

2020年03月22日

证券研究报告·公司研究报告

科恒股份 (300340) 机械设备

持有 (首次)

当前价: 11.24 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

锂电设备和材料双轮驱动，获主流客户认可

投资要点

- **锂电设备和锂电材料双轮驱动。**公司主营业务为锂电设备、锂电材料、稀土发光材料等。2019H1 锂电设备和锂电材料营收占比分别为 46%和 47%，毛利占比分别为 64%和 25%，两者为公司核心业务，设备更加突出。公司锂电设备主要产品为涂布机、辊压机、分条机、辊轧分切一体机等，客户包括宁德时代、比亚迪等。锂电材料包括三元材料和钴酸锂，产能分别约为 9000 吨和 2000 吨，分别应用于动力电池和消费电池。公司 2019 年整体营收下滑约 16%，预计锂电设备稳健增长，锂电材料主要受原材料价格下滑影响，售价下降，收入下滑较大。2020 年 3 月，公司股权激励方案落地，业绩目标为 2020~2023 年净利润不低于 0.8/1.1/1.5/2 亿元，股权激励落地，或能更有效激励管理层降本增效，释放利润。
- **锂电设备持续中标宁德时代大额订单，凸显行业领先地位，长期看好。**按照 GGII 统计，中国 2018 年锂电设备产值约 186 亿元，锂电前段设备产值约 62 亿元，涂布机按 50%占比计算，约 31 亿元。浩能科技（公司旗下）、新嘉拓、雅康精密等在涂布机领域市场领先，三足鼎立，2018 年营收分别为 6.4 亿元、5.9 亿元、5.7 亿元，三者旗鼓相当，合计份额超 50%。公司锂电设备持续中标宁德时代国内超亿元大单，2020 年 3 月又中标宁德时代德国项目，对开拓国际市场有重大的指导借鉴意义，凸显公司锂电设备行业领先地位，长期看好。
- **锂电材料产能释放，稳健发展。**中国 2019 年三元材料产量约 19.2 万吨，同比增长 40%，渗透率 47.6%，提升 2.7 个百分点。三元材料 2018 年 TOP 企业份额合计约 30%，公司份额约 4%，排名第九。目前，公司拥有三元材料产能约 9000 吨，正推进英德基地二期 5000 吨高镍三元项目，产能释放后，公司三元材料产能将达到 1.4 万吨。预计 2019 年公司锂电材料主要受售价下降影响，收入下降，长期而言，预计锂电材料受益下游需求提升，公司产能释放，销量稳步提升，能够实现稳健发展。
- **盈利预测与投资建议。**公司锂电设备和锂电材料双轮驱动，获主流客户认可，长期向好发展。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.18/0.38/0.55 元，对应 PE 为 62/30/20 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**(1) 产能释放不及预期风险；(2) 新能源汽车政策变化风险；(3) 钴价大幅波动风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2202.29	1844.19	2177.71	2621.65
增长率	6.88%	-16.26%	18.09%	20.39%
归属母公司净利润(百万元)	53.49	38.23	80.39	117.67
增长率	-54.98%	-28.53%	110.28%	46.38%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.18	0.38	0.55
净资产收益率 ROE	3.75%	2.62%	5.27%	7.29%
PE	45	62	30	20
PB	1.66	1.63	1.56	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

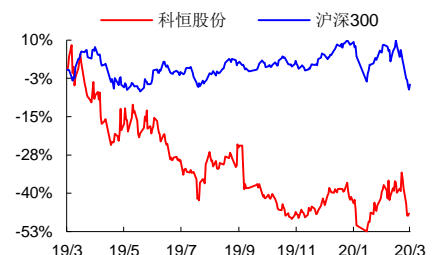
西南证券研究发展中心

分析师: 倪正洋
执业证号: S1250520030001
电话: 021-58352138
邮箱: nzy@swsc.com.cn

分析师: 谭菁
执业证号: S1250517090002
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

分析师: 梁美美
执业证号: S1250518100003
电话: 021-58351937
邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.12
流通 A 股(亿股)	1.72
52 周内股价区间(元)	10.0-23.01
总市值(亿元)	23.85
总资产(亿元)	34.87
每股净资产(元)	6.81

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 锂电设备和材料，双轮驱动	1
2 电动化趋势不改，长期需求有保障	4
3 锂电设备行业领先，获主流客户认可	8
4 锂电材料价格企稳，受益产能释放	12
5 盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测	14
5.2 相对估值	15
6 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司主要从事锂电设备、锂电材料等业务	1
图 2: 2019H1 营收构成	2
图 3: 2019H1 毛利构成	2
图 4: 公司历年营收变化情况	2
图 5: 公司历年净利润变化情况	2
图 6: 公司历年毛利率变化情况	3
图 7: 公司历年净利率变化情况	3
图 8: 公司实际控制人为万国江和唐芬夫妇, 持股 23.5% (截止 2019 年 9 月 30 日)	3
图 9: 中国石油对外依存度高达 70.9%	4
图 10: 石油消耗中, 汽车约 20%	4
图 11: 全球新能源汽车销量持续高增长	6
图 12: 全球动力电池装机量持续高增长	6
图 13: 中国新能源汽车产量超百万	6
图 14: 预计中国新能源汽车 2020 年产量达 500 万辆	6
图 15: 中国锂电设备产值超 200 亿元	7
图 16: 中国三元材料产值超 300 亿元	7
图 17: 2018 年全球动力电池装机量格局	7
图 18: 2019 年中国动力电池装机量格局	7
图 19: 中国动力电池装机量格局变化情况	8
图 20: 浩能科技涂布机示意图	9
图 21: 浩能科技辊压机示意图	9
图 22: 中国 2018 年前段设备产值约 62 亿元	10
图 23: 中国 2018 年涂布机产值约 31 亿元	10
图 24: 国内涂布机三强 2018 年营收	11
图 25: 国内涂布机三强 2018 年净利润	11
图 26: 浩能科技历年营收	12
图 27: 浩能科技历年净利润	12
图 28: 公司锂电材料主要生产基地	12
图 29: 中国三元材料产量 (万吨)	13
图 30: 2018 年三元材料份额	13
图 31: 钴价指数走势情况	13
图 32: 公司锂电材料历年售价	13
图 33: 公司锂电材料历年销量	14
图 34: 公司锂电材料历年收入	14

表 目 录

表 1: 持续外延拓展, 2016 年成功并购浩能科技切入锂电设备	1
表 2: 股权激励核心人员及授予数量	3
表 3: 股权激励业绩考核目标	4
表 4: 股权激励需摊销费用 (万元)	4
表 5: 各国禁售传统燃油车时间表	5
表 6: 全球主要汽车厂商新能源汽车发展战略	5
表 7: 浩能科技重要发展历程	9
表 8: 涂布机领域竞争对手介绍	10
表 9: 公司与宁德时代的公告订单	11
表 10: 宁德时代贡献公司的收入和占比	12
表 11: 公司锂电材料产能分布 (万吨)	13
表 12: 分业务收入及毛利率	14
表 13: 可比公司估值 (截止 2020 年 3 月 20 日收盘)	15
附表: 财务预测与估值	17

1 锂电设备和材料，双轮驱动

公司主营业务为锂离子电池自动化生产设备、锂离子电池正极材料、稀土发光材料等。锂离子电池自动化生产设备主要产品为涂布机、辊压机、分条机、辊轧分切一体机等，主要客户为国内一流锂电企业。锂离子电池正极材料包括三元材料和钴酸锂，三元材料应用于动力电池，钴酸锂主要应用于消费类电子锂电池。稀土发光材料广泛应用于节能照明、新型照明光源、信息产业、医药产业、现代农业、新能源、军事工业等领域。

