

百利科技 (603959)

证券研究报告

2018年10月29日

拟现金收购韩泰克 60%股权，打开国际正负极整线巨大空间

百利科技于 2018 年 10 月 25 日与韩国企业韩泰克签订了《股权转让意向书》，韩泰克拟分立为两个公司，将其现有锂离子电池正、负极材料产线设备的专业设计和制造涉及的所有相关资产、人员、专利技术、销售渠道剥离注入标的公司。公司拟以现金方式收购其大股东孙英根、文美姬持有的标的公司 60% 的股权。

1、本次交易的重要细节：1) 时点：韩泰克应当于 2019 年 1 月 31 日前正式成立标的公司；2) 百利暂以现金方式收购标的公司 60% 的股权，不对股份构成稀释；3) 本次股权转让完成后的 3 年内，百利将任命董事长 1 名，韩泰克大股东孙英根任命总经理 1 名，也即公司治理以百利为主、双方采取合作模式。

2、收购韩泰克意义重大，标志着正极产线整包国内外龙头强强联合：韩泰克近 20 年来先后与优美科（韩国）、三星 SDI、LG 化学、L&F、ECOPRO、POSCO、COSMO 等知名的锂电池材料企业合作，积累了丰富的行业经验。

3、公司目前主要潜在项目进展顺利，逐步夯实其在国内正负极材料加工设备及解决方案领域的绝对龙头地位，我们重申推荐观点：

动力锂电三元正极材料高镍化势不可挡，高镍产能非常紧张。高镍三元成为电池厂未来的主流选择。高镍三元的电芯能量密度更高。根据真锂研究的预测，如果采用三元 811+石墨，领先厂商 2018 年有望做到 250wh/kg。国内目前高镍正极材料有效产能有限，考虑产能爬坡及出口等因素在内，几乎没有富余产能。未来高镍有望迎来扩产高峰，本年度至少达到 12 万吨的扩产量。

正极材料生产为复杂的气固相反应及复杂粉体处理工程项目，单位投资量巨大。高镍三元相对于传统三元材料而言，在加工上有较大区别，主要是：1) 必须用氢氧化锂，但氢氧化锂腐蚀性更强；2) 必须使用氧气炉以避免阳离子混排；3) 高镍材料吸水性更强，因而在通风除湿干燥等方面的配套设备需求更大；4) 对于控制磁性异物的要求更高，需要配套大量除铁设备，且对生产厂房进行特殊改造。高镍的单位投资水平很高，每万吨投资额在 6~7.7 亿元之间，多数为设备投资。

公司在正极生产领域积淀多年，锂电客户结构十分优异。主要客户包括当升、巴莫、杉杉、盟固利、贝特瑞等产量较大的正极材料厂商。公司被收购以来，从设备到整线 EPC 拓展，订单体量大幅提升。目前在手订单超过 20 亿，第三方产线 EPC 提供商在工程经验、集中采购等方面的优势越来越突出，未来有望成为电池材料领域的主流模式。

4、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别达到 13.98、24.97、30.67 亿元，归母净利润分别为 2.5、4.81、6.23 亿元，目前股价对应 PE 分别为 16.2、8.4、6.5X，维持买入评级！

风险提示：新能源政策重大调整，正极产能扩张不达预期，收购未顺利完成

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.90 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	313.60
流通 A 股股本(百万股)	148.96
A 股总市值(百万元)	4,045.44
流通 A 股市值(百万元)	1,921.58
每股净资产(元)	3.30
资产负债率(%)	60.06
一年内最高/最低(元)	38.50/11.00

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《百利科技-首次覆盖报告:高镍正极风起，国内稀缺的锂电正极材料整线龙头》 2018-08-28

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	769.37	596.92	1,398.36	2,497.34	3,066.73
增长率(%)	70.80	(22.41)	134.26	78.59	22.80
EBITDA(百万元)	145.32	160.63	355.72	662.80	816.36
净利润(百万元)	106.43	108.51	249.75	481.11	623.49
增长率(%)	42.15	1.96	130.16	92.64	29.60
EPS(元/股)	0.34	0.35	0.80	1.53	1.99
市盈率(P/E)	38.01	37.28	16.20	8.41	6.49
市净率(P/B)	4.62	4.22	3.17	2.38	1.78
市销率(P/S)	5.26	6.78	2.89	1.62	1.32
EV/EBITDA	44.25	45.58	14.27	7.46	5.66

