科达利（002850）中报点评

短期承压，Q3 拐点已至

买入（维持）

2020 年 08 月 30 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,230	2,575	3,679	4,893
同比（%）	11.5%	15.5%	42.9%	33.0%
归母净利润（百万元）	237	181	381	527
同比（%）	188.4%	-23.9%	111.1%	38.1%
每股收益（元/股）	1.13	0.86	1.82	2.51
P/E（倍）	63.09	82.91	39.27	28.43

投资要点

- **20H1 归母净利润 0.47 亿元，同比-41.7%，低于预期。**20H1 公司营收 6.87 亿元，同比减少 41.4%；归母净利润 0.47 亿元，同比减少 41.7%；扣非净利润 0.41 亿元，同比减少 45.8%。20H1 毛利率为 21.63%，同比下降 2.65pct；净利率为 6.49%，同比下降 0.22pct。20H1 因销售费用中的运输费用开始计入营业成本，大约影响毛利率 3 个百分点，对净利率不产生影响。

- **国内需求恢复不及预期，Q2 业绩承压：**20Q2 公司实现营收 3.91 亿元，同比减少 43.21%，环比增长 31.86%；归母净利润 0.32 亿元，同比减少 45.25%，环比增长 106.79%，扣非归母净利润 0.28 亿元，同比减少 50.56%，环比增长 123.5%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 20.36%，同比下降 7.66pct，环比下降 2.95pct；净利率 7.85%，同比下降 0.41pct，环比增长 2.95pct，主要因为 Q2 费用率环比下降；Q2 扣非净利率 7.19%，同比下降 1.07pct，环比提升 2.95pct。

- **行业需求较弱，公司量利受损，但 Q3 已明显恢复。**1H 国内电动车销 39 万辆，同比下滑 37%，动力电池装机电量 17.5gwh，同比 42%，公司目前客户主要集中国内市场，特别是下游第一大客户排产同比下滑，且份额更倾斜二供，公司订单受损。20H1 锂电结构件业务收入 6.42 亿，同比下滑 38.6%，占收入比重 93%；毛利率 22.7%，同比下滑 2pct，一方面由于将销售费用计入成本（影响毛利率约 3 个百分点），一方面产能利用率偏低。但从 Q3 排产看，公司收入同比增速已明显好转，有望转正，且随着排产恢复，盈利弹性大。

- **锁定全球一线电池企业、车企，客户结构逐步多样化。**公司已经锁定全球一线企业订单，逐步减少对单一客户依赖。我们估计上半年公司第一大客户为宁德时代，占公司收入比重已不足 50%；而 LG、中航锂电、亿纬锂能、特斯拉、松下等份额逐步提升。其中 1H 公司海外收入 0.39 亿，同比增 47%，我们预计主要为对特斯拉销售额，2H 特斯拉美国工厂生产恢复，预计销售额将进一步增加；其次，公司配套 LG-国产特斯拉的圆柱结构件，份额 80%+，单车价值辆约 2000 元，1H 国产特斯拉销量 4.6 万辆，预计为公司贡献 0.7 亿。此外，公司与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入。公司多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能，预计海外客户 22 年将爆发，长期成长空间确定。

- **投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润 1.8/3.8/5.3 亿，同比增长-24%/111%/38%，EPS 为 0.86/1.82/2.51 元，对应 PE 为 83x/39x/28x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 91 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	71.30
一年最低/最高价	27.02/89.55
市净率(倍)	6.00
流通 A 股市值(百万元)	9269.88

基础数据

每股净资产(元)	11.88
资产负债率(%)	28.59
总股本(百万股)	210.00
流通 A 股(百万股)	130.01

相关研究

1、《科达利（002850）一季报点评：静待行业回暖》2020-04-29

2、《科达利（002850）年报点评：龙头回归，业绩高增长》2020-04-09

3、《科达利（002850）点评：投建欧洲基地，布局海外走向全球》2020-03-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20H1 净利润 0.47 亿元，同比-41.7%，低于预期。20H1 公司营收 6.87 亿元，同比减少 41.4%；归母净利润 0.47 亿元，同比减少 41.7%；扣非净利润 0.41 亿元，同比减少 45.8%。20H1 毛利率为 21.63%，同比下降 2.65pct；净利率为 6.49%，同比下降 0.22pct。**20H1 因销售费用中的运输费用开始计入营业成本，大约影响毛利率 3 个百分点，对净利率不产生影响。**

