



Research and  
Development Center

# 分享行业高增长，卓越的锂电设备商扬帆起航

—— 赢合科技（300457.sz）首次覆盖报告

2019年05月13日

杜煜明 行业分析师

## 证券研究报告

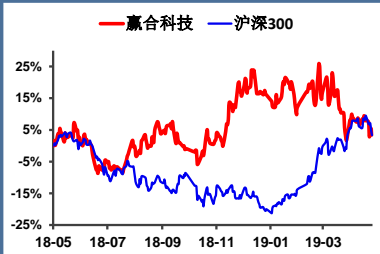
### 公司研究——首次覆盖

#### 赢合科技 (300457.sz)



首次评级

赢合科技相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2019.5.10)

收盘价 (元)	23.92
52 周内股价波动区间 (元)	21.42-31.78
最近一月涨跌幅 (%)	-8.39
总股本 (亿股)	3.67
流通 A 股比例 (%)	67.02
总市值 (亿元)	89.94

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编：100031

## 分享行业高增长，卓越的锂电设备商扬帆起航

### 赢合科技 (300457.sz) 首次覆盖报告

2019 年 05 月 13 日

#### 本期内容提要：

- ◆ **锂电设备行业市场空间广阔。**国内国际整车厂商加大力度向新能源汽车转型，增加新能源汽车的车型与推广力度，叠加“造车新势力”陆续进入新能源汽车行业，我们认为，未来几年新能源汽车销量有望持续大幅增长；市场需求提升和电池技术进步推动大容量高品质的电池市占率增长，推动锂电池行业整合，头部锂电池企业积极扩张产能，2019-2022 年我国锂电池新增产能约为 810GWh，对应设备投资约 1600 亿元，锂电设备行业空间广阔。
- ◆ **赢合科技是行业龙头，TOP5 市占率达 28.60%。**公司是我国锂电设备行业龙头企业，2018 年公司营收排名行业第二，收入规模占行业前五总和的 28.60%，占全行业的 11.2%。
- ◆ **2018 年公司获得国内国际知名企业订单，新签订单合计 28.5 亿元。**2018 年到 2019 年一季度，公司获得 LG 化学、比亚迪、宁德时代、特斯拉等国内国际知名品牌的订单，公司大客户订单比重显著提高，2019 年重点客户订单占比有望达到 80%。根据公司公告，2018 年公司新签订单为 28.5 亿元，为 2019 年业绩高增长的实现提供有力支撑。
- ◆ **公司率先推出整线设备，一体化设备技术领先。**公司技术实力强劲，在全行业率先推出整线产品，技术、渠道积累丰富；一体化产品技术领先、产品丰富，满足高端客户需求；响应迅速，交付周期全行业领先。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计赢合科技 2019 年至 2021 年的营业收入分别为 29.16 亿元、40.22 亿元和 53.44 亿元，归属母公司净利润分别为 4.76 亿元，6.56 亿元和 8.62 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.27 元/股、1.74 元/股和 2.29 元/股。首次覆盖我们给予赢合科技“买入”的评级。
- ◆ **股价催化剂：**公司获得大额产品订单；进入更多国内国际大客户的采购体系；国家出台针对新能源汽车行业的增量政策以促进动力电池行业加速向更高性能电池方向发展。
- ◆ **风险因素：**新能源汽车产销低于预期；下游锂电池企业扩产情况低于预期；行业竞争加剧导致公司产品价格下滑；募投项目进展低于预期，公司产能受限；公司海外市场业务拓展效果低于预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,586.33	2,087.29	2,915.75	4,022.12	5,343.92
增长率 YoY %	86.52%	31.58%	39.69%	37.94%	32.86%
归属母公司净利润(百万元)	220.92	324.52	476.32	655.98	861.65
增长率 YoY%	78.34%	46.90%	46.78%	37.72%	31.35%

毛利率%	32.45%	32.80%	33.52%	33.95%	34.07%
净资产收益率 ROE%	23.47%	15.39%	14.90%	17.46%	19.08%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.86	1.27	1.74	2.29
市盈率 P/E(倍)	41	28	19	14	10
市净率 P/B(倍)	7.18	3.03	2.62	2.20	1.82

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2019年05月10日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
新时代的锂电设备行业，分享锂电池行业的成长与变革 .....	3
什么是锂电设备 .....	3
分享新能源汽车行业增长，锂电设备行业发展进入新时代 .....	4
锂电池行业门槛提高，行业结构改善 .....	6
新能源汽车市场活跃，市场参与者增加，行业持续扩张 .....	8
锂电设备行业的竞争格局 .....	10
赢合科技是卓越的锂电设备供应商 .....	12
公司简介 .....	12
赢合科技的优势 .....	14
公司的新变化 .....	17
我们与市场不同的观点 .....	18
行业层面：关注锂电池行业的结构性变化 .....	18
公司层面：2018 年公司增速仍显著高于行业，2019 年增速有望显著回升 .....	19
盈利预测、估值与投资评级 .....	19
盈利预测 .....	19
估值与投资评级 .....	20
风险因素 .....	21

## 表 目 录

表 1：新能源汽车补贴政策变化 .....	5
表 2：提高锂电池准入门槛的主要政策 .....	6
表 3：2019-2022 年国内锂电池企业扩产规模预测 .....	9
表 4：2019-2022 年国产锂电设备市场空间预测 .....	10
表 5：我国主要锂电设备厂商生产能力对比 .....	14
表 6：赢合科技募投项目 .....	16
表 7：国内外锂电池厂商布局欧洲市场 .....	18
表 8：赢合科技主营业务收入预测 .....	20
表 9：赢合科技可比公司列表 .....	20

## 图 目 录

图 1：锂电池生产线工艺流程 .....	3
图 2：锂电设备—锂电池—新能源汽车 .....	4
图 3：2013-2018 年我国新能源汽车年销量 .....	4
图 4：2016 年-2019 年 3 月我国新能源汽车月销量 .....	5
图 5：我国锂电池企业数量逐年减少 .....	7
图 6：2018 年我国锂电池企业装机集中度 .....	7
图 7：我国新能源汽车销量渗透率 .....	8
图 8：我国动力锂电池装机总量 .....	9
图 9：我国动力锂电设备市场规模 .....	9
图 10：2018 年国产锂电设备营业收入 TOP5 企业 .....	11
图 11：赢合科技、先导智能锂电设备产值占全国锂电设备总产值比例 .....	11
图 12：国产锂电设备占进口替代趋势明显 .....	11
图 13：赢合科技主要产品 .....	12
图 14：赢合科技营收情况（2013-2018） .....	13
图 15：赢合科技毛利率与净利率情况（2013-2018） .....	13
图 16：赢合科技归属母公司净利润情况（2013-2018） .....	14
图 17：赢合科技业务占比（2018 年报） .....	14
图 18：赢合科技切叠一体机 .....	15
图 19：赢合科技研发费用投入持续加大 .....	16
图 20：赢合科技研发人员比重持续增加 .....	16
图 21：赢合科技科下游主要客户 .....	17

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑

#### 1. 长期逻辑:

##### 行业层面:

1) 行业结构改善: 锂电设备的下游是锂电池行业, 动力锂电池行业的下游是新能源汽车行业。新能源汽车行业发展进入了新的时代, 目前锂电池行业高端产能不足, 中低端产能过剩。技术进步推动大容量高品质的电池市占率增长, 推动锂电池行业整合, 头部锂电池企业积极扩张产能, 2019-2022 年我国锂电池新增产能约为 810GWh, 对应设备投资 1600 亿元, 锂电设备行业空间广阔。

2) 行业扩张层面: 整车厂方面, 国内国际整车厂商加大力度向新能源汽车转型, 增加新能源汽车的车型与推广力度, 新能源汽车的车型与销量未来几年有望持续大幅增长。

##### 赢合科技自身:

1) 公司是我国锂电设备行业龙头企业, 2018 年公司营收排名第二, 收入规模占行业前五总和的 28.60%, 占全行业的 11.2%。

2) 公司优势: 公司技术实力强劲, 在全行业率先推出整线产品, 技术、渠道积累丰富; 一体化产品技术领先、产品丰富, 满足高端客户需求; 响应迅速, 交付周期全行业领先。

#### 2. 公司的最新变化

1) 2018 年公司新签订单为 28.5 亿元 (由于公司订单的实现需要一定生产周期, 新签订单对下一年营业收入可以构成一定预判的依据, 例如 2016 年新签订单为 15 亿元, 2017 年实现营业收入 15.86 亿元; 2017 年新签订单 22.39 亿元, 2018 年实现营业收入 20.87 亿元), 2019 年公司业绩有望显著增长。

2) 2018 年到 2019 年一季度, 公司获得 LG 化学、比亚迪、宁德时代、特斯拉等国内国际知名品牌的订单, 公司订单大客户比重显著提高, 2019 年重点客户订单占比有望达到 80%。

