

2017年09月21日

科恒股份 (300340.SZ)

收购万好万家，设备+材料双重布局新能源车产业链

事件：公司发布公告，拟以发行股份及支付现金方式，按对价6.5亿元收购万家设备100%股权。其中以发行股份方式支付4.55亿元，发行价格44.87元/股；以现金方式支付1.95亿元。同时拟以询价方式向不超过5名特定投资者非公开募集配套资金2.08亿元，用于支付现金对价和中介费用。

点评：

■ **万好万家是国内领先的锂电材料搅拌设备企业：**万好万家是国内锂电搅拌设备领域的一线企业。搅拌机是电芯制造的关键设备，业内认为其效果对电芯品质影响大于30%。万家采用以太网PLC控制及总线控制、紧凑设计、数据自动跟踪自动采集等方式，对产成品实施监控和调节，产品品质优秀，与力神、光宇、银隆、松下、智航新能源、亿纬锂能等知名电芯企业建立了稳定合作关系。

■ **加码锂电前道设备，锂电业务协同发展：**公司2016年收购浩能科技，进入涂布、分条、辊压等前道设备制造领域。万好万家和浩能产品是前后工序关系，本次收购可以进一步加强公司前道设备制造能力，有助于开发前道工序一体化设备，提升公司竞争力；公司锂电材料、设备业务将形成客户、渠道、技术等全方位协同，促进公司业绩持续稳健增长。

■ **新能源车产业链持续高景气，公司业绩高速增长：**受益于新能源汽车行业高速发展，动力锂电企业扩产积极，推动公司业绩持续增长。公司上半年实现营业收入7.47亿元，同比增长193.32%；实现归母净利润6077.3万元，同比增长1380.5%。除去浩能科技并表因素影响，公司营收4.83亿元，同比增长89.41%；净利润2775万元，同比增长285.71%。其中锂电材料业务营收4.38亿元，同比增长130.53%，毛利率连续四年快速增长。动力高端三元材料也已经取得突破开始量产，为公司业绩持续增长打下坚实基础。

■ **投资建议：**我们预计公司2017年-2019年的营业收入分别为21.90亿元、31.16亿元、44.43亿元，净利润分别为2.07亿元、2.92亿元、3.62亿元。公司加码锂电前道设备，实现设备+材料协同发展的态势，将受益新能源汽车产业链长期高景气，发展前景广阔。维持买入-A的投资评级，6个月目标价为49元，相当于28倍动态市盈率。

■ **风险提示：**锂电池扩产不如预期，市场竞争加剧

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	391.3	787.0	2,189.7	3,116.4	4,442.8
净利润	-74.3	33.6	206.8	292.7	362.4
每股收益(元)	-0.63	0.28	1.75	2.48	3.07
每股净资产(元)	6.74	10.91	12.62	15.10	18.19

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-63.6	140.8	22.9	16.2	13.0
市净率(倍)	5.9	3.7	3.2	2.7	2.2
净利润率	-19.0%	4.3%	9.4%	9.4%	8.2%
净资产收益率	-9.4%	2.6%	13.9%	16.5%	16.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-16.5%	6.7%	18.2%	23.8%	26.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**49元**

股价(2017-06-02) **40.11元**

交易数据

总市值(百万元)	4,727.29
流通市值(百万元)	3,287.06
总股本(百万股)	117.86
流通股本(百万股)	81.95
12个月价格区间	40.11/70.55元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.89	-4.2	-17.04
绝对收益	0.0	0.0	-29.63

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

傅鸿浩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517080003
fuhh@essence.com.cn

李哲

报告联系人

lizhe3@essence.com.cn

相关报告

- 科恒股份：拟收购万好万家加码锂电设备，设备+材料双轮驱动掘进新能源车高景气/王书伟 2017-09-08
- 科恒股份：业绩受益行业景气，加速锂电产业链延伸/王书伟 2017-04-01

