

2019 年 04 月 26 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

[zhouershu@dwzq.com.cn](mailto:zhouershu@dwzq.com.cn)

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

## 业绩略低于预期, 收购誉辰+诚捷有望增加协同效应

### 买入 (维持)

**事件 1:** 公司发布 2018 年年报, 全年实现营收 22.02 亿元, 同比+6.88%; 实现归母净利润 5790.83 万元, 同比-52.69%; 实现扣非归母净利润 5033.39 万元, 同比-51.93%。每 10 股派息 1 元 (含税)。

**事件 2:** 公司发布 2019 年一季报, 实现营收 3.82 亿元, 同比-37.21%; 实现归母净利润 2228.04 万元, 同比-21.48%; 实现扣非归母净利润 498.03 万元, 同比-82.65%。主要系正极材料价格大幅下降影响。

#### 投资要点

#### ■ 主营收入稳健增长, 正极材料毛利率承压引起业绩下滑:

公司 2018 年营收 22.02 亿元, 同比+6.88%, 主要受益于正极材料业务规模增长。公司 2018 年实现归母净利润 0.58 亿元, 同比-52.69%, 主要原因是正极材料毛利率降低以及投资收益减少。

分业务来看, 锂电池正极材料 2018 年实现收入 14.61 亿元, 同比+17.90%; 锂电池设备 2018 年实现收入 5.97 亿元, 同比-12.86%; 稀土发光材料实现收入 0.93 亿元, 同比+0.69%。

#### ■ 盈利能力下滑, 期间费用小幅改善

公司 2018 综合毛利率 15.66%, 同比-2.37pct, 有所下滑; 分业务来看, 正极材料 8.89%, 同比-3.01pct; 锂电设备毛利率 30.72%, 同比+1.19pct, 有所增加。销售净利率 2.64%, 同比-3.32pct; 加权 ROE 为 4.04%, 同比-4.98pct。毛利率下滑原因主要是由于 2018 年正极材料价格随原材料钴价的下跌而持续下降。我们认为随着正极材料价格的企稳和公司产品结构逐渐向高端升级 (高镍 811), 公司的三元正极材料有望进入一线厂商的供应链体系, 盈利能力有望回升, 2019 年业绩有望企稳。

2018 年期间费用率合计 12.10%, 同比-0.02pct; 其中销售费用率 1.77%, 同比-0.87pct; 管理费用率 (含研发费用) 7.58%, 同比-1.22pct; 财务费用率 2.75%, 同比+2.07pct, 主要是银行贷款增加导致利息费用支出大幅增加所致。

#### ■ 公司拟收购誉辰自动化与诚捷智能, 具备整线能力将产生协同效应

公司拟通过发行股份并以 4.5 亿收购注液设备标的誉辰自动化, 以 6.5 亿收购卷绕设备标的诚捷智能。誉辰的产品为电芯生产的中后段设备, 诚捷智能的产品主要为电芯生产的中段核心设备。我们认为收购成功后科恒有望打通整个锂电池生产线, 两家标的公司可与浩能科技的前道设备业务形成良好的协同效应, 进一步提升科恒在锂电设备领域的竞争力。

#### ■ 浩能科技携手擎动科技, 布局氢燃料电池设备领域

科恒股份全资子公司浩能科技与苏州擎动科技于 4 月就双方在膜电极项目设备研发、业务开展等达成了框架性协议。擎动科技是一家氢燃料电池核心组件膜电极的制造商, 具有丰富的市场开发、商业运营、生产管理的经验。此次合作有利于浩能科技氢燃料电池领域设备研发能力的提升及业务的开展, 相应拓宽浩能科技产品范围, 对公司核心竞争力提升有积极影响。

**盈利预测与投资评级:** 若不考虑此次收购因素, 预计公司 2019-2020 年净利润分别为 1.1/1.5 亿, 对应当前股价 PE 为 35/25X; 若考虑此次收购, 预计公司 2019-2020 年备考净利润分别为 2.15/2.75 亿, 对应当前股价 PE 为 21/17X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 行业竞争加剧, 收购后协同效应不及预期, 氢燃料电池发展不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	18.01
一年最低/最高价	11.00/26.91
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	2756.16

