

赢合科技 (300457)

证券研究报告

2019 年 01 月 11 日

公开发行债券优化负债结构，营运资金流动性改善、利润率有望提升

公开发行债券不超过 6 亿元，资产负债结构有效优化，有助于营运资金流动性改善、利润率提升

赢合科技发布公告，拟面向合格投资者公开发行总额不超过 6 亿元的固定利率债券，期限不超过 10 年（含 10 年），募集资金主要用于偿还债务、补充运营资金等。截至 18Q3，公司短期借款 6.45 亿，前三季度利息费用 2825 万，占营业收入比例为 2.07%，通过发行债券公司资产负债结构将得到一定优化，利息压力和流动性也将得缓解，利润率有望进一步提升。

客户结构有较大改善，19 年业绩支撑坚实

2018 年 9 月公司与 LG 化学签订卷绕机采购协议，中段产品质量获得国际一流动力电池厂商的认可。此后，特斯拉、三星 SDI、CATL、孚能等优质电池企业陆续招标，公司有望借此契机实现客户结构和订单质量的较大提升。截至 18Q3，公司存货 7.83 亿，同比增加 33.47%，预收账款 4.85 亿，同比增加 32.27%，预示 18 年新增订单可能有较大提升，有力支撑 19 年业绩。

19-20 年动力锂电再迎扩产高峰，核心设备企业具备一定议价能力

根据我们统计，2018-2020 年国内动力锂电扩产产能（包括国内的三星、LG 等）分别为 83GWh、97GWh 和 111GWh，同比增速分别为-10%、17.64%和 13.71%，未来两年的扩产热潮将对锂电设备形成持续需求。与此同时，尽管动力电池在逐步降价，但锂电池技术日新月异、扩产高峰期设备供不应求决定了赢合科技等核心设备企业具备较强的议价能力，2018 年公司利润率已经实现了逐步提升。

锂电设备行业集中度提升明显，公司市占率预计将快速提升

根据我们测算，2018 年前三季度，10 家主流锂电设备企业整体市占率 47%左右，比 2017 年提升近 20 个百分点。锂电设备特殊的商业模式决定了其现金流较差，但也意味着资金能力构成设备行业天然竞争壁垒，技术与资金决定核心设备龙头占优，公司市占率有望从 2017 年的 6.9%提升至 2018 年的 11.43%，未来仍有提升空间。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在手订单交付及收入确认情况，将公司 2018-2019 年归母净利润由 3.21 亿和 4.47 亿调整为 3 亿和 4 亿，调整后 EPS 分别为 0.79 元和 1.06 元，对应 PE 分别为 35 倍和 26 倍，持续重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，补贴下滑超预期，公司订单交付及收入确认不及预期，下游客户招标不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	850.49	1,586.33	2,204.61	2,804.12	3,446.96
增长率(%)	132.90	86.52	38.98	27.19	22.92
EBITDA(百万元)	155.62	261.80	384.69	508.24	671.88
净利润(百万元)	123.87	220.92	295.80	400.06	545.10
增长率(%)	105.68	78.34	33.90	35.25	36.25
EPS(元/股)	0.33	0.59	0.79	1.06	1.45
市盈率(P/E)	82.79	46.42	34.67	25.63	18.81
市净率(P/B)	16.30	8.18	4.93	4.24	3.56
市销率(P/S)	12.06	6.46	4.65	3.66	2.98
EV/EBITDA	46.93	31.81	25.16	18.85	13.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.36 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	376.21
流通 A 股股本(百万股)	189.75
A 股总市值(百万元)	10,255.50
流通 A 股市值(百万元)	5,172.55
每股净资产(元)	7.51
资产负债率(%)	45.58
一年内最高/最低(元)	30.10/20.63

作者

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

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

马慧芹 联系人
mahuiqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《赢合科技-季报点评:三季度业绩增长符合预期，盈利能力提升明显》 2018-10-25
- 2 《赢合科技-公司点评:三季度业绩预告符合预期，全年高增长趋势清晰》 2018-10-14
- 3 《赢合科技-公司点评:与 LG 化学签订卷绕机采购协议，海外大客户取得重要突破》 2018-09-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	120.32	480.84	1,139.66	1,141.93	1,630.14
应收账款	414.51	803.46	1,033.72	1,147.27	1,342.20
预付账款	32.99	48.00	197.40	170.60	337.08
存货	472.26	490.32	982.07	1,436.20	1,102.20
其他	123.74	347.56	429.63	408.74	749.84
流动资产合计	1,163.81	2,170.18	3,782.48	4,304.74	5,161.47
长期股权投资	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00
固定资产	335.97	372.92	382.73	391.90	392.49
在建工程	42.83	40.04	42.02	43.21	31.93
无形资产	83.09	155.67	152.02	148.37	144.72
其他	162.63	412.60	359.54	363.88	364.63
非流动资产合计	624.52	981.22	966.31	977.37	963.76
资产总计	1,788.33	3,151.40	4,748.79	5,282.11	6,125.23
短期借款	84.60	413.69	600.00	500.00	400.00
应付账款	368.51	556.07	1,135.19	902.50	1,434.66
其他	558.01	818.51	847.01	1,361.63	1,299.33
流动负债合计	1,011.12	1,788.27	2,582.20	2,764.13	3,133.99
长期借款	99.69	77.93	50.00	50.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.65	32.85	32.27	34.25	33.12
非流动负债合计	137.34	110.78	82.27	84.25	83.12
负债合计	1,148.47	1,899.05	2,664.46	2,848.39	3,217.11
少数股东权益	10.70	(1.05)	3.75	13.09	24.15
股本	117.00	314.79	376.21	376.21	376.21
资本公积	188.18	514.08	945.12	945.12	945.12
留存收益	512.27	1,021.90	1,704.37	2,044.42	2,507.76
其他	(188.29)	(597.37)	(945.12)	(945.12)	(945.12)
股东权益合计	639.87	1,252.35	2,084.33	2,433.72	2,908.12
负债和股东权益总	1,788.33	3,151.40	4,748.79	5,282.11	6,125.23