图 1：公司主要从事锂电设备、锂电材料等业务



数据来源：公司官网，西南证券整理

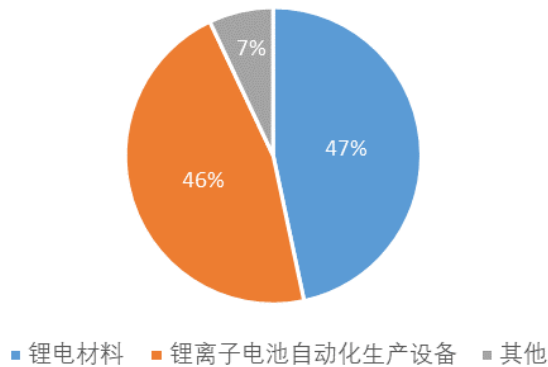
公司 2016 年通过并购浩能科技，切入锂电设备领域。公司 2012 年上市，借助资本市场融资优势，拓展新能源领域，2013 年推出锂离子电池正极材料产品，2016 年并购深圳市浩能科技有限公司，成为锂电池“材料+设备”综合解决方案供应商。

表 1：持续外延拓展，2016 年成功并购浩能科技切入锂电设备

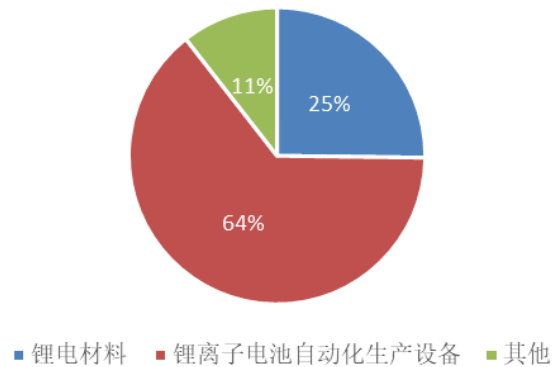
首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值(万元)	备注
2019-03-02	誉辰自动化 100%股权, 诚捷智能 100%股权	电气部件与设备, 电气部件与设备	110,000	失败
2018-09-08	江苏阿尔法 0.85%股权	西药	880	完成
2017-09-05	万家设备 100%股权	工业机械	65,000	失败
2016-06-21	粤科泓润 36.67%股权	多领域控股	990	完成
2016-04-20	浩能科技 90%的股权	工业机械	45,000	完成
2016-04-12	浩能科技 10%股权	工业机械	5,000	完成
2013-06-08	联腾科技 51%股权	半导体产品	1,095	完成

数据来源：wind，西南证券整理

2019H1 锂电设备和材料营收贡献比例分别为 46%和 47%，设备业务毛利率相对更高，两者毛利贡献比例分别为 64%和 25%，设备业务是公司当前毛利主要贡献领域。

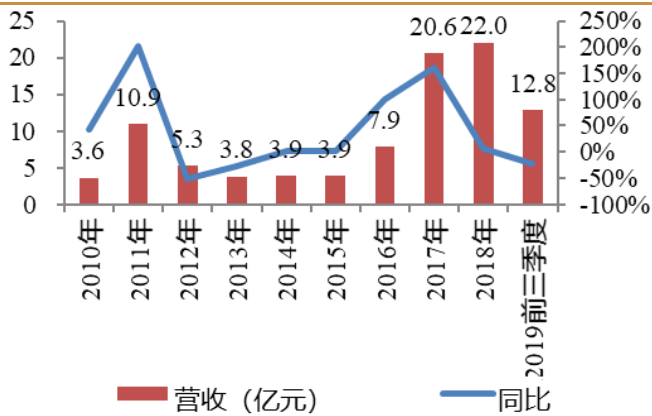
图 2: 2019H1 营收构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

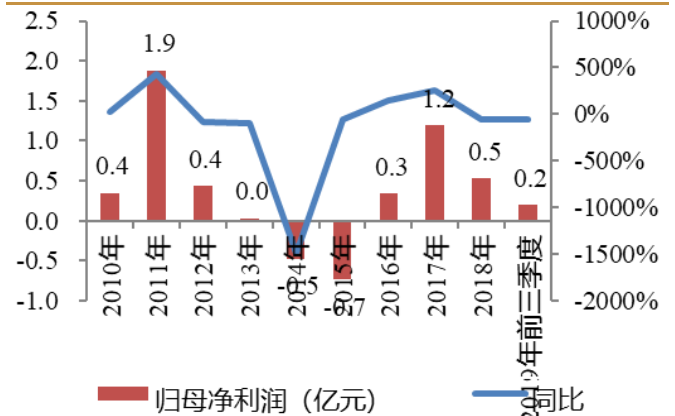
图 3: 2019H1 毛利构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司 2019 年前三季度实现营收 12.8 亿元, 同比下降 22.2%, 源于公司主要产品锂离子电池正极材料受原材料价格大幅下降的影响, 平均售价同比大幅下降, 导致公司营业收入大幅下降。公司 2019 年前三季度实现归母净利润 0.2 亿元, 同比下降 59.9%, 主要源于锂电材料价格下降, 带来营收和盈利能力下降。

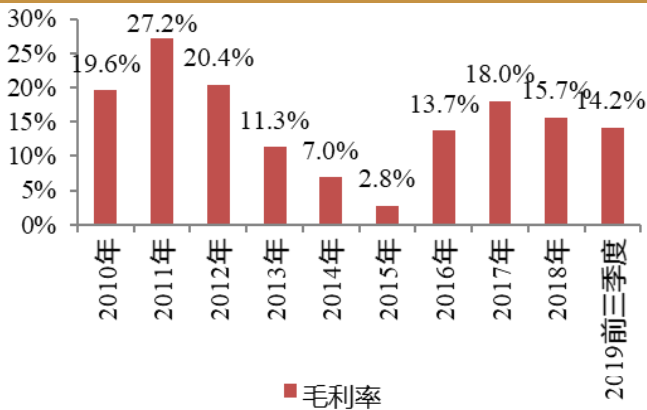
图 4: 公司历年营收变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

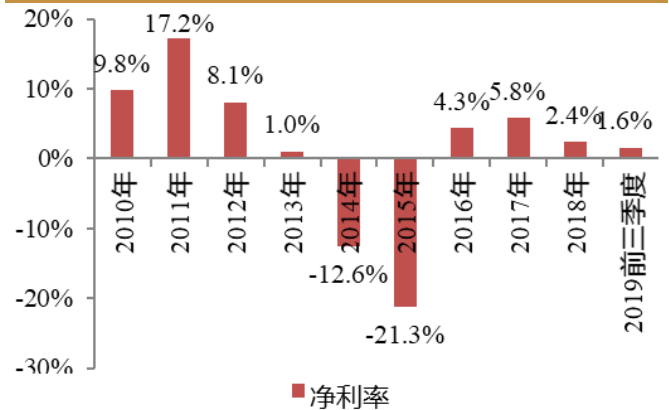
图 5: 公司历年净利润变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司 2019 年前三季度毛利率为 14.2%, 相比过去两年有所下降, 主要源于锂电材料价格下跌。公司 2019 年前三季度净利率为 1.6%, 同比下降, 源于毛利率下降。

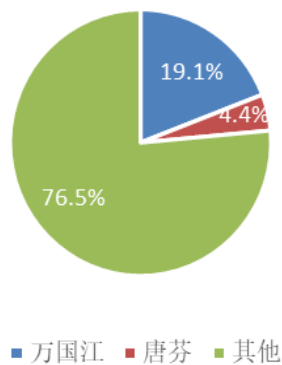
图 6：公司历年毛利率变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司历年净利率变化情况


数据来源：Wind，西南证券整理

公司实际控制人为万国江和唐芬夫妇。万国江（1964年生），复旦大学化学系本科毕业后留校任教，1994年创办科恒股份，现任公司董事长、研发中心主任等职。

图 8：公司实际控制人为万国江和唐芬夫妇，持股 23.5%（截止 2019 年 9 月 30 日）


数据来源：Wind，西南证券整理

股权激励方案落地。2019年12月19日公告，公司拟向激励对象授予626万份股票期权，占总股本2.95%。首次授予股票期权的行权价格为每股12.21元。我们认为，股权激励落地，或能更有效激励管理层降本增效，释放利润。

表 2：股权激励核心人员及授予数量

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	约占股票期权总数的比例	约占目前股本总额的比例
1	吴娟	董事	18	2.9%	0.1%
2	唐秀雷	董事、董事会秘书	12	1.9%	0.1%
3	吴建华	副总经理	18	2.9%	0.1%
4	李树生	财务总监	12	1.9%	0.1%
核心骨干（175人）			487	77.7%	2.3%
预留			80	12.7%	0.4%
合计			626	100.0%	3.0%

