18年预增40~58%,新签订单超预期

赢合科技(300457)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	27.73
合理价格区间(元):	28.11~30.50

章诚 研究员 执业证书编号：S0570515020001 021-28972071 zhangcheng@htsc.com

肖群稀 研究员 执业证书编号：S0570512070051 0755-82492802 xiaoqunxi@htsc.com

李倩倩 研究员 执业证书编号：S0570518090002 liqianqian013682@htsc.com

黄波 联系人 0755-82493570 huangbo@htsc.com

关东奇来 联系人 021-28972081 guandongqilai@htsc.com

时彧 联系人 021-28972071 shiyu013577@htsc.com

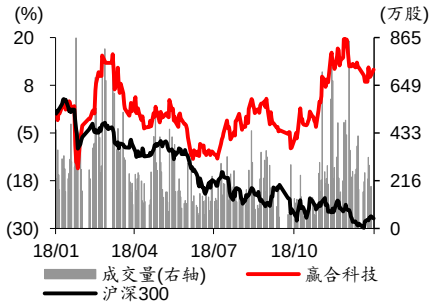
相关研究

1《赢合科技(300457,增持)：盈利稳定增长，龙头客户突破》2018.10

2《赢合科技(300457,增持)：盈利符合预期，稳扎稳打度时艰》2018.08

3《赢合科技(300457,增持)：17年业绩增长77%，符合预期》2018.02

一年内股价走势图



资料来源：Wind

18年业绩增长符合预期，新签订单超预期

公司预告2018年实现归母净利润3.1~3.5亿元，同比增长40.32~58.43%，业绩增长符合预期。公司披露18年实现订单金额28.5亿元，同比增长27%，订单规模超预期。持续研发投入提升产品品质，继而带来客户与订单结构持续优化。我们预计19年动力电池扩产或超预期，但补贴退坡影响或向设备端传导，龙头设备商有望扩大份额。调整盈利预测，预计18-20年EPS为0.87/1.20/1.55元，PE为32/23/18倍，维持“增持”评级。

扣非净利润同比增长53%~75%，盈利能力改善

公司披露2018年非经常性损益约为2,196万元，对应扣非净利润2.88~3.28亿元，同比增长53%~75%，与2017年增速相当。我们预计公司18Q4归母净利润为1.02~1.42亿元，同比增长27%~76%。公司盈利能力改善明显，18年1-9月净利率为15.36%，同比提升2.99 pct，全年净利率也有望保持在较高水平。公司自2017年以来实行的全价值链运营管控体系逐见成效。

持续研发投入提升产品品质，客户与订单结构优化

公司持续加大研发投入，18年1-9月研发费用为0.93亿元/yoy +43%，占营业收入比例达到6.84%/yoy +1.32 pct。研发投入推动产品性能和品质的提升，继而带来公司市场开拓方面的突破。18年公司客户和订单结构持续优化。公告显示，公司与LG化学、CATL、ATL、比亚迪和孚能科技等国内外动力电池龙头客户签订销售合同。

2019年动力电池扩产不需悲观，补贴退坡或将向设备端传导

我们预计，2019年动力电池扩产总和有望同比增加，得益于四大增量：1）国产动力电池龙头在海内外的快速扩张；2）部分一二线电池厂有望重启扩产计划；3）部分整车厂为保障供应链，也可能自建一定规模的电池产能；4）进口电池品牌加速入华，有望启动规模化招标。另一方面，如果19年新能源补贴退坡超预期，资金压力或将进一步向上游传导，将对设备品质与生产效率提出更高要求。龙头设备商具备资金/技术/服务三项优势，有望提升新订单的中标份额。

调整盈利预测，维持“增持”评级

考虑到补贴退坡影响，我们调整公司盈利预测，预计19-20年实现归母净利润4.50亿元/5.83亿元，下调5.24%/7.85%。预计公司18-20年EPS分别为0.87/1.20/1.55元，对应PE为32/23/18倍。可比公司2019年PE中位数/平均数为19/20倍，考虑到公司客户实现突破、订单规模超预期、盈利能力有望持续改善，有望享受一定的估值溢价，给予2019年PE 23.5~25.5倍，对应目标价28.11~30.50元，维持“增持”评级。

风险提示：补贴退坡幅度超预期；下游锂电池扩产不及预期；订单验收进度滞后；应收账款回收不及时导致坏账。

公司基本资料

总股本（百万股）	376.21
流通A股（百万股）	189.70
52周内股价区间（元）	21.40-29.74
总市值（百万元）	10,432
总资产（百万元）	5,211
每股净资产（元）	7.50

