

子公司并表推高业绩，打造配电+ 电池材料双主业

——合纵科技（300477）2017 年三季度报点评

2017 年 10 月 26 日

强烈推荐/维持

合纵科技

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn

010-66554032

事件：

10 月 26 日，公司发布了 2017 年三季度报告，2017 年前三季度实现营业收入 12.10 亿元，同比增长 49.76%，归母净利润为 7135 万元，同比增长 52.30%。其中，公司第三季度实现营业收入 5.79 亿元，同比增长 77.59%，归母净利润 3778 万元，同比增长 125.05%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	153.9	327.99	325.82	454.26	173.92	457.13	578.61
增长率（%）	3.49%	-1.62%	20.47%	24.49%	13.00%	39.37%	77.59%
毛利率（%）	27.03%	31.40%	27.36%	23.83%	28.60%	24.10%	21.01%
期间费用率（%）	35.02%	13.83%	20.11%	11.96%	36.94%	11.39%	14.10%
营业利润率（%）	-9.12%	15.23%	6.14%	9.19%	-8.87%	10.60%	7.16%
净利润（百万元）	-13.33	44.11	16.79	40.94	-12.46	46.03	37.78
增长率（%）	-24.15%	-04.41%	-20.29%	08.96%	-06.51%	04.36%	125.08%
每股盈利（季度，元）	-0.12	0.16	0.06	0.15	-0.04	0.16	0.12
资产负债率（%）	53.44%	56.89%	54.42%	56.14%	55.58%	59.43%	47.31%
净资产收益率（%）	-1.85%	6.10%	2.00%	4.65%	-1.43%	5.27%	2.03%
总资产收益率（%）	-0.86%	2.63%	0.91%	2.04%	-0.64%	2.14%	1.07%

观点：

➤ 新增子公司并表，推高三季度业绩

公司完成了对湖南雅城和江苏鹏创的收购，子公司从8月起开始并表，公司三季度业绩增长明显，同比增长77.59%，环比增长增长125.01%。湖南雅城和江苏鹏创8至9月营业收入分别约2.50亿元和718万元，净利润分别约2272万元和408万元，对应公司传统配电主业前三季度营业收入约9.53亿元，同比增长约18%，而净利润约4455万元，同比略下降约6%，主要是因为今年两网配电订单持续增长，但由于行业竞争激烈，价格逐年下降，而今年原材料大幅涨价压缩设备利润空间。长期来看，随着公司通过江苏鹏创向上延伸布局电力设计、勘察和总包业务，不断开拓网外配电市场，配电主业仍有望实现稳定增长。

➤ 子公司湖南雅城高增长确定性强

湖南雅城主营正极材料前驱体四氧化三钴、氢氧化亚钴和磷酸铁，其主要终端客户为三星SDI和CATL。收益于钴价上涨，公司钴产品享受库存升值和价格超额传导所带来的利润大涨。全年来看，以钴产品出货量3000吨，平均价格35万元/吨，平均毛利率近20%，磷酸铁产品全年出货量8000吨，平均价格2万元/吨，毛利率35%计算，雅城全年营收将达12.1亿元，毛利润约2.7亿元，预计净利润1.5亿元左右。同时，随着公司大力拓展四氧化三钴和磷酸铁产能，依托牢固的下游客户绑定关系，预计雅城未来业绩将保持持续快速增长。

结论：

随着子公司湖南雅城和江苏鹏创从今年8月开始并表，我们认为公司下半年业绩将开启高增长模式，实现配电+电池材料的双主业发展。我们预计公司2016-2018年营业收入分别为19.1亿元、37.8亿元和48.4亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.7亿元、3.4亿元和4.7亿元，EPS分别为0.50元、1.05元和1.44元，对应PE分别为57.2、27.5和20.1，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

四氧化三钴价格传导受阻，配电市场增长放缓，原材料价格持续走高。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1148	1367	1835	3415	4496	营业收入	1117	1262	1912	3782	4840
货币资金	371	300	418	1027	1441	营业成本	818	920	1401	2863	3648
应收账款	547	809	1048	1658	2122	营业税金及附加	6	11	13	26	34
其他应收款	27	28	43	85	109	营业费用	117	144	191	310	389
预付款项	18	20	25	33	44	管理费用	71	78	111	189	237
存货	168	182	269	549	700	财务费用	3	-2	-2	-7	-12
其他流动资产	2	1	1	1	1	资产减值损失	10.94	14.30	15.00	15.00	15.00
非流动资产合计	417	642	695	757	758	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	53	53	53	53	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	76.86	266.55	379.03	469.48	519.87	营业利润	93	98	183	386	530
无形资产	98	134	120	108	97	营业外收入	6.85	5.89	6.00	6.00	6.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.15	0.62	1.00	1.00	1.00
资产总计	1564	2009	2530	4172	5254	利润总额	99	103	188	391	535
流动负债合计	815	1078	1412	2814	3567	所得税	12	14	23	47	64
短期借款	50	52	0	0	0	净利润	87	89	165	344	471
应付账款	468	660	959	1961	2499	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	10	24	24	24	24	归属母公司净利润	87	88	165	344	471
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	202	241	214	416	556
非流动负债合计	14	50	50	50	50	BPS (元)	0.92	0.32	0.50	1.05	1.44
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	829	1128	1462	2864	3617	成长能力					
少数股东权益	3	2	2	2	2	营业收入增长	22.60%	12.93%	51.51%	97.79%	27.99%
实收资本(或股本)	108	280	351	351	351	营业利润增长	3.69%	5.57%	87.17%	110.92	37.40%
资本公积	238	168	168	168	168	归属于母公司净利润	88.23%	107.96	88.23%	107.96	36.92%
未分配利润	353	397	446	549	690	获利能力					
归属母公司股东权	733	879	1066	1306	1636	毛利率(%)	30.75%	26.81%	27.10%	26.74%	24.30%
负债和所有者权	1564	2009	2530	4172	5254	净利率(%)	7.80%	7.01%	8.64%	9.09%	9.72%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	5.59%	4.37%	6.53%	8.24%	8.96%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.94%	9.99%	15.51%	26.31%	28.77%
经营活动现金流	30	42	248	819	598	偿债能力					
净利润	87	89	165	344	471	资产负债率(%)	53%	56%	58%	69%	69%
折旧摊销	107.18	145.78	0.00	25.76	27.71	流动比率	1.41	1.27	1.30	1.21	1.26
财务费用	3	-2	-2	-7	-12	速动比率	1.20	1.10	1.11	1.02	1.06
应收账款减少	-175	-262	-239	-610	-464	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.87	0.71	0.84	1.13	1.03
投资活动现金流	-206	-195	-101	-115	-55	应收账款周转率	2	2	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.95	2.24	2.36	2.59	2.17
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.92	0.32	0.50	1.05	1.44
筹资活动现金流	221	94	-29	-96	-129	每股净现金流(最新	0.42	-0.21	0.34	1.73	1.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	6.77	3.14	3.04	3.72	4.66
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	26	172	71	0	0	P/E	31.33	90.06	57.16	27.48	20.07
资本公积增加	218	-70	0	0	0	P/B	4.25	9.17	9.49	7.74	6.18
现金净增加额	46	-58	118	608	414	EV/EBITDA	13.83	32.41	45.27	21.83	15.59

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。