3) 公司进军海外市场, 设立波兰分公司。2018 年 11 月赢合科技投资设立波兰子公司。我们认为, 波兰将成为欧洲重要的锂电池生产基地, 赢合科技波兰子公司的设立, 有利于进一步贴近海外客户, 提供更为及时有效的产品解决方案, 更好更快地响应国际客户需求。

4) 切入新业务，培育业绩增长点：2018年，公司结合自身优势，战略布局电子烟、半导体设备等新业务。

#### 我们与市场的不同之处

行业层面：在锂电池行业产能过剩的背景下，部分投资者对锂电设备行业发展前景表示相对悲观。我们认为，不能忽视目前锂电池行业内部“高端产能不足，中低端产能严重过剩”的结构性问题，在剧烈的市场洗牌下，龙头锂电池厂商提升自身竞争力的有效手段就是积极增加资本开支，扩大产能布局，这一举动实际上直接利好锂电设备生产企业，尤其是响应速度快、研发能力强、产能规模大、具备资金优势的龙头锂电设备生产企业。

公司层面：尽管相比于先导智能，赢合科技增速显著较低，但相比于科恒股份（锂电设备营业收入下滑 12.85%）、璞泰来（锂电设备营收同比增长 15.69%）、金银河（锂电设备营收同比增长 9.84%）等上市公司，赢合科技的营收增速仍较为可观。我们认为 2018 年锂电设备行业增速放缓的主要原因是 2018 年锂电池企业实际投入的资本开支增速显著下滑，部分二线、三线的锂电池企业投资相对滞后，投资需求有望于 2019-2022 年逐渐释放。我们注意到，宁德时代、比亚迪、LG 化学、松下、SKI、Northvolt 等企业都发布了新的扩产计划，我们认为 2019 年行业增速将显著回升，赢合科技已经获得以上部分大型锂电池生产企业的设备订单，我们预计公司营收增速将伴随行业增长和客户的扩张而显著增加。

#### 股价催化剂

公司获得大额产品订单；进入更多国内国际大客户的采购体系；国家出台针对新能源汽车行业的增量政策以促进动力锂电池行业加速向更高性能电池方向发展。

#### 盈利预测与投资评级

我们预计赢合科技 2019 年至 2021 年的营业收入分别为 29.16 亿元、40.22 亿元和 53.44 亿元，归属母公司净利润分别为 4.76 亿元，6.56 亿元和 8.62 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.27 元/股、1.74 元/股和 2.29 元/股。考虑到锂电设备行业有望持续增长；赢合科技是我国锂电设备行业排名第二的龙头企业；公司斩获 LG 化学、比亚迪、宁德时代、特斯拉等国内国际一流企业的订单等因素，首次覆盖我们给予赢合科技“买入”的评级。

#### 风险因素

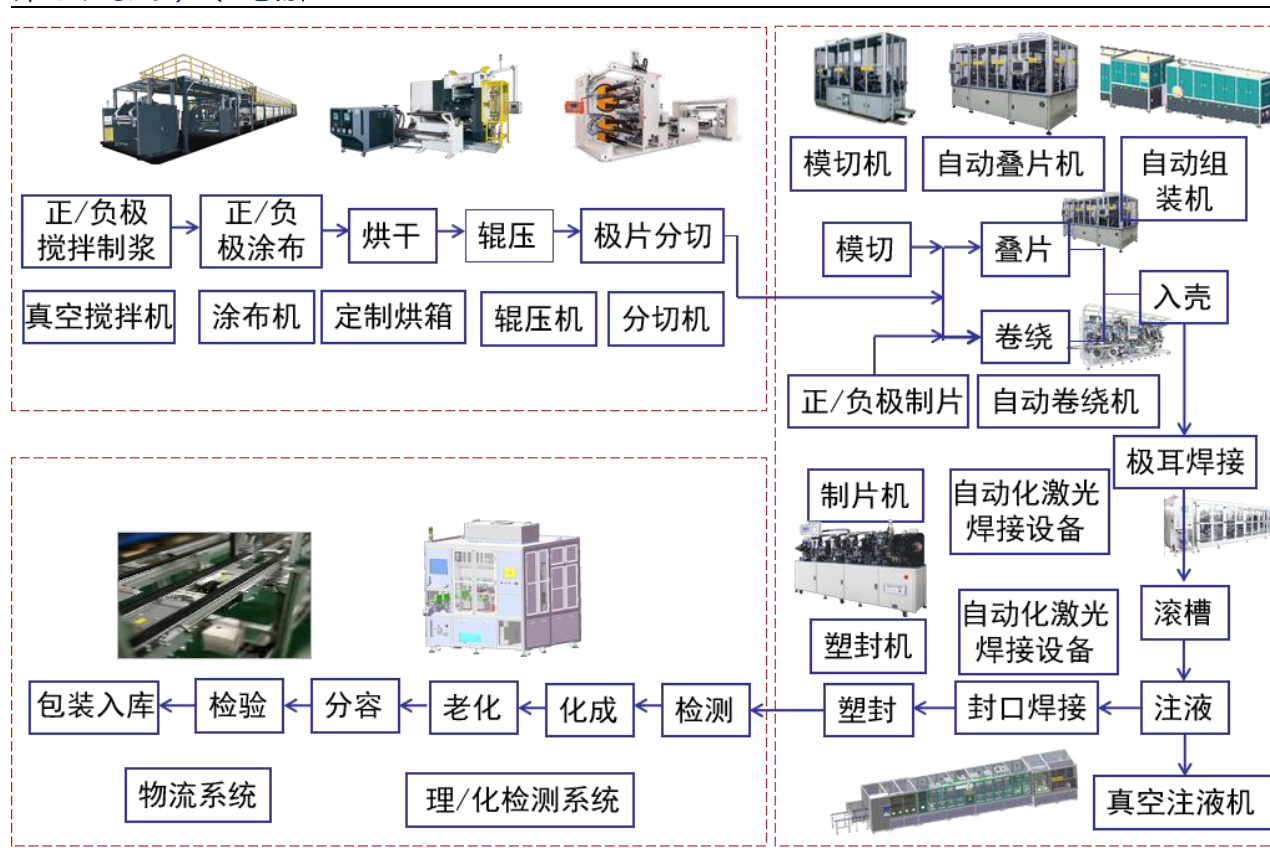
1、新能源汽车产销低于预期；2、下游锂电池企业扩产情况低于预期；3、行业竞争加剧导致公司产品价格下滑；4、募投项目进展低于预期，公司产能受限；5、公司海外市场业务拓展效果低于预期。

## 新时代的锂电设备行业，分享锂电池行业的增长与变革

### 什么是锂电设备

锂电设备是指锂电池生产线上所需要的各类机械设备。按照锂电池的生产工艺流程，锂电设备可以分为前端设备、中端设备和后端设备：前端设备功能为极片等电芯部件的制备，主要包含搅拌机、涂布机、辊压机、分切机等；中端设备主要涵盖电芯装配工序，包括卷绕机、叠片机、注液机、焊接机、组装机等；后端设备主要通过各类检测装备执行电芯分容检测、老化筛选等功能。锂电设备的技术提升和质量控制是下游锂电池产品性能一致性、安全性的基础，也是锂电池行业及以锂电池应用为代表的新能源汽车行业发展的重要保障。

图 1：锂电池生产线工艺流程



资料来源：赢合科技招股说明书、信达证券研发中心

## 分享新能源汽车行业增长，锂电设备行业发展进入新时代

锂电设备的下游行业是锂电池行业，具体而言包括动力锂电池、3C 锂电池和储能锂电池。储能锂电池目前产能占比较小，3C 锂电池产能相对稳定并处于饱和状态，动力锂电池由于单体容量较大且新能源汽车产量逐步提升从而产能占比逐年提高，成为锂电池行业的主要增长点。动力锂电池的下游市场是新能源汽车行业，因此，新能源汽车行业的快速发展与变革对动力锂电池行业从而锂电设备行业有着深刻的影响。

图 2：锂电设备—锂电池—新能源汽车

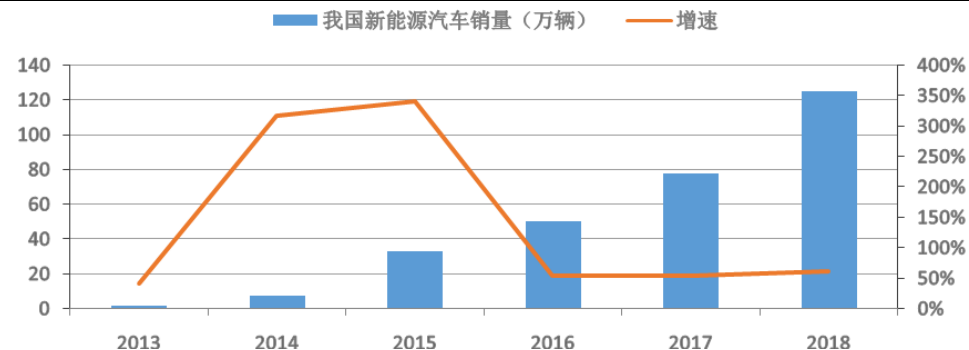


资料来源：信达证券研发中心

### 新能源汽车行业从“挣补贴的钱”到“挣市场的钱”

新能源汽车是“十三五”国家战略性新兴产业发展规划部署的重点领域，对实现我国汽车产业绿色转型发展有着重要的意义。近年来，我国持续从政策层面推动新能源汽车发展，相继颁布一系列鼓励政策，新能源汽车销量逐年攀升，由 2013 年的 1.75 万辆，提升至 2018 年的 125.60 万辆，年复合增长率为 133.75%。2013 年至 2018 年，累计销售达 170.80 万辆。“十三五”规划预计：2020 年新能源汽车实现产量 200 万辆以上，2016 年至 2020 年累计销售超过 500 万辆。

