75亿，对应PE分别为17.61和12.01、10.09倍，维持“买入”评级。

风险提示：战投未带来发展资源，核心业务行业竞争加剧，业务拓展受阻等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	596.92	1,182.70	2,290.33	3,256.84	3,804.64
增长率(%)	(22.41)	98.13	93.65	42.20	16.82
EBITDA(百万元)	189.36	259.05	455.60	671.34	779.66
净利润(百万元)	108.51	150.06	329.07	482.71	574.52
增长率(%)	1.96	38.29	119.29	46.69	19.02
EPS(元/股)	0.25	0.34	0.75	1.10	1.31
市盈率(P/E)	53.41	38.62	17.61	12.01	10.09
市净率(P/B)	6.05	5.25	3.84	3.01	2.41
市销率(P/S)	9.71	4.90	2.53	1.78	1.52
EV/EBITDA	38.67	18.74	14.33	10.51	8.15

资料来源：wind，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	13.2元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	439.04
流通A股股本(百万股)	439.04
A股总市值(百万元)	5,795.33
流通A股市值(百万元)	5,795.33
每股净资产(元)	3.64
资产负债率(%)	60.89
一年内最高/最低(元)	26.00/11.00

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《百利科技-年报点评报告:锂电业务成长能力兑现，进军高温质子交换膜领域，打造新能源旗舰》2019-05-08
- 《百利科技-公司点评:中标当升科技锂电正极总包大单，高镍整线龙头势不可挡》2019-03-06
- 《百利科技-公司点评:债转股大幅降低传统业务应收负担，锂电正极产线业务再签大订单》2018-11-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	132.76	353.49	183.23	260.55	304.37
应收票据及应收账款	1,431.16	932.43	3,012.02	3,284.53	4,219.05
预付账款	60.49	71.94	149.05	202.03	200.45
存货	242.76	341.18	631.16	848.38	864.21
其他	87.60	137.26	130.89	193.39	150.33
流动资产合计	1,954.78	1,836.31	4,106.34	4,788.88	5,738.42
长期股权投资	0.00	476.01	476.01	476.01	476.01
固定资产	45.95	45.30	39.45	51.06	53.15
在建工程	0.00	0.00	0.00	30.00	18.00
无形资产	34.04	133.52	122.97	112.42	101.88
其他	198.02	205.28	199.37	199.52	200.51
非流动资产合计	278.01	860.10	837.80	869.01	849.54
资产总计	2,232.79	2,696.41	4,944.14	5,657.89	6,587.96
短期借款	270.00	523.00	684.57	1,190.46	829.98
应付票据及应付账款	418.50	670.44	1,672.01	1,500.21	2,422.64
其他	501.28	291.11	901.49	767.83	910.97
流动负债合计	1,189.79	1,484.55	3,258.06	3,458.50	4,163.59
长期借款	79.20	100.00	170.50	259.81	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.30	4.86	3.56	4.57	4.33
非流动负债合计	84.50	104.86	174.06	264.39	4.33
负债合计	1,274.29	1,589.41	3,432.12	3,722.89	4,167.93
少数股东权益	0.00	2.25	4.71	8.30	12.59
股本	224.00	313.60	439.04	439.04	439.04
资本公积	270.05	180.45	180.45	180.45	180.45
留存收益	734.50	791.15	1,068.27	1,487.66	1,968.41
其他	(270.05)	(180.45)	(180.45)	(180.45)	(180.45)
股东权益合计	958.50	1,107.00	1,512.02	1,935.00	2,420.03
负债和股东权益总	2,232.79	2,696.41	4,944.14	5,657.89	6,587.96

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	108.51	151.17	329.07	482.71	574.52
折旧摊销	9.25	12.86	16.39	18.94	20.46
财务费用	27.28	37.01	55.17	86.85	85.65
投资损失	(1.17)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(302.02)	58.35	(925.85)	(911.34)	193.68
其它	(122.96)	75.80	2.45	3.60	4.28
经营活动现金流	(281.12)	335.18	(522.77)	(319.24)	878.60
资本支出	165.51	587.70	1.30	48.99	0.24
长期投资	0.00	476.01	0.00	0.00	0.00
其他	(202.34)	(1,213.77)	(1.30)	(98.99)	(0.24)
投资活动现金流	(36.84)	(150.06)	0.00	(50.00)	0.00
债权融资	558.00	623.00	957.17	1,553.91	898.55
股权融资	(27.30)	(36.65)	70.27	(86.85)	(85.65)
其他	(308.70)	(609.02)	(674.94)	(1,020.49)	(1,647.68)
筹资活动现金流	221.99	(22.67)	352.50	446.56	(834.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(95.96)	162.46	(170.27)	77.32	43.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	596.92	1,182.70	2,290.33	3,256.84	3,804.64
营业成本	365.11	808.36	1,591.10	2,256.91	2,634.75
营业税金及附加	6.24	11.86	22.90	32.57	38.05
营业费用	5.72	12.23	22.45	33.55	38.05
管理费用	28.20	53.86	103.06	142.65	167.40
研发费用	28.72	49.61	91.61	123.76	152.19
财务费用	27.30	36.65	55.17	86.85	85.65
资产减值损失	12.66	49.78	20.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.17	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2.46)	(2.28)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	124.25	162.64	384.04	565.55	673.55
营业外收入	6.35	15.03	5.00	5.00	5.00
营业外支出	2.09	0.69	0.93	1.24	0.95
利润总额	128.50	176.98	388.11	569.31	677.60
所得税	19.99	25.81	56.59	83.01	98.79
净利润	108.51	151.17	331.52	486.31	578.81
少数股东损益	0.00	1.11	2.45	3.60	4.28
归属于母公司净利润	108.51	150.06	329.07	482.71	574.52
每股收益(元)	0.25	0.34	0.75	1.10	1.31

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-22.41%	98.13%	93.65%	42.20%	16.82%
营业利润	8.48%	30.90%	136.13%	47.26%	19.10%
归属于母公司净利润	1.96%	38.29%	119.29%	46.69%	19.02%
获利能力					
毛利率	38.83%	31.65%	30.53%	30.70%	30.75%
净利率	18.18%	12.69%	14.37%	14.82%	15.10%
ROE	11.32%	13.58%	21.83%	25.05%	23.86%
ROIC	14.71%	12.69%	28.28%	24.86%	20.37%
偿债能力					
资产负债率	57.07%	58.95%	69.42%	65.80%	63.27%
净负债率	44.37%	24.35%	51.19%	66.84%	24.55%
流动比率	1.64	1.24	1.26	1.38	1.38
速动比率	1.44	1.01	1.07	1.14	1.17
营运能力					
应收账款周转率	0.49	1.00	1.16	1.03	1.01
存货周转率	2.63	4.05	4.71	4.40	4.44
总资产周转率	0.29	0.48	0.60	0.61	0.62
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.34	0.75	1.10	1.31
每股经营现金流	-0.64	0.76	-1.19	-0.73	2.00
每股净资产	2.18	2.52	3.43	4.39	5.48
估值比率					
市盈率	53.41	38.62	17.61	12.01	10.09
市净率	6.05	5.25	3.84	3.01	2.41
EV/EBITDA	38.67	18.74	14.33	10.51	8.15
EV/EBIT	40.64	19.68	14.87	10.81	8.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com