

审慎推荐-A (维持)

赢合科技 300457.SZ

当前股价: 76.58 元

2017年08月21日

业绩高增长兑现, 下半年再上一层楼

基础数据

上证综指	3287
总股本(万股)	12396
已上市流通股(万股)	5598
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	43
每股净资产(MRQ)	9.2
ROE(TTM)	15.8
资产负债率	55.6%
主要股东	王维东
主要股东持股比例	42.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	16	16
相对表现	-10	8	5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《赢合科技(300457)——营收利润翻倍增长, 16 亿定增扩充产能》2017-03-15
- 2、《赢合科技(300457)——收购顺利过会, 2017 年保持业绩高增长》2016-12-05
- 3、《赢合科技(300457)——受益于下游需求火爆, 业绩大幅增长》2016-08-21

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

诸凯
zhukai@cmschina.com.cn

赢合科技发布中报, 上半年实现营业收入 7.37 亿元, 同比增长 126%, 实现归母净利润 1.14 亿元, 同比增长 98%, 归母扣非净利润 1.06 亿元, 同比增长 91%。收入持续高增长, 实现翻倍以上增长。

- **大客户战略顺利推进, 在手订单约 10 亿元。**公司上半年与国能电池签订 2.85 亿元订单, 8 月又与国能签订 2.6 亿元订单, 目前与国能签订的订单超 7 亿元, 国能成为今年第一大客户。与 ATL、银隆、CATL 等重点战略客户的合作也在顺利推进, 目前在手订单约 10 亿元。
- **外购件致毛利率下降, 客户资金紧张致经营净现金流较低。**上半年毛利率 34.4%, 较 2016 年全年下降 1.6 个百分点, 主要系公司外购件毛利率较低, 拉低整体毛利率, 公司自制产品的毛利率维持在 37% 左右。上半年经营净现金流 -1.52 亿元, 较上年同期的 4014 万下降较多, 主要系下游客户资金紧张, 付款、验收时间有所增加, 公司目前也在积极改变, 通过改进付款方式等方面来改善现金流。
- **完成雅康收购, 利润、解决方案能力得到提升。**公司 2017 年 3 月完成东莞雅康并购, 东莞雅康上半年 1.36 亿元, 净利润 2747 万元。雅康的涂布机等产品具备国际一流水平, 通过与雅康合作, 公司的产品线得到进一步丰富, 产品质量也有加强。
- **拟定增 16 亿元, 扩大研发、生产规模。**公司拟定增 16 亿元, 拓展在规模、研发、生产等方面的优势, 同时积极布局 3C 等领域, 进一步提升公司盈利能力, 增强抗风险能力, 预计定增将在 2017 年年末完成。
- **维持“审慎推荐-A”。**我们认为, 下半年将是新能源订单旺季, 电池厂客户的订单量会明显增加, 我们预计赢合科技下半年订单、收入、利润都将显著超过上半年。预计 2017 年全年赢合科技收入 17.9 亿元, 净利润 2.8 亿元, 对应 PE 34 倍。继续看好业绩高增长的锂电设备龙头, 维持“审慎推荐-A”投资评级。
- **风险提示: 下游新能源电池设备投资增速低于预期, 毛利率下降。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	365	850	1791	2725	3769
同比增长	62%	133%	111%	52%	38%
营业利润(百万元)	44	127	319	509	715
同比增长	-5%	187%	152%	60%	40%
净利润(百万元)	60	124	280	435	602
同比增长	19%	106%	126%	55%	38%
每股收益(元)	0.51	1.06	2.26	3.51	4.86
PE	148.8	72.3	33.9	21.8	15.8
PB	17.3	14.2	7.3	5.7	4.5

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 中期业绩回顾

(百万元)	16H1	16H2	17H1	同比	环比
营业收入	326	524	737	126%	41%
营业毛利	137	168	253	85%	50%
营业费用	13	32	23	74%	-29%
管理费用	44	50	74	68%	47%
财务费用	5	3	9	105%	198%
投资收益	-	-	0	-	-
营业利润	58	69	124	115%	80%
所得税	7	17	14	94%	-18%
归属母公司净利	58	66	114	98%	73%
EPS (元)	0.49	0.56	0.92		