图 3：2013-2018 年我国新能源汽车年销量



资料来源：Wind、信达证券研发中心



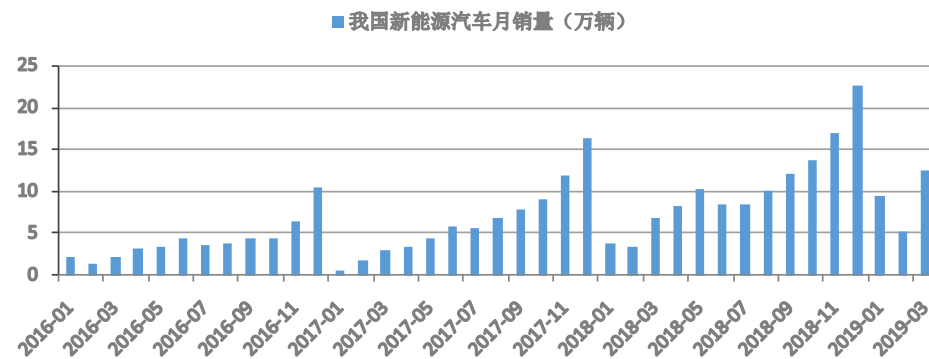
为了促进新能源汽车行业的健康可持续发展，近年来，我国新能源汽车补贴持续加速退坡。2019年3月26日，工信部等四部委颁布了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，进一步提高新能源汽车补贴技术门槛，规定续航里程在250公里以下的纯电动汽车将不再享受中央补贴；降低了新能源汽车补贴金额，各车型的补贴退坡幅度相比于2018年为50%或者超过50%。工信部表示，2019年6月26日起取消新能源汽车地方性补贴，预计到2021年，新能源汽车补贴将全面取消。我们认为：补贴的加速退坡驱动新能源汽车行业参与者从“挣政策补贴的钱”转向“挣市场的钱”，只有质量优秀且综合成本快速降低的产品才能在激烈的竞争中得以存活，这一政策有利推动了车企加速降低动力电池成本（新能源汽车成本的最大可变项为电池），从而推动对更高容量密度、更好性能的锂电池的购置，推动锂电池厂商购买更先进、生产效率更高的锂电设备。

表 1：新能源汽车补贴政策变化

车辆类型	纯电动续航里程 S (公里)	2017 年补贴金额 (万元)	2018 年补贴金额 (万元)	2019 年补贴金额 (万元)	2019 年补贴主要变化描述
纯电动乘用车	100≤S<150	2	0	0	1.补贴上限由5万元降至2.5万元； 2.相同工况降幅超50%左右； 3.最低补贴里程数由150公里提升至250公里； 4.PHEV 能耗优化要求提高5%。
	150≤S<200	3.6	1.5	0	
	200≤S<250	3.6	2.4	0	
	250≤S<300	4.4	3.4	1.8	
	300≤S<400	4.4	4.5	1.8	
	S≥400	4.4	5	2.5	
插电式混动乘用车	S≥50	2.4	2.2	1	

资料来源：工信部、信达证券研发中心

图 4：2016 年-2019 年 3 月我国新能源汽车月销量



资料来源：Wind、信达证券研发中心

面对行业补贴的超预期下滑，新能源汽车企业纷纷加大电动车推广力度，以提高新能源汽车销量：上汽集团自3月1日起，启动“以旧换新”活动，对置换新能源汽车按1.5万元/辆补贴，预计补贴总额将达到30亿元；广汽集团推出了“全额补”计划，在购买部分新能源车型时，仍可按2018年政策标准享受补贴；比亚迪集团也推出了相应的补贴政策，在6月25日之前购买旗下部分车型，仍然享受全部2018年的补贴政策。尽管补贴超预期退坡，但新能源汽车的销量仍大幅增加，Wind数据显示：第一季度全国新能源汽车累计销售量达25.40万台，同比增长117.80%。

## 锂电池行业门槛提高，行业结构改善

近年来，国家持续出台政策提高企业准入门槛、提升锂电池产品质量，从而解决低端产能过剩、高端产能不足的问题。工信部于2019年2月15日开始实施《锂离子电池行业规范条件（2018年本）》，锂电池行业门槛再次提高，锂电池企业面临更为严酷的竞争。该规范规定了企业应具有的产品质量检测能力，明确了企业应具备的工艺、装备及相关配套设施性能，确定了应投入的研发经费占营业收入的比例等锂电池企业规范。

**表 2：提高锂电池准入门槛的主要政策**

时间	发文单位	文件名称	主要内容
2015年3月	工信部	《汽车动力蓄电池行业规范条件》	①锂离子动力蓄电池单体企业年产能力不得低于2亿瓦时，金属氢化物镍动力蓄电池单体企业年产能力不得低于1千万瓦时； ②企业年产能力不得低于5百万瓦时，系统企业年产能力不得低于10000套或2亿瓦时。
2016年11月	工信部	《汽车动力电池行业规范条件》	①离子动力电池单体企业年产能力不低于80亿瓦时，金属氢化物镍动力电池单体企业年产能力不低于1亿瓦时，超级电容器单体企业年产能力不低于1千万瓦时； ②系统企业年产能力不低于80000套或40亿瓦时。
2017年3月	工信部等四部委	《促进汽车动力锂电池产业发展行动方案》	①到2020年，新型锂离子动力电池单体比能量超过300瓦时/公斤；系统比能量力争达到260瓦时/公斤、成本降至1元/瓦时以下，使用环境达-30℃到55℃，可具备3C充电能力； ②到2025年，新体系动力电池技术取得突破性进展，单体比能量达500瓦时/公斤。
2018年5月	发改委	《汽车产业投资管理规定》	①扩大产能项目上两个年度汽车产能利用率须高于同产品类别行业平均水平；上两个年度新能源汽车产量占比均高于行业平均水平；上两个年度研发费用支出占主营业务收入的比例均高于3%； ②异地新建产能规模应不低于15万辆且企业上年度总产量不低于30万辆； ③新建独立纯电动汽车企业投资项目，纯电动乘用车规模不低于10万辆，纯电动商

用车不低于 5000 辆。

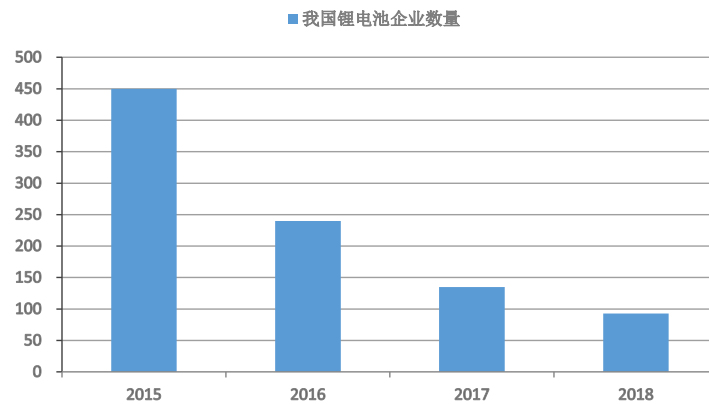
2019 年 2 月 工信部  
 《锂离子电池  
 行业规范条件》

- ① 产企业应具有电池正负极材料中磁性异物及锌、铜等金属杂质的检测能力、检测精度不低于 10ppd;
- ② 生产企业应具有电极涂覆后均匀性的监测能力，电极涂覆厚度和长度分别不低于 2 μm 和 1mm;
- ③ 生产企业应具有电极剪切后产生毛刺的能力，监测精度不低于 1 μm;
- ④ 生产企业应具有烘干、电极卷绕、注液环境控制、电池装配监测等生产能力。

