

2017年10月29日

科达利 (002850.SZ)

## 毛利率逐步筑底，静待18年收获期

■ **事件：**公司近日发布2017年三季报，前三季度实现营业收入11.95亿元，同比增长13.24%；归属于母公司的净利润1.68亿元，同比增长2.47%；扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为1.33亿元，同比下降19.46%。其中，Q3单季实现营业收入4.48亿元，同比增长8.54%，环比增长10.68%；归母净利润0.73亿元，同比增长5.38%，环比增长38.78%；扣非归母净利润0.39亿元，同比降低42.92%，环比降低24.70%。

■ **受新能源车补贴下滑影响，产品毛利率逐步触底：**前三季度公司充分利用锂电池结构件和汽车结构件的技术融合，实现了动力及储能锂电池领域的迅猛增长。未来随着技术优势不断显现并借助深厚的优质客户资源积累，公司此部分业务有望持续保持领先优势。前三季度公司的销售毛利率为25.36%，较一季度的27.04%和半年度的27.33%有所下降，一方面受上下游价格变动所致。另一方面，随着动力锂电池市场规模的迅速增长，为进一步加强与主要大客户的合作关系，会相应调低销售价格。未来公司通过大力研发创新、扩大生产规模等方式可有效降低产品成本以保证产品毛利率的触底回升。

■ **坚持定位高端市场，布局全面加速：**公司在长期业务发展过程中，依靠技术、产品及服务优势持续开拓市场，已与松下、LG、三星等国外知名客户，以及CATL、比亚迪、力神等国内领先厂商建立了长期稳定的战略合作关系。报告期内，惠州科达利项目、江苏科达利项目同时进行。目前，公司在华东、华南、东北等锂电池行业重点区域均形成了生产基地的布局，有效辐射周边的下游客户，形成了较为完善的产能地域覆盖。

■ **研发实力突出，以技术创新驱动市场：**公司面对新能源汽车行业持续的技术革新和产品优化，不断跟踪行业技术前沿和发展趋势。报告期内，公司持续强化核心技术的自主开发，在电池的使用安全性、抗腐蚀性、连接的可靠性、紧密性等方面的进行了技术创新，2017上半年公司及子公司新增已获授权和已获受理的专利共26项，显示出公司大力拓展新能源汽车领域的战略决心。

■ **投资建议：**买入-A 投资评级，6个月目标价110.00元。考虑到公司作为锂电池结构件的龙头，毛利率将在2017年逐步触底，未来公司将充分受益新能源汽车的发展。我们预计公司2017年-2019年的营收分别为17.03、24.69、33.91亿元，增速分别为17.0%、45.0%、37.4%；净利润分别为2.48、3.33、4.65亿元，增速分别为6.8%、34.2%、39.6%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6个月目标价为110.00

公司快报

证券研究报告

金属制品

投资评级 买入-A

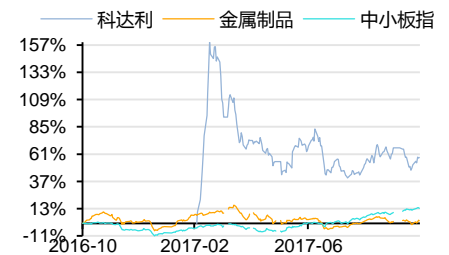
维持评级

6个月目标价： 110元  
股价(2017-10-27) 85.32元

### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 11,944.80     |
| 流通市值(百万元) | 2,986.20      |
| 总股本(百万股)  | 140.00        |
| 流通股本(百万股) | 35.00         |
| 12个月价格区间  | 54.29/140.82元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -5.66 | -7.43 | -13.15 |
| 绝对收益 | -1.71 | 4.37  |        |