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入	123	203	243	281	242	495
营业毛利	52	85	89	79	80	173
营业费用	4	9	18	15	8	15
管理费用	23	22	31	19	23	51
财务费用	2	3	2	1	3	6
投资收益	-	-	-	-	-	0.01
营业利润	22	36	34	35	29	95
归属母公司净利润	22	36	35	31	38	77
EPS (元)	0.18	0.31	0.30	0.26	0.30	0.62
主要比率						
毛利率	42.1%	41.9%	36.7%	28.1%	32.8%	35.1%
营业费用率	3.2%	4.5%	7.2%	5.2%	3.1%	3.1%
管理费用率	18.3%	10.6%	12.8%	6.9%	9.6%	10.3%
营业利润率	18.0%	17.6%	14.2%	12.3%	12.0%	19.2%
有效税率	9.3%	12.1%	18.6%	21.3%	4.5%	13.1%
净利率	17.4%	18.2%	14.4%	12.3%	15.0%	16.7%
YoY						
收入	108%	103%	167%	145%	97%	144%
归属母公司净利润	44%	134%	74%	225%	74%	113%

资料来源: 公司数据、招商证券

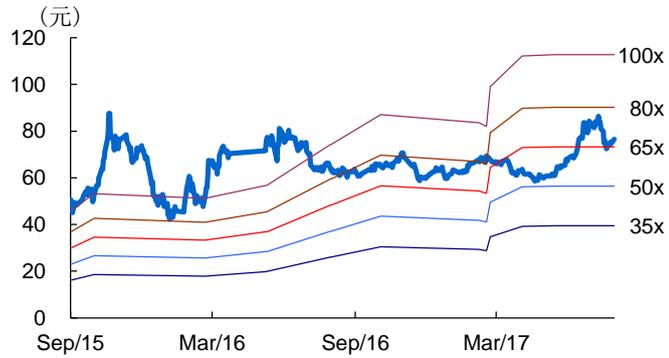
表 3、销售收入结构预测

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	211	225	365	850	1790	2724	3767
制片机	57	62	62	109	208	333	466
卷绕机	74	57	100	217	412	659	922
模切机	13	32	30	25	47	75	105
涂布机	38	29	95	136	258	413	578
分条机	12	28	24	27	52	83	116
叠片机	10	5	5	20	39	62	87
聚合物电池夹具化成机			3	63	121	193	270
注液机			8	14	26	42	59
冷热压化成机				8	16	25	41
辊压机				28	54	86	137
东莞雅康					330	495	693
其他设备			2	62	75	89	107
收入增长率	28.5%	6.5%	62.3%	132.8%	110.6%	52.2%	38.3%
制片机	90.2%	9.6%	-0.2%	76.2%	90.0%	60.0%	40.0%
卷绕机	85.9%	-22.9%	74.4%	117.4%	90.0%	60.0%	40.0%
模切机	-46.0%	152.6%	-8.6%	-16.5%	90.0%	60.0%	40.0%
涂布机	17.7%	-23.6%	232.1%	42.6%	90.0%	60.0%	40.0%
分条机	-20.2%	125.1%	-13.3%	14.2%	90.0%	60.0%	40.0%
叠片机	-42.4%	-47.1%	-9.4%	325.3%	90.0%	60.0%	40.0%
聚合物电池夹具化成机				-	90.0%	60.0%	40.0%
注液机				73.1%	90.0%	60.0%	40.0%
冷热压化成机					90.0%	60.0%	60.0%
辊压机					90.0%	60.0%	60.0%
东莞雅康					-	50.0%	40.0%
其他设备				-	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	38.4%	41.0%	34.6%	35.8%	36.2%	36.1%	36.1%
制片机	33.7%	34.2%			34.0%	34.0%	34.0%
卷绕机	42.5%	41.1%			34.0%	34.0%	34.0%
模切机	45.2%	50.2%			34.0%	34.0%	34.0%
涂布机	32.0%	43.4%			34.0%	34.0%	34.0%
分条机	45.5%	38.0%			34.0%	34.0%	34.0%
叠片机	43.8%	37.7%			34.0%	34.0%	34.0%
聚合物电池夹具化成机					34.0%	34.0%	34.0%
注液机					34.0%	34.0%	34.0%
冷热压化成机					34.0%	34.0%	34.0%
辊压机					34.0%	34.0%	34.0%
东莞雅康					45.0%	45.0%	45.0%
其他设备					35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司数据、招商证券