资料来源：国务院网站、信达证券研发中心

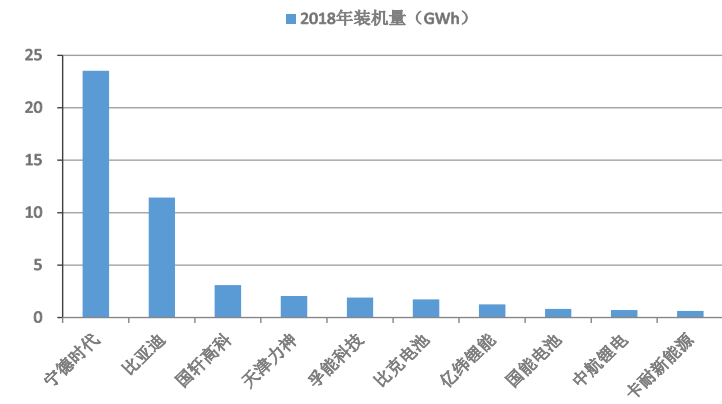
在政策推动和市场需求的共同发力下，锂电池行业结构持续改善，低端产能逐步退出市场。锂电池企业总量由 2015 年的 450 家下降至 2018 年的 93 家。与之对应的，锂电池行业的集中度不断提升，2018 年装机总量排名前 5 的锂电池企业占全国总装机量的 73.88%，其中宁德时代和比亚迪分获前两名，分别占全国总量的 41.28%和 20.07%。政策的推动与龙头企业的成长带来大容量高品质的电池占有率提高，2019 年第一批新能源汽车推荐车型目录电池系统能量密度超过 160 Wh/kg 的纯电动车用车占比达 33%，第二批、第三批占比分别达 40%、41%。在工业和信息化部公布的 2019 年第一批新能源汽车推荐车型中吉利帝豪 GSe 车型采用宁德时代提供的锂电池，其能量密度达到 182.44 Wh/kg，超过了特斯拉 Model 3 所用最新型 21700 锂电池 170 Wh/kg 的能量密度。我们认为，伴随着锂电池行业门槛的持续提高，行业对锂电池生产厂商的技术、资金、研发与渠道的要求将持续提升，我国锂电池生产企业将持续减少，只有少数优秀的企业才能得以存活，行业集中度将进一步提升。

图 5：我国锂电池企业数量逐年减少



资料来源：高工锂电，信达证券研发中心

图 6：2018 年我国锂电池企业装机量集中度

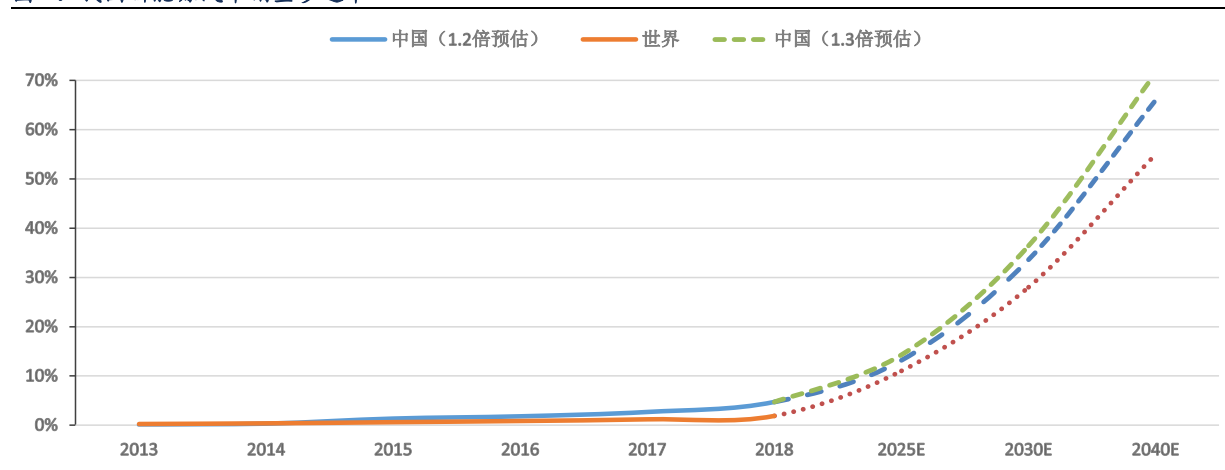


资料来源：高工锂电，信达证券研发中心

## 新能源汽车市场活跃，市场参与者增加，行业持续扩张

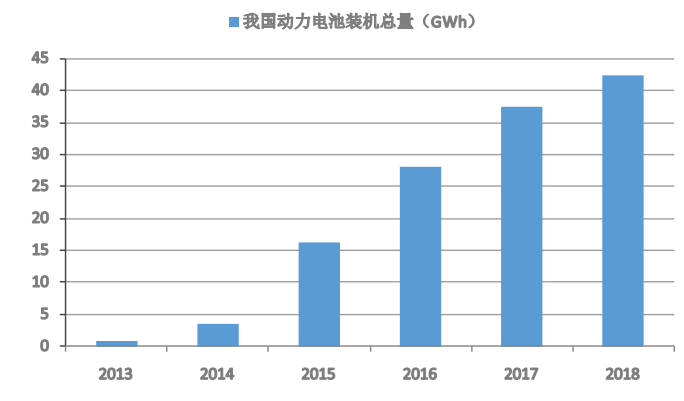
传统汽车制造商持续提高新能源汽车产量，比亚迪新能源汽车产量由 2016 年的 10.01 万辆提升至 2018 年的 24.78 万辆，新能源汽车占其汽车总产量比例由 2016 年的 20.94% 提升至 2018 年的 49.07%；北汽新能源产量由 2016 年的 5.20 万辆提升至 2018 年的 15.80 万辆，新能源汽车占比由 2016 年的 1.83% 提升至 2018 年的 6.58%。“造车新势力”持续涌入新能源汽车行业，2014 年至今，蔚来新能源、小鹏汽车、奇点汽车等 20 余家“互联网+”车企宣布进入新能源汽车行业，为行业注入新的活力。根据中国产业信息网数据，我国新能源汽车市场渗透率由 2016 年的 1.81%，增长至 2018 年的 3.73%，年复合增速远超世界水平。我们预计，在“双积分”政策、电池成本快速下降从而新能源汽车售价快速下降等多因素的驱动下，我国新能源汽车渗透率将持续快速增长。根据彭博新能源财经预测（BNEF），到 2025 年全球新能源汽车的销量将达到 1100 万辆，渗透率达到 11%，同年燃油汽车销量将达到拐点，步入下行趋势；到 2030 年全球销量将继续攀升至 3000 万辆，渗透率达到 28%；到 2040 年全球销量有望达到 6000 万辆，渗透率提升至 55%。我们预计，在政策指引与市场需求的驱动下，我国新能源汽车渗透率增速有望达到全球平均水平的 1.2-1.3 倍。

图 7：我国新能源汽车销量渗透率

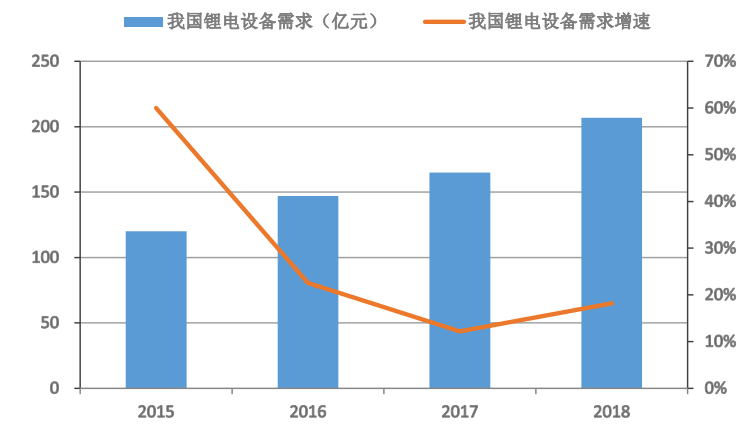


资料来源：高工锂电、BNEF、信达证券研发中心

在新能源汽车行业扩张的同时，我国动力电池市场规模随之持续扩大。根据动力电池蓝皮书数据显示：我国动力电池装机总量由 2013 年的 0.79 GWh 增长至 2018 年的 57 GWh，年复合增长率为 121.64%。锂电设备行业受益于下游动力电池行业的高增长，呈现高速发展的态势，根据高工锂电数据：我国锂电设备市场规模由 2015 年的 120 亿元提升至 2018 年的 206.80 亿元，年复合增长率达 19.89%。

**图 8：我国动力锂电池装机总量**


资料来源：中国新能源汽车动力电池产业报告，信达证券研发中心

**图 9：我国动力锂电设备市场规模**


资料来源：高工锂电，信达证券研发中心

国内外锂电池企业纷纷加大扩产力度。2018 年，国产锂电池龙头企业宁德时代和比亚迪的装机量共为 34.98 GWh，根据两家公司目前的产能规划，预计到 2020 年将达到 115 GWh，2022 年将达到 300 GWh；海外主要锂电池生产企业也制定了未来几年的扩产计划，韩国 LG 化学宣布 2020 年将扩产能至年产能 90 GWh；日本松下集团宣布预计 2020 年产能将达到 52 GWh；瑞典企业 Northvolt 计划 2020 年将产能达到 8 GWh，预计 2022 年达到 24 GWh；韩国 SKI 公司宣布将于 2022 年将产能提升至 55 GWh。在国产锂电设备不断开拓国际市场的背景下，外资锂电池生产企业的扩产将有效促进我国锂电设备行业市场规模的扩张。我们预计，我国锂电池企业将完成扩产计划并在 2022 年前加大扩产力度，我国锂电设备新增装机总量至少为 810 GWh，按 2019 年每 GWh 设备投资额 2.5-3 亿元、此后伴随生产效率提升投资额有序下降测算，2019-2022 年，我内锂电设备市场空间至少为 1600 亿元（各企业具体年份扩产规模数据为粗略估算）。