资料来源：公司公告

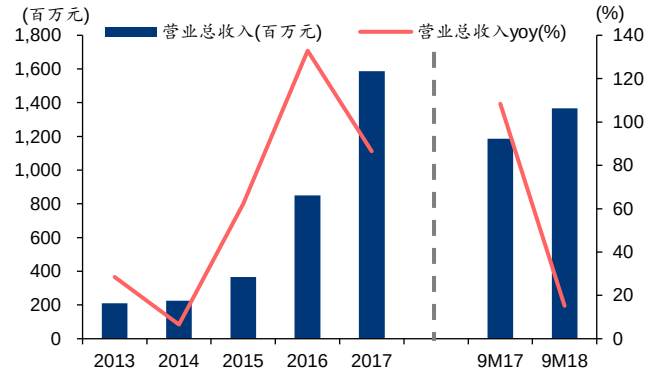
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	850.49	1,586	2,200	3,000	3,750
+/-%	132.90	86.52	38.68	36.36	25.00
归属母公司净利润（百万元）	123.87	220.92	325.62	449.99	582.59
+/-%	105.68	78.34	47.40	38.19	29.47
EPS（元，最新摊薄）	0.33	0.59	0.87	1.20	1.55
PE（倍）	84.24	47.23	32.04	23.19	17.91

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

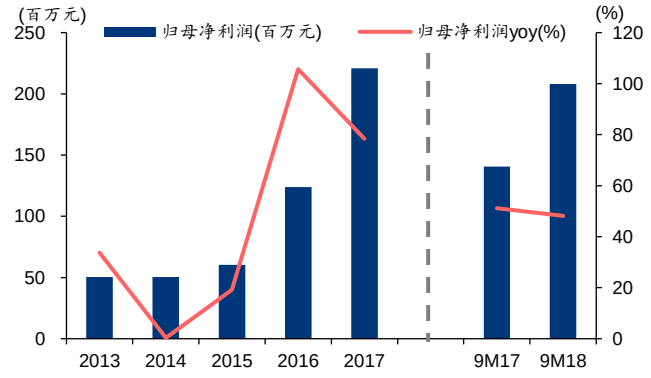
经营指标概览

图表1： 2018 年 1-9 月营业总收入同比增长 15.15%



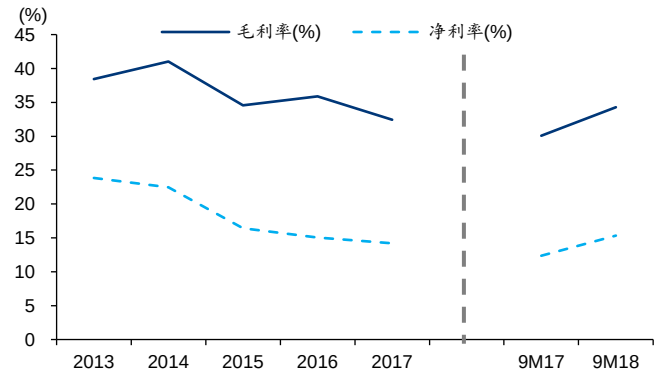
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2： 2018 年 1-9 月归母净利润同比增长 48.15%



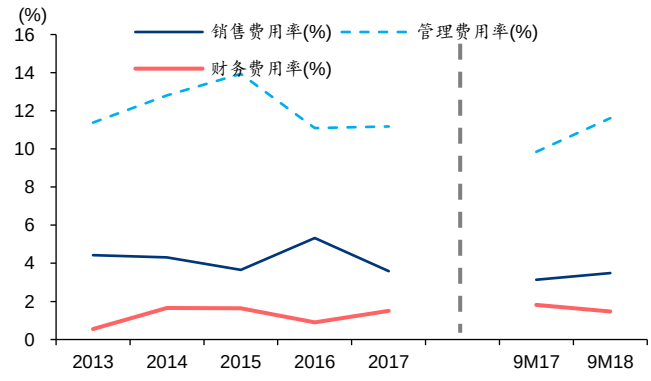
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表3： 2018 年 1-9 月毛利率与净利率同比小幅提升



