

# 百利科技 (603959)

证券研究报告

2019年03月06日

## 中标当升科技锂电正极总包大单，高镍整线龙头势不可挡

### 公司中标当升科技 2 万吨锂电正极总包项目，合同金额达 9.65 亿

公司 3 月 5 日发布重大合同中标公告，中标当升科技年产 2 万吨锂电正极材料智能工厂设计、采购、施工工程总承包（EP 一体化）项目，中标价 9.65 亿，为公司 2017 年总收入的 61.64%。项目中标为 2019 年业绩稳进奠定了坚实基础。

### 获得国内一流客户认可，受益三元材料高镍化趋势，整线一体化大有可为

当升科技是国内正极材料龙头企业，2018 年 8 月公告建设 10 万吨锂电新材料产能，此次百利锂电中标的 9.65 亿合同为其第一阶段的 2 万吨产能建设项目。采用整线交付模式，有助于加快工程进度，缩短工期，迅速缓解材料企业的产能瓶颈，在材料企业加速扩张产能的背景下，公司整线模式的工期优势、经验优势将愈发明显。

### 锂电材料产线整体解决方案龙头，客户结构持续升级

公司 2017 年 9 月收购南大紫金，进军锂电材料行业。南大紫金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、贝特瑞等主流正极材料厂商。锂离子电池正极材料智能产线和设备业务领域公司布局快速，业务发展迅速，作为新的利润增长点，其经验优势、技术优势及成本优势日益明显。

### 锂电三元材料高镍化势不可挡，产能亟待扩张

根据真锂研究的预测，采用三元 811+石墨，领先厂商能量密度有望做到 250wh/kg，锂电三元材料高镍化正成为电池厂的主流选择。而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，几乎没有富余产能。未来高镍将迎扩产高峰。百利科技作为稀有的产线整包商，将显著获益于当升科技等锂电材料龙头的产能扩张。

**盈利预测与投资评级：**考虑到锂电行业需求不及预期，我们降低了对公司 2018-2020 年营业收入的预测，由 13.98、24.97、30.67 亿元分别下降到 11.17、21.86、29.12 亿元，对归母净利润的预测从 2.5、4.81、6.23 亿元分别下降到 1.52、3.31、4.40 亿，与之对应 PE 上升，由 15.32、7.95、6.14X 倍分别提高至 47.1、21.7、16.3X 倍，持续重点推荐，维持“买入”评级。

**风险提示：**锂电材料需求不及预期，公司订单交付及收入确认不及预期，下游客户招标不及预期，行业竞争加剧等

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	769.37	596.92	1,117.49	2,186.30	2,911.99
增长率(%)	70.80	(22.41)	87.21	95.64	33.19
EBITDA(百万元)	145.32	160.63	213.59	449.16	599.22
净利润(百万元)	106.43	108.51	152.41	331.17	439.69
增长率(%)	42.15	1.96	40.45	117.29	32.77
EPS(元/股)	0.34	0.35	0.49	1.06	1.40
市盈率(P/E)	67.42	66.12	47.08	21.67	16.32
市净率(P/B)	8.20	7.49	6.05	4.86	3.81
市销率(P/S)	9.33	12.02	6.42	3.28	2.46
EV/EBITDA	44.25	45.58	35.75	17.57	13.27

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	22.88 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)	7,175.17
流通 A 股市值(百万元)	3,408.20
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	60.89
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

**曾帅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070006  
zengshuai@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