**表 3：2019-2022 年国内锂电池企业扩产规模预测（各企业具体年份扩产规模数据为粗略估算）**

锂电池企业	2019 预计扩产规模 (GWh)	2020 预计扩产规模 (GWh)	2021 预计扩产规模 (GWh)	2022 预计扩产规模 (GWh)
宁德时代	40	70	120	170
比亚迪	26	45	85	130
国轩高科	2	4	6	8
天津力神	1	3	5	8
孚能科技	5	6	7	8
比克电池	1	2	3	6
亿纬锂能	2	4	5	6

国能电池	1	2	3	6
中航锂电	1	2	3	4
卡耐新能源	1	2	3	4
总计	80	140	240	350

资料来源：电池中国网、信达证券研发中心整理

**表 4：2019-2022 年国产锂电设备市场空间预测**

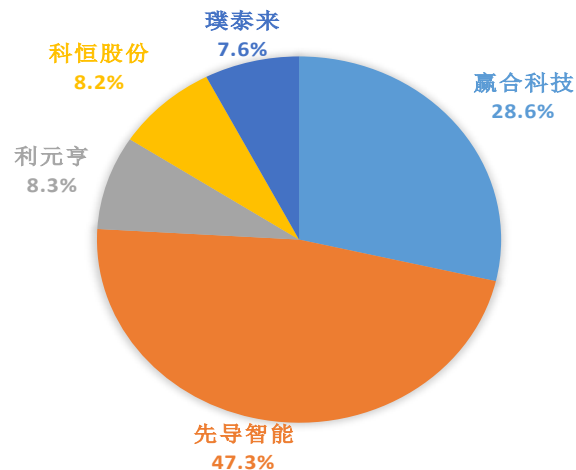
年份	锂电池新增产能 (GWh)	单位产能锂电设备投资额 (GWh/亿元)	当年总投资额 (亿元)
2019	80	2.5-3	200-240
2020	140	2.3-2.8	322-392
2021	240	2-2.5	480-600
2022	350	1.6-2.1	560-735
总计	810	/	1562-1967

资料来源：信达证券研发中心测算

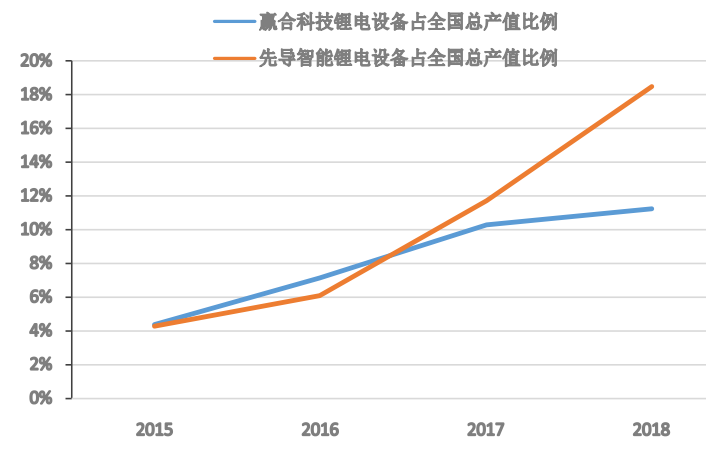
## 锂电设备行业的竞争格局

### 国内企业形成双龙头格局，资金、技术、市场驱动龙头企业竞争优势扩大

在新能源汽车行业快速变革从而动力锂电池行业技术、产品快速迭代的背景下，锂电设备供应商不断提高产品性能以适应下游客户对锂电池产品高一致性、高安全性的需求。锂电池行业技术的快速变革带来锂电设备行业的快速整合，使其马太效应明显。2017 年，出现了营业总收入超过 10 亿元的先导智能、赢合科技两家龙头企业，二者当年营业收入占前五名营业收入的 69.90%。2018 年，两家企业锂电设备营业总收入持续增长，分别达 34.44 亿元、20.87 亿元，二者营业收入占前五名营业收入的比例提升至 75.90%。我们认为，伴随着锂电池行业龙头企业市场份额的持续提升，锂电设备厂商的生存、发展将更加倚重科技创新能力、产能规模、产品质量和销售渠道。我们预计，锂电设备行业将保持“强者恒强”的竞争格局。

**图 10：2018 年国产锂电设备营业收入 TOP5 企业**


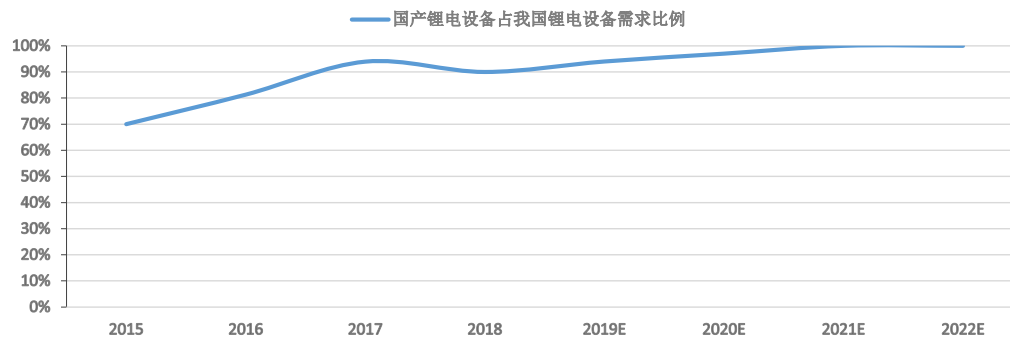
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 11：赢合科技、先导智能锂电设备产值占全国锂电设备总产值比例**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 中国锂电设备供应商从进口替代到扬帆远航

近年来，国产锂电设备厂商技术能力不断提高、经营管理能力持续改善，国产锂电设备各项技术指标可以比肩日韩产品，达到国际领先水平，同类产品价格略低或近似于国外设备且交付周期远短于国外企业。在国内市场上，近年来，国产锂电设备在国内市场的渗透率持续提高，根据高工锂电数据，国产锂电设备占我国锂电设备市场份额由 2015 年的 70.00% 提升至 2018 年的 89.99%，我们预计，伴随着国产锂电设备技术的持续提升，2022 年国产锂电设备国内市场占有率将接近 100%。

**图 12：国产锂电设备占进口替代趋势明显**


资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

在海外市场，以赢合科技、先导智能为代表的国产锂电设备企业获得了国际龙头锂电池厂商的广泛认可，先导智能已经向索尼、三星、松下等国际锂电池巨头提供锂电设备；赢合科技已经进入 LG 化学、特斯拉供应体系。除此之外，我国锂电设备企业加快“走出去”步伐，赢合科技 2019 年在波兰设立了子公司；先导智能于 2018 年在韩国设立分公司、在美国设立全资子公司、在印度设立全资子公司。我们认为，中国锂电设备企业已经成长为全球锂电设备行业中不可忽视的力量，中日韩锂电设备企业三足鼎立的全球化竞争格局已经初步形成。

## 赢合科技是卓越的锂电设备供应商

### 公司简介

赢合科技致力于锂电池自动化设备的研发、设计、制造、销售以及服务，是国内锂电设备行业的龙头企业之一，2015 年 5 月，赢合科技登陆资本市场，股票代码 300457.sz。公司是中国锂电设备行业中第一家推出智能锂电池生产线整线的供应商，能够为客户提供自动化生产布局、工艺实现、动力辅助、环境控制等全套的解决方案，从方案设计、产品出图、设备生产到设备调试、生产运维的各个环节进行全程跟进和服务，充分满足客户自动化、信息化、智能化的定制需求。自 2015 年起，公司锂电设备业务年营业收入稳居行业前两名，与先导智能成为第一梯队，远远领先于其他锂电设备厂商。公司充分获得国内外知名下游客户的认可，与 LG 化学、宁德时代、特斯拉、比亚迪等知名锂电池厂商建立了合作关系。