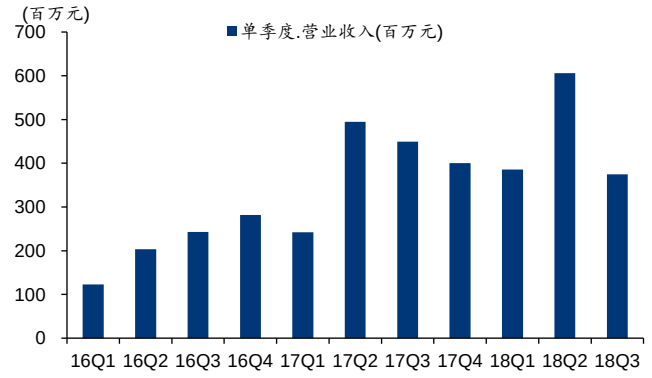
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表4： 2018 年 1-9 月管理费用率（含研发费用）同比上升



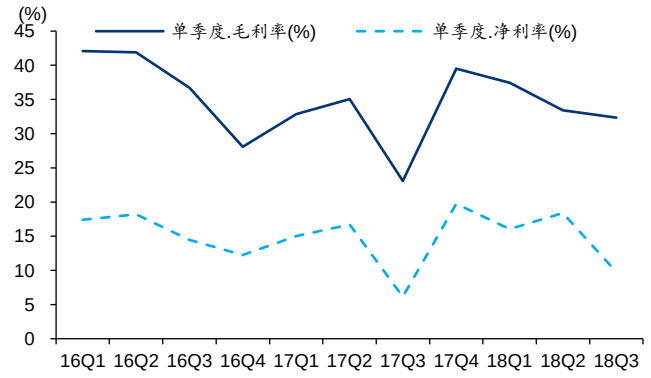
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表5： 2018Q3 单季度营业收入同比与环比均有所下滑



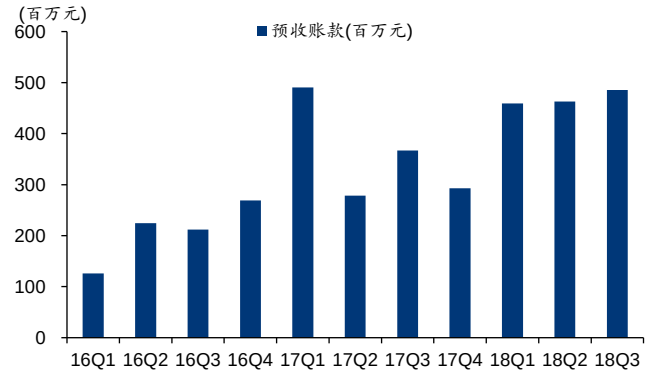
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表6： 2018Q3 单季度毛利率与净利率环比下滑



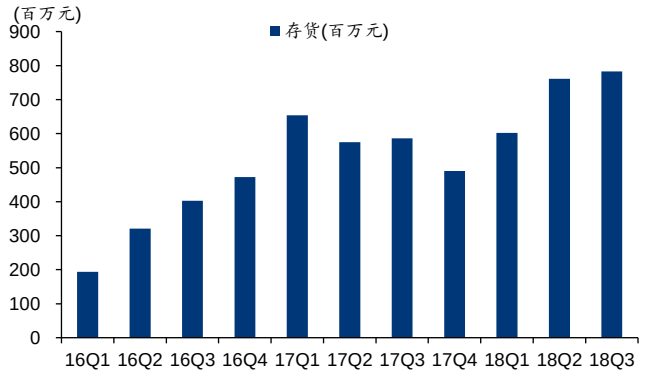
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表7： 2018Q3 预收账款小幅上升



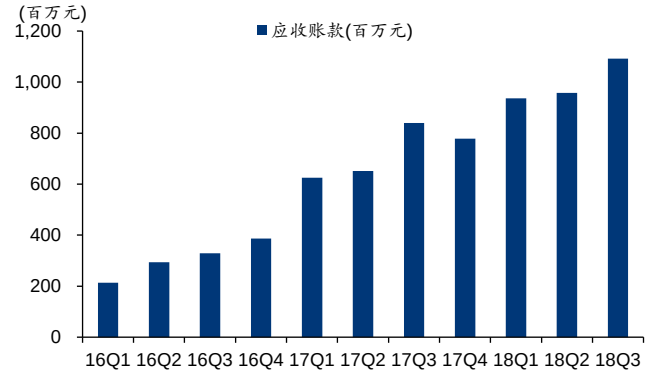
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表8： 2018Q3 存货环比基本持平