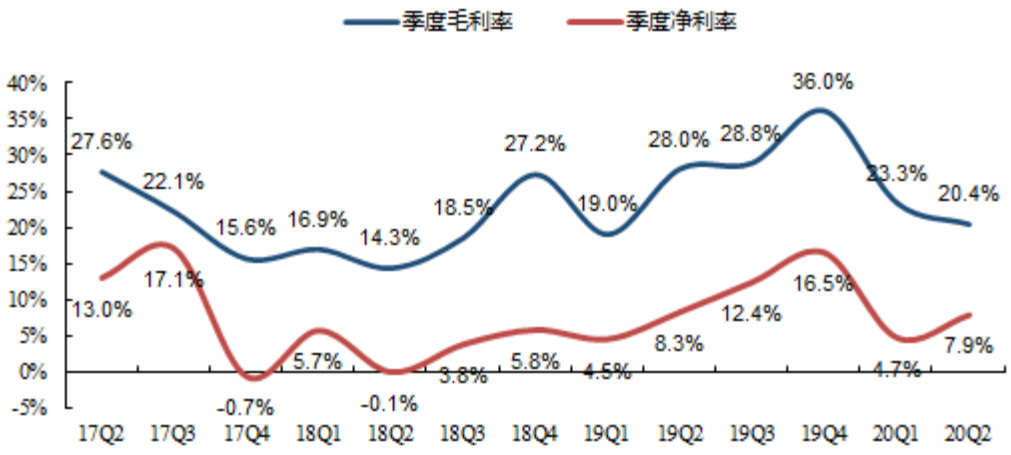
国内需求恢复不及预期，Q2 业绩承压：20Q2 公司实现营收 3.91 亿元，同比减少 43.21%，环比增长 31.86%；归母净利润 0.32 亿元，同比减少 45.25%，环比增长 106.79%，扣非归母净利润 0.28 亿元，同比减少 50.56%，环比增长 123.5%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 20.36%，同比下降 7.66pct，环比下降 2.95pct；净利率 7.85%，同比下降 0.41pct，环比增长 2.95pct，主要因为 Q2 费用率环比下降；Q2 扣非净利率 7.19%，同比下降 1.07pct，环比提升 2.95pct。

表 1：科达利分季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	390.9	296.4	530.1	527.2	688.4	484.3
-同比	-43.21%	-38.79%	-19.06%	-3.43%	68.22%	24.07%
毛利率	20.36%	23.31%	35.99%	28.81%	28.01%	18.97%
归母净利润(百万)	31.5	15.3	90.7	66.3	57.6	22.6
-同比	-45.25%	-32.66%	135.68%	209.29%	93303.28%	1.64%
净利率	7.85%	4.70%	16.49%	12.41%	8.26%	4.51%
扣非归母净利润（百万）	28.11	12.58	86.86	61.78	56.85	18.21
-同比	-50.56%	-30.93%	140.03%	279.35%	1226.66%	7.11%
扣非归母净利率	7.19%	4.24%	16.39%	11.72%	8.26%	3.76%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：科达利分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

行业需求较弱，公司量利受损，但 Q3 已明显恢复。1H 国内电动车销 39 万辆，同比下滑 37%，动力电池装机电量 17.5gwh，同比 42%，公司目前客户主要集中国内市场，特别是下游第一大客户排产同比下滑，且份额更倾斜二供，公司订单受损。20H1 锂电结构件业务收入 6.42 亿，同比下滑 38.6%，占收入比重 93%；毛利率 21.6%，同比下滑 3.2pct，一方面由于将销售费用计入成本（影响毛利率约 3 个百分点），一方面产能利用率偏低。但从 Q3 排产看，公司收入同比增速已明显好转，有望转正，且随着排产恢复，盈利弹性大。

锁定全球一线电池企业、车企，客户结构逐步多样化。公司已经锁定全球一线企业订单，逐步减少对单一客户依赖。我们估计上半年公司第一大客户为宁德时代，占公司收入比重已不足 50%；而 LG、中航锂电、亿纬锂能、特斯拉、松下等份额逐步提升。其中 1H 公司海外收入 0.39 亿，同比增 47%，我们预计主要为对特斯拉销售额，2H 特斯拉美国工厂生产恢复，预计销售额将进一步增加；其次，公司配套 LG-国产特斯拉的圆柱结构件，份额 80%+，单车价值辆约 2000 元，1H 国产特斯拉销量 4.6 万辆，预计为公司贡献 0.7 亿。此外，公司与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入。公司多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能，预计海外客户 22 年将爆发，长期成长空间确定。