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	391.3	787.0	2,189.7	3,116.4	4,442.8	成长性					
减:营业成本	380.4	678.9	1,766.2	2,507.8	3,592.0	营业收入增长率	0.4%	101.1%	178.2%	42.3%	42.6%
营业税费	1.7	3.9	9.9	12.5	19.9	营业利润增长率	77.3%	-132.7%	567.0%	48.4%	20.8%
销售费用	14.5	20.3	54.7	77.9	133.3	净利润增长率	54.3%	-145.2%	515.8%	41.5%	23.8%
管理费用	44.8	56.9	153.3	218.1	333.2	EBITDA 增长率	73.6%	-159.4%	355.5%	42.7%	18.9%
财务费用	-4.3	0.2	0.7	-3.2	-6.5	EBIT 增长率	69.3%	-131.5%	565.7%	46.5%	20.0%
资产减值损失	73.4	6.8	6.0	6.0	6.0	NOPLAT 增长率	65.7%	-135.4%	571.1%	46.5%	20.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.7%	145.3%	12.1%	6.3%	-1.9%
投资和汇兑收益	22.8	11.6	11.7	15.3	12.9	净资产增长率	-8.8%	62.0%	15.8%	20.5%	20.7%
营业利润	-96.5	31.6	210.6	312.6	377.7	利润率					
加:营业外净收支	-0.9	3.6	4.8	2.5	3.6	毛利率	2.8%	13.7%	19.3%	19.5%	19.2%
利润总额	-97.4	35.2	215.4	315.1	381.4	营业利润率	-24.7%	4.0%	9.6%	10.0%	8.5%
减:所得税	-14.0	1.3	6.5	9.5	11.4	净利润率	-19.0%	4.3%	9.4%	9.4%	8.2%
净利润	-74.3	33.6	206.8	292.7	362.4	EBITDA/营业收入	-21.7%	6.4%	10.5%	10.5%	8.8%
						EBIT/营业收入	-25.8%	4.0%	9.6%	9.9%	8.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	146	81	30	19	12
						流动资产周转天数	275	135	68	62	47
						流动资产周转天数	689	459	293	290	299
						应收账款周转天数	216	157	110	110	105
						存货周转天数	104	126	105	105	105
						总资产周转天数	901	712	431	384	364
						投资资本周转天数	452	362	196	150	108
						投资回报率					
						ROE	-9.4%	2.6%	13.9%	16.5%	16.9%
						ROA	-8.8%	1.6%	6.8%	8.6%	6.8%
						ROIC	-16.5%	6.7%	18.2%	23.8%	26.9%
						费用率					
						销售费用率	3.7%	2.6%	2.5%	2.5%	3.0%
						管理费用率	11.5%	7.2%	7.0%	7.0%	7.5%
						财务费用率	-1.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	14.1%	9.8%	9.5%	9.4%	10.4%
						偿债能力					
						资产负债率	16.4%	40.5%	51.7%	49.8%	60.0%
						负债权益比	19.6%	68.1%	106.8%	99.0%	149.9%
						流动比率	4.71	1.51	1.43	1.56	1.43
						速动比率	4.02	0.99	0.90	1.01	0.93
						利息保障倍数	23.29	188.86	303.57	-97.37	-57.40
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-83.4	33.9	206.8	292.7	362.4	EPS(元)	-0.63	0.28	1.75	2.48	3.07
加:折旧和摊销	16.0	19.0	18.4	18.4	18.4	BVPS(元)	6.74	10.91	12.62	15.10	18.19
资产减值准备	73.4	6.8	-	-	-	PE(X)	-63.6	140.8	22.9	16.2	13.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	3.7	3.2	2.7	2.2
财务费用	3.6	2.9	0.7	-3.2	-6.5	P/FCF	-133.4	-9.3	-86.6	22.1	12.2
投资损失	-22.8	-11.6	-11.7	-15.3	-12.9	P/S	12.1	6.0	2.2	1.5	1.1
少数股东损益	-9.1	0.3	2.1	13.0	7.6	EV/EBITDA	-38.8	120.9	19.6	13.1	10.0
营运资金的变动	-60.2	-46.8	-140.8	-101.8	6.4	CAGR(%)	-254.2%	121.8%	-262.1%	-254.2%	121.8%
经营活动产生现金流量	-62.0	1.8	75.5	203.7	375.4	PEG	0.3	1.2	-0.1	-0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-22.3	-287.4	17.3	15.9	10.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-20.6	252.1	-131.6	2.6	8.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟、邓永康、傅鸿浩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034