图 13：赢合科技主要产品



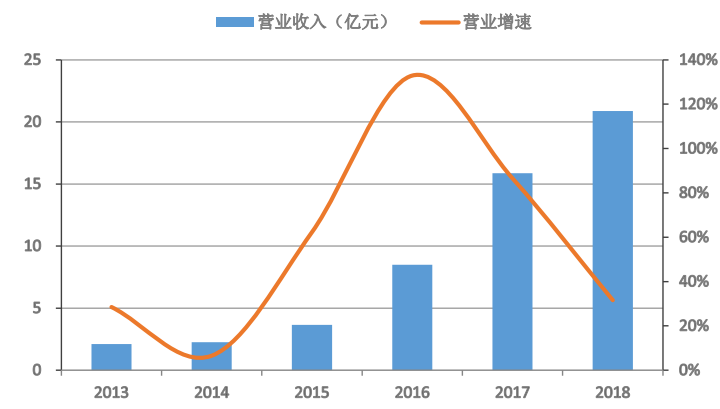
资料来源：赢合科技官网、信达证券研发中心

公司自 2015 年上市以来，坚持把生产能力作为公司的核心竞争力，不断提高产品研发能力、加强公司内部管理、缩短订单交付周期，牢牢把握行业高速增长的机会，取得骄人成绩。近年来营业收入保持较高增长，2015 至 2018 年，公司年营业收入由 3.69 亿元提升至 20.87 亿元，年复合增长率为 78.07%，远高于同期国内锂电设备市场规模年复合增长率的 19.89%。2016 年，公司迎来重要发展契机，与国轩高科、沃玛特两家下游客户共签订 4.77 亿元订单，营业收入增幅快速提



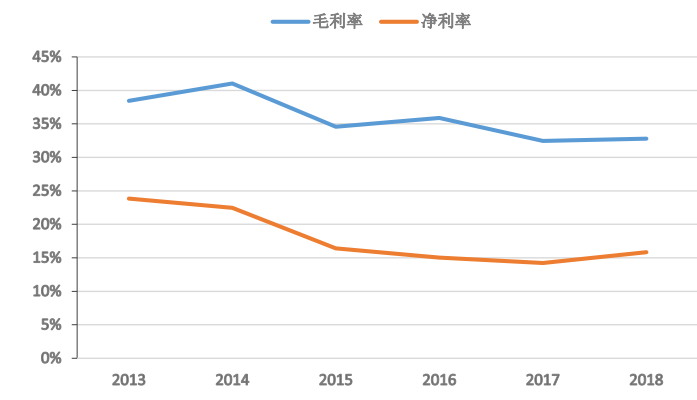
升，达 132.90%，归属母公司净利润增速也因此显著提升提高，达 105.68%。根据公司公告，2018 年公司新签订单为 28.5 亿元，我们预计 2019 年公司营业收入仍将继续保持较高幅度的增长。

图 14：赢合科技营收情况（2013-2018）



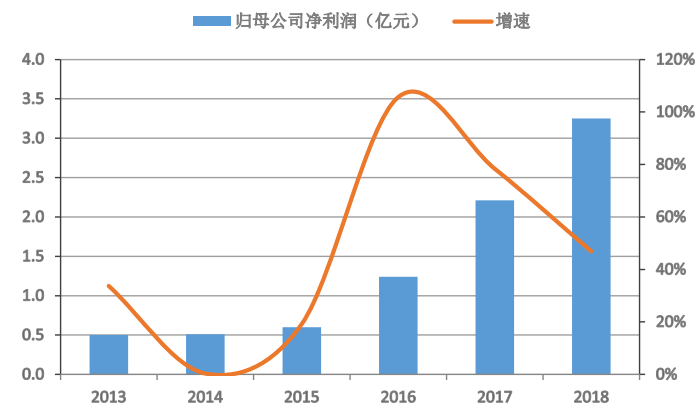
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：赢合科技毛利率与净利率情况（2013-2018）

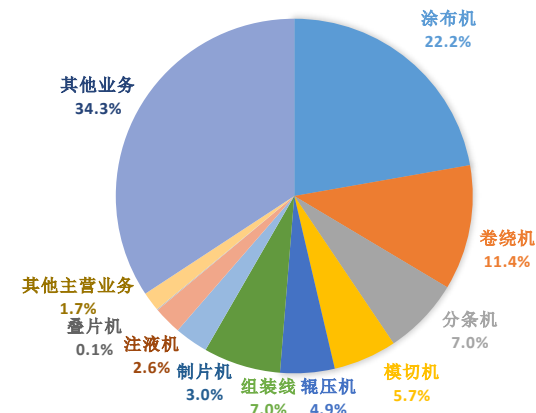


资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司营业收入中占比较大的产品为自营涂布机、卷绕机、分条机和模切机，2018 年合计占公司总营业收入的 46.3%。在营业收入中占有较大比重的“其他业务收入”（2018 年营收占比为 34.01%，同比增长 70.60%）也与锂电设备相关，在赢合科技推出整线之前，“其他业务收入”主要包含锂电设备零配件及核心部件的替换（2016 年该项收入营收占比为 16.50%），在赢合科技推出整线之后，“其他业务收入”主要包含公司整线模式中的非自制设备部分（即部分中低端工序设备委托外协单位生产）。表面上看，2017 年以来，公司的“其他业务收入”拉低了综合毛利率，但该部分业务所占用的资产较轻，实际上有利于公司的整体盈利。2015 年以来，公司毛利率与净利率走势趋稳，期间费用率控制有效，公司的经营管理情况较为稳定。2018 年，公司综合毛利率为 32.80%，与上一年的 32.45% 基本持平，考虑到毛利率较低的“其他业务收入”营收占比提升，拉低公司综合毛利率，实际上 2018 年公司完全自营业务与“其他业务收入”毛利率均有所上升，分别比 2017 年上升 0.73pct 和 2.91pct。

**图 16：赢合科技归属母公司净利润情况（2013-2018）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 17：赢合科技业务占比（2018 年报）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 赢合科技的优势

### 掌握锂电设备各环节核心技术，交付速度行业领先

公司于2015年成为行业内首家拥有生产整线设备能力的企业，目前已经交付了20多条整线方案。2018年整线设备营业收入12.92亿元，占营业收入比高达61.89%，较2017年增长1.60pct。经过多年技术积累，赢合科技掌握了锂电设备各个环节的核心技术，成为为数不多的能够提供前、中、后端全线锂电设备的生产厂商。对核心技术的深入理解，使得公司有着首屈一指的交付速度，公司产品由多个部门协调完成，通过ERP系统的精细化管理与相应文件在不同部门间流转，有效控制了产品的生产速度、工艺规格、数量品质等，充分满足客户的订单要求，保证产品及时交付客户。

**表 5：我国主要锂电设备厂商生产能力对比**

工序	前端				中端				后端			
	搅拌	涂布	辊压	分切	制片	模切	卷绕	叠片	注液	化成	分容	组装
赢合科技	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
先导智能	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
北方华创	√	√	√	√								
星云股份										√	√	
科恒股份	√	√	√	√		√						

金银河	√	√	√	√				
亿鑫丰					√	√		√
大族激光	√	√			√		√	√
璞泰来	√	√		√				
华冠科技					√		√	
纳科诺尔				√				

资料来源：招股说明书、公司公告、信达证券研发中心整理

### 一体化锂电设备研发能力突出

除整线设备技术水平优异之外，赢合科技还能够为高端客户提供一体化锂电设备。一体化锂电设备是指将锂电池生产工艺流程中所用的多种锂电设备功能集于一体的自动化设备，一体化锂电设备能够提高生产效率、节省设备空间、减少生产成本，是锂电设备的新兴发展方向。近年来，赢合科技、先导智能、金银河、浩能科技等锂电设备厂商引领市场潮流，纷纷推出新型一体化锂电设备。2018年，赢合科技推出了涂辊分一体机和切叠一体机，涂辊分一体机能够100%解决极片边缘裂纹现象，投入使用后可减少该环节原有的用工成本的70%，切叠一体机能够在工艺上实现极片模切后无需经过料盒周转而直接叠片，该机型占地面积仅为单机的1/2，有效降低了下游客户的生产成本。

图 18：赢合科技切叠一体机



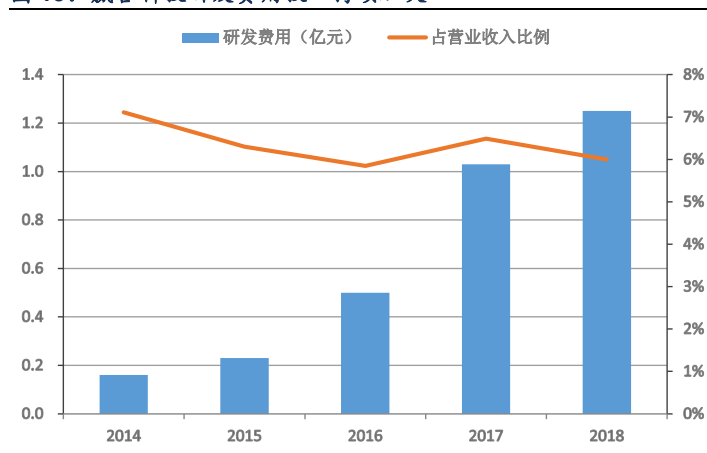
资料来源：赢合科技官网、信达证券研发中心

### 加大科研投入，保持技术领先地位

赢合科技视研发能力为生存、发展的生命线，持续提高科研创新能力，保持技术优势。2018年公司成功研制新一代21700/18650圆柱全自动卷绕机，相比行业领先卷绕机效率提升10%以上；重磅推出激光模切卷绕一体机，解决了因极片厚度偏差，导致极耳无法精准对齐的行业难题，为行业打造了“快”、“准”、“稳”、“安全”的里程碑产品。2018年新增