表 2：科达利分业务经营情况

	2020H1				2019H2		2019H1	
分产品	营业收入（亿）	同比	毛利率	同比	营业收入（亿）	毛利率	营业收入（亿）	毛利率
锂电池结构件	6.42	-38.6%	21.6%	-3.2pct	10.22	34.6%	10.46	24.8%
汽车结构件	0.27	-65.8%			0.64	3.6%	0.79	9.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：科达利子公司经营情况

	2020H1				2019H2		2019H1	
公司名称	营业收入（亿元）	同比	净利润（亿元）	同比	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
惠州科达利	3.24	-51.1%	0.36	-46.3%	5.77	1.38	6.62	0.67
江苏科达利	1.69	25.2%	-0.08	11.1%	1.94	-0.16	1.35	-0.09

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

基地建设稳步推进，产能基本锁定，结构件全球龙头地位确立。公司目前主要规划

五大基地，基本均锁定全球龙头未来产能规划。其中惠州基地产值 18 亿左右为目前主要生产基地，另定增投 11.9 亿元用于建设惠州二期，预计主要生产海外盖板产品需求。溧阳基地为公司目前最大基地，19 年产能开始爬坡，目前整体利用率偏低（20H1 营业收入 1.69 亿元，仍小幅亏损），随着宁德溧阳基地及 LG 南京工厂需求增加，20 年下半年科达利溧阳基地为收入主要增量来源。公司大连基地主要配套松下，19 年底投产部分产能，20 年处于爬坡阶段。宁德一期预计 20 年底投产，年产值 7 亿，主要配对 CATL 湖东湖西基地。海外方面，公司投建德国一期年产值 7.9 亿，预计 22 年产能同步配套宁德、northvolt 等落地。

表 4：公司基地分布

基地	预计总产值	投资额	建设进度	配套客户
惠州	18亿	5.57	基本满产，未来有扩建可能	Catl、亿纬锂能、欣旺达、比亚迪等
惠州（定增扩建）	18.8亿	11.9	建设期2年	
江苏溧阳	28亿		产能正在逐步释放，到年底会形成一个比较稳定的产能	宁德时代、LG南京、中航锂电、松下、蜂巢能源等
大连		5.07	年底基本完工，20年逐步释放产能，进度匹配松下大连厂订单指引	松下大连厂为主，松下大连一期18年投产，产能5gwh，二期在建设中，预计20-21年投产。
宁德一期	7亿	2.5	一期工程投资2.5亿，预计年收入可达7亿。19年底开始建设，1年基建，2-3年达到满产	宁德时代宁德基地
欧洲-德国一期	7.9亿	4.7	预计22年产能同步配套宁德时代和Northvolt基地落地	宁德时代和Northvolt、三星等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

整体费用控制较好，低营收拉高费用率。20H1 公司三费（包含研发费用）合计 1.15 亿元，同比下降 24.85%，费用率为 16.69%，同比增长 3.67pct；H1 销售费用 0.04 亿元，同比下降 84%，主要因为运输费用计入营业成本，销售费用率 0.5%，同比下降 1.5pct；管理费用 0.4 亿元，管理费用率 5.9%，同比下降 3pct；财务费用 0.2 亿元，财务费用率 2.3%，同比增 0.3pct；研发费用 0.5 亿元，同比增长 6%，研发费用率 7.9%，同比增加 3.5pct。公司 20H1 提资产减值损失 0.02 亿，主要为计提存货跌价准备。

表 5：科达利分季度费用情况

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
销售费用	9.80	14.23	13.31	14.74	7.26	-3.52
-销售费用率	2.02%	2.07%	2.52%	2.78%	2.45%	-0.90%
管理费用	22.43	31.20	20.14	19.65	18.09	22.77
-管理费用率	4.63%	4.53%	3.82%	3.71%	6.10%	5.82%
研发费用	21.66	29.68	27.96	50.82	21.14	33.17
-研发费用率	4.47%	4.31%	5.30%	9.59%	7.13%	8.49%
财务费用	10.82	12.80	8.10	10.94	7.76	8.03
-财务费用率	2.23%	1.86%	1.54%	2.06%	2.62%	2.05%
期间费用	64.71	87.91	69.50	96.15	54.25	60.45
-期间费用率	13.36%	12.77%	13.18%	18.14%	18.30%	15.46%
资产减值损失	-2.32	-19.36	2.16	0.95	-0.02	-1.64
信用减值损失	0.00	-1.17	0.12	-11.02	1.79	3.98