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

陈乐 报告联系人  
chenle1@essence.com.cn

吴用 报告联系人  
wuyong1@essence.com.cn

### 相关报告

科达利：动力锂电池结构件龙头，业绩有望高速增长 2017-05-14  
长/黄守宏

■ **风险提示：**新能源汽车领域发展不达预期。

| (百万元)        | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入       | 1,133.0      | 1,455.3      | 1,703.0      | 2,468.6      | 3,390.9      |
| 净利润          | 154.5        | 232.7        | 248.4        | 333.4        | 465.4        |
| 每股收益(元)      | 1.10         | 1.66         | 1.77         | 2.38         | 3.32         |
| 每股净资产(元)     | 4.67         | 6.64         | 8.49         | 10.55        | 13.28        |
| <b>盈利和估值</b> | <b>2015</b>  | <b>2016</b>  | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 市盈率(倍)       | 77.3         | 51.3         | 48.1         | 35.8         | 25.7         |
| 市净率(倍)       | 18.3         | 12.8         | 10.1         | 8.1          | 6.4          |
| 净利润率         | 13.6%        | 16.0%        | 14.6%        | 13.5%        | 13.7%        |
| 净资产收益率       | 23.6%        | 25.0%        | 20.9%        | 22.6%        | 25.0%        |
| 股息收益率        | 0.0%         | 0.6%         | 0.2%         | 0.4%         | 0.7%         |
| <b>ROIC</b>  | <b>31.5%</b> | <b>35.4%</b> | <b>25.0%</b> | <b>34.0%</b> | <b>44.5%</b> |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 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       | 1,133.0 | 1,455.3 | 1,703.0 | 2,468.6 | 3,390.9 | 成长性         |        |       |       |       |       |
| 减:营业成本     | 817.6   | 1,011.6 | 1,250.3 | 1,786.0 | 2,416.9 | 营业收入增长率     | 68.0%  | 28.5% | 17.0% | 45.0% | 37.4% |
| 营业税费       | 8.1     | 11.6    | 13.6    | 19.7    | 27.0    | 营业利润增长率     | 112.4% | 49.5% | -5.9% | 52.2% | 40.3% |
| 销售费用       | 13.4    | 21.6    | 25.3    | 36.7    | 50.4    | 净利润增长率      | 113.0% | 50.6% | 6.8%  | 34.2% | 39.6% |
| 管理费用       | 88.3    | 113.2   | 132.5   | 192.1   | 263.8   | EBITDA 增长率  | 88.3%  | 48.5% | -9.2% | 49.6% | 43.5% |
| 财务费用       | 13.8    | 22.7    | 20.2    | 39.2    | 82.6    | EBIT 增长率    | 106.9% | 50.5% | -6.3% | 55.3% | 46.7% |
| 资产减值损失     | 10.5    | 3.5     | 6.1     | 6.7     | 5.4     | NOPLAT 增长率  | 105.8% | 51.8% | -6.3% | 55.3% | 46.7% |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率     | 35.4%  | 32.6% | 14.2% | 12.0% | 16.0% |
| 投资和汇兑收益    | -       | -       | -       | -       | -       | 净资产增长率      | 31.0%  | 52.6% | 25.9% | 23.0% | 24.8% |
| 营业利润       | 181.3   | 271.1   | 255.1   | 388.3   | 544.7   | 利润率         |        |       |       |       |       |
| 加:营业外净收支   | 2.6     | 3.6     | 38.2    | 5.3     | 4.8     | 毛利率         | 27.8%  | 30.5% | 26.6% | 27.7% | 28.7% |
| 利润总额       | 183.9   | 274.7   | 293.3   | 393.6   | 549.5   | 营业利润率       | 16.0%  | 18.6% | 15.0% | 15.7% | 16.1% |
| 减:所得税      | 29.5    | 42.1    | 44.9    | 60.3    | 84.1    | 净利润率        | 13.6%  | 16.0% | 14.6% | 13.5% | 13.7% |
| 净利润        | 154.5   | 232.7   | 248.4   | 333.4   | 465.4   | EBITDA/营业收入 | 20.1%  | 23.2% | 18.0% | 18.6% | 19.4% |
|            |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入   | 17.2%  | 20.2% | 16.2% | 17.3% | 18.5% |
|            |         |         |         |         |         | 运营效率        |        |       |       |       |       |
