

增持

——维持

日期：2018 年 1 月 8 日

行业：机械设备-锂电设备



分析师：邵锐

Tel：021-53686137

E-mail：shaorui@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513050001

研究助理：倪瑞超

Tel：021-53686179

E-mail：niruichao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116070010

基本数据（最新）

报告日股价（元）	56.67
12mth 股价格区间（元）	38.58-84.00
流通股本/总股本（亿股）	0.85/1.18
流通市值/总市值（亿元）	48.19/66.79

主要股东（最新）

万国江	19.14%
唐芬	4.40%

报告编号：NRC17-CT93

首次报告日期：2017 年 12 月 21 日

相关报告：20171221 首次覆盖报告：锂电正极材料产能持续扩张，锂电设备外延打造前段设备供应能力

科恒股份（300340）

证券研究报告 / 公司研究 / 公司动态

布局正极材料上游，正极材料产能持续扩张

■ 动态事项

公司发布对外投资公告，以自有资金 3,000 万元人民币通过投资宁波源纵实现对天津茂联的投资。

■ 事项点评

● **投资天津茂联，主营铜、钴、镍等产品。**科恒股份投资通过受让刘泽刚先生、韦强先生在宁波源纵的份额，实现了对宁波源纵4.72%的持股比例，而宁波源纵持有天津茂联的50.25%的股权。天津茂联目前主要生产和销售阴极铜、精致氯化钴及电解镍等产品，拟在现有产品的基础上进一步开发粗制氢氧化钴、精制硫酸钴、精制硫酸镍、三元前驱体等产品。天津茂联一期达产后具备年产4,800金吨钴产品（六水氯化钴、七水硫酸钴），21,600金吨铜产品（电解铜）、8,400金吨镍产品（6000金吨电解镍、2400金吨硫酸镍）能力；二期具备年产8,000金吨钴产品，25,000金吨铜产品、14,000金吨镍产品能力。

● **投资对业绩影响有限，但未来有望稳定正极材料的原料供应。**2017 年1-7月份天津茂联实现营业收入14.93亿元，净利润-104万元。本次投资以后，公司仅持有宁波源纵4.72%的股权，预计整体对公司业绩影响有限。锂电正极材料占电池成本30%左右，正极材料主流材料包括钴酸锂和三元材料，钴酸锂主要应用于消费电子、三元材料主要应用于动力电池。钴酸锂的主要原料包括四氧化三钴、锂，三元材料主要原料包括硫酸钴、硫酸镍、硫酸锰。根据高工锂电数据，1吨NCM(523、622、811、NCA)需要的硫酸镍量为(0.91、1.36、1.63、2.19吨)。1吨钴酸锂需要钴的氧化物为0.83吨，1吨NCM(523、622、811、NCA)需要硫酸钴量为(0.60、0.61、0.32、0.49吨)。钴价格持续上涨，其中硫酸钴价最新价格为112.5元/kg，四氧化三钴价格为395元/kg。硫酸镍价格稳步上涨，最新价格为26.5元/kg。科恒股份的锂电正极材料包括钴酸锂和三元材料，公司通过布局上游的钴和镍原料，有望稳定公司的原料供应。

● **锂电正极材料产能持续扩张，向高端产品发展。**公司目前正极材料产能情况如下：江门 500 吨/月，钴酸锂和三元 523 约各一半；英德约 300 吨/月，均为动力三元 523、622。公司未来计划进行正极材料的产能扩张：计划在英德建设二期，规划为 5000 吨/年的动力三元和约 3000 吨/年的高电压钴酸锂。公司未来将会将正极材料产品做齐全，逐步向高端升级，目前高端产品 811 及 NCA 均处于中试阶段。目前公司正极材料的动力电池客户包括国能、福斯特；消费电子客户包括光宇等。

■ **投资建议。**暂不考虑万家设备，预测公司 2017/2018/2019 年销售收入为 24.48、40.42、56.22 亿元。归母净利润 2.30、2.91、4.64 亿元，EPS 为 1.95、2.47、3.94 元。对应的 PE 为 29、22.9、14.4 倍。维持公司“增持”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧、下游动力电池产能扩张不及预期。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

表 1 公司盈利预测结果

区分	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入：百万元	786.99	2447.56	4041.50	5622.00
增长率 YOY	101.11%	211.00%	65.12%	39.11%
归母净利润：百万元	33.59	230.24	291.05	463.97
增长率 YOY	145.19%	585.53%	26.41%	59.42%
EPS(元)	0.28	1.95	2.47	3.94
PE（倍）	198.9	29.0	22.9	14.4

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2018/1/8）

表 2 行业内公司估值对比

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS（元）				PE（倍）			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
杉杉股份	600884	211.42	18.83	0.40	0.66	0.83	1.02	51.2	31.1	24.7	20.0
先导智能	300450	260.12	59.10	0.71	1.32	2.29	3.47	89.1	48.1	27.7	18.3
璞泰来	603659	233.49	53.96	0.82	1.14	1.59	2.02	67.2	48.3	34.6	27.1
科恒股份	300340	63.28	53.69	0.28	1.95	2.47	3.94	198.9	29.0	22.9	14.4

数据来源：WIND 上海证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	215	367	606	843
存货	446	1,009	1,357	1,926
应收账款及票据	517	707	1,314	1,497
其他	113	306	314	508
流动资产合计	1,291	2,389	3,591	4,775
长期股权投资	168	168	168	168
固定资产	190	129	193	91
在建工程	0	100	0	0
无形资产	53	63	56	48
其他	420	420	419	419
非流动资产合计	831	880	835	725
资产总计	2,121	3,269	4,426	5,500
短期借款	125	137	494	186
应付账款及票据	390	1,177	1,371	2,164
其他	319	435	744	862
流动负债合计	834	1,748	2,609	3,212
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	834	1,748	2,609	3,212
少数股东权益	1	2	2	2
股东权益合计	1,287	1,521	1,816	2,287
负债和股东权益总计	2,121	3,269	4,426	5,500

现金流量表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2	181	(82)	526
投资活动现金流	(287)	(43)	(35)	15
融资活动现金流	252	14	356	(304)
净现金流	(33)	152	239	237

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	787	2,448	4,042	5,622
营业成本	679	1,976	3,253	4,465
营业税金及附加	4	10	16	22
营业费用	20	64	105	146
管理费用	57	186	299	405
财务费用	0	0	6	2
资产减值损失	7	32	40	56
投资收益	12	70	10	10
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他收益	0	3	3	3
营业利润	32	253	335	539
营业外收支净额	4	6	6	6
利润总额	35	259	341	545
所得税	1	28	50	80
净利润	34	231	291	464
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	34	230	291	464

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	101%	211%	65%	39%
净利润增长率	141%	581%	26%	59%
毛利率	14%	19%	20%	21%
净利率	4%	9%	7%	8%
资产负债率	39%	53%	59%	58%
流动比率	1.55	1.37	1.38	1.49
速动比率	0.95	0.76	0.84	0.87
总资产回报率（ROA）	2%	8%	8%	10%
净资产收益率（ROE）	3%	15%	16%	20%
PE	198.9	29.0	22.9	14.4
PB	5.2	4.4	3.7	2.9

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2018/1/8）

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。