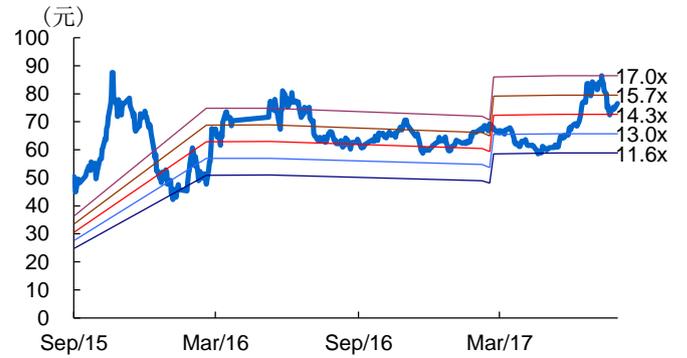
PE-PB Band

图 1：赢合科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：赢合科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《赢合科技（300457）—营收利润翻倍增长，16 亿定增扩充产能》2017-03-15
- 2、《赢合科技（300457）—收购顺利过会，2017 年保持业绩高增长》2016-12-05
- 3、《赢合科技（300457）—受益于下游需求火爆，业绩大幅增长》2016-08-21

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	485	1164	2665	3950	5468
现金	81	120	456	587	816
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	57	93	215	327	452
应收款项	143	387	812	1236	1710
其它应收款	27	28	58	89	123
存货	137	472	989	1507	2083
其他	40	64	134	205	283
非流动资产	492	625	635	645	654
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	167	336	355	372	388
无形资产	63	83	75	67	61
其他	261	205	205	205	205
资产总计	977	1788	3300	4595	6121
流动负债	354	1011	1840	2769	3805
短期借款	48	85	0	0	0
应付账款	111	338	708	1079	1492
预收账款	56	269	564	859	1188
其他	139	319	567	830	1124
长期负债	102	137	137	137	137
长期借款	76	100	100	100	100
其他	26	38	38	38	38
负债合计	456	1148	1977	2907	3942
股本	117	117	124	124	124
资本公积金	188	188	633	633	633
留存收益	212	324	546	897	1368
少数股东权益	4	11	20	34	54
归属于母公司所有者权益	517	629	1303	1654	2126
负债及权益合计	977	1788	3300	4595	6121

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	18	28	94	261	405
净利润	60	124	280	435	602
折旧摊销	12	22	34	35	35
财务费用	8	8	7	2	0
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	(79)	(144)	(281)	(269)	(301)
其它	17	19	53	58	69
投资活动现金流	(234)	(46)	(45)	(45)	(45)
资本支出	(187)	(38)	(45)	(45)	(45)
其他投资	(47)	(8)	0	0	0
筹资活动现金流	241	(9)	286	(86)	(131)
借款变动	76	(1)	(100)	0	0
普通股增加	59	0	7	0	0
资本公积增加	146	(0)	445	0	0
股利分配	(41)	(12)	(59)	(84)	(131)
其他	1	4	(7)	(2)	(0)
现金净增加额	25	(26)	335	131	230

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	365	850	1791	2725	3769
营业成本	239	545	1143	1742	2408
营业税金及附加	3	7	14	22	30
营业费用	13	45	86	131	181
管理费用	51	94	197	300	415
财务费用	6	8	7	2	0
资产减值损失	9	24	25	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	44	127	319	509	715
营业外收入	23	27	27	27	27
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	67	152	345	536	741
所得税	7	25	56	86	119
净利润	60	128	289	450	622
少数股东损益	(0)	4	9	14	20
归属于母公司净利润	60	124	280	435	602
EPS (元)	0.51	1.06	2.26	3.51	4.86

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	62%	133%	111%	52%	38%
营业利润	-5%	187%	152%	60%	40%
净利润	19%	106%	126%	55%	38%
获利能力					
毛利率	34.6%	35.9%	36.2%	36.1%	36.1%
净利率	16.5%	14.6%	15.6%	16.0%	16.0%
ROE	11.6%	19.7%	21.5%	26.3%	28.3%
ROIC	6.7%	13.4%	19.2%	24.0%	26.3%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	64.2%	59.9%	63.3%	64.4%
净负债比率	14.8%	11.2%	3.0%	2.2%	1.6%
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
速动比率	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.3	1.8	1.6	1.4	1.3
应收帐款周转率	3.4	3.2	3.0	2.7	2.6
应付帐款周转率	2.9	2.4	2.2	1.9	1.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.51	1.06	2.26	3.51	4.86
每股经营现金	0.15	0.24	0.76	2.11	3.27
每股净资产	4.42	5.38	10.51	13.34	17.15
每股股利	0.10	0.50	0.68	1.05	1.46
估值比率					
PE	148.8	72.3	33.9	21.8	15.8
PB	17.3	14.2	7.3	5.7	4.5
EV/EBITDA	167.2	64.5	27.5	18.1	13.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

诸凯，北京大学经济学硕士、新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。