#### 基础数据

每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	60.15
总股本(百万股)	212.14
流通 A 股(百万股)	153.03

#### 相关研究

- 1、《科恒股份 (300340): 收购誉辰+诚捷预案公布, 向中后段设备领域延伸》2019-03-04
- 2、《科恒股份 (300340): 2018 年正极材料承压, 2019 年设备材料将齐发力》2019-01-31
- 3、《科恒股份 (300340): 拟收购誉辰自动化和诚捷智能, 向中后段设备领域延伸》2018-11-27

## 1. 主营收入稳健增长，正极材料毛利率承压引起业绩下滑

公司 2018 年营收 22.02 亿元，同比+6.88%，主要受益于正极材料业务规模增长。公司 2018 年实现归母净利润 0.58 亿元，同比-52.69%，主要原因是正极材料毛利率降低以及投资收益减少。

分业务来看，锂电池正极材料 2018 年实现收入 14.61 亿元，同比+17.90%；锂电池设备 2018 年实现收入 5.97 亿元，同比-12.86%；稀土发光材料实现收入 0.93 亿元，同比+0.69%。公司自主研发的高镍三元材料 811 系正极材料产品正式量产，订单量快速增长；全资子公司浩能科技推出新型高速挤压涂布机和激光极耳切割机，布局燃料电池产业，成功推出燃料电池正负极涂布机。

## 2. 盈利能力下滑，期间费用小幅改善

公司 2018 综合毛利率 15.66%，同比-2.37pct，有所下滑；分业务来看，正极材料 8.89%，同比-3.01pct；锂电设备毛利率 30.72%，同比+1.19pct，有所增加。销售净利率 2.64%，同比-3.32pct；加权 ROE 为 4.04%，同比-4.98pct。毛利率下滑原因主要是由于 2018 年正极材料价格随原材料钴价的下跌而持续下降。我们认为随着正极材料价格的企稳和公司产品结构逐渐向高端升级（高镍 811），公司的三元正极材料有望进入一线厂商的供应链体系，盈利能力有望回升，2019 年业绩有望企稳。

2018 年期间费用率合计 12.10%，同比-0.02pct；其中销售费用率 1.77%，同比-0.87pct，主要系差旅费和工资福利费支出减少所致；管理费用率（含研发费用）7.58%，同比-1.22pct，主要系工资福利费支出减少所致；财务费用率 2.75%，同比+2.07pct，主要是银行贷款增加导致利息费用支出大幅增加所致。总体来看公司期间费用率由于管理费用与销售费用管控较好而略微下降。公司在研发方面继续保持较大力度，2018 年研发费用支出 9429 万元，占营业总收入 4.28%，同比+3.30%。

## 3. 公司拟收购誉辰自动化与诚捷智能，具备整线能力将产生协同效应

公司拟通过发行股份并以 4.5 亿收购注液设备标的誉辰自动化，以 6.5 亿收购卷绕设备标的诚捷智能。誉辰自动化与诚捷智能承诺 2018/2019/2020 年实现扣非净利润分别不低于 3000/4000/5000 万元和 3500/6500/7500 万元。若能够实现该利润承诺，则会大幅提升科恒股份盈利能力。

誉辰的产品为电芯生产的中后段设备，目前主要为动力电池企业提供锂电池的专业化组装及测试自动化设备。通过强调对设备结构设计、标准化、模组集成等环节的优化，

誉辰成功应用自动化设备实现生产线整合与生产工艺流程改善，实现产能利用率达100%。诚捷智能的产品主要为电芯生产的中段核心设备，包括锂电、超电行业全自动制片、卷绕设备。目前诚捷智能的卷绕设备在电解电容领域市场份额已经超过60%，在超级电容器领域超过了50%，在锂电领域占比达30%以上。我们认为收购成功后科恒有望打通整个锂电池生产线，两家标的公司可与浩能科技的前道设备业务形成良好的协同效应，进一步提升科恒在锂电设备领域的竞争力。