- 《百利科技-公司点评:债转股大幅降低传统业务应收负担，锂电正极产线业务再签大订单》 2018-11-29
- 《百利科技-季报点评:百利科技：Q3 业绩符合预期，预收款继续大幅增长》 2018-10-31
- 《百利科技-公司点评:拟现金收购韩泰克 60%股权，打开国际正负极整线巨大空间》 2018-10-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	311.12	132.76	89.40	174.90	232.96
应收账款	740.63	790.52	1,816.97	2,069.79	2,702.65
预付账款	53.39	60.49	111.36	232.95	273.75
存货	211.26	242.76	667.18	1,239.43	1,366.32
其他	410.59	728.24	1,014.13	1,949.66	1,866.15
<b>流动资产合计</b>	<b>1,726.99</b>	<b>1,954.78</b>	<b>3,699.03</b>	<b>5,666.74</b>	<b>6,441.83</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	47.25	45.95	66.38	106.90	146.47
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	15.36	34.04	29.71	25.39	21.07
其他	55.33	198.02	198.44	197.90	197.97
<b>非流动资产合计</b>	<b>117.94</b>	<b>278.01</b>	<b>330.54</b>	<b>399.79</b>	<b>437.27</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,844.93</b>	<b>2,232.79</b>	<b>4,029.57</b>	<b>6,066.53</b>	<b>6,879.10</b>
短期借款	100.00	270.00	380.33	648.57	752.00
应付账款	318.68	414.25	1,024.25	1,793.25	2,050.33
其他	398.19	505.54	1,342.38	2,002.46	2,049.27
<b>流动负债合计</b>	<b>816.86</b>	<b>1,189.79</b>	<b>2,746.96</b>	<b>4,444.28</b>	<b>4,851.59</b>
长期借款	152.25	79.20	93.82	141.95	143.05
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.52	5.30	2.16	2.66	3.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>152.77</b>	<b>84.50</b>	<b>95.98</b>	<b>144.61</b>	<b>146.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>969.63</b>	<b>1,274.29</b>	<b>2,842.93</b>	<b>4,588.90</b>	<b>4,998.02</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	224.00	224.00	313.60	313.60	313.60
资本公积	270.05	270.05	270.05	270.05	270.05
留存收益	651.30	734.50	873.04	1,164.04	1,567.48
其他	(270.05)	(270.05)	(270.05)	(270.05)	(270.05)
<b>股东权益合计</b>	<b>875.30</b>	<b>958.50</b>	<b>1,186.64</b>	<b>1,477.64</b>	<b>1,881.08</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,844.93</b>	<b>2,232.79</b>	<b>4,029.57</b>	<b>6,066.53</b>	<b>6,879.10</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	106.43	108.51	152.41	331.17	439.69
折旧摊销	8.33	9.25	7.89	10.21	12.60
财务费用	23.15	27.28	37.82	58.28	77.54
投资损失	(1.26)	(1.17)	(1.20)	(1.20)	(1.20)
营运资金变动	(333.03)	(301.27)	(254.55)	(474.83)	(427.27)
其它	138.99	(123.71)	0.00	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(57.39)</b>	<b>(281.12)</b>	<b>(57.64)</b>	<b>(76.38)</b>	<b>101.36</b>
资本支出	4.60	165.51	63.14	79.50	49.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(96.54)	(202.34)	(121.94)	(158.30)	(98.09)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(91.94)</b>	<b>(36.84)</b>	<b>(58.80)</b>	<b>(78.80)</b>	<b>(48.80)</b>
债权融资	349.75	558.00	593.16	932.30	1,051.58
股权融资	285.40	(27.30)	51.78	(58.28)	(77.54)
其他	(344.37)	(308.70)	(571.87)	(633.33)	(968.55)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>290.78</b>	<b>221.99</b>	<b>73.08</b>	<b>240.68</b>	<b>5.49</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>141.45</b>	<b>(95.96)</b>	<b>(43.36)</b>	<b>85.50</b>	<b>58.06</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>769.37</b>	<b>596.92</b>	<b>1,117.49</b>	<b>2,186.30</b>	<b>2,911.99</b>
营业成本	543.25	365.11	712.13	1,429.96	1,914.43
营业税金及附加	5.14	6.24	11.17	21.86	29.12
营业费用	6.03	5.72	27.94	52.47	69.89
管理费用	53.85	56.93	111.75	214.91	282.46
财务费用	22.47	27.30	37.82	58.28	77.54
资产减值损失	25.36	12.66	50.00	29.34	30.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.26	1.17	1.20	1.20	1.20
其他	(2.53)	(2.48)	(2.40)	(2.40)	(2.40)
<b>营业利润</b>	<b>114.53</b>	<b>124.25</b>	<b>167.88</b>	<b>380.67</b>	<b>509.08</b>
营业外收入	11.16	6.35	12.14	9.88	9.45
营业外支出	0.02	2.09	0.71	0.94	1.25
<b>利润总额</b>	<b>125.68</b>	<b>128.50</b>	<b>179.31</b>	<b>389.61</b>	<b>517.29</b>
所得税	19.25	19.99	26.90	58.44	77.59
<b>净利润</b>	<b>106.43</b>	<b>108.51</b>	<b>152.41</b>	<b>331.17</b>	<b>439.69</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>106.43</b>	<b>108.51</b>	<b>152.41</b>	<b>331.17</b>	<b>439.69</b>
每股收益(元)	0.34	0.35	0.49	1.06	1.40

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	70.80%	-22.41%	87.21%	95.64%	33.19%
营业利润	71.32%	8.48%	35.12%	126.74%	33.73%
归属于母公司净利润	42.15%	1.96%	40.45%	117.29%	32.77%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.39%	38.83%	36.27%	34.59%	34.26%
净利率	13.83%	18.18%	13.64%	15.15%	15.10%
ROE	12.16%	11.32%	12.84%	22.41%	23.37%
ROIC	17.92%	14.71%	13.04%	22.65%	22.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.56%	57.07%	70.55%	75.64%	72.66%
净负债率	31.49%	32.21%	49.17%	146.20%	185.09%
流动比率	2.11	1.64	1.35	1.28	1.33
速动比率	1.86	1.44	1.10	1.00	1.05
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.19	0.78	0.86	1.13	1.22
存货周转率	4.17	2.63	2.46	2.29	2.24
总资产周转率	0.51	0.29	0.36	0.43	0.45
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.34	0.35	0.49	1.06	1.40
每股经营现金流	-0.18	-0.90	-0.18	-0.24	0.32
每股净资产	2.79	3.06	3.78	4.71	6.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	67.42	66.12	47.08	21.67	16.32
市净率	8.20	7.49	6.05	4.86	3.81
EV/EBITDA	44.25	45.58	35.75	17.57	13.27
EV/EBIT	46.93	48.36	37.12	17.97	13.55

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