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	127.91	225.63	295.80	400.06	545.10
折旧摊销	22.05	29.74	21.85	23.29	24.35
财务费用	7.58	22.60	34.21	34.54	26.66
投资损失	0.00	(18.62)	(22.34)	(26.81)	(32.17)
营运资金变动	(164.70)	(338.72)	(321.02)	(239.99)	98.39
其它	35.63	32.16	4.80	9.34	11.06
经营活动现金流	28.46	(47.21)	13.30	200.43	673.39
资本支出	114.99	364.79	30.58	28.01	11.13
长期投资	0.00	0.00	30.00	0.00	0.00
其他	(160.78)	(562.70)	(68.24)	(31.20)	11.04
投资活动现金流	(45.79)	(197.91)	(7.66)	(3.19)	22.17
债权融资	200.06	513.38	669.40	568.97	470.05
股权融资	(7.75)	416.53	541.54	(34.54)	(26.66)
其他	(201.09)	(345.73)	(557.75)	(729.41)	(650.74)
筹资活动现金流	(8.78)	584.17	653.19	(194.98)	(207.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(26.11)	339.06	658.82	2.26	488.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	850.49	1,586.33	2,204.61	2,804.12	3,446.96
营业成本	545.42	1,071.59	1,472.40	1,892.56	2,284.57
营业税金及附加	7.41	15.48	19.84	25.24	31.02
营业费用	45.29	56.89	74.96	89.73	113.75
管理费用	94.41	177.39	246.92	308.45	372.27
财务费用	7.64	23.98	34.21	34.54	26.66
资产减值损失	23.73	50.37	50.00	30.00	30.00
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	22.34	26.81	32.17
其他	0.00	(79.15)	(44.69)	(53.62)	(64.35)
营业利润	126.59	251.16	328.63	450.41	620.87
营业外收入	26.56	1.95	17.27	15.26	11.49
营业外支出	0.70	0.25	0.38	0.44	0.36
利润总额	152.45	252.86	345.52	465.23	632.00
所得税	24.55	27.23	44.92	55.83	75.84
净利润	127.91	225.63	300.60	409.40	556.16
少数股东损益	4.04	4.71	4.80	9.34	11.06
归属于母公司净利润	123.87	220.92	295.80	400.06	545.10
每股收益（元）	0.33	0.59	0.79	1.06	1.45

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	132.90%	86.52%	38.98%	27.19%	22.92%
营业利润	186.58%	98.40%	30.85%	37.05%	37.85%
归属于母公司净利润	105.68%	78.34%	33.90%	35.25%	36.25%
获利能力					
毛利率	35.87%	32.45%	33.21%	32.51%	33.72%
净利率	14.56%	13.93%	13.42%	14.27%	15.81%
ROE	19.69%	17.63%	14.22%	16.53%	18.90%
ROIC	22.38%	40.22%	27.44%	28.40%	32.65%
偿债能力					
资产负债率	64.22%	60.26%	56.11%	53.93%	52.52%
净负债率	36.03%	66.12%	43.41%	35.15%	39.11%
流动比率	1.15	1.21	1.46	1.56	1.65
速动比率	0.68	0.94	1.08	1.04	1.30
营运能力					
应收账款周转率	2.91	2.60	2.40	2.57	2.77
存货周转率	2.79	3.30	2.99	2.32	2.72
总资产周转率	0.62	0.64	0.56	0.56	0.60
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.59	0.79	1.06	1.45
每股经营现金流	0.08	-0.13	0.04	0.53	1.79
每股净资产	1.67	3.33	5.53	6.43	7.67
估值比率					
市盈率	82.79	46.42	34.67	25.63	18.81
市净率	16.30	8.18	4.93	4.24	3.56
EV/EBITDA	46.93	31.81	25.16	18.85	13.40
EV/EBIT	54.41	35.70	26.67	19.75	13.90

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