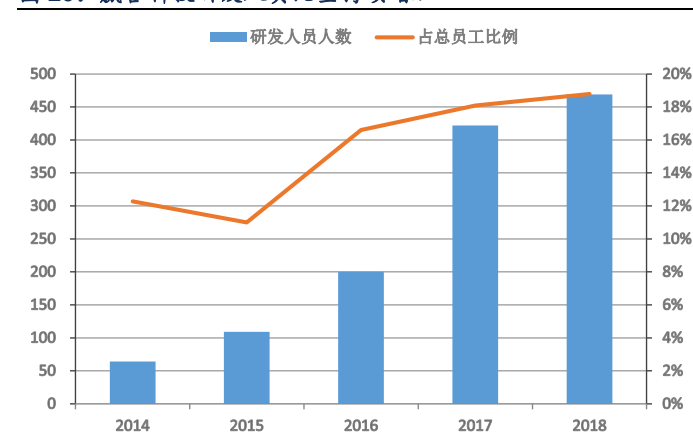
发明专利 4 项，使用新型专利 49 项，外观专利 2 项，软件著作权 12 项，版权 4 项。

图 19：赢合科技研发费用投入持续加大



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：赢合科技研发人员比重持续增加



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司持续加大科研投入，2018 年，公司投入研发费用达 1.25 亿元，占营收比重为 6.00%；研发人员占全体员工比例持续提高：公司科研人员人数由 2014 年的 64 人提高至 2018 年的 469 人，科研人员占员工人数的比例由 2014 年的 12.28% 提升至 2018 年的 18.78%。2018 年，公司顺利完成了非公开发行股票项目的发行工作，成功募集资金 14.13 亿元用于“锂电池自动化设备生产线建设项目”、“智能工厂及运营管理系统展示项目”等。募投项目投产后，公司高端锂电设备的生产规模将进一步扩大，财务风险和经营风险将有效降低，公司核心竞争力将显著增强，更好地满足下游动力电池厂商对高端动力电池产能扩建的需求，助推公司实现新一轮快速增长。

表 6：赢合科技募投项目

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投入额 (万元)
1	赢合科技锂电池自动化设备生产线建设项目	99641.5	95750
2	赢合科技智能工厂及运营管理系统展示项目	24922.51	10164
3	补充流动资金	40515	40515
	合计	165079.01	146429

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 公司的新变化

### 进入 LG 化学、宁德时代、比亚迪、特斯拉等国内外知名品牌的采购体系

在下游锂电池行业集中度不断提高的背景下，公司积极扩展国内外大客户，与 LG 化学、宁德时代、特斯拉、比亚迪等知名锂电池厂商签订了销售合同。2018 年，分切机进入特斯拉供应链；比亚迪在原有合作的基础上，加大了对公司前中段设备的采购力度；2018 年 9 月，LG 化学与公司签订了 19 台卷绕机采购协议；2018 年下半年涂布机和激光模切机获得宁德时代订单。2018 年，前 5 大客户销售额占比达 57.04%，相比 2017 年提高 8.1%，大客户比例的提升使得公司客户结构和订单质量持续提升。在客户结构和订单质量持续提升的前提下，订单同比稳健提升。根据公司生产计划，我们预计 2019 年重点客户销售比例将达到 80%。

图 21：赢合科技下游主要客户



资料来源：公司官网、信达证券研发中心整理

### 扬帆起航，逐鹿海外市场

受欧洲多国禁售燃油车计划影响，近年来欧洲传统车企纷纷加大与锂电池厂商的合作推出新能源汽车，全球知名锂电池企业加速布局欧洲市场，欧洲即将成为锂电池及锂电设备的重要市场。在此契机之下，为进一步开拓欧洲市场，打造公司锂电池设备国际化品牌，2018 年 11 月赢合科技投资设立波兰子公司。我们认为，波兰将成为欧洲重要的锂电池生产基地，赢合科技波兰子公司的设立，有利于进一步贴近海外客户，提供更为及时有效的产品解决方案，更好更快地响应国际客户需求。

**表 7：国内外锂电池厂商布局欧洲市场**

序号	公司名称	产能基地	规划
1	LG 化学	波兰	拟投建 70GWh
2	SKI	匈牙利	拟投建 7.5GWh
3	宁德时代	德国	拟投资 2.4 亿欧元
4	Northvolt	瑞典	拟投建 32GWh

资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

### 切入新业务，培育新一轮增长点

2018 年，公司结合自身优势，战略布局电子烟、半导体设备等新业务。2018 年公司电子烟业务取得技术突破，公司成功研制全自动电子烟制片卷绕一体机，简化电子烟小电池的生产工序，提高电子烟生产线的自动化水平，有效降低了人力成本，投资标的企业业绩向好。此外，2018 年 1 月，赢合科技出资 4200 万，与韩国 AIK 公司合资开办艾合智能装备有限公司，主要经营半导体设备业务。此举有利于发挥双方在各自领域的优势，促进公司切入市场空间更为广阔的半导体设备业务，为今后公司业绩的增长孵化新的增长点。

## 我们与市场不同的观点

### 行业层面：关注锂电池行业的结构性变化

在锂电池行业产能过剩的背景下，部分投资者对锂电设备行业发展前景表示相对悲观，2019 年新能源汽车补贴加速退坡，更加打击了部分投资者信心。我们认为，尽管目前动力锂电池行业整体产能严重过剩、企业数量显著减少、甚至部分二线龙头企业亦破产出局，但我们不能忽视目前行业内部“高端产能不足，中低端产能严重过剩”的结构性问题，在剧烈的市场洗牌下，只有具备强大的资金、技术、渠道、产能优势的优秀锂电池生产企业才能最终得以存活并持续蚕食中小企业的市场空间，提升自身竞争力的有效手段就是积极增加资本开支，扩大产能布局，紧随锂电池技术变革的步伐，第一时间推出容量密度更大、性能更优的锂电池产品。这一举动实际上直接利好锂电设备生产企业，尤其是响应速度快、研发能力强、产能规模大、具备资金优势的龙头锂电设备生产企业。此外，我们认为，新能源汽车补贴的加速退坡正是为了加速解决目前动力锂电池行业低端产能过剩、高端产能不足的问题，加快行业整合速度。通过提升补贴标准、提高准入门槛，淘汰低端产能，具备高端锂电池产能的企业将获得更为广阔的发展空间，这一政策的间接受益者其实就是龙头锂电设备供应商。

## 公司层面：2018 年公司增速仍显著高于行业，2019 年增速有望显著回升

赢合科技和先导智能作为锂电设备行业的两家龙头企业，其技术实力、客户结构、营业收入等关键指标均远领先于其他企业。2018 年，受宁德时代等下游客户扩产影响，先导智能锂电设备业务营业收入同比增长 88.92%，远超赢合科技的 31.58%和锂电设备行业的 21.65%。相比于先导智能，赢合科技增速显著较低，但相比于科恒股份（锂电设备营业收入下滑 12.85%）、璞泰来（锂电设备营收同比增长 15.69%）、金银河（锂电设备营收同比增长 9.84%）等上市公司，赢合科技的营收增速仍较为可观。我们认为 2018 年锂电设备行业增速放缓的主要原因是 2018 年锂电池企业实际投入的资本开支增速显著下滑，部分二线、三线的锂电池企业投资相对滞后，投资需求有望于 2019-2022 年逐渐释放。我们注意到，宁德时代、比亚迪、LG 化学、松下、SKI、Northvolt 等企业都发布了新的扩产计划，我们认为 2019 年行业增速将显著回升，赢合科技已经获得以上部分大型锂电池生产企业的设备订单，我们预计公司营收增速将伴随行业增长和客户的扩张而显著增加。

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测

锂电池专用设备：锂电池专用设备是公司营收的主要来源。2018 年受下游行业投资增速放缓影响，公司锂电池专用设备业务营收增速放缓至 17.68%。我们认为伴随着国内国际各大动力锂电池厂商落实产能规划，2019 年锂电设备行业相比于 2018 年将显著好转，设备投资的高增长有望持续至 2022 年。就公司自身而言，赢合科技是我国锂电设备行业排名第二的领先企业，在技术、资金、大客户背书、渠道资源、响应速度等方面优势显著，将充分受益于行业的高增长，叠加公司 2018 年斩获 LG 化学、比亚迪、宁德时代、特斯拉等国内国际一流厂商，2018 年合计新签订单为 28.5 亿元（由于公司订单的实现需要一定生产周期，新签订单对下一年营业收入可以构成一定预判的依据，例如 2016 年新签订单为 15 亿元，2017 年实现营业收入 15.86 亿元；2017 年新签订单 22.39 亿元，2018 年实现营业收入 20.87 亿元），我们预计 2019 年全年公司锂电池专用设备营收增速为 55%，2020 与 2021 年分别为 50%和 40%。伴随着产品技术的持续升级叠加行业竞争加剧，我们假设 2019-2021 年该业务毛利率为 37%、36.5%和 36%。