|            |         |         |         |         |         | 固定资产周转天数    | 81     | 109   | 119   | 78    | 54    |
|            |         |         |         |         |         | 流动资产周转天数    | 93     | 59    | 58    | 64    | 67    |
|            |         |         |         |         |         | 流动营业资本周转天数  | 203    | 202   | 221   | 249   | 284   |
|            |         |         |         |         |         | 流动资产周转天数    | 93     | 90    | 90    | 90    | 90    |
|            |         |         |         |         |         | 应收帐款周转天数    | 38     | 34    | 36    | 36    | 35    |
|            |         |         |         |         |         | 存货周转天数      | 317    | 359   | 386   | 357   | 359   |
|            |         |         |         |         |         | 总资产周转天数     | 194    | 202   | 211   | 165   | 137   |
|            |         |         |         |         |         | 投资资本周转天数    |        |       |       |       |       |
|            |         |         |         |         |         | 投资回报率       |        |       |       |       |       |
|            |         |         |         |         |         | ROE         | 23.6%  | 25.0% | 20.9% | 22.6% | 25.0% |
|            |         |         |         |         |         | ROA         | 13.1%  | 13.5% | 12.9% | 11.2% | 12.3% |
|            |         |         |         |         |         | ROIC        | 31.5%  | 35.4% | 25.0% | 34.0% | 44.5% |
|            |         |         |         |         |         | 费用率         |        |       |       |       |       |
|            |         |         |         |         |         | 销售费用率       | 1.2%   | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  | 1.5%  |
|            |         |         |         |         |         | 管理费用率       | 7.8%   | 7.8%  | 7.8%  | 7.8%  | 7.8%  |
|            |         |         |         |         |         | 财务费用率       | 1.2%   | 1.6%  | 1.2%  | 1.6%  | 2.4%  |
|            |         |         |         |         |         | 三费/营业收入     | 10.2%  | 10.8% | 10.5% | 10.9% | 11.7% |
|            |         |         |         |         |         | 偿债能力        |        |       |       |       |       |
|            |         |         |         |         |         | 资产负债率       | 44.5%  | 42.1% | 35.0% | 48.0% | 49.2% |
|            |         |         |         |         |         | 负债权益比       | 80.2%  | 72.8% | 53.9% | 92.3% | 96.9% |
|            |         |         |         |         |         | 流动比率        | 1.40   | 1.28  | 1.90  | 1.64  | 1.71  |
|            |         |         |         |         |         | 速动比率        | 1.16   | 1.07  | 1.59  | 1.42  | 1.51  |
|            |         |         |         |         |         | 利息保障倍数      | 14.09  | 12.95 | 13.64 | 10.91 | 7.60  |
|            |         |         |         |         |         | 分红指标        |        |       |       |       |       |
|            |         |         |         |         |         | DPS(元)      | -      | 0.50  | 0.18  | 0.32  | 0.59  |
|            |         |         |         |         |         | 分红比率        | 0.0%   | 30.1% | 10.0% | 13.4% | 17.8% |
|            |         |         |         |         |         | 股息收益率       | 0.0%   | 0.6%  | 0.2%  | 0.4%  | 0.7%  |