#### 4. 浩能科技携手擎动科技，布局氢燃料电池设备领域

科恒股份全资子公司浩能科技与苏州擎动科技于4月就双方在膜电极项目设备研发、业务开展等达成了框架性协议。擎动科技是一家氢燃料电池核心组件膜电极的制造商，具有丰富的市场开发、商业运营、生产管理的经验。此次合作有利于浩能科技氢燃料电池领域设备研发能力的提升及业务的开展，相应拓宽浩能科技产品范围，对公司核心竞争力提升有积极影响。若氢燃料电池行业能够取得突破性进展，不仅可以给公司提供新的业绩增长点，未来也有望显著降低锂电池行业波动对公司带来的影响。

#### 5. 盈利预测与投资评级

若不考虑此次收购因素，预计公司2019-2020年净利润分别为1.1/1.5亿，对应当前股价PE为35/25X；若考虑此次收购，预计公司2019-2020年备考净利润分别为2.15/2.75亿，对应当前股价PE为21/17X，维持“买入”评级。

#### 6. 风险提示

行业竞争加剧，收购后协同效应不及预期，氢燃料电池发展不及预期。

科恒股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2276</b>	<b>3538</b>	<b>4089</b>	<b>4521</b>	<b>营业收入</b>	<b>2202</b>	<b>3714</b>	<b>4282</b>	<b>4851</b>
现金	357	300	368	322	减:营业成本	1857	2972	3399	3811
应收账款	1043	1730	1994	2259	营业税金及附加	7	19	21	24
存货	754	1303	1490	1671	营业费用	39	111	128	146
其他流动资产	122	206	237	269	管理费用	177	358	401	454
<b>非流动资产</b>	<b>1340</b>	<b>1523</b>	<b>1657</b>	<b>1735</b>	财务费用	61	37	51	55
长期股权投资	234	234	234	234	资产减值损失	33	0	0	0
固定资产	395	582	718	799	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	44	67	72	59	其他收益	35	3	3	3
无形资产	90	87	84	81	<b>营业利润</b>	<b>63</b>	<b>220</b>	<b>284</b>	<b>364</b>
其他非流动资产	577	554	550	562	加:营业外净收支	-7	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>3616</b>	<b>5062</b>	<b>5746</b>	<b>6256</b>	<b>利润总额</b>	<b>56</b>	<b>228</b>	<b>292</b>	<b>372</b>
<b>流动负债</b>	<b>1879</b>	<b>3151</b>	<b>3613</b>	<b>3839</b>	减:所得税费用	-2	11	15	19
短期借款	413	706	897	881	少数股东损益	0	2	3	4
应付账款	1114	1792	2049	2297	<b>归属母公司净利润</b>	<b>58</b>	<b>215</b>	<b>275</b>	<b>349</b>
其他流动负债	351	653	667	661	EBIT	132	257	335	419
<b>非流动负债</b>	<b>294</b>	<b>294</b>	<b>294</b>	<b>294</b>	EBITDA	174	306	399	498
长期借款	100	100	100	100					
其他非流动负债	194	194	194	194	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2173</b>	<b>3445</b>	<b>3907</b>	<b>4133</b>	每股收益(元)	0.27	0.84	1.08	1.37
少数股东权益	2	4	7	10	每股净资产(元)	6.79	6.33	7.19	8.29
					发行在外股份(百万股)	212	255	255	255
归属母公司股东权益	1441	1613	1832	2112	ROIC(%)	8.0%	11.8%	12.7%	14.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3616</b>	<b>5062</b>	<b>5746</b>	<b>6256</b>	ROE(%)	4.0%	13.3%	15.0%	16.5%
					毛利率(%)	15.7%	20.0%	20.6%	21.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	2.6%	5.8%	6.4%	7.2%
经营活动现金流	42	-107	130	197	资产负债率(%)	60.1%	68.1%	68.0%	66.1%
投资活动现金流	-249	-199	-198	-157	收入增长率(%)	6.9%	68.6%	15.3%	13.3%
筹资活动现金流	180	250	136	-86	净利润增长率(%)	-52.7%	270.7%	28.0%	27.2%
现金净增加额	-28	-57	68	-46	P/E	65.98	21.38	16.70	13.13
折旧和摊销	43	49	64	79	P/B	2.65	2.85	2.50	2.17
资本开支	-88	-199	-198	-157	EV/EBITDA	34.39	23.78	19.37	15.96
营运资本变动	-135	-373	-212	-235					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>