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励目标业绩高增长。根据公司业绩快报，公司 2019 年归母净利润约 0.38 亿元，2020 年行权考核目标业绩为不低于 0.8 亿元，未来三年 CAGR 高达 35.7%。

表 3：股权激励业绩考核目标

首次授予股票期权行权期	业绩考核目标
第一个行权期	公司 2020 年归属上市公司股东的净利润不低于 8,000 万元
第二个行权期	公司 2021 年归属上市公司股东的净利润不低于 11,000 万元
第三个行权期	公司 2022 年归属上市公司股东的净利润不低于 15,000 万元
第四个行权期	公司 2023 年归属上市公司股东的净利润不低于 20,000 万元

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：股权激励需摊销费用（万元）

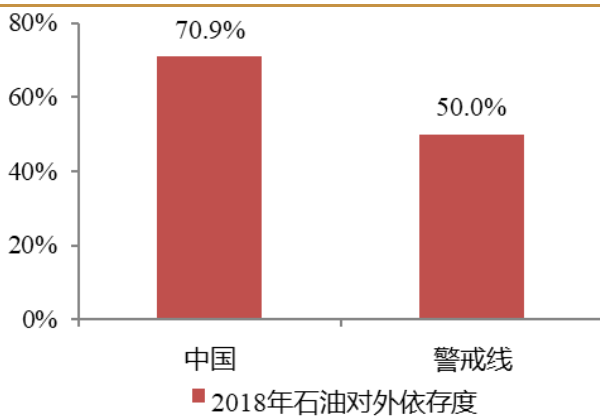
需摊销的总费用	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
1232	539	389	219	85

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 电动化趋势不改，长期需求有保障

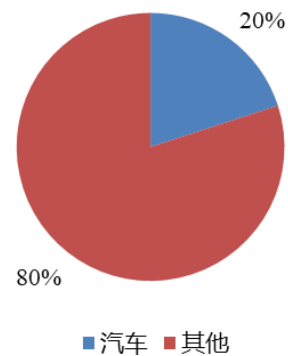
降低对石油依赖，发展新能源汽车大势所趋。石油是不可再生能源，根据《BP 世界能源统计年鉴 2019》，截至 2018 年底，全球石油储量为 1.73 万亿桶，按照当前储产比，可以生产 50 年。汽车对石油需求超 2000 万桶/日，占比 20% 以上，发展新能源汽车降低对石油依赖。中国石油对外依存度高达 70.9%，发展新能源汽车动力十足。

图 9：中国石油对外依存度高达 70.9%



数据来源：孚能科技招股书，西南证券整理

图 10：石油消耗中，汽车约 20%



数据来源：孚能科技招股书，西南证券整理

主要发达国家，相继出台传统燃油车禁售时间表。德国是全球汽车强国，拥有宝马、奔驰、大众等汽车巨头，禁售传统燃油车时间为 2030 年，对相关企业来说，时间紧迫，转型压力较大。挪威等相对人口较小的国家，退出时间设定为 2025 年，对于厂商大力发展新能源汽车提供政策指引。

表 5: 各国禁售传统燃油车时间表

国家/地区	政策提出时间	禁售时间	禁售范围
德国	2016 年	2030 年	内燃机车
荷兰	2016 年	2030 年	汽油、柴油乘用车
挪威	2016 年	2025 年	汽油、柴油车
巴黎、马德里、雅典、墨西哥	2016 年	2025 年	柴油车
法国	2017 年	2040 年	汽油、柴油车
英国	2017 年	2040 年	汽油、柴油车
印度	2017 年	2030 年	汽油、柴油车
爱尔兰	2018 年	2030 年	汽油、柴油车
以色列	2018 年	2030 年	进口汽油、柴油乘用车
罗马	2018 年	2024 年	柴油车

数据来源:《中国传统燃油汽车退出时间表研究》,西南证券整理

全球主要汽车厂商大力发展新能源汽车。包括德国大众、奔驰、宝马,日本日产、丰田、本田,美国通用、福特、中国上汽、北汽等汽车厂商,相继出台自身的新能源汽车发展战略。从目前来看,大部分企业 2020 年目标难以达成,2025 年目标有待观察,但都在发力新能源汽车,这一趋势不会改变。

表 6: 全球主要汽车厂商新能源汽车发展战略

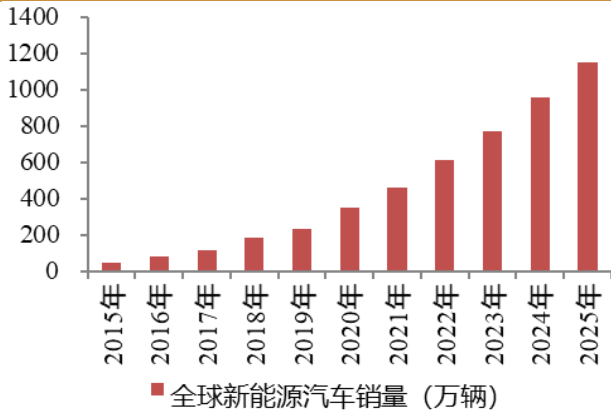
整车企业	新能源汽车战略
戴姆勒	2020 年前,发布超过 50 款新能源车型,其中超过 10 款为纯电动汽车;2022 年前,为所有车型提供电动版本;2025 年左右,实现奔驰纯电动汽车销量占到总销量的 15-25%。
大众	2020 年,在中国销售 40 万辆新能源汽车;2025 年,电动汽车销量达到 200-300 万辆,占总销量的 20-25%,并依次推出 25 款电动汽车,在中国销量增加到 150 万辆;2030 年,为所有车型配备电动汽车选项。
通用	2020 年和 2023 年前在中国市场推出 10 款和 20 款新能源产品;2020 年与 2025 年在中国销量将分别达到 15 万辆和 50 万辆。
宝马	2025 年前,推出 25 款电动车和插电式混合动力汽车,将其全球电动车和插电式混合动力车的销量比例提升到 15-25%。
福特	2020 年,全球新能源车销量将占总销量的 10-25%,并将推出 13 款电动汽车产品;2025 年前,在中国市场销售的产品中 70% 为混合动力、插电式混合动力与纯电动汽车。
日产	在日本和欧洲销售的电动汽车,到 2022 年,将占该地区总销量的 40%,到 2025 年达到 50%;在美国销售的电动汽车,到 2025 年,将占该地区总销量的 20-30%;在中国销售的电动汽车,到 2025 年,将占该地区总销量的 35-40%。计划推出 8 款纯电动产品,并加速旗下豪华品牌英菲尼迪的电动化进程,2025 年,英菲尼迪旗下的电动汽车将会占到其总销量的 50%。
丰田	2020 年,全球混合动力车型销量达 150 万辆,累计销量达 1,500 万辆;2050 年,混合动力和插电式混合动力汽车占总销量的七成,燃料电池和纯电动汽车销量占三成。
本田	2030 年,混合动力车、插电式混合动力车、纯电动车和燃料电池车的销量占 2/3 以上。
北汽	2020 年销量 50 万辆,形成 80 万辆以上的生产能力。坚持纯电驱动的技术路线。计划到 2025 年实现全线自主品牌产品电动化。
上汽	2020 年,目标年销量将达到 60 万辆,其中自主品牌新能源汽车销量达 20 万辆。技术路线覆盖 BEV、PHEV 等。

数据来源:《中国传统燃油汽车退出时间表研究》,西南证券整理

全球新能源汽车销量快速增长。2015 年全球新能源汽车销量仅 42 万辆,2019 年预计超过 200 万辆,2025 年超过 1000 万辆。一方面,全球各国政府政策倒逼厂商发力新能源汽车市场,另一方面,新能源汽车产品成本不断下降,性价比不断提升。全球动力电池装机量