## 资产负债表

|          | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 62.3    | 234.3   | 274.1   | 866.5   | 1,355.3 |
| 交易性金融资产  | -       | -       | -       | -       | -       |
| 应收账款     | 369.0   | 362.4   | 493.5   | 747.2   | 957.0   |
| 应收票据     | 148.1   | 156.8   | 200.0   | 317.2   | 393.2   |
| 预付帐款     | 5.1     | 5.1     | 14.1    | 8.5     | 22.2    |
| 存货       | 124.9   | 152.8   | 190.5   | 299.9   | 363.7   |
| 其他流动资产   | 4.2     | 6.6     | 4.9     | 5.3     | 5.6     |
| 可供出售金融资产 | -       | -       | -       | -       | -       |
| 持有至到期投资  | -       | -       | -       | -       | -       |
| 长期股权投资   | -       | -       | -       | -       | -       |
| 投资性房地产   | -       | -       | -       | -       | -       |
| 固定资产     | 300.0   | 579.3   | 550.5   | 521.8   | 493.1   |
| 在建工程     | 80.6    | 53.2    | 53.2    | 53.2    | 53.2    |
| 无形资产     | 49.0    | 112.6   | 110.0   | 107.3   | 104.7   |
| 其他非流动资产  | 34.6    | 60.2    | 41.7    | 43.3    | 45.2    |
| 资产总额     | 1,177.8 | 1,723.2 | 1,932.6 | 2,970.2 | 3,793.2 |
| 短期债务     | 127.0   | 220.3   | 67.5    | 500.0   | 800.0   |
| 应付帐款     | 180.0   | 296.4   | 287.6   | 547.8   | 584.7   |
| 应付票据     | 109.1   | 123.5   | 186.4   | 237.2   | 338.9   |
| 其他流动负债   | 92.1    | 77.3    | 79.1    | 84.7    | 86.8    |
| 长期借款     | 9.7     | 3.1     | 50.0    | 50.0    | 50.0    |
| 其他非流动负债  | 6.3     | 5.6     | 6.3     | 6.1     | 6.0     |
| 负债总额     | 524.2   | 726.1   | 676.9   | 1,425.8 | 1,866.4 |
| 少数股东权益   | -       | 67.1    | 67.1    | 67.1    | 67.0    |
| 股本       | 105.0   | 105.0   | 140.0   | 140.0   | 140.0   |
| 留存收益     | 548.5   | 825.0   | 1,048.5 | 1,337.3 | 1,719.8 |
| 股东权益     | 653.5   | 997.1   | 1,255.7 | 1,544.4 | 1,926.8 |

## 现金流量表

|            | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润        | 154.5  | 232.6  | 248.4  | 333.4  | 465.4  |
| 加:折旧和摊销    | 33.1   | 45.3   | 31.4   | 31.4   | 31.4   |
| 资产减值准备     | 10.5   | 3.5    | -      | -      | -      |
| 公允价值变动损失   | -      | -      | -      | -      | -      |
| 财务费用       | 7.0    | 9.5    | 20.2   | 39.2   | 82.6   |
| 投资损失       | -      | -      | -      | -      | -      |
| 少数股东损益     | -      | -0.1   | -0.0   | -0.0   | -0.1   |
| 营运资金的变动    | -49.5  | -12.4  | -145.7 | -160.4 | -224.3 |
| 经营活动产生现金流量 | 126.6  | 312.3  | 154.2  | 243.5  | 355.0  |
| 投资活动产生现金流量 | -159.7 | -325.0 | -      | -      | -      |
| 融资活动产生现金流量 | 47.4   | 183.2  | -114.4 | 348.8  | 133.9  |

## 业绩和估值指标

|           | 2015  | 2016  | 2017E   | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|---------|-------|-------|
| EPS(元)    | 1.10  | 1.66  | 1.77    | 2.38  | 3.32  |
| BVPS(元)   | 4.67  | 6.64  | 8.49    | 10.55 | 13.28 |
| PE(X)     | 77.3  | 51.3  | 48.1    | 35.8  | 25.7  |
| PB(X)     | 18.3  | 12.8  | 10.1    | 8.1   | 6.4   |
| P/FCF     | 471.4 | 137.9 | 1,053.0 | 18.7  | 20.8  |
| P/S       | 10.5  | 8.2   | 7.0     | 4.8   | 3.5   |
| EV/EBITDA | -     | -     | 38.6    | 25.4  | 17.4  |
| CAGR(%)   | 29.2% | 26.0% | 50.7%   | 29.2% | 26.0% |
| PEG       | 2.6   | 2.0   | 0.9     | 1.2   | 1.0   |
| ROIC/WACC | 3.0   | 3.4   | 2.4     | 3.2   | 4.2   |
| REP       | -     | -     | 4.7     | 3.0   | 2.0   |

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

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