其他业务收入：报告正文介绍到，2017 年起公司“其他业务收入”项是指公司承包的业务中不完全为自主产品（即部分中低端工序设备委托外协单位生产）的这类整线业务。2018 年公司新签订单中，此类业务增速较低，占比显著下降，叠加一线大客户对一体化设备更为青睐，我们预计 2019-2021 年该项业务营收增速为 10%、5%和 5%，我们假设 2019-2021 年该业务毛利率保持稳定为 24%、24%和 24%。

我们对赢合科技分业务收入预测如下表所示：

**表 8：赢合科技主营业务收入预测**

	2017	2018	2019 (E)	2020 (E)	2021 (E)
<b>锂电池专用设备</b>					
营业收入 (亿元)	11.70	13.77	21.34	32.02	44.82
营收增速	64.80%	17.68%	55.00%	50.00%	40.00%
毛利率(%)	36.22%	36.95%	37.00%	36.50%	36.00%
<b>其他业务收入</b>					
营业收入 (亿元)	4.16	7.10	7.81	8.20	8.61
营收增速	196.47%	70.69%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	21.85%	24.75%	24.00%	24.00%	24.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

## 估值与投资评级

我们预计赢合科技 2019 年至 2021 年的营业收入分别为 29.16 亿元、40.22 亿元和 53.44 亿元，归属母公司净利润分别为 4.76 亿元，6.56 亿元和 8.62 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 1.27 元/股、1.74 元/股和 2.29 元/股。赢合科技可比公司如下表所示：

**表 9：赢合科技可比公司列表**

代码	上市公司	股价(元/股)	市值(亿元)	EPS			PE		
				2019 (E)	2020 (E)	2021 (E)	2019 (E)	2020 (E)	2021 (E)
300450.sz	先导智能	31.52	277.90	1.23	1.62	2.02	26	19	16
300340.sz	科恒股份	16.86	35.77	0.73	1.08	1.52	23	16	11
603659.sh	璞泰来	48.30	209.96	1.80	2.33	2.93	27	21	16
300648.sz	星云股份	17.24	23.34	0.56	1.10	-	31	16	-
	行业平均值						27	18	15
<b>300457.sz</b>	<b>赢合科技</b>	<b>23.92</b>	<b>89.94</b>	<b>1.27</b>	<b>1.74</b>	<b>2.29</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>10</b>

资料来源：Wind，注：除赢合科技为信达证券研发中心预测外，其余公司 EPS 与 PE 均取自 Wind 一致预期，股价取自 2019 年 5 月 10 日收盘价。

可比公司 2019 年 PE 估值平均值为 27 倍。按照 2019 年 5 月 10 日收盘价 23.92 元/股计算，赢合科技 2019 年 PE 为 19 倍，低于行业平均水平。考虑到锂电设备行业有望持续高增长；赢合科技是我国锂电设备行业排名第二的龙头企业；公司斩获 LG 化学、比亚迪、宁德时代、特斯拉等国内国际一流企业的订单等因素，首次覆盖我们给予赢合科技“买入”的评级。



## 风险因素

- 1、新能源汽车产销低于预期；
- 2、下游锂电池企业扩产情况低于预期；
- 3、行业竞争加剧导致公司产品价格下滑；
- 4、募投项目进展低于预期，公司产能受限；
- 5、公司海外市场业务拓展效果低于预期。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2,170.18	3,578.61	4,721.58	6,147.51	7,721.88
货币资金	480.84	765.21	1,018.10	1,321.47	1,536.96
应收票据	324.48	230.97	376.92	535.25	695.10
应收账款	778.19	1,273.80	1,664.24	2,295.23	3,070.82
预付账款	48.00	50.66	78.10	106.01	139.53
存货	490.32	582.77	909.02	1,214.35	1,604.27
其他	48.35	675.20	675.20	675.20	675.20
<b>非流动资产</b>	981.22	1,563.89	1,905.07	2,147.40	2,285.18
长期股权投资	0.00	31.00	31.00	31.00	31.00
固定资产(合计)	372.92	518.52	672.54	1,082.07	1,248.99
无形资产	155.67	186.03	224.61	269.61	305.10
其他	452.64	828.34	976.91	764.73	700.09
<b>资产总计</b>	3,151.40	5,142.50	6,626.64	8,294.91	10,007.06
<b>流动负债</b>	1,788.27	2,009.49	2,720.77	3,419.87	4,253.15
短期借款	413.69	634.30	634.30	634.30	634.30
应付票据	440.11	268.99	504.69	695.16	896.44
应付账款	456.37	701.42	963.80	1,303.43	1,736.70
其他	478.10	404.78	617.97	786.99	985.71
<b>非流动负债</b>	110.78	127.36	427.36	727.36	727.36
长期借款	77.93	50.27	350.27	650.27	650.27
其他	32.85	77.09	77.09	77.09	77.09
<b>负债合计</b>	1,899.05	2,136.85	3,148.13	4,147.23	4,980.51
少数股东权益	-1.05	40.69	50.41	63.59	80.81
归属母公司股东权益	1,253.40	2,964.96	3,428.11	4,084.09	4,945.74
<b>负债和股东权益</b>	3,151.40	5,142.50	6,626.64	8,294.91	10,007.06

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,586.33	2,087.29	2,915.75	4,022.12	5,343.92
同比(%)	86.52%	31.58%	39.69%	37.94%	32.86%
归属母公司净利润	220.92	324.52	476.32	655.98	861.65
同比(%)	78.34%	46.90%	46.78%	37.72%	31.35%
毛利率(%)	32.45%	32.80%	33.52%	33.95%	34.07%
ROE%	23.47%	15.39%	14.90%	17.46%	19.08%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.86	1.27	1.74	2.29
P/E	41	28	19	14	10
P/B	7.18	3.03	2.62	2.20	1.82
EV/EBITDA	26.35	21.16	15.30	11.45	8.81

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	1,586.33	2,087.29	2,915.75	4,022.12	5,343.92
营业成本	1,071.59	1,402.64	1,938.47	2,656.57	3,523.45
营业税金及附加	15.48	18.50	25.66	35.83	47.47
销售费用	56.89	63.36	87.47	116.64	152.30
管理费用	177.39	87.11	110.80	148.82	197.72
研发费用	0.00	125.17	174.85	241.19	320.46
财务费用	23.98	30.65	50.67	66.01	75.01
减值损失合计	50.37	49.07	76.51	106.33	139.62
投资净收益	18.62	15.26	49.27	55.97	61.06
其他	41.92	50.71	46.80	49.21	48.00
<b>营业利润</b>	251.16	376.76	547.39	755.91	996.95
营业外收支	1.70	2.87	10.14	10.09	9.87
<b>利润总额</b>	252.86	379.62	557.53	766.00	1,006.82
所得税	27.23	49.13	71.49	96.84	127.95
<b>净利润</b>	225.63	330.49	486.04	669.16	878.87
少数股东损益	4.71	5.98	9.72	13.18	17.22
<b>归属母公司净利润</b>	220.92	324.52	476.32	655.98	861.65
EBITDA	305.20	458.94	653.76	899.63	1,169.14
EPS(当年)(元)	0.70	0.86	1.27	1.74	2.29

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	-47.21	78.38	344.38	309.93	436.78
净利润	225.63	330.49	486.04	669.16	878.87
折旧摊销	29.74	40.14	43.08	61.19	80.42
财务费用	22.60	39.18	53.15	72.44	81.90
投资损失	-18.62	-15.26	-49.27	-55.97	-61.06
营运资金变动	-349.36	-373.23	-255.32	-529.78	-665.23
其它	42.81	57.07	66.70	92.89	121.87
<b>投资活动现金流</b>	-197.91	-1,159.87	-325.18	-234.12	-139.40
资本支出	-129.60	-578.65	-374.45	-290.09	-200.46
长期投资	-144.58	12.88	49.27	55.97	61.06
其他	76.27	-594.11	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	584.17	1,396.28	233.70	227.58	-81.89
吸收投资	216.17	1,387.64	0.00	0.00	0.00
借款	453.32	57.65	300.00	300.00	0.00
支付利息或股息	62.79	72.37	66.30	72.42	81.89
<b>现金流净增加额</b>	339.06	314.80	252.89	303.38	215.48

## 研究团队简介

**杜煜明** 机械行业研究员。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016年7月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。