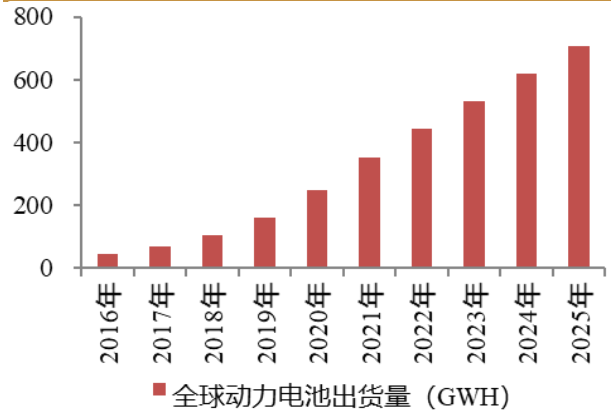
持续高增长。2016 年全球动力电池装机量仅 46GWH，2019 年超过 150GWH，主要受新能源汽车销量快速增长带动，同时单车带电量提升。

图 11: 全球新能源汽车销量持续高增长



数据来源: GGII, 西南证券整理

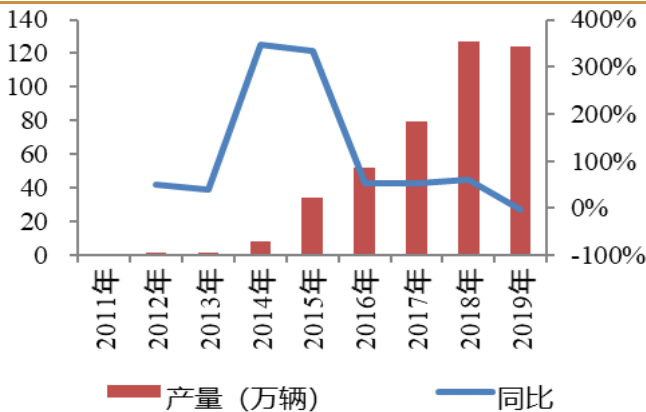
图 12: 全球动力电池装机量持续高增长



数据来源: GGII, 西南证券整理

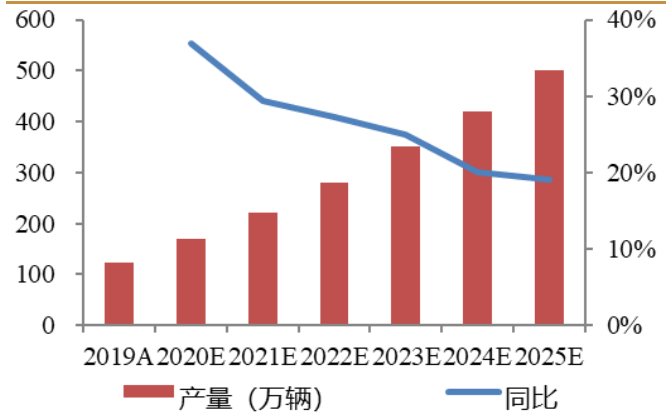
中国新能源汽车销量超百万辆。2014 年中国新能源汽车产量仅 7.8 万辆，2019 年达到 124.2 万辆，主要受益中国对新能源汽车进行高额补贴，同时大城市新能源汽车牌照限制更低。预计中国 2025 新能源汽车产量将达到 500 万辆。

图 13: 中国新能源汽车产量超百万



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 14: 预计中国新能源汽车 2020 年产量达 500 万辆

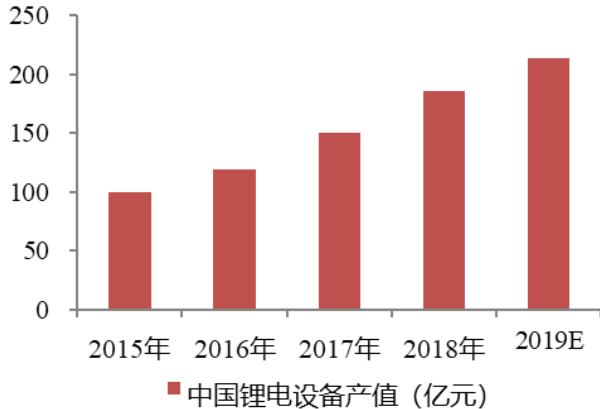


数据来源: 中汽协, 西南证券整理

锂电设备受益下游电池厂商扩产，产值超 200 亿元。据 GGII 统计，近几年中国锂电设备产值持续 20% 左右增长，2018 年达到 186 亿元，2019 年预计超过 200 亿元。

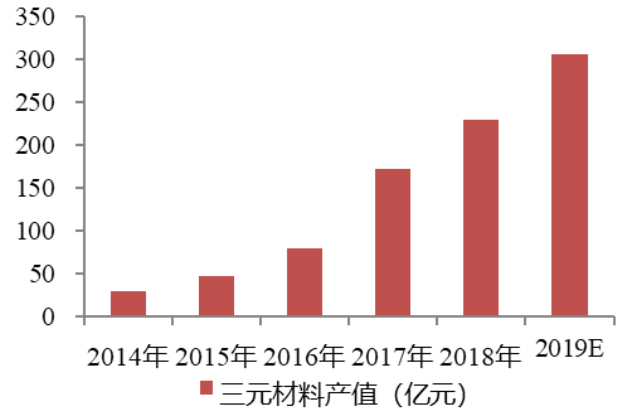
受益电动化红利释放，三元材料产值超 300 亿元。新能源汽车产量高增长带动电池装机量提升，由于单车带电量提升，装机量增速更快。三元材料能量密度更高，渗透率提升，从而增速高于锂电池整体装机量。据 GGII 统计，2018 三元材料产值 230 亿元 (+33%)，预计 2019 年产值超 300 亿元。

图 15: 中国锂电设备产值超 200 亿元



数据来源: GGII, 西南证券整理

图 16: 中国三元材料产值超 300 亿元

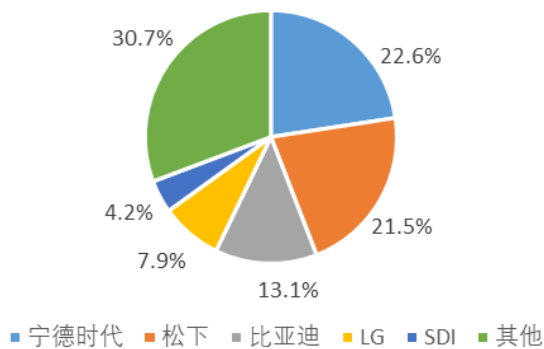


数据来源: GGII, 西南证券整理

锂电材料和设备厂商, 绑定下游电池巨头, 保障未来需求向好。中国、日本、韩国在动力电池领域占据较大份额, 中国厂商宁德时代 2018 年全球动力电池份额 22.6%, 高居榜首, 比亚迪份额 13.1%, 位居第三。日本松下主要配套特斯拉, 全球份额 21.5%, 位居第二。韩国 LG 和 SDI 份额分别为 7.9% 和 4.2%, 分位列第四、五名。随着整车厂与电池龙头合作甚至合资成为趋势, 龙头电池厂商地位愈加稳固, 上游电池设备和电池材料厂商与龙头电池厂商企业绑定, 有助保障未来需求向好。

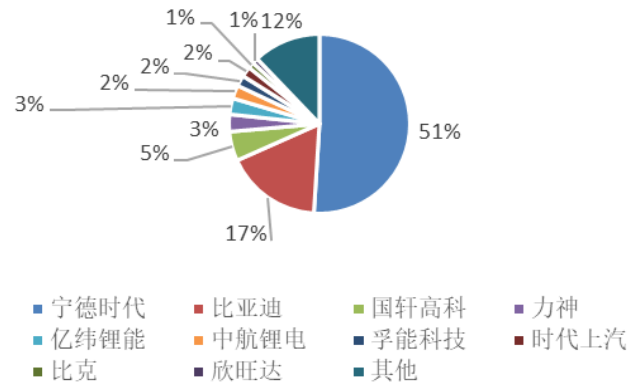
中国动力电池市场, 宁德时代一家独大。2019 年宁德时代份额 51%, 远高于排名第二的比亚迪 17.3% 的份额, 国轩高科排名第三, 份额 5.3%, 其余厂商份额均不超过 5%, 呈现宁德时代一家独大, 比亚迪稳居第二, 其他厂商排名不断变化的格局。