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 经营活动现金流环比大幅改善，在建工程增加。期末公司存货为 3.33 亿，较年初增加 4.97%，较一季度末减少 8.6%；其中原材料 1.04 亿，库存商品 1.15 亿，发出商品 0.53 亿。应收账款 4.49 亿，较年初减少 23.9%，较一季度末减少 19.54%。期末合同负债 0.03 亿，较年初预收款减少 2.12%。20H1 公司经营活动净现金流为 0.45 亿，同比减少 82%，**其中 20Q2 经营活动净现金流 0.71 亿，环比大幅增长 173%，同比下降 59%。**20H1 资本开支为 1.84 亿，同比减少 26.25%。期末固定资产 16.55 亿，与年初基本持平。在建工程 4.09 亿，较年初增长 36.3%，主要为惠州、江苏基地的待验收及大连厂房建设。账面现金为 1.61 亿，较年初金少 20.91%，短期借款 3.7 亿元，较年初增长 42.31%。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润 1.8/3.8/5.3 亿，同比增长 -24%/111%/38%，EPS 为 0.86/1.82/2.51 元，对应 PE 为 83x/39x/28x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 91 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

科达利三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,583**	**2,110**	**2,792**	**3,583**
现金	204	257	368	489
应收账款	590	972	1,388	1,847
存货	317	397	539	730
其他流动资产	468	478	489	508
非流动资产	2,191	2,544	2,915	3,104
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,645	2,005	2,333	2,629
无形资产	166	166	210	204
其他非流动资产	2,023	2,017	2,016	1,914
资产总计	**3,774**	**4,654**	**5,707**	**6,686**
流动负债	**1,156**	**1,908**	**2,683**	**3,278**
短期借款	260	861	1,276	1,401
应付账款	508	634	850	1,133
其他流动负债	388	413	557	743
非流动负债	50	50	50	50
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	50	50	50	50
负债合计	**1,206**	**1,957**	**2,732**	**3,327**
少数股东权益	77	74	74	74
归属母公司股东权益	2,491	2,622	2,901	3,285
负债和股东权益	**3,774**	**4,654**	**5,707**	**6,686**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	454	48	396	582
投资活动现金流	-457	-499	-549	-399
筹资活动现金流	11	505	263	-62
现金净增加额	8	54	110	121
折旧和摊销	171	147	179	211
资本开支	503	500	550	400
营运资本变动	9	-326	-244	-234

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,230**	**2,575**	**3,679**	**4,893**
减:营业成本	1,603	1,999	2,679	3,574
营业税金及附加	24	28	40	53
营业费用	52	39	81	108
管理费用	224	257	353	460
财务费用	43	47	49	45
资产减值损失	31	3	32	34
加:投资净收益	1	1	1	1
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**273**	**213**	**456**	**631**
加:营业外净收支	2	2	2	4
利润总额	**271**	**211**	**454**	**627**
减:所得税费用	39	34	73	100
少数股东损益	-6	-4	0	0
归属母公司净利润	**237**	**181**	**381**	**527**
EBITDA	486	407	684	887

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.13	0.86	1.82	2.51
每股净资产(元)	11.86	12.49	13.81	15.64
发行在外股份(百万股)	210	210	210	210
ROIC(%)	9.8%	6.3%	10.1%	12.1%
ROE(%)	9.5%	6.9%	13.1%	16.0%
毛利率(%)	28.1%	22.4%	27.2%	27.0%
销售净利率(%)	10.4%	6.9%	10.4%	10.8%
资产负债率(%)	32.0%	42.1%	47.9%	49.8%
收入增长率(%)	11.5%	15.5%	42.9%	33.0%
净利润增长率(%)	188.4%	-23.9%	111.1%	38.1%
P/E	63.09	82.91	39.27	28.43
P/B	6.01	5.71	5.16	4.56
EV/EBITDA	31	38	22	17

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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