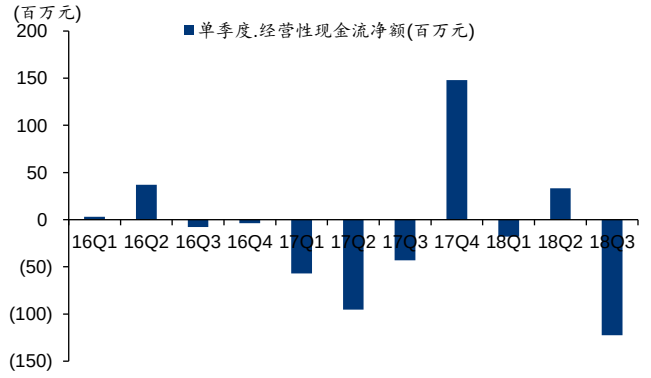
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表9： 2018Q3 应收账款上升



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表10： 2018Q3 经营活动现金流同比与环比均有所下滑



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

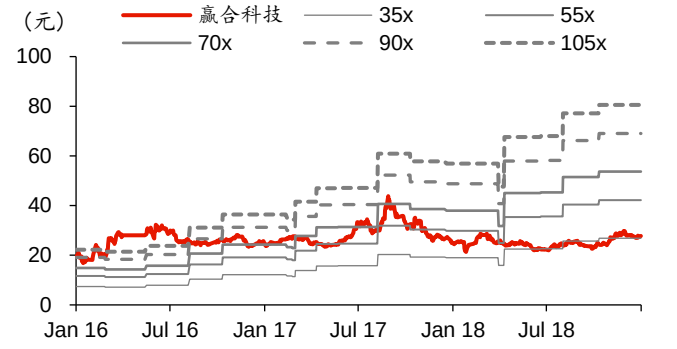
图表11： 可比公司估值

代码	名称	预测来源	市值(亿元)	EPS(元) 2017	EPS(元) 2018E	EPS(元) 2019E	EPS(元) 2020E	PE(x) 2017	PE(x) 2018E	PE(x) 2019E	PE(x) 2020E
300450	先导智能	Wind 一致预期	236.81	0.61	0.95	1.33	1.69	44.06	28.27	20.25	15.87
603659	璞泰来	Wind 一致预期	191.48	1.04	1.36	1.77	2.19	42.47	32.29	24.90	20.09
300340	科恒股份	Wind 一致预期	32.03	0.58	0.53	0.82	1.11	26.17	28.51	18.48	13.58
300648	星云股份	Wind 一致预期	24.93	0.46	0.57	1.04	1.49	39.80	32.28	17.70	12.36
	平均数		121.31	0.67	0.85	1.24	1.62	38.13	30.34	20.33	15.47
	中位数		111.76	0.59	0.76	1.18	1.59	41.14	30.39	19.36	14.73
300457	赢合科技	华泰证券	104.32	0.59	0.87	1.20	1.55	47.22	32.04	23.19	17.91

资料来源：Wind、华泰证券研究所；数据日期：2019 年 1 月 14 日

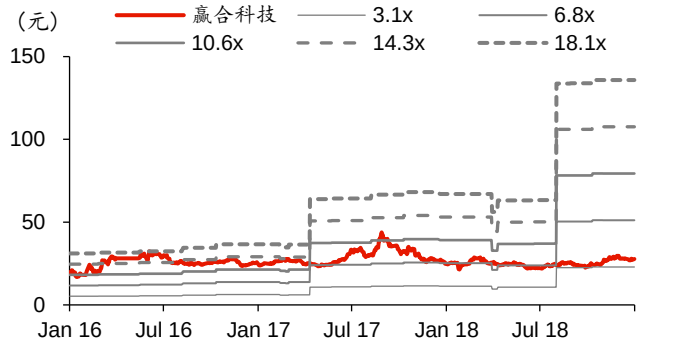
PE/PB - Bands

图表12： 赢合科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13： 赢合科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,164	2,170	3,974	4,712	5,717
现金	120.32	480.84	1,562	1,516	1,679
应收账款	386.78	778.19	1,017	1,412	1,767
其他应收账款	27.72	25.27	46.83	58.44	75.30
预付账款	32.99	48.00	98.55	115.83	145.19
存货	472.26	490.32	863.93	1,080	1,377
其他流动资产	123.74	347.56	385.73	529.40	673.42
非流动资产	624.52	981.22	1,426	1,531	1,618
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	335.97	372.92	769.21	815.21	838.64
无形资产	83.09	155.67	225.70	295.64	365.61
其他非流动资产	205.46	452.64	431.26	419.90	413.54
资产总计	1,788	3,151	5,400	6,243	7,335
流动负债	1,011	1,788	2,269	2,688	3,253
短期借款	84.60	413.69	300.00	150.00	100.00
应付账款	337.99	456.37	712.19	921.50	1,161
其他流动负债	588.53	918.21	1,257	1,616	1,993
非流动负债	137.34	110.78	109.31	111.00	109.48
长期借款	99.69	77.93	77.93	77.93	77.93
其他非流动负债	37.65	32.85	31.38	33.08	31.55
负债合计	1,148	1,899	2,378	2,799	3,363
少数股东权益	10.70	(1.05)	6.05	15.85	28.50
股本	117.00	314.79	376.29	376.29	376.29
资本公积	188.18	514.08	1,837	1,837	1,837
留存公积	324.09	507.82	801.97	1,214	1,729
归属母公司股东权益	629.16	1,253	3,016	3,428	3,943
负债和股东权益	1,788	3,151	5,400	6,243	7,335