图 17: 2018 年全球动力电池装机量格局



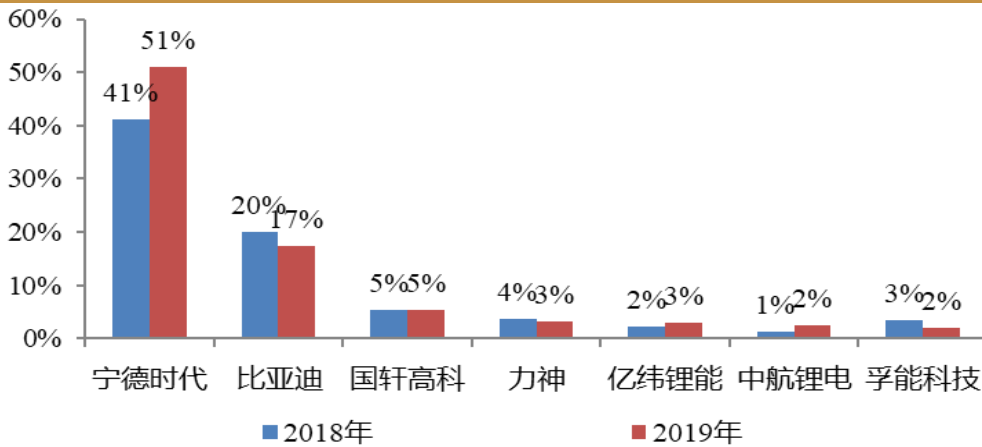
数据来源: GGII, 西南证券整理

图 18: 2019 年中国动力电池装机量格局



数据来源: GGII, 西南证券整理

宁德时代份额有望进一步提升。2018 年宁德时代份额 41.2%, 2019 年达到 51%, 提升 9.8 个百分点, 随着特斯拉国产, 后续有望购买宁德时代电池, 进一步提升宁德时代份额, 龙头地位愈加稳固。

图 19: 中国动力电池装机量格局变化情况


数据来源: GGII, 西南证券整理

3 锂电设备行业领先，获主流客户认可

公司 2016 年并购浩能科技，切入锂电设备。浩能科技 2005 年成立以来，专注于锂离子电池自动化生产设备的研发、设计、生产与销售，是国内领先的锂离子电池自动化生产解决方案的供应商。浩能科技的产品涵盖涂布机、辊压机、分条机、制片机等锂离子电池主要核心生产设备，能够为锂离子电池生产商提供核心生产设备的自动化生产方案，其合作的客户包括 ATL、CATL、TDK、三星、力神、亿纬锂能、银隆、比亚迪等国内外众多知名锂离子电池制造厂商。

(1) 涂布机：主要应用于锂离子电池正极材料中的导电涂层、负极材料中的耐热保护层、隔膜中的耐热保护层等的涂布作业。设备将搅拌完成的浆料均匀涂覆在基材（铜箔、铝箔等）上烘干并收卷成极片。经涂布后制成正极极片卷、负极极片卷、隔膜卷的制成品，其质量基本已经注定了电池的某些性能。涂布机是锂电池核心的生产设备之一。

(2) 辊压机：通过上、下两辊相向运行产生的压力对原料进行挤压加工，被广泛应用于电池极片的轧制。极片的辊压密度及其含水量、极片的内应力等因素直接影响锂离子电池的容量、一致性等关键指标。合适的压实密度可增大电池的放电容量，减小内阻，减小极化损失，延长电池的循环寿命，大大提高了极片生产的效率和一致性。因此，极片辊压机是锂离子电池生产中的重要设备，其性能直接决定了锂离子电池的一系列指标。

图 20: 浩能科技涂布机示意图


数据来源: 浩能科技官网, 西南证券整理

图 21: 浩能科技辊压机示意图


数据来源: 浩能科技官网, 西南证券整理

表 7: 浩能科技重要发展历程

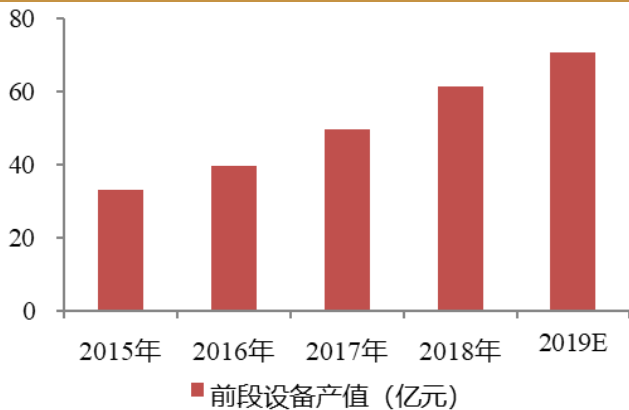
时间	重要发展历程
2005 年	深圳市浩能科技有限公司成立
	与东莞新能源(ATL)、BYD 建立合作, 并开始研发挤压式涂布机
2006 年	天津力神、中信国安等大型公司开始合作
	被邦凯电子等多家大型企业评为“最佳服务供应商”
	设立苏州办事处
2007 年	成功研发出适合中国市场的立板式涂布机
	与英国 OXIS 合作, 设备出口到英国、台湾
2008 年	研发出连续式挤压涂布机并与比亚迪达成合作, 设备出口至俄罗斯
	给大连 TDK 工厂提供连续挤压式涂布机
2009 年	成功研发间歇式挤压涂布机(国内首家, 21 项专利)
	成功进入超级电容等新领域
2010 年	获得国家级高新技术企业称号
	涂布机销往锂电技术强国日本 TDK 三隈工厂
2011 年	获深圳市锂离子动力电池挤压涂布机 (SlotDie)重大专项
2012 年	涂布机出口到瑞士
	成功研发出国内首台双层高速挤压式间歇涂布机
2013 年	成为国家新能源、新装备重点扶持企业
	推出超薄凹版间歇涂布机
	推出超薄微凹版连续涂布机
2014 年	双涂布工位的挤压涂布机出口至乌克兰、俄罗斯
	锂电池生产前段制片工序的一体化、智能化生产装备的研发
2015 年	成功研发国内首台高速高精度反渗透膜生产线, 可替代进口
	首台高速宽幅双层隔膜涂布机的研发
	生产基地迁移到深圳市坪山新区震雄工业园, 占地 75 亩
2016 年	与科恒并购正式通过证监会, 进入资本市场发展的快车道
	全年销售订单额突破 12 亿, 首创新高

时间	重要发展历程
	高速宽幅双层挤压涂布机、高速辊压机分条一体机研发成功并交付客户正常使用
	全自动真空干燥炉研发成功，向高端锂电生产全线设备迈向新台阶
	量子点、液晶膜复合机研发成功，涂机技术向各领域拓展
	导电涂层双层涂布机、隔离膜双层涂布速度突破 100 米每分钟
	与智慧易德合作中不断进取，为公司产品打入欧美市场

数据来源：浩能科技官网，西南证券整理

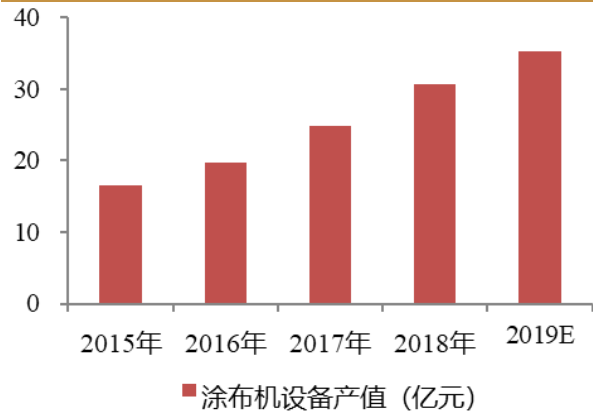
电芯生产前段设备产值占设备总投资约 1/3，涂布机为前段设备核心设备，产值占比约 1/2，按照 GGII 统计，中国 2018 年锂电设备产值约 186 亿元，锂电前段设备产值约 62 亿元，涂布机按 50% 占比计算，约 31 亿元。

