

投资评级：买入(维持)

合纵科技(300477)

目标价:9.2元

突飞猛进新订单，业绩复苏进行时

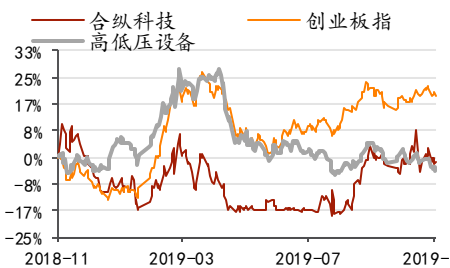
市场数据 2019-11-15

收盘价(元)	7.12
一年内最低/最高(元)	6.68/11.88
市盈率	222.4
市净率	3.02

基础数据

净资产收益率(%)	2.62
资产负债率(%)	58.5
总股本(亿股)	8.15

最近12月股价走势



联系信息

李帅华 分析师
SAC 证书编号: S0160518030001
lishuaihua@ctsec.com

相关报告

- 《合纵科技(300477):低谷已过,春天不远》 2019-10-21
- 《合纵科技(300477):积极获取原料,提高产能利用率》 2019-03-07
- 《合纵科技(300477):坐实矿产储量,钴业新贵渐露峥嵘》 2018-11-29

- **重要公告。**公司于11月15日晚间公告,全资子公司湖南雅城与青海泰丰先行签署战略合作框架协议,主要内容包括:在未来三年(2020-2022),湖南雅城向青海泰丰先行供应磷酸铁以及四氧化三钴产品,数量分别为11800/21500/36000吨、4200/6000/8500吨,合同执行时,该数量将根据实际需求变化予以适当调整,具体按双方所签月度合同之相关约定执行。此外,双方作为战略合作伙伴,将进行新产品的联合开发;
- **产能释放在即,新订单助力业绩。**湖南雅城作为公司在新能源材料领域的重要布局,产能即将迎来释放。2019年Q4,公司的20000吨磷酸铁项目将投产,四钴产能也在稳步扩大,2020年公司将形成35000吨磷酸铁产能、9000吨产能,未来三年将是两大新项目的重要爬产期。此次公告新订单,能够有力保证新订单到业绩的顺利传导。按照湖南雅城的2019年产量计算,未来三年复合增速有望超过50%,进入高增长期,湖南雅城利润有望进入亿元级别;
- **三期叠加,湖南雅城苦尽甘来。**1、行业复苏周期:在我们之前报告《合纵科技:低谷已过,春天不远》中,在新能源补贴退坡背景下,磷酸铁锂的性价比和安全性彰显魅力,订单逐步回暖,同时5G手机有望引发换机潮,四氧化三钴需求有望大幅提升,两大行业进入复苏周期;2、产能释放周期:湖南雅城顶住压力,大幅扩产,产能倍速提升;3、下游客户扩产周期,公司两大客户北大先行及贝特瑞均处于大幅扩产周期,2020年两家客户分别增加磷酸铁锂产能10000吨和15000吨,这与公司产能释放周期完美契合;
- **维持“买入”评级,目标价9.2元。**公司在新能源材料布局宏大,产能不断落地,一方面是湖南雅城产能倍速提升,一方面是海外钴矿有望在2020年H1投产。经历过2018年业绩低谷,2019年的业绩复苏,未来三年有望是公司的高增长期,随着行业进入复苏周期,有望享受高估值、高溢价。综合来看,我们维持公司的“买入”评级,给予目标价9.2元。

风险提示:协议具体执行变动风险;行业能否顺利复苏风险。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2,109	2,008	2,339	2,830	3,537
增长率	67.1%	-4.8%	16.5%	21.0%	25.0%
归属母公司股东净利润(百万)	131	51	84	191	263
增长率	49.5%	-61.1%	64.6%	127.1%	38.0%
每股收益(元)	0.16	0.06	0.10	0.23	0.32
市盈率(倍)	44.2	113.7	69.1	30.4	22.0

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,109	2,008	2,339	2,830	3,537	成长性					
减: 营业成本	1,638	1,581	1,848	2,066	2,547	营业收入增长率	67.1%	-4.8%	16.5%	21.0%	25.0%
营业税费	14	13	16	33	42	营业利润增长率	50.3%	-61.6%	3.9%	195.5%	37.0%
销售费用	158	169	234	349	465	净利润增长率	49.5%	-61.1%	64.6%	127.1%	38.0%
管理费用	124	98	140	178	223	EBITDA 增长率	63.0%	-6.7%	-8.4%	89.1%	30.0%
财务费用	8	53	41	58	77	EBIT 增长率	51.3%	-18.6%	-15.4%	132.8%	35.7%
资产减值损失	30	32	21	22	26	NOPLAT 增长率	60.4%	-36.6%	1.3%	132.8%	35.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	227.7%	35.7%	-44.1%	88.2%	-28.1%
投资和汇兑收益	0	2	20	50	80	净资产增长率	118.5%	0.8%	30.5%	5.5%	7.1%
营业利润	147	56	59	173	237	利润率					
加: 营业外净收支	8	9	40	50	70	毛利率	22.3%	21.2%	21.0%	27.0%	28.0%
利润总额	155	66	99	223	307	营业利润率	7.0%	2.8%	2.5%	6.1%	6.7%
减: 所得税	23	16	15	33	46	净利润率	6.2%	2.5%	3.6%	6.7%	7.4%
净利润	131	51	84	191	263	EBITDA/营业收入	8.5%	8.3%	6.5%	10.2%	10.6%
						EBIT/营业收入	6.8%	5.8%	4.2%	8.2%	8.9%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	366	302	187	226	283	固定资产周转天数	77	115	99	80	62
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	58	136	58	63	69
应收帐款	1,304	1,223	402	1,485	873	流动资产周转天数	326	462	315	277	270
应收票据	103	100	627	206	777	应收帐款周转天数	183	227	125	120	120
预付帐款	26	208	51	58	77	存货周转天数	51	105	59	53	53
存货	416	755	15	823	210	总资产周转天数	509	774	705	686	621
其他流动资产	234	110	115	153	126	投资资本周转天数	222	422	325	278	249
可供出售金融资产	-	-	300	300	300	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.8%	2.6%	3.3%	7.1%	9.2%
长期股权投资	157	489	563	645	741	ROA	3.3%	1.1%	1.9%	3.0%	4.4%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	21.6%	4.2%	3.1%	13.0%	9.4%
固定资产	636	647	637	622	596	费用率					
在建工程	31	152	252	352	442	销售费用率	7.5%	8.4%	10.0%	12.4%	13.2%
无形资产	199	204	210	215	223	管理费用率	5.9%	4.9%	6.0%	6.3%	6.3%
其他非流动资产	478	490	1,090	1,156	1,158	财务费用率	0.4%	2.6%	1.7%	2.1%	2.2%
资产总额	3,951	4,680	4,480	6,301	5,895	三费/营业收入	13.8%	15.9%	17.7%	20.7%	21.6%
短期债务	476	1,063	235	337	480	偿债能力					
应付帐款	884	1,128	472	389	673	资产负债率	51.3%	58.5%	43.5%	57.6%	51.5%
应付票据	445	272	46	298	127	负债权益比	105.2%	141.2%	76.9%	135.9%	106.0%
其他流动负债	136	167	844	953	1,057	流动比率	1.26	1.03	0.87	1.49	1.00
长期借款	-	41	-	1,303	348	速动比率	1.05	0.74	0.87	1.08	0.91
其他非流动负债	85	69	350	350	350	利息保障倍数	17.58	2.22	2.44	3.97	4.09
负债总额	2,026	2,740	1,947	3,629	3,034	分红指标					
少数股东权益	2	1	0	-1	-3	DPS(元)	0.04	0.01	0.03	0.06	0.09
股本	323	582	815	815	815	分红比率	24.6%	22.8%	31.8%	26.4%	27.0%
留存收益	1,599	1,359	1,717	1,857	2,049	股息收益率	0.6%	0.2%	0.5%	0.9%	1.2%
股东权益	1,925	1,941	2,532	2,671	2,862	业绩和估值指标					
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.16	0.06	0.10	0.23	0.32
净利润	131	50	84	191	263	BVPS(元)	2.36	2.38	3.11	3.28	3.51
加: 折旧和摊销	35	52	53	58	62	PE(X)	44.2	113.7	69.1	30.4	22.0
资产减值准备	30	32	21	22	26	PB(X)	3.0	3.0	2.3	2.2	2.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-7.1	10,404.8	15.2	21.6	22.6
财务费用	10	57	41	58	77	P/S	2.8	2.9	2.5	2.1	1.6
投资收益	-0	-2	-20	-50	-80	EV/EBITDA	13.3	29.4	31.3	20.7	13.3
少数股东损益	0	-1	-0	-1	-2	CAGR(%)	13.1%	73.2%	-1.8%	13.1%	73.2%
营运资金的变动	-264	-317	601	-1,392	777	PEG	3.4	1.6	-38.3	2.3	0.3
经营活动产生现金流量	89	-182	781	-1,114	1,122	ROIC/WACC	2.1	0.4	0.3	1.3	0.9
投资活动产生现金流量	-710	-371	-480	-150	-110	REP	0.6	4.5	10.4	1.7	2.7
融资活动产生现金流量	675	563	-416	1,303	-956						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。