现金流量表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	28.46	(47.21)	245.00	326.08	462.12
净利润	127.91	225.63	332.72	459.80	595.24
折旧摊销	22.14	29.74	47.45	67.81	75.34
财务费用	7.64	23.98	11.19	28.40	36.80
投资损失	0.00	(18.62)	(18.62)	(18.62)	(18.62)
营运资金变动	(146.93)	(349.36)	(147.86)	(260.50)	(270.20)
其他经营现金	17.70	41.42	20.13	49.19	43.56
投资活动现金	(45.79)	(197.91)	(475.12)	(155.12)	(145.12)
资本支出	37.90	129.62	420.00	100.00	90.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(7.89)	(68.29)	(55.12)	(55.12)	(55.12)
筹资活动现金	(8.78)	584.17	1,311	(216.03)	(154.29)
短期借款	36.60	329.09	(113.69)	(150.00)	(50.00)
长期借款	23.81	(21.77)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	197.79	61.50	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	325.90	1,323	0.00	0.00
其他筹资现金	(69.19)	(246.84)	39.62	(66.03)	(104.29)
现金净增加额	(26.11)	339.06	1,081	(45.07)	162.70

利润表

会计年度（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	850.49	1,586	2,200	3,000	3,750
营业成本	545.42	1,072	1,452	1,965	2,438
营业税金及附加	7.41	15.48	21.47	29.27	36.59
营业费用	45.29	56.89	77.00	105.00	131.25
管理费用	94.41	177.39	242.00	330.00	412.50
财务费用	7.64	23.98	11.19	28.40	36.80
资产减值损失	23.73	50.37	36.00	40.79	39.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	18.62	18.62	18.62	18.62
营业利润	126.58	251.16	378.97	520.16	674.79
营业外收入	26.56	1.95	1.95	6.05	4.00
营业外支出	0.68	0.25	0.39	0.39	0.37
利润总额	152.45	252.86	380.53	525.82	678.43
所得税	24.55	27.23	47.81	66.02	83.18
净利润	127.91	225.63	332.72	459.80	595.24
少数股东损益	4.04	4.71	7.09	9.80	12.65
归属母公司净利润	123.87	220.92	325.62	449.99	582.59
EBITDA	156.36	304.88	437.60	616.37	786.93
EPS (元，基本)	1.06	0.70	0.87	1.20	1.55

主要财务比率

会计年度（%）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	132.90	86.52	38.68	36.36	25.00
营业利润	186.54	98.43	50.89	37.26	29.73
归属母公司净利润	105.68	78.34	47.40	38.19	29.47
获利能力（%）					
毛利率	35.87	32.45	34.00	34.50	35.00
净利率	14.56	13.93	14.80	15.00	15.54
ROE	19.69	17.63	10.80	13.13	14.77
ROIC	17.32	20.52	19.30	23.00	26.04
偿债能力					
资产负债率（%）	64.22	60.26	44.04	44.83	45.85
净负债比率（%）	17.42	27.03	16.81	8.92	5.94
流动比率	1.15	1.21	1.75	1.75	1.76
速动比率	0.68	0.94	1.37	1.35	1.33
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.64	0.51	0.52	0.55
应收账款周转率	2.89	2.44	2.19	2.21	2.11
应付账款周转率	2.43	2.70	2.49	2.41	2.34
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.59	0.87	1.20	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	(0.13)	0.65	0.87	1.23
每股净资产(最新摊薄)	1.67	3.33	8.01	9.11	10.48
估值比率					
PE (倍)	84.24	47.23	32.04	23.19	17.91
PB (倍)	16.58	8.33	3.46	3.04	2.65
EV_EBITDA (倍)	66.26	33.98	23.67	16.81	13.17

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com