图 22：中国 2018 年前段设备产值约 62 亿元



数据来源：GGII，西南证券整理

图 23：中国 2018 年涂布机产值约 31 亿元



数据来源：GGII，西南证券整理

涂布机领域，不断实现进口替代。海外涂布机著名企业包括日本平野、日本东丽、韩国 CO-TECH、韩国德国 Coatema 等，近年来，国产设备发展较快，不断实现进口替代，涂布机领域，赢合科技旗下雅康精密，璞泰来旗下新嘉拓，公司旗下浩能科技，实力较强，获得宁德时代等众多客户认可。

表 8：涂布机领域竞争对手介绍

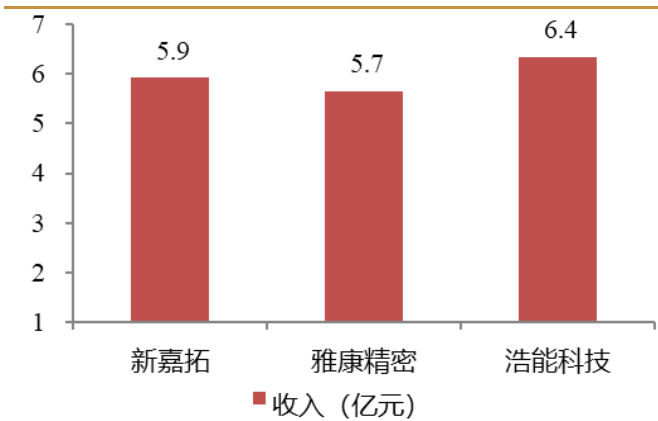
名称	基本情况
日本平野	创立于 1935 年，主要从事制造和销售涂布相关设备和化学相关设备。产品包括光学功能膜涂布生产线、柔性线路板涂布生产线、电池极片涂布设备、无纺布制造设备等。是国内锂离子电池进口涂布设备的主要供应商之一。
日本东丽	创立于 1926 年 1 月，是一家综合性化工集团企业，在全球 26 个国家和地区设有分支机构，业务领域包括纤维和织物、树脂和化成品、IT 相关产品、碳纤维复合材料、环境和工程、生命科学和其他事业。其涂布产品被用于包括锂离子电池、光学膜、水处理膜等产品的生产制造。是国内锂离子电池进口涂布设备、水处理膜涂布设备的主要供应商之一。
韩国 CO-TECH	成立于 2001 年 8 月，产品包括光学膜涂布机、窗膜涂布机、OCA 涂布机、双面胶带涂布机、锂离子电池电极涂布机，电池隔膜涂布机，水处理反渗透膜涂布机等。与在光学膜和水处理膜涂布领域，与浩能科技有一定的竞争关系。
德国 Coatema	专业从事生产和研究设计涂层、印刷和层压设备。设备应用于纺织/纤维涂布、薄膜涂布、柔性太阳能/电池功能薄膜纳米材料、纸张涂布、玻璃表面涂布等。
雅康精密 (赢合科技)	产品覆盖卷绕机、制片机、涂布机、分条机、叠片机、模切机注液机等。是国内锂离子电池设备的主要供应商之一。

名称	基本情况
深圳新嘉拓 (璞泰来)	深圳市新嘉拓自动化技术有限公司成立于 2005 年 8 月, 是专注于涂布机研发、制造、服务的国家级高新技术企业, 拥有锂电池极片涂布机、锂电池隔膜涂膜机、偏光片涂布复合机、PET 离型膜涂布复合机、铝塑膜涂布复合机等涂布机产品。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

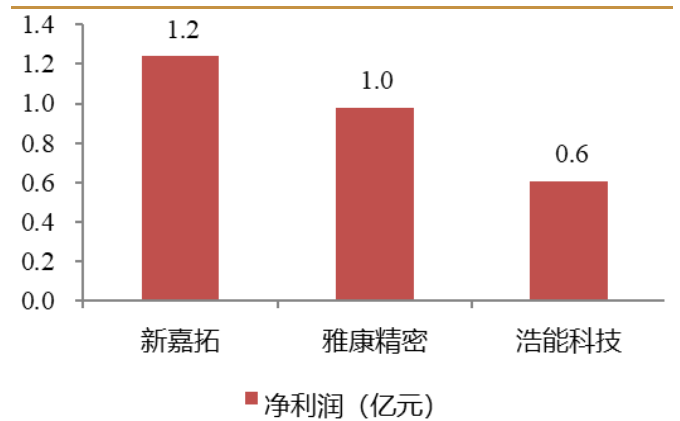
涂布机领域, 国内浩能科技、新嘉拓、雅康精密等三足鼎立。2018 年三者营收分别为 6.4 亿元、5.9 亿元、5.7 亿元, 营收基本相当。2018 年国内涂布机市场规模约 31 亿元, 三者合计营收 18 亿元, 预计市占率 50%-60%, 三足鼎立。

图 24: 国内涂布机三强 2018 年营收



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

图 25: 国内涂布机三强 2018 年净利润



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

跟随宁德时代走出国门。2020 年 3 月, 公司中标宁德时代德国项目, 预计价值超 1 亿元。公司 2019 年出口总额 1713 万元, 其中锂电设备仅为 389 万元, 此次跟随宁德时代, 走出国门, 出口价值超 1 亿元, 对公司锂电设备产品在国际市场的开拓有重大的指导借鉴意义。

表 9: 公司与宁德时代的公告订单

公告日期	公告内容	金额
2018 年 8 月 28 日	公司全资子公司浩能科技近期陆续收到主要新能源客户宁德时代新能源科技股份有限公司中标通知, 中标项目主要包括涂布机、辊轧、分切设备等, 以上设备主要用于新能源电池的生产加工。截至目前, 公司近期收到该客户中标通知累计 3.6 亿元。	3.6 亿元
2019 年 1 月 11 日	互动平台: 子公司浩能科技近期新中标宁德时代约 2 亿元左右的涂布机订单	2 亿元
2020 年 3 月 11 日	公司全资子公司浩能科技近日收到宁德时代设备采购订单, 订单合计将采购浩能科技“冷压预分条一体机”合计 20 台用于其德国生产基地, 具体设备规格型号、金额、交付周期、技术指标等将由宁德时代或德国时代后续采购订单、协议分批确定。截至目前, 已收到其中德国时代 6 台“冷压预分条一体机”具体订单。	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

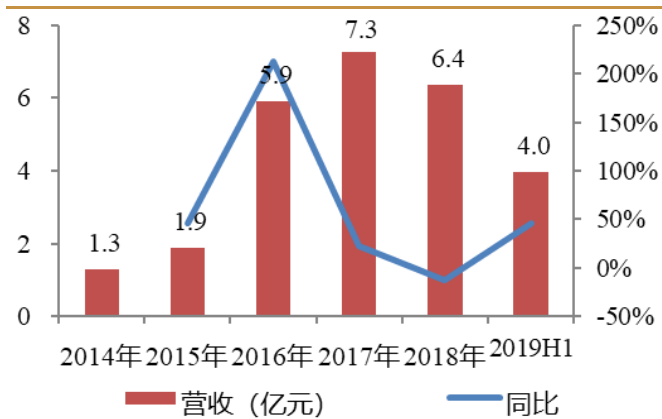
宁德时代 2019 年贡献公司营收 23.5%。2018 年 8 月中标宁德时代 3.6 亿元大单, 2019 年收入得到体现, 根据业绩快报, 宁德时代对公司 2019 年收入贡献达到 23.5%, 高达 4.3 亿元。预计随着宁德时代德国项目等推进, 宁德时代将持续为公司贡献较高收入。

表 10: 宁德时代贡献公司的收入和占比

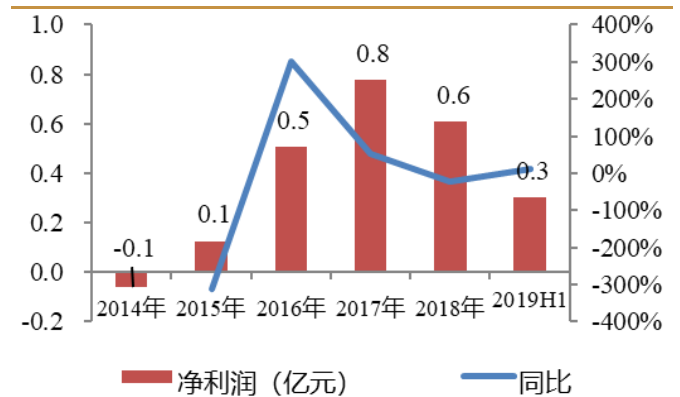
年度	销售收入 (万元)	收入占比
2019	43,176	23.5%
2018	4,564	2.1%
2017	11,054	5.4%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