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	311.12	132.76	111.87	199.79	245.34	营业收入	769.37	596.92	1,398.36	2,497.34	3,066.73
应收账款	740.63	790.52	2,083.88	1,454.01	2,294.21	营业成本	543.25	365.11	874.20	1,567.97	1,929.35
预付账款	53.39	60.49	150.47	227.07	283.58	营业税金及附加	5.14	6.24	13.98	24.97	30.67
存货	211.26	242.76	574.87	918.94	892.27	营业费用	6.03	5.72	34.96	59.94	73.60
其他	410.59	728.24	764.33	1,987.78	1,812.46	管理费用	53.85	56.93	111.87	174.81	214.67
流动资产合计	1,726.99	1,954.78	3,685.42	4,787.59	5,527.87	财务费用	22.47	27.30	65.44	95.53	78.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	25.36	12.66	16.71	18.24	15.87
固定资产	47.25	45.95	66.38	106.90	146.47	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	投资净收益	1.26	1.17	1.20	1.20	1.20
无形资产	15.36	34.04	29.71	25.39	21.07	其他	(2.53)	(2.48)	(2.40)	(2.40)	(2.40)
其他	55.33	198.02	198.44	197.90	197.97	营业利润	114.53	124.25	282.40	557.07	725.31
非流动资产合计	117.94	278.01	330.54	399.79	437.27	营业外收入	11.16	6.35	12.14	9.88	9.45
资产总计	1,844.93	2,232.79	4,015.96	5,187.39	5,965.14	营业外支出	0.02	2.09	0.71	0.94	1.25
短期借款	100.00	270.00	862.64	993.77	708.64	利润总额	125.68	128.50	293.82	566.01	733.52
应付账款	318.68	414.25	1,046.27	1,440.20	1,945.09	所得税	19.25	19.99	44.07	84.90	110.03
其他	398.19	505.54	624.49	1,048.26	1,038.08	净利润	106.43	108.51	249.75	481.11	623.49
流动负债合计	816.86	1,189.79	2,533.40	3,482.23	3,691.81	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	152.25	79.20	205.27	4.62	0.00	归属于母公司净利润	106.43	108.51	249.75	481.11	623.49
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.34	0.35	0.80	1.53	1.99
其他	0.52	5.30	2.16	2.66	3.38						
非流动负债合计	152.77	84.50	207.44	7.29	3.38						
负债合计	969.63	1,274.29	2,740.84	3,489.51	3,695.18						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
股本	224.00	224.00	313.60	313.60	313.60	成长能力					
资本公积	270.05	270.05	270.05	270.05	270.05	营业收入	70.80%	-22.41%	134.26%	78.59%	22.80%
留存收益	651.30	734.50	961.52	1,384.27	1,956.35	营业利润	71.32%	8.48%	127.29%	97.26%	30.20%
其他	(270.05)	(270.05)	(270.05)	(270.05)	(270.05)	归属于母公司净利润	42.15%	1.96%	130.16%	92.64%	29.60%
股东权益合计	875.30	958.50	1,275.12	1,697.87	2,269.95	获利能力					
负债和股东权益总	1,844.93	2,232.79	4,015.96	5,187.39	5,965.14	毛利率	29.39%	38.83%	37.48%	37.21%	37.09%
						净利率	13.83%	18.18%	17.86%	19.26%	20.33%
						ROE	12.16%	11.32%	19.59%	28.34%	27.47%
						ROIC	17.92%	14.71%	22.05%	24.04%	26.32%
						偿债能力					
						资产负债率	52.56%	57.07%	68.25%	67.27%	61.95%
						净负债率	31.49%	32.21%	45.76%	84.93%	94.70%
						流动比率	2.11	1.64	1.45	1.37	1.50
						速动比率	1.86	1.44	1.23	1.11	1.26
						营运能力					
						应收账款周转率	1.19	0.78	0.97	1.41	1.64
						存货周转率	4.17	2.63	3.42	3.34	3.39
						总资产周转率	0.51	0.29	0.45	0.54	0.55
						每股指标(元)					
						每股收益	0.34	0.35	0.80	1.53	1.99
						每股经营现金流	-0.18	-0.90	-1.89	1.17	1.59
						每股净资产	2.79	3.06	4.07	5.41	7.24
						估值比率					
						市盈率	38.01	37.28	16.20	8.41	6.49
						市净率	4.62	4.22	3.17	2.38	1.78
						EV/EBITDA	44.25	45.58	14.27	7.46	5.66
						EV/EBIT	46.93	48.36	14.60	7.57	5.75

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com