

合纵科技(300477)

公司研究/调研报告

双主业发展前景广阔，雅城受益于钴价上涨

公司调研报告/电力设备与新能源行业

2017 年 06 月 26 日

一、事件概述

最近我们对合纵科技进行了调研，与公司交流了公司业务发展战略、公司业绩等情况。

二、分析与判断

➤ 双主业发展前景广阔，大股东增持彰显信心

公司收购湖南雅城 100%股权获得证监会通过，进军锂电池正极材料前驱体领域，拉开双主业发展大幕。湖南雅城的主要产品为四氧化三钴、氢氧化亚钴和磷酸铁，是三星 SDI 和泰丰先行的供应商。在钴价大幅上涨及新能源汽车行业保持高速增长的背景下，锂电池正极材料前驱体市场空间广阔。锂电是储能的重要途径，储能行业的快速成长也将带动上游正极材料的市场需求。另外，大股东与骨干员工拟参与定增，并且持股 5%以上股东拟通过二级市场增持公司股份不超过人民币 2 亿元，彰显公司做大做强的信心以及长期投资价值。

➤ 雅城受益于锂电上游原料价格上涨，后续产能有望提高

湖南雅城 2017 年、2018 年的业绩承诺分别为 5152 万元、6629 万元，由于上半年锂电上游原料价格大幅上涨，公司主要产品四氧化三钴的价格从年初的每吨 20 万元上涨到最高每吨 40 万元，雅城实际业绩有望大幅超过业绩承诺。由于市场需求旺盛，目前公司钴系列产品铁系列产品均处于供不应求的状态，产能的提高将直接提振公司业绩。未来钴系列产品生产线有望通过优化改造，增加 30%的产能。铁系列产品生产线已经在做规划，2018 年初产能有望达到 1.5 万吨。

➤ 配网业务发展稳健，分布式光伏业务取得突破

公司配电设备业务发展稳健，今年上半年在南方电网的中标情况超预期，全年有望保持平稳增长。公司积极布局配售电领域，参与设立产业投资基金，借助基金参与了广东中山翠亨新区、贵州万峰电力等项目，后续将参与更多工业园区、开发区的配售电改革，有望享受电力体制改革红利。近期，公司分布式光伏业务取得突破，成功中标山东两个分布式光伏 EPC 项目，共计 11.5MW，合同总额 0.78 亿元，我们看好公司“设计+工程+设备+运维”的全产业链发展前景。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.57、0.75 和 0.91 元，对应 PE 分别为 32X、24X 和 20X，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

配网建设不达预期；产业基金推进不达预期；并购事项存不确定性。

强烈推荐

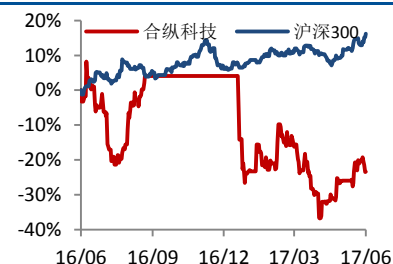
维持评级

合理估值区间：23.5-26.5 元

交易数据 2017-06-23

收盘价（元）	18.12
近 12 个月最高/最低（元）	25.77/13.63
总股本（百万股）	279.77
流通股本（百万股）	121.43
流通股比例（%）	43.40
总市值（亿元）	50.69
流通市值（亿元）	22.00

该股与沪深 300 走势比较



分析师：黄彤

执业证 S0100513080003

电话：(021) 60876721

邮箱：huangtong@mszq.com

研究助理：杨睿

执业证 S0100115080001

电话：(010) 85127957

邮箱：yangrui_yjy@mszq.com

研究助理：张文鹏

执业证 S0100115090050

电话：(010) 85127957

邮箱：zhangwenpeng@mszq.com

相关研究

合纵科技(300477)简评报告：《营收稳定增长，有望向配网综合服务商转型发展》2017.4.26

合纵科技(300477)深度报告：《主业有望享电改红利，拟并购湖南雅城进军锂电产业》2017.2.22

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,262	1,888	2,895	3,409
增长率（%）	12.9%	49.6%	53.3%	17.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	88	160	247	300
增长率（%）	0.3%	82.2%	54.7%	21.3%
每股收益（元）	0.31	0.57	0.75	0.91
PE（现价）	57.7	31.7	24.1	19.9
PB	5.8	5.8	5.0	4.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,262	1,888	2,895	3,409
营业成本	920	1,404	2,160	2,534
营业税金及附加	11	12	19	25
销售费用	144	171	261	308
管理费用	78	111	164	188
EBIT	110	190	291	355
财务费用	(2)	(10)	(10)	(10)
资产减值损失	14	20	20	20
投资收益	0	0	0	0
营业利润	98	181	281	344
营业外收支	5	0	0	0
利润总额	103	187	287	350
所得税	14	27	39	49
净利润	89	160	248	301
归属于母公司净利润	88	160	247	300
EBITDA	125	230	339	419

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	300	278	312	455
应收账款及票据	834	1052	1613	1899
预付款项	20	31	48	56
存货	182	267	411	482
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产合计	1367	1671	2448	2968
长期股权投资	53	53	53	53
固定资产	267	456	586	686
无形资产	134	132	0	0
非流动资产合计	642	887	1054	1147
资产合计	2009	2558	3502	4116
短期借款	52	0	0	0
应付账款及票据	961	1320	2030	2382
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1078	1483	2245	2623
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	50	50	50	50
非流动负债合计	50	50	50	50
负债合计	1128	1533	2295	2673
股本	280	329	329	329
少数股东权益	2	2	3	4
股东权益合计	881	1025	1207	1443
负债和股东权益合计	2009	2558	3502	4116

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	12.9%	49.6%	53.3%	17.8%
EBIT 增长率	3.4%	73.5%	52.8%	22.0%
净利润增长率	0.3%	82.2%	54.7%	21.3%
盈利能力				
毛利率	27.1%	25.7%	25.4%	25.7%
净利润率	7.0%	8.5%	8.5%	8.8%
总资产收益率 ROA	4.4%	6.3%	7.1%	7.3%
净资产收益率 ROE	10.0%	15.6%	20.5%	20.9%
偿债能力				
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.9
现金比率	0.3	0.2	0.1	0.2
资产负债率	0.6	0.6	0.7	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	196.1	196.1	196.1	196.1
存货周转天数	69.4	69.4	69.4	69.4
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.6	0.8	0.9
每股净资产	3.1	3.1	3.7	4.4
每股经营现金流	0.2	0.9	1.0	1.2
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	57.7	31.7	24.1	19.9
PB	5.8	5.8	5.0	4.1
EV/EBITDA	38.6	20.8	14.0	11.0
股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	89	160	248	301
折旧和摊销	30	60	69	84
营运资金变动	(76)	65	19	1
经营活动现金流	42	280	330	381
资本开支	142	298	230	172
投资	(53)	0	0	0
投资活动现金流	(195)	(298)	(230)	(172)
股权募资	102	50	0	0
债务募资	2	0	0	0
筹资活动现金流	94	(4)	(66)	(66)
现金净流量	(58)	(22)	34	143

分析师与研究助理简介

黄彤 复旦大学金融学硕士，2011年加入民生证券，电力设备与新能源行业研究团队负责人，2012年新财富团队成员。

杨睿 华北电力大学硕士，曾就职于第一财经研究院，专注能源领域研究，2015年加入民生证券。

张文鹏 清华大学电机系硕士，两年电网公司调度运行经验，2015年加入民生证券，从事电力设备与新能源行业研究。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。