浩能科技 2019H1 实现收入 4 亿元(+46.3%), 主要受益宁德时代订单完成, 确认收入, 归母净利润 0.3 亿元 (+10.4%), 低于营收增速。

图 26: 浩能科技历年营收


数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券整理

图 27: 浩能科技历年净利润


数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券整理

4 锂电材料价格企稳, 受益产能释放

公司正极材料主要是三元材料和钴酸锂, 江门基地产能约 5000 吨, 包括三元和钴酸锂, 其中产能分别约为 3000 吨和 2000 吨, 英德基地三元材料现有 6000 吨, 并正推进 5000 吨高镍三元新建项目。

图 28: 公司锂电材料主要生产基地


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

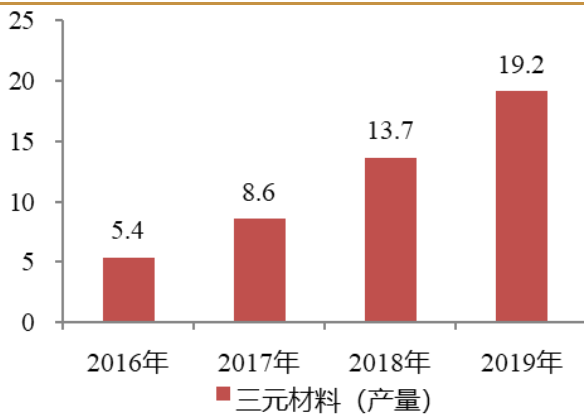
表 11: 公司锂电材料产能分布 (万吨)

现有产能	三元	钴酸锂	备注
江门	约 3000	约 2000	
英德	6000		正新建 5000 吨
合计	约 9000	约 2000	

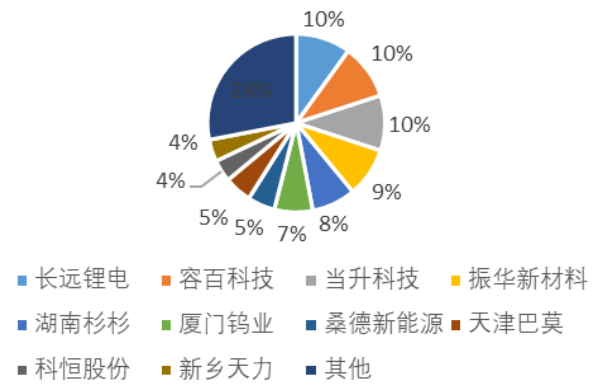
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

中国 2019 年三元材料产量约 19.2 万吨, 同比增长 40%, 显示三元材料增速持续高于新能源汽车产量及电池装机量增速。

公司 2018 年三元材料市场份额约 4%, 排名第九。三元材料市场竞争相对激烈, 相对下游电池厂格局而言, 集中度仍然不高, 前三企业份额合计仅 30%, 公司份额约 4%, 处于行业前十。

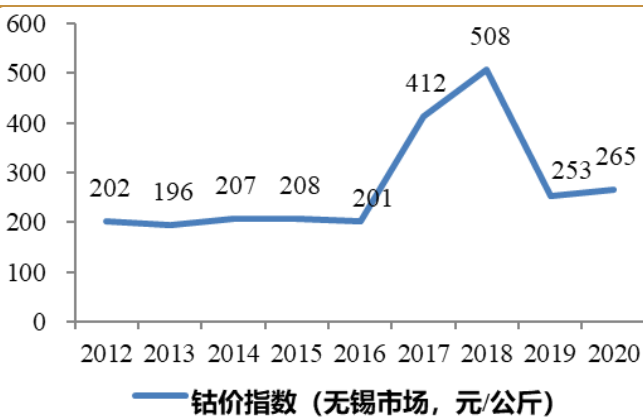
图 29: 中国三元材料产量 (万吨)


数据来源: GGII, 西南证券整理

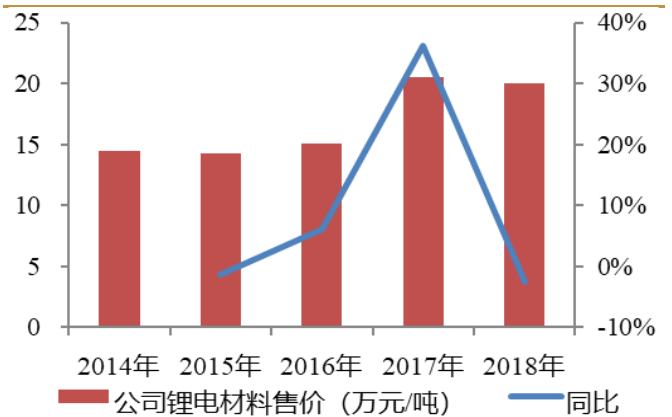
图 30: 2018 年三元材料份额


数据来源: GGII, 西南证券整理

公司锂电材料售价受钴价影响较大。2017 年和 2018 年钴价大幅上涨, 公司锂电材料价格大幅上升, 从 15 万元/吨左右, 上升到 20 万元/吨左右, 2019 年钴价格大幅下降, 预计公司锂电材料价格将出现较大幅度下降。

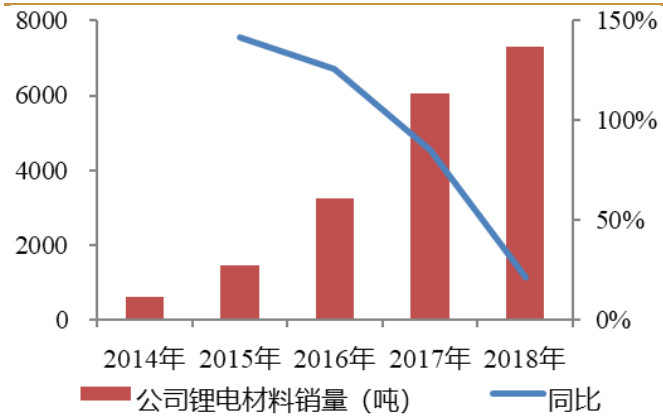
图 31: 钴价指数走势情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

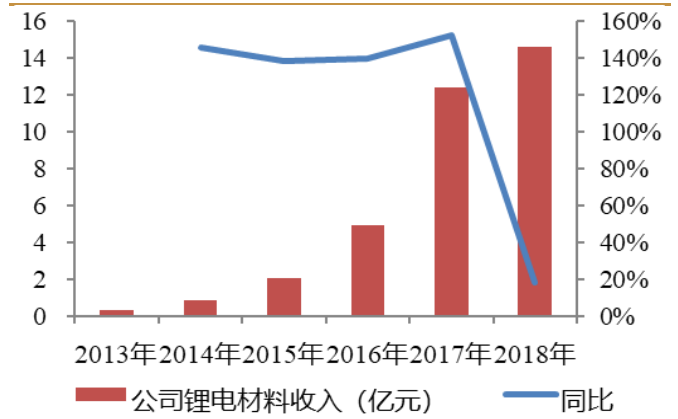
图 32: 公司锂电材料历年售价


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司锂电材料销量不断上升，带动收入提升。公司锂电材料产能不断释放，销量持续提升，2017年和2018年价格大幅上涨，带动营收更快增长。预计2019年公司锂电材料受售价下降影响，收入下降。

图 33: 公司锂电材料历年销量


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34: 公司锂电材料历年收入


数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

(1) 锂电设备：锂电设备受益宁德时代海外项目招标等，预计订单向好，销量回升，假设2019~2021年锂电设备销量增速分别为15%、20%、25%，价格不变。毛利率维持27%不变。

(2) 锂电材料：假设公司锂电材料2019年销量小幅上升，受钴价下行影响，价格大幅下降，整体收入下滑30%。2020年以来，钴价指数同比相对稳定，假设公司销量随着产能释放，2020年、2021年销量增速保持20%增长不变，价格不变。假设2019年~2021年毛利率分别为9%、10%、11%。

综上，我们预计公司2019~2021年营收分别为18.4亿元、21.8亿元和26.2亿元，同比增速分别为-16.3%、18.1%和20.4%，毛利率分别为16.6%、17.1%和17.8%。

表 12: 分业务收入及毛利率

单位：亿元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	20.61	22.02	18.44	21.77	26.21
	同比	161.88%	6.84%	-16.26%	18.09%	20.39%
	成本	16.89	18.57	15.37	18.05	21.56
	毛利	3.72	3.45	3.07	3.72	4.65
	毛利率	18.03%	15.66%	16.64%	17.10%	17.75%
锂电设备	收入	6.85	5.97	6.87	8.24	10.30
	同比	298.26%	-12.85%	15.00%	20.00%	25.00%

单位：亿元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	成本	4.83	4.13	5.01	6.01	7.52
	毛利	2.02	1.83	1.85	2.22	2.78
	毛利率(%)	29.53%	30.72%	27.00%	27.00%	27.00%
锂电材料	收入	12.39	14.61	10.23	12.27	14.73
	同比	152.34%	17.92%	-30.00%	20.00%	20.00%
	成本	10.92	13.31	9.31	11.05	13.11
	毛利	1.47	1.30	0.92	1.23	1.62
	毛利率	11.90%	8.89%	9.00%	10.00%	11.00%
新兴领域用 稀土发光材料	收入	0.93	0.93	0.84	0.75	0.68
	同比	144.74%	0.00%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	成本	0.69	0.69	0.62	0.56	0.50
	毛利	0.24	0.24	0.22	0.20	0.18
	毛利率(%)	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
其他	收入	0.44	0.51	0.51	0.51	0.51
	同比	-48.84%	15.91%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	0.45	0.44	0.43	0.43	0.43
	毛利	-0.01	0.08	0.08	0.08	0.08
	毛利率(%)	-2.68%	15.33%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

公司锂电设备和材料双轮驱动，深度绑定宁德时代，长期向好发展。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.18/0.38/0.55 元，对应 PE 为 62/30/20 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 13：可比公司估值（截止 2020 年 3 月 20 日收盘）

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300450	先导智能	0.84	1.44	1.91	50	29	22
300457	赢合科技	0.86	1.29	1.56	60	39	32
603659	璞泰来	1.37	1.68	2.24	48	39	29
688006	杭可科技	0.71	1.08	1.38	52	35	27
平均值					53	36	28
300340	科恒股份	0.25	0.18	0.38	45	62	30

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

(1) 产能释放不及预期风险。公司英德基地二期高镍三元正在推进，存在外部或内部因素，导致产能释放不及预期的风险。

(2) 新能源汽车政策变化风险。新能源汽车政策变化，会直接影响新能源汽车销量，从而影响下游电池厂商扩产及销售，对公司锂电设备和锂电材料销售产生影响。

(3) 钴价大幅波动风险。公司锂电材料价格受钴价影响较大，当钴价大幅下跌时，公司材料产品价格亦存在下降风险，盈利能力构成负面影响，带来业绩不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2202.29	1844.19	2177.71	2621.65	净利润	53.81	38.46	80.87	118.37
营业成本	1857.35	1537.33	1805.26	2156.27	折旧与摊销	45.84	57.53	62.07	66.71
营业税金及附加	7.43	6.98	7.95	9.69	财务费用	60.60	60.53	54.23	55.67
销售费用	38.88	36.88	39.20	41.95	资产减值损失	32.99	20.00	25.00	35.00
管理费用	68.83	165.98	191.64	225.46	经营营运资本变动	-99.88	-58.96	-47.65	-84.20
财务费用	60.60	60.53	54.23	55.67	其他	-51.74	-51.50	-64.76	-84.87
资产减值损失	32.99	20.00	25.00	35.00	经营活动现金流净额	41.62	66.06	109.75	106.68
投资收益	0.24	30.00	40.00	50.00	资本支出	-131.67	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-117.82	30.25	40.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-249.50	-19.75	-10.00	0.00
营业利润	66.92	46.49	94.44	147.62	短期借款	124.65	-172.13	-8.07	-3.20
其他非经营损益	-7.03	-3.50	-3.50	-15.00	长期借款	100.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.89	42.99	90.94	132.62	股权融资	1.81	0.00	0.00	0.00
所得税	6.08	4.53	10.07	14.25	支付股利	-23.57	-18.72	-13.38	-28.13
净利润	53.81	38.46	80.87	118.37	其他	-23.04	-48.71	-54.23	-55.67
少数股东损益	0.32	0.23	0.48	0.71	筹资活动现金流净额	179.85	-239.57	-75.67	-87.00
归属母公司股东净利润	53.49	38.23	80.39	117.67	现金流量净额	-28.03	-193.25	24.07	19.67
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	356.70	184.42	217.77	262.17	成长能力				
应收和预付款项	1107.69	1012.33	1145.23	1369.14	销售收入增长率	6.88%	-16.26%	18.09%	20.39%
存货	754.08	681.38	779.58	943.10	营业利润增长率	-55.23%	-30.53%	103.14%	56.31%
其他流动资产	57.08	57.20	63.85	78.35	净利润增长率	-54.84%	-28.53%	110.28%	46.38%
长期股权投资	233.62	233.62	233.62	233.62	EBITDA 增长率	-11.82%	-5.09%	28.07%	28.12%
投资性房地产	0.25	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	395.39	399.84	399.75	395.02	毛利率	15.66%	16.64%	17.10%	17.75%
无形资产和开发支出	478.47	467.02	455.57	444.12	三费率	7.64%	14.28%	13.09%	12.32%
其他非流动资产	231.26	230.73	230.20	229.67	净利率	2.44%	2.09%	3.71%	4.52%
资产总计	3614.55	3266.54	3525.58	3955.20	ROE	3.75%	2.62%	5.27%	7.29%
短期借款	413.41	262.25	263.46	284.98	ROA	1.49%	1.18%	2.29%	2.99%
应付和预收款项	1460.80	1224.80	1417.37	1729.10	ROIC	8.52%	6.57%	8.81%	11.40%
长期借款	100.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	7.87%	8.92%	9.68%	10.30%
其他负债	205.46	213.06	210.82	216.96	营运能力				
负债合计	2179.67	1800.11	1991.66	2331.04	总资产周转率	0.62	0.54	0.64	0.70
股本	212.14	212.14	212.14	212.14	固定资产周转率	7.00	5.24	6.19	7.52
资本公积	869.19	869.19	869.19	869.19	应收账款周转率	2.41	1.97	2.34	2.39
留存收益	363.37	382.88	449.88	539.41	存货周转率	2.23	2.10	2.42	2.46
归属母公司股东权益	1432.89	1464.21	1531.21	1620.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.26%	—	—	—
少数股东权益	1.99	2.22	2.71	3.41	资本结构				
股东权益合计	1434.88	1466.43	1533.92	1624.15	资产负债率	60.30%	54.47%	55.63%	57.55%
负债和股东权益合计	3614.55	3266.54	3525.58	3955.20	带息债务/总负债	28.01%	24.64%	21.94%	18.76%
					流动比率	1.20	1.30	1.32	1.33
					速动比率	0.80	0.84	0.85	0.86
					股利支付率	44.07%	48.97%	16.64%	23.91%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.18	0.38	0.55
					每股净资产	6.76	6.90	7.22	7.64
					每股经营现金	0.20	0.31	0.52	0.50
					每股股利	0.11	0.09	0.06	0.13
业绩和估值指标									
EBITDA	173.36	164.55	210.73	270.00					
PE	44.58	62.38	29.66	20.27					
PB	1.66	1.63	1.56	1.47					
PS	1.08	1.29	1.09	0.91					
EV/EBITDA	13.91	14.66	11.25	8.61					
股息率	0.99%	0.79%	0.56%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn