

## 湘潭电化：二氧化锰龙头，潜在磷酸铁锂优质标的



## 核心观点

- **行业观点：新能源汽车趋势明确，三元和铁锂电池并存。**2020 年将是全球汽车领域全力转向电动化的元年，基于主流汽车集团在电动化领域的规划，我们对新能源汽车行业未来 10 年的发展势头维持乐观判断。近期低钴或无钴电池引起广泛讨论，我们认为全新材料体系的电池，从推出到能够成熟的进行商业化应用，需要很长的时间，从目前了解的情况看，三元体系低钴可能性很大，而彻底无钴的电池体系很难在中短期内实现，预计在未来 5 年内，三元为主铁锂为辅的技术路径在新能源汽车中仍是主流。而磷酸铁锂在沉寂 3 年后，有望在低端乘用车市场打开装机局面，从而稳住装机份额。
- 公司是中国传统 EMD 行业龙头，目前已经成功向二次锂电材料转型，主营业务新增磷酸铁锂材料（前驱体）、高纯硫酸锰材料和磷酸铁锂产品。公司凭借在锰系材料领域的多年积累，磷酸铁锂和高纯硫酸锰产品成本控制优秀，磷酸铁锂年销量持续高速增长，高纯硫酸锰也迎来产销增长期，作为三元正极必不可少的材料，预计 2025 年全球动力电池需求量高达 30 万吨。
- **裕能新能源磷酸铁锂正极压实密度高，有望受益乘用车铁锂装机。**参股公司裕能新能源主营磷酸铁锂正极材料，其中高能量型铁锂正极压实密度高达 2.6g/cc，是铁锂电池在乘用车中装机首选材料，叠加刀片电池或 CTP 工艺，可有效帮助铁锂乘用车续航里程突破 500 公里。目前公司铁锂产品已经进入宁德时代和比亚迪供应链，有望受益本轮铁锂电池复苏。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.13、0.25 和 0.30 元，公司已经实现向二次锂电池业务转型，相关业务营收和利润份额有望持续提升，尤其参股公司裕能新能源磷酸铁锂产品将明确受益本轮铁锂复苏，公司有望迎来价值重估。参考可比公司 2020 年 37 倍平均估值，对应公司 2020 年目标价为 9.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 新增产能投放不达预期；磷酸铁锂价格下行；锰酸锂需求不达预期。

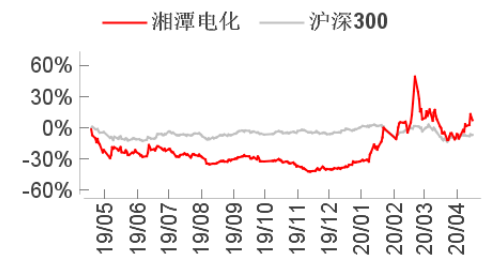
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	741	1,079	1,221	1,403	1,550
同比增长(%)	12.6%	45.7%	13.2%	14.9%	10.4%
营业利润(百万元)	50	111	86	161	196
同比增长(%)	112.2%	121.2%	-22.9%	88.4%	21.6%
归属母公司净利润(百万元)	47	71	71	136	166
同比增长(%)	112.1%	50.0%	0.6%	90.9%	21.9%
每股收益(元)	0.09	0.13	0.13	0.25	0.30
毛利率(%)	25.8%	26.0%	25.5%	26.5%	26.0%
净利率(%)	6.4%	6.6%	5.8%	9.7%	10.7%
净资产收益率(%)	4.4%	6.3%	6.0%	10.7%	11.7%
市盈率	95.2	63.5	63.1	33.0	27.1
市净率	4.1	3.9	3.7	3.4	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年04月16日)	8.12元
目标价格	9.25元
52周最高价/最低价	11.29/4.38元
总股本/流通A股(万股)	55,296/55,296
A股市值(百万元)	4,490
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年04月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.70	6.01	35.79	17.85
相对表现	3.45	4.01	44.15	24.79
沪深300	0.25	2.00	-8.36	-6.94



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	卢日鑫
	021-63325888-6118
	lurixin@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860515100003
证券分析师	李梦强
	021-63325888-4034
	limengqiang@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517100003
证券分析师	彭海涛
	021-63325888-5098
	penghaitao@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860519010001

联系人	顾高臣
	021-63325888-6119
	gugaochen@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

中国电解二氧化锰的摇篮，业务拓展至锂电材料 .....	4
公司介绍：立足 EMD，拓展锂电材料 .....	4
经营层面：EMD 贡献主要收入和利润，新能源材料开始放量 .....	6
行业透视：三元、铁锂并存，锰酸锂另辟蹊径 .....	8
新能源汽车发展趋势明确，三元、铁锂并存 .....	8
路线之争 1：三元仍是主流，高纯硫酸锰需求空间广阔 .....	10
路线之争 2：低端乘用车降本优先，磷酸铁锂电池迎新春 .....	12
锰酸锂综合性能均衡，特定领域应用前景广阔 .....	14
推荐逻辑：铁锂复苏受益者，价值有望重估 .....	15
裕能新能源：绑定 CATL 和比亚迪，铁锂正极新星升起 .....	15
CATL 铁锂电池发力乘用车，裕能份额提升逻辑确定性强 .....	16
锰酸锂材料、高纯硫酸锰放量贡献新的业绩 .....	17
盈利预测与投资建议 .....	18
盈利预测 .....	18
投资建议 .....	19
风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：湘潭电化主营产品汇总	4
图 3：工业贸易品类与公司产品相辅相成	5
图 4：湘潭电化股权结构及控股/参股子公司	5
图 5：公司营业收入稳定增长（单位：百万元）	6
图 6：公司归母净利润持续提升（单位：百万元）	6
图 7：公司营业结构——电解二氧化锰贡献 60%份额	7
图 8：公司利润结构——锰酸锂贡献在提升	7
图 9：毛利率和净利率稳定上行	7
图 10：公司期间费用水平	7
图 11：新能源汽车产销规模预测（单位：万辆）	9
图 12：国内正极材料需求量测算（单位：万吨）	10
图 13：全球正极材料需求量测算（单位：万吨）	10
图 14：不同条件下 $\text{LiNi}_{0.75}\text{Mn}_{0.25}\text{O}_2$ 材料的首周充放电和倍率性能曲线	10
图 15：2015–2019 年动力电池在各类车型中份额	11
图 16：2016–2019 年三元铁锂电池装机份额变化情况	11
图 17：全球新能源汽车对高纯硫酸锰需求量预测（单位：万吨）	11
图 18：国内主要高纯硫酸锰企业产能情况（单位：吨）	12
图 19：工信部新能源汽车推荐目录中乘用车铁锂配套比例	13
图 20：星恒电源超级锰酸锂应用场景	14
图 21：我国电动自行车年度产量（单位：万辆）	14
图 22：参股公司裕能新能源铁锂产品型号丰富，压实密度高达 2.6g/cc	15
图 23：裕能新能源铁锂正极客户	15
图 24：宁德时代 CTP 高集成电池开发平台	16
图 25：磷酸铁锂正极企业产品压实密度对比（单位：g/cc）	17
图 26：湘潭电化高纯硫酸锰意向订单（单位：吨）	17
图 27：湘潭电化 PE-band	20
表 1：公司各类产品产能情况统计	8
表 2：2020 年起，传统车企在华全力布局新能源汽车	9
表 3：铁锂和三元电池车型全生命周期成本对比	12
表 4：新能源汽车对铁锂电池需求量恢复正增长	13
表 5：宁德时代铁锂电池配套乘用车情况	16
表 6：可比公司估值	19

## 中国电解二氧化锰的摇篮，业务拓展至锂电材料

### 公司介绍：立足 EMD，拓展锂电材料

湘潭电化系湘潭市国资委下属控股企业，于 2007 年 4 月 3 日在深圳证券交易所上市。公司主营业务为生产销售电解二氧化锰（EMD）和新能源电池材料、城市污水集中处理、工业贸易等。从发展历程看，公司是典型的电解二氧化锰老牌企业。公司成立于 1958 年，通过自主研发，在电解二氧化锰领域实现了从无到有，从小到大的跨越式发展，成长为国内 EMD 行业龙头。公司 2014 年迁入鹤岭新基地后，开始着手布局锂电新能源材料。2015 年改造电解锰产线，完成 1 万吨锰酸锂（前驱体）产线布局；2016 年投产 1 万吨高纯硫酸锰，同年参股裕能新能源，布局磷酸铁锂正极业务；2017 年投产 6000 吨高性能锰酸锂。2018 年，公司发布非公开发行股票预案，拟募资 5.28 亿元，投建 5 万吨高纯硫酸锰和 2 万吨锰酸锂项目，预计 2020 年完成发行。

**图 1：公司发展历程**

2018年	拟非公开发行股票募资5.28亿元投建5万吨硫酸锰和2万吨锰酸锂，建成后总产能达到16万吨
2017年	靖西湘潭电化新建6000吨高性能锰酸锂电池正极材料生产线投产
2016年	建设年产1万吨高纯硫酸锰生产线，参股湖南裕能新能源电池材料有限公司
2014年	迁入鹤岭新生产基地
2012年	合资成立的湖南博派新材料有限公司挂牌成立
2008年	电解二厂原有的两条电解金属锰生产线出货，靖西湘潭电化第二条10000吨电解二氧化锰生产线投产
2007年	在深圳交易所成功上市
2004年	扩产8000吨/年无汞碱锰电池专用电解二氧化锰工程达产，湘潭电化年产能达到4.6万吨
2000年	联合设立湘潭电化科技股份有限公司，2万吨/年无汞碱锰电池专用电解二氧化锰扩建项目开工，2001年投产
1997年	无汞碱锰电解二氧化锰项目攻关取得重大突破，以碳酸锰贫矿为主要原料生产无汞碱锰电池专用电解二氧化锰
1994年	更名为湖南湘潭电化集团公司（2003年8月，变更为湘潭电化集团有限公司），生产规模进一步扩大
1985年	自主研发成功碱锰电池专用电解二氧化锰，推动中国电解二氧化锰工业向前发展
1958年	前身国营湘潭电化厂诞生，拉开了中国电解二氧化锰工业发展的序幕

数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司已经形成传统锰系材料+锂电锰系材料+磷酸铁锂材料+污水处理的综合一体化产业布局。其中 EMD 年产能 11 万吨，产品分为碳锌电池级、无汞碱锰电池级、一次锂电锰电池级、锰酸锂电池级和高性能电池级五大类。2018 年公司 EMD 产品以 8 万吨产能合计产出 8.45 万吨，占全球份额的 20.6%。公司 EMD 产品远销美国、日本、欧盟、东南亚等 20 多个国家和地区，同时锂电锰系材料（高纯硫酸锰+锰酸锂）已经成为湖南杉杉、青岛乾运、桑顿新能源、格林美等二次电池生产企业的供应商。公司参股湖南裕能新能源，持有 16% 股权，裕能新能源主营业务为磷酸铁锂正极、磷酸铁和三元材料，2019 年上半年磷酸铁锂业务营业收入 2.1 亿元，净利润 3400 万。

此外，公司主导的贸易业务专注于锰业及其上下游延伸产品，主要有锰铁合金、电解金属锰、电池材料、二次电池材料、二氧化锰、四氧化三锰等多种形式的业务，与主营业务相辅相成。

**图 2：湘潭电化主营产品汇总**



数据来源：公司官网，东方证券研究所

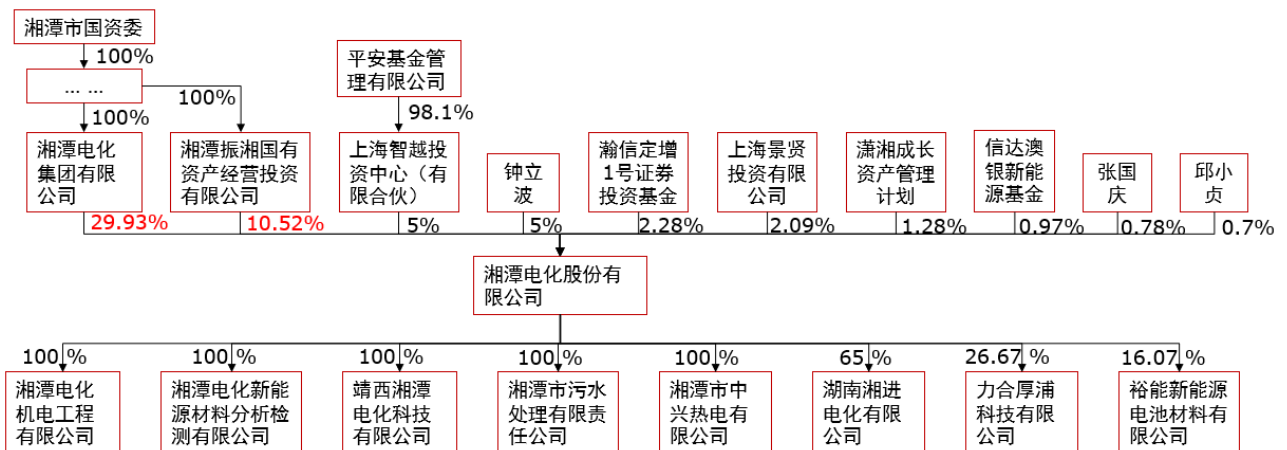
**图 3：工业贸易品类与公司产品相辅相成**



数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司控股股东为湘潭市国资委，持股比例超过 40%；此外平安基金管理有限公司间接持股 5%；公司下辖 5 个全资子公司，此外还持股力合厚浦 26.67% 股权和裕能新能源 16% 的股权，前者正在进行三元前驱体和三元正极项目建设，后者是磷酸铁锂正极和三元正极材料供应商。

**图 4：湘潭电化股权结构及控股/参股子公司**

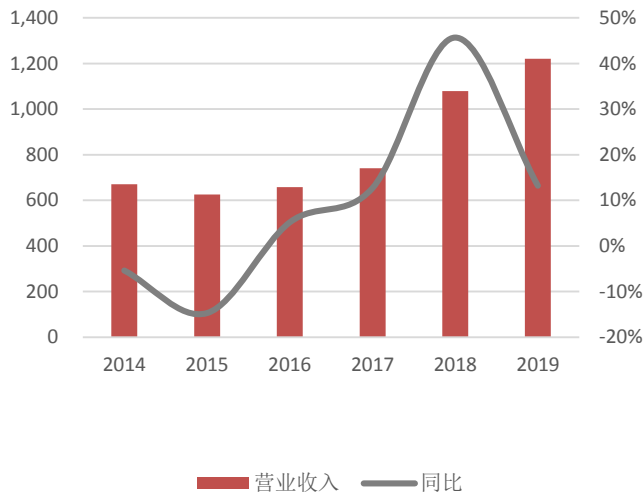


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 经营层面：EMD 贡献主要收入和利润，新能源材料开始放量

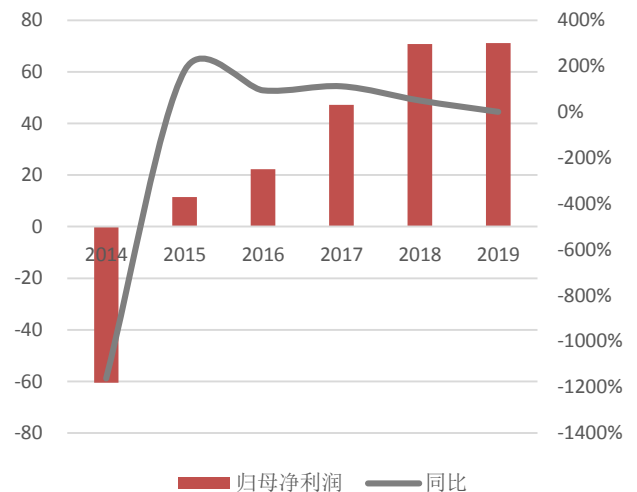
公司自 2015 年以来，营收和利润逐渐恢复正增长，2018 年营收 10.79 亿元，同比增长 46%，实现归母净利润 7074 万元，同比增长 50%；业绩的增长主要来自公司 EMD 业务产能产销量持续增长，同时受环保趋严影响，产品价格也有所上涨。根据业绩快报，2019 年实现营业收入 12.21 亿元，同比增长 13%，归母净利润 7116 万元，同比增长 0.6%。利润增速下降主要由于公司为开展新项目，加大了借款总额，导致贷款利息增加，同时子公司靖西湘潭电化科技有限公司年产 2 万吨高性能锰酸锂电池正极材料项目转固后贷款利息由资本化转为费用化。

图 5：公司营业收入稳定增长（单位：百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

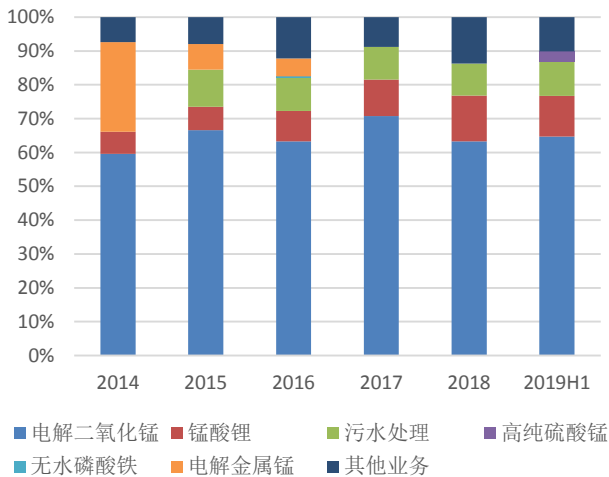
图 6：公司归母净利润持续提升（单位：百万元）



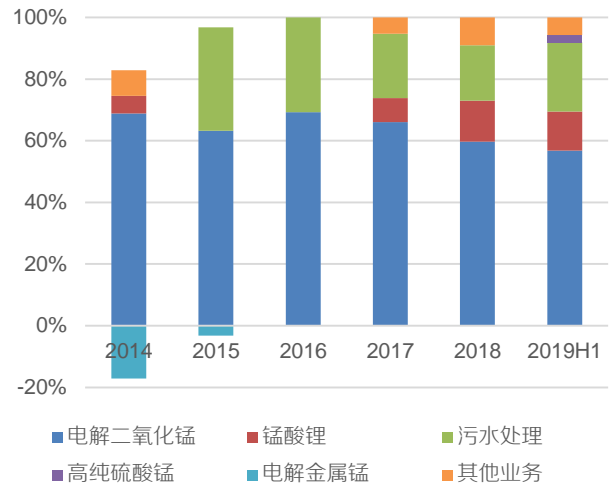
数据来源：Wind，东方证券研究所

公司收入结构和盈利结构比较健康，作为主业，EMD 业务贡献了 75% 以上的营收份额以及 70% 的利润。目前在售的 EMD 系列主要有碳锌电池专用型、无汞碱锰电池专用型、一次锂锰电池专用型、高性能电池专用型和锰酸锂型。2018 年公司各类 EMD 产品的产销量分别为 8.45 万吨和 8.52 万吨，其中锰酸锂型 EMD 产销量分别为 1.44 万吨和 1.39 万吨，贡献收入 1.46 亿元，同比增长 82%，带动 EMD 产品收入增长 30% 至 6.83 亿元。公司增加锰酸锂产能也是为了应对不断增长的行业需求。

新产品方面，1 万吨高纯硫酸锰产能 2019 年开始放量，上半年实现产量 4605 吨，贡献 1800 万收入；参股公司裕能新能源磷酸铁锂 2019 年大幅放量，上半年销量 4367 吨，同比增长 15 倍，实现 2.1 亿元收入和 3400 万元净利润。裕能新能源的磷酸铁锂产品由湘潭电化代为销售，并将代售费用计入其他业务，同时，裕能新能源利润分成计入投资收益。随着公司硫酸锰，锰酸锂，磷酸铁锂等业务放量，新能源材料业务的收入和利润贡献将进一步提升。

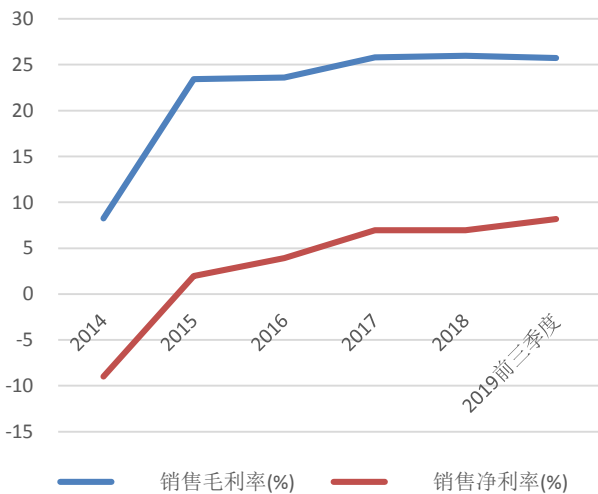
**图 7：公司营业结构——电解二氧化锰贡献 60% 份额**


数据来源：Wind，东方证券研究所

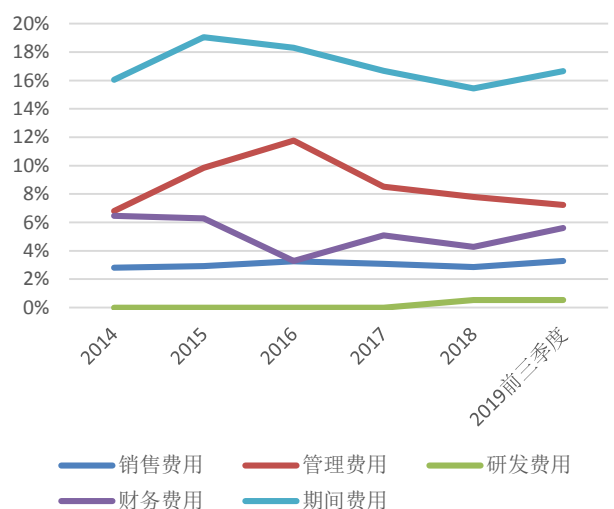
**图 8：公司利润结构——锰酸锂贡献在提升**


数据来源：Wind，东方证券研究所

公司近几年盈利水平也逐步提升，一方面新增 EMD 产能释放，产销量持续提升，折旧摊销费用下降，另一方面受环保趋严影响，EMD 价格有所上涨。2018 年，公司综合毛利率接近 26%，净利率 6.95%；2019 年上半年毛利率达到 26.5%，净利率达到 8.8%。公司期间费用维持在 16% 左右，19 年将略有增长，主要是公司为开展新项目，加大了借款总额，导致贷款利息增加，同时子公司靖西湘潭电化科技有限公司年产 2 万吨高性能锰酸锂电池正极材料项目转固后贷款利息由资本化转为费用化。

**图 9：毛利率和净利率稳定上行**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：公司期间费用水平**


数据来源：Wind，东方证券研究所

2018 年，公司首次发布非公开发行预案，拟募资 5.28 亿元，用于投建 2 万吨高性能锰酸锂材料和 5 万吨高纯硫酸锰项目，其中 2 万吨锰酸锂材料项目已经于 2019 年 2 月先行投产，锰酸锂材料总产能达到 3.6 万吨，EMD 总产能达到 11 万吨/年。目前发行方案已经获得证监会批准，预计 2020 年内完成。公司通过主体和靖西两大基地进行的 3 万吨和 2 万吨硫酸锰项目也将开工建设，完成后公司将实现超 16 万吨总材料产能。

**表 1：公司各类产品产能情况统计**

产品	产能（吨）	生产基地	投产日期	备注
高纯硫酸锰	10000	湘潭电化	2014 年	
	30000	靖西	拟建	建设期 12 个月
	20000	湘潭电化	拟建	建设期 12 个月
磷酸铁	24000	靖西电化	2017 年	
磷酸铁锂	15000	裕能新能源	2017 年	
	15000	裕能新能源	2019 年	
电解二氧化锰	110000			
无汞碱锰专用型	20000	靖西电化	2016 年	
	30000	湘潭电化	2012 年	
碳锌电池专用型	10000	湘潭电化		
一次锂锰专用型	4000	湘潭电化		
高性能电池专用型	10000	湘潭电化	2017 年	由电解锰产线改造
锰酸锂电池材料	26000	靖西电化	2019 年新增 2 万吨	
	10000	湘潭电化	2014 年	
三元前驱体	2000	裕能新能源	2019 年	试生产
三元正极	3000	裕能新能源	2019 年	试生产
污水处理（万吨/日）	20	湘潭	2017 年	
	1	鹤岭	2017 年	
	10	河西	在建	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 行业透视：三元、铁锂并存，锰酸锂另辟蹊径

### 新能源汽车发展趋势明确，三元、铁锂并存

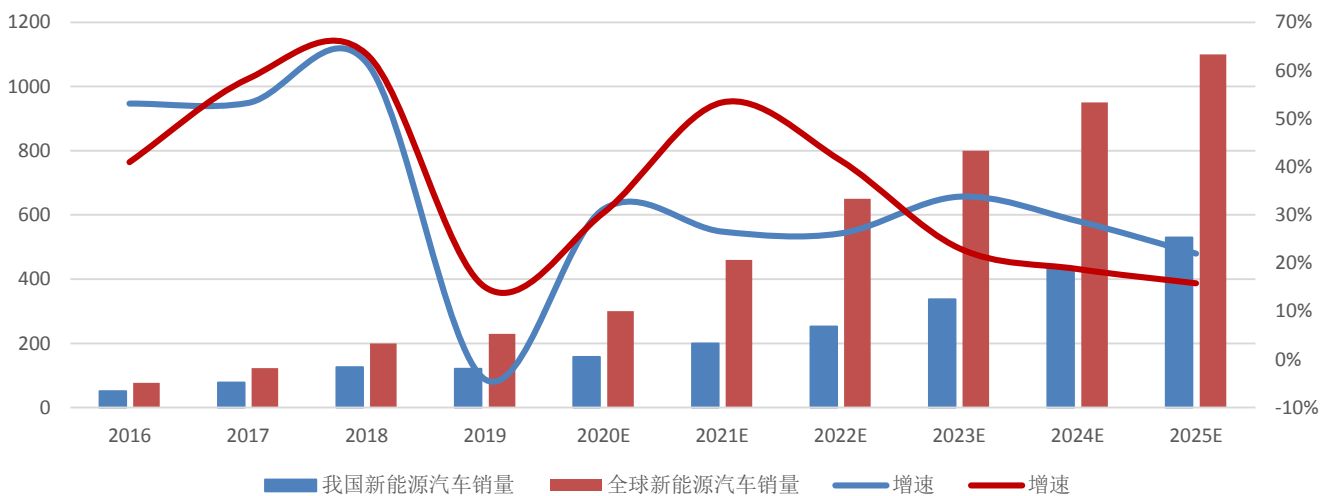
当前时点看，特斯拉的鲶鱼效应在全球范围内开始体现，2020 年或将成为全球汽车领域全力转向电动化的元年。基于主流汽车集团在电动化领域的规划，我们对新能源汽车行业未来 10 年的发展势头维持乐观判断，预计 2025 年，全球新能源汽车销量达到 1100 万辆，其中国内销量 530 万辆。拉动正极材料需求规模高达 157 万吨，包括 134 万吨三元材料和 23 万吨磷酸铁锂正极。



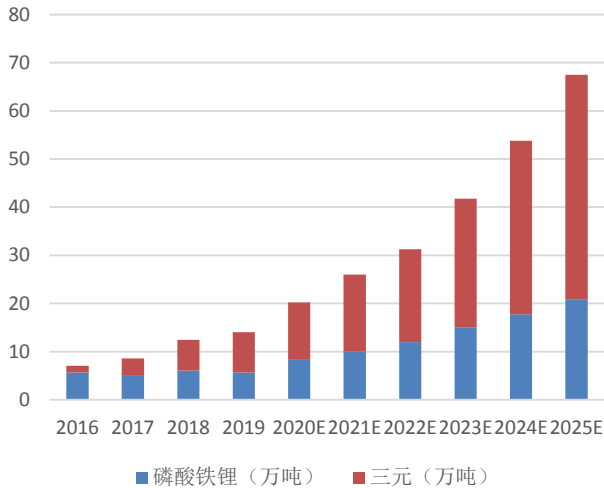
**表 2：2020 年起，传统车企在华全力布局新能源汽车**

车企名称	新能源汽车规划	在华布局	电动化平台	相关车型
大众集团	2020 年推出 30 款电车型，2025 年推出 80 款车型，其中 50 款为纯电动汽车，销量约 300 万辆，中国占 2/3，	佛山二期，安亭新能源 MEB 工厂，2020 年在华销售 40 万辆，2025 年 150 万辆	MEB 纯电动平台	ID.3 /ID.4/ID. 初见 /ID.Cross/Taycan Turbo
宝马	2025 年前推出 25 款新车型；销售占比达到 15%-25%	投资 30 亿欧元扩建沈阳生产基地；与长城汽车合作成立光束汽车	LifeDrive 纯电动平台	ix3/i4/i7/ iNEXT
奔驰	2022 年推出 10 款电动汽车；2025 年左右，奔驰会有 15%到 25%的纯电动车型	与北汽合作建立纯电动车生产基地	EVA 纯电平台	EQC/EQB/GLB 纯电版 /EQS/EQG
通用汽车	2023 年前将在全球推出至少 20 款纯电动车	2023 年前推出 20 款新能源车型。2025 年实现别克、雪佛兰和凯迪拉克三大品牌旗下在华全部车型的电动化	BEV3	雪佛兰 Bolt/别克微蓝/雪佛兰 MENLO
日产雷诺三菱	2022 年推出 40 款电动车；在华推 20 款	郑州工厂年产 26 万辆；花都工厂年产 55 万辆（含燃油车）；	Leaf 纯电动平台	聆风/e 诺/雷诺 ZOE/日产 Ariya
丰田汽车	2020 年推出超过 10 款纯电动车；2025 年所有车型均推电动版；2030 年全球电动车年销量超过 550 万辆	2020 年中国市场投入 10 款电动化车型，泰达工厂年产能 12 万辆	e-TNGA 混动平台	广汽丰田 iA5/ix4/C-HR/RAV4 PHEV
福特	2020 年全球新能源车销量占比 10%-25%；2025 年至少推出 50 款电动化车型	2022 年全球 40 款，中国 15 款	大众 MEB 平台	领界 EV/Mach E/F150 皮卡电动版/
现代起亚	2020 年计划推出 26 款新能源汽车；2020 年新能源汽车年销量 30 万台；2025 年推出 38 款车型	北京现代 2020 年前推出 9 款新能源产品；东风悦达起亚 2020 年前推 6 款新能源车	21 年推全新电动平台	菲斯塔 EV/昂希诺/EV 概念车 45/ 起亚 K3 EV/Soul EV

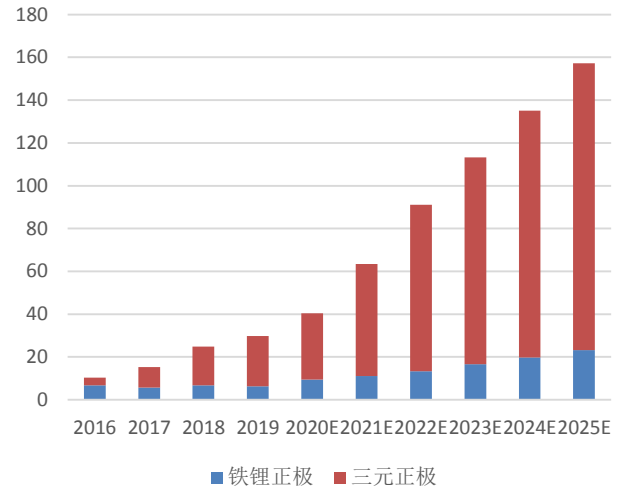
数据来源：第一电动网，公司官网，东方证券研究所

**图 11：新能源汽车产销规模预测（单位：万辆）**


数据来源：工信部，彭博财经，东方证券研究所

**图 12：国内正极材料需求量测算（单位：万吨）**


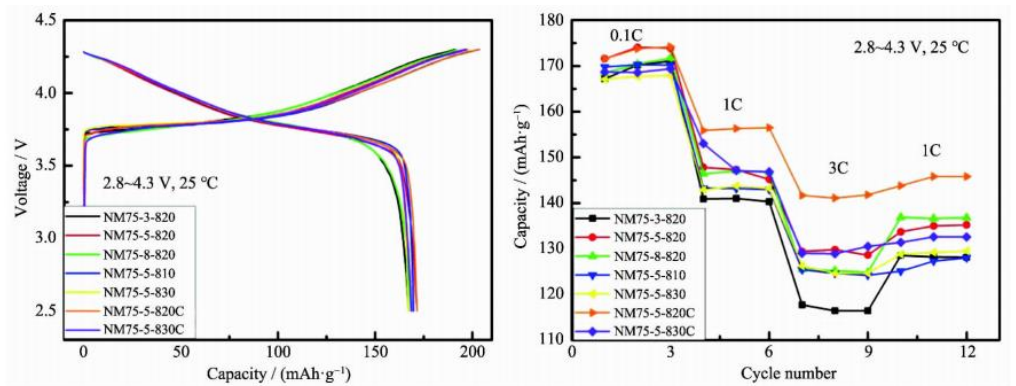
数据来源：高工锂电，东方证券研究所

**图 13：全球正极材料需求量测算（单位：万吨）**


数据来源：高工锂电，东方证券研究所

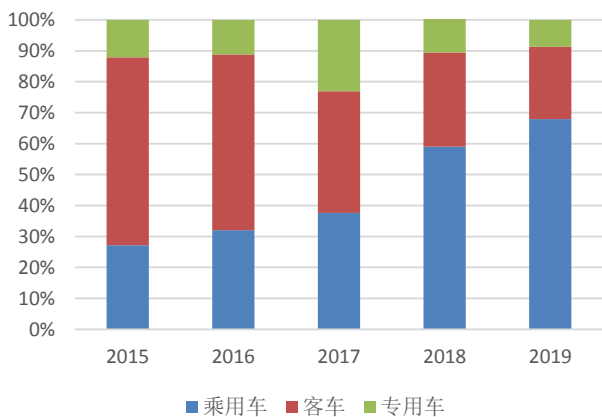
### 路线之争 1：三元仍是主流，高纯硫酸锰需求空间广阔

近期特斯拉无钴电池搅动了新能源汽车市场，对三元产业链产生恐慌预期。而产业早在 2018 年钴价处于高位时期就开始研究去钴化或无钴化。从高校实验室，到企业研究中心，寻找钴的替代一直在进行。目前技术路径分为两种，一种是镍钴锰三元体系直接去掉钴，即  $\text{LiNi}_x\text{Mn}_{1-x}\text{O}_2$  二元体系；另一种是用廉价元素（M）替代钴，M 必须是同族元素或者性质相似，比如铁（Fe）、镁（Mn）等。前者在三元电池发明初期就有研究，但因倍率性能差、循环稳定性差、高压循环稳定性差、阳离子混排、表面残锂等一系列问题而未得到商业化应用。而后者以特斯拉、蜂巢能源为主，预计两家均在今年二季度发布首款无钴产品，具体性能仍待确认。

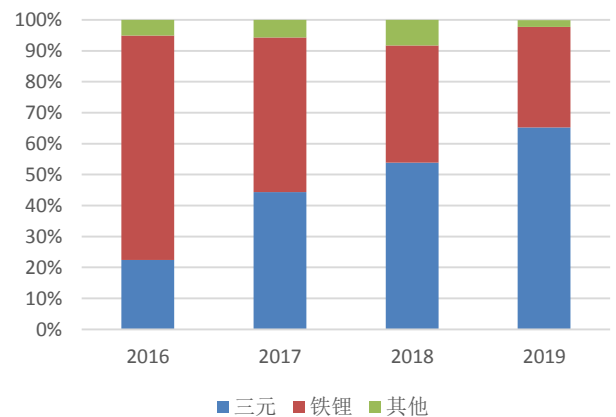
**图 14：不同条件下  $\text{LiNi}_{0.75}\text{Mn}_{0.25}\text{O}_2$  材料的首周充放电和倍率性能曲线**


数据来源：中国知网（班丽卿等：长寿命高镍无钴锂离子正极材料的制备），东方证券研究所

我们认为一种新型电池，尤其是全新材料体系，从推出到能够成熟的进行商业化应用，需要很长的时间，中间需要考量的因素无外乎成本较当前体系能降多少，性能较当前电池提升多少号，以及安全性能否过关。从目前了解的情况看，NiFeMn 或 NiMgMn 如果成本下降带来的是性能大幅缩水，则不如直接改用磷酸铁锂电池。预计在未来 5 年内，三元为主，铁锂为辅的技术路径在新能源汽车中仍是主流。中高端车型以三元动力电池为主，低端车型则倾向于搭配磷酸铁锂电池。

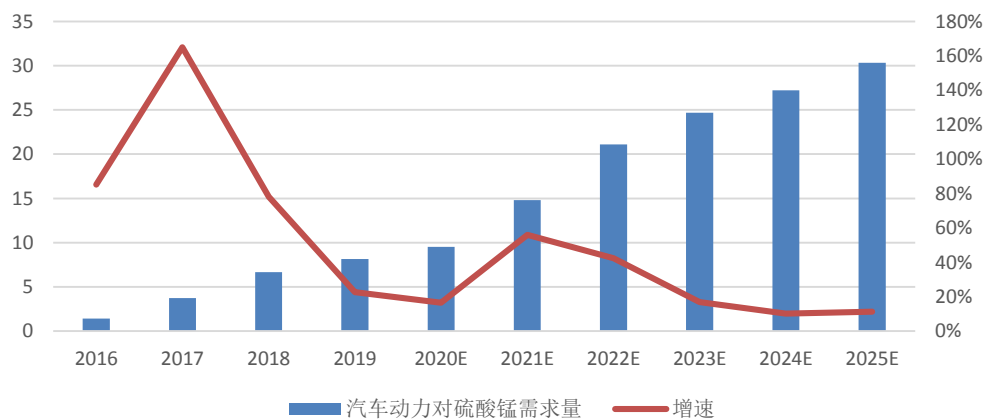
**图 15：2015–2019 年动力电池在各类车型中份额**


数据来源：电池联盟，东方证券研究所

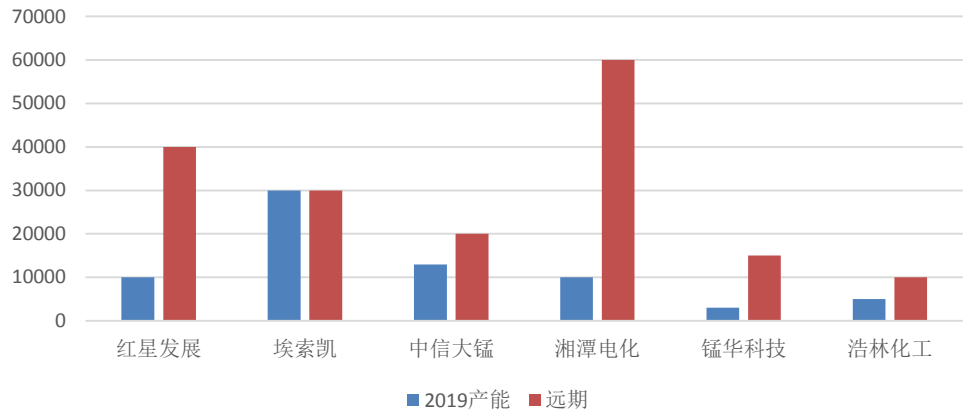
**图 16：2016–2019 年三元铁锂电池装机份额变化情况**


数据来源：电池联盟，东方证券研究所

**三元电池在动力中份额提升将拉动高纯硫酸锰需求预期。**2019 年三元正极产量为 19.2 万吨，对高纯硫酸锰消耗量约 8 万吨。预计到 2025 年，三元动力电池对高纯硫酸锰的需求量高达 30 万吨，叠加锰酸锂正极以及医药、农药、食品、催化剂等其他领域的应用，届时高纯硫酸锰市场总需求有望超过 35 万吨。目前高纯硫酸锰产能 12 万吨，国内生产企业主要有贵州红星发展大龙锰业有限公司、中信大锰、湘潭电化、长沙埃索凯化工、贵州大龙汇成等，均处于持续扩产状态，预计远期新增产能 10 万吨，扩产速度与需求增速相匹配。

**图 17：全球新能源汽车对高纯硫酸锰需求量预测（单位：万吨）**


数据来源：高工锂电，Evsales，东方证券研究所

**图 18：国内主要高纯硫酸锰企业产能情况（单位：吨）**


数据来源：各公司官网，东方证券研究所

## 路线之争 2：低端乘用车降本优先，磷酸铁锂电池迎新春

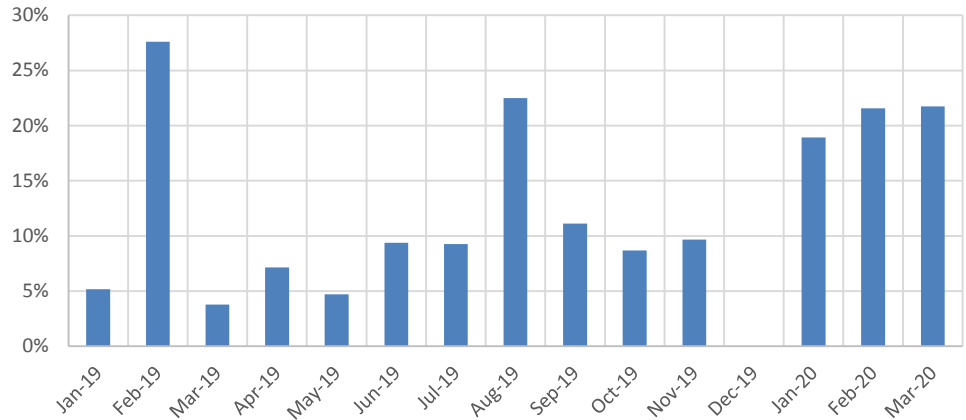
2019 年，新能源汽车补贴大幅下滑，单车平均补贴降幅高达 70%。从绝对额上看，微型车和小型车补贴金额从 4-5 万区间骤降至 1.8 万元以下，降本在未来 2-3 年低端乘用车主线。磷酸铁锂电池在成本上较三元电池低 15% 左右，降本路径来自于材料端价格不断下降和铁锂电池工艺水平的提升。考虑车型全生命周期，磷酸铁锂车型在牺牲少量续航的情况下，平均每年使用成本较三元车型低 4300 元，因此，我们认为低端车型从三元转向铁锂，是车企和消费者共同的目标导向。

**表 3：铁锂和三元电池车型全生命周期成本对比**

小型车	磷酸铁锂	三元
车辆售价 (万元)	7	7.5
正极材料价格 (万元/吨)	4.1	12.5
电池系统价格 (元/Wh)	0.8	1.2
车辆续航 (公里)	270	300
补贴 (万元)	1.440	1.62
全生命周期续航里程 (万公里)	54	30
车辆残值 (万元)	3	3.5
全生命周期使用成本 (万元)	9.4	7
使用年限 (年)	18	10
平均年度使用成本 (万元)	0.52	0.70

数据来源：汽车之家，高工锂电，东方证券研究所

自 2019 年四季度到 2020 年 3 月份，铁锂电池在乘用车中的配套比例明显回升，截止 330 批推荐目录，共有 25 款磷酸铁锂乘用车在售，占乘用车总款数的比例超过 10%。而 2020 年 1-3 月份的配套占比已经提升到 20% 以上，在比亚迪、宁德时代技术引领下，在上汽集团，奇瑞汽车等车型带动下，我们预计这一趋势将在 2020 年继续加强，铁锂在乘用车中的配套有望提速。

**图 19：工信部新能源汽车推荐目录中乘用车铁锂配套比例**


数据来源：工信部，东方证券研究所

基于补贴变动向成本导向转变，我们坚定看好铁锂在乘用车领域的配套的持续提升。铁锂在新能源汽车应用的复苏是一个长期的过程，在动力装机量中的份额会维持一个稳定的比例。从单一车型来看，五菱荣光/宏光神车电动版本产销规模有望达到 10 万辆级别，贡献装机量达到 4GWh；特斯拉新车型以低价扩大国内市场份额，预计会有 10 万辆的规模，贡献装机量 6GWh(假设 60 度电)；而从长期看，我们预计国内 50% 的 A00 车型，30% 的 A0 车型，10% 的 A 级车以及 30% 的插电车型有望配套 LFP 电池，以 2020 年各车型销量预测数据计算，对 LFP 电池装机的增量高达 10GWh，铁锂装机量达到 30.37GWh，2021-2022 年分别达到 36GWh 和 42.6GWh。而随着全球主流车企低端车型也开始转向 LFP 电池，我们认为长期来看，LFP 电池的在新能源汽车领域的增量空间更可观，从而带动铁锂正极材料需求走高。

**表 4：新能源汽车对铁锂电池需求量恢复正增长**

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
新能源汽车销量	507000	777000	1256000	1204097	1579837	2023373	2522500
增速	53.13%	53.25%	61.65%	-4.13%	31.21%	28.07%	26.17%
乘用车	336000	579000	1053000	1059808	1419837	1843373	2312500
乘用车纯电	257000	468000	788000	853569	1164266	1530000	1850000
乘用车插电	79000	111000	265000	206239	255571	313373	462500
商用车	170000	198000	203000	144289	160000	180000	210000
装机总量(GWh)	28.04	36.9	56.98	62.20	89.50	118.44	145.00
磷酸铁锂	20.33	18.332	21.57	20.24	30.37	36.03	42.61
占比	72.50%	49.68%	37.86%	32.54%	33.93%	30.43%	29.38%
三元电池	6.29	16.26	30.70	40.56	56.73	81.05	99.24
占比	22.43%	44.06%	53.88%	65.21%	63.39%	68.44%	68.44%
其他电池	1.42	2.31	4.71	1.40	2.40	1.35	3.15
占比	5.06%	6.26%	8.27%	2.25%	2.68%	1.14%	2.17%

数据来源：中汽协，乘联会，电池联盟，东方证券研究所

## 锰酸锂综合性能均衡，特定领域应用前景广阔

由于锰酸锂材料较低的克容量和较差的高温循环性能，在动力电池材料体系的竞争中落于三元和磷酸铁锂下风，目前在少量客车和部分专用车中有装机。但为了降低三元体系成本，三元材料中掺入锰酸锂或三元&锰酸锂混合成为一种很好的方式。该路线早已闻名全球，如日产聆风(Leaf)、美国通用沃蓝达(Volt)，其电池主要是以锰酸锂为主体，混合部分高能量密度活性三元材料作为正极。国内电池企业包括星恒电源也长期坚守这一发展路线，并拿下了国内锰酸锂体系专用车市场的绝大部分市场份额，目前正在向乘用车市场延伸。锰酸锂的掺杂可以做到 8:2、7:3，甚者 5:5，成本下降空间可以达到 5%-15%不等，叠加锰酸锂电池比较均衡的综合性能，在对成本更敏感的小型动力，电动自行车，低速电动车和数码产品领域打开了应用空间。

**图 20：星恒电源超级锰酸锂应用场景**



数据来源：星恒电源官网，东方证券研究所

以我国电动自行车行业为例，新国标将促使电池从铅酸转型锂电。预计 2019 年电动自行车销量为 2680 万辆，以平均每辆 48V/20Ah，即 0.96KWh 带电量计算，对电池需求量约 25.7GWh。当前铅酸电池在电动自行车领域的占比超 80%，存在较大的锂电池替代空间，而锰酸锂电池兼顾成本和性能优势，有望在电动自行车领域凸显经济性和性价比。以每年 10%的渗透率提升计算，预计 2020 年电动自行车用锰酸锂电池容量达到 7GWh，对锰酸锂正极需求量接近 2 万吨。

**图 21：我国电动自行车年度产量（单位：万辆）**



数据来源：Wind，国家统计局，东方证券研究所

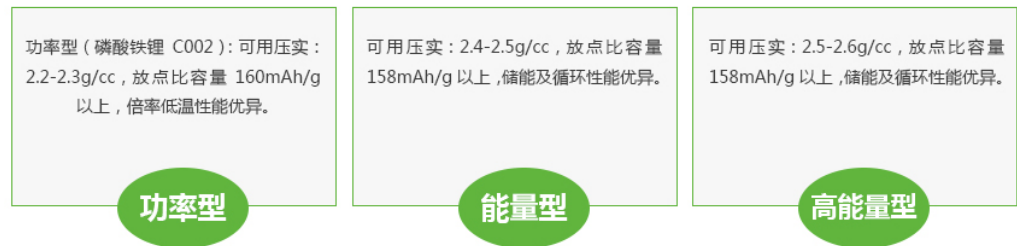
## 推荐逻辑：铁锂复苏受益者，价值有望重估

湘潭电化已经从一次电池材料生产商向二次电池材料生产商转型升级，在高纯硫酸锰、锰酸锂材料、磷酸铁锂、三元正极材料等方面加快布局。从行业发展趋势看，磷酸铁锂电池在乘用车中装机复苏逻辑明确。参股公司裕能新能源有望凭借高压实密度的铁锂正极产品，抢夺乘用车用磷酸铁锂正极赛道，由此带来的价值重估值得重视。

## 裕能新能源：绑定 CATL 和比亚迪，铁锂正极新星升起

参股公司湖南裕能新能源电池材料有限公司是由湘潭电化派驻的一批专业、优秀的技术、管理人才组成公司的核心团队，专注磷酸铁锂、三元材料研发、生产和销售的混合所有制公司。公司生产的磷酸铁锂产品质量稳定，具有容量高、低温性能好和压实密度高等特性。开发的三元材料具有能量密度高、高温循环寿命长、高温性能优异、功率性能突出等特点。产品广泛运用于各类大型储能设备、电动工具、轻型电动车辆、小型电动设备及其它小型电器等多种领域。

图 22：参股公司裕能新能源铁锂产品型号丰富，压实密度高达 2.6g/cc



数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司现有员工 196 人，公司自成立以来，建立以研发、生产相结合的自主创新机制，致力于磷酸铁锂和三元材料的研发和技术改良，目前产品已得到电池行业标杆宁德时代认可并开始批量销售；也通过了比亚迪的现场审核认证。公司当前具有 1.8 万吨铁锂正极产能，正在进行 1.3 万吨新一期产能拓展，预计 2020 年底实现 3 万吨产能。2019 年上半年，公司铁锂正极开始放量，实现 4367 吨销量和 2.1 亿收入，平均单价 4.87 万元/吨，较行业均价高 10% 左右，净利率达到 16%，体现出公司产能高溢价能力。

图 23：裕能新能源铁锂正极客户



数据来源：公司官网，东方证券研究所

## CATL 铁锂电池发力乘用车，裕能份额提升逻辑确定性强

宁德时代是电池环节绝对龙头，三元和铁锂电池并行。2019 年 32GWh 装机量中，21GWh 为三元，11GWh 为铁锂。铁锂电池主要配套大巴车，自 2019 年下半年起，公司铁锂电池开始向乘用车型配套，目前已有 10 款车型确定搭载宁德时代磷酸铁锂电池。随着宁德时代发布 CTP 技术，磷酸铁锂电池高续航车型成为现实。由于省去了电池模组组装环节，较传统电池包，CTP 电池包体积利用率提高了 15%-20%，电池包零部件数量减少 40%，电池包能量密度提升了 10%-15%，成本下降 15%。更重要的是，CTP 使得各级别车型电池容量上限提升，CTP+铁锂方案将使得 A0 车、A 级车续航上 500 公里成为现实，从而加速铁锂电池在乘用车中应用。

**表 5：宁德时代铁锂电池配套乘用车情况**

车企	车型	电池	供应商	新车目录批次
北汽新能源	EX3	磷酸铁锂	江苏时代	329 批
	EU5	磷酸铁锂	江苏时代	330 批
	EU300	磷酸铁锂	江苏时代	331 批
合众汽车	哪吒 N01	磷酸铁锂	宁德时代	328 批
上通五	五菱宏光-多用途版	磷酸铁锂	宁德时代	326 批
	五菱宏光-厢式运输车	磷酸铁锂	宁德时代	326 批
	五菱荣光	磷酸铁锂	宁德时代	331 批
零跑汽车	O2	磷酸铁锂	宁德时代	327 批
东风风神	E70	磷酸铁锂	江苏时代	331 批
一汽解放	佳宝 V80 Lev	磷酸铁锂	宁德时代	331 批

数据来源：工信部，东方证券研究所

**图 24：宁德时代 CTP 高集成电池开发平台**



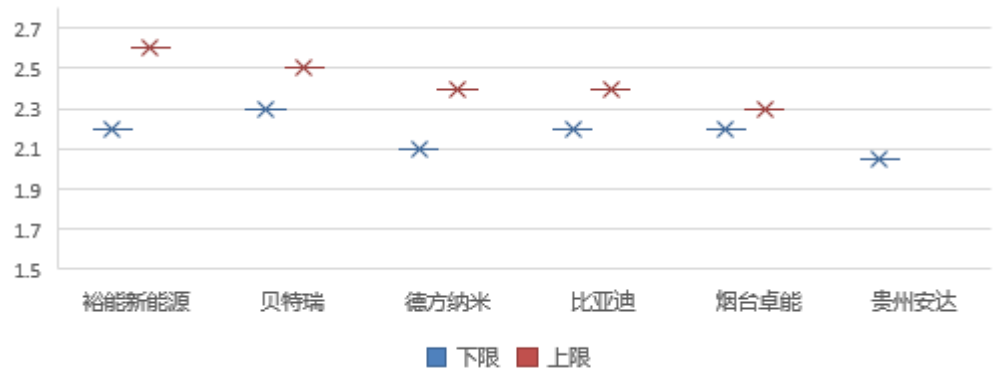
数据来源：宁德市时代官网，东方证券研究所

宁德时代磷酸铁锂正极供应商分别为德方纳米、贝特瑞、裕能新能源和湖北万润，其中德方纳米占宁德时代铁锂正极采购量的 60%，裕能新能源占比 10% 左右。德方纳米采用了独特的液相合成工艺，常温常压下液相合成，成本优势突出、一致性好，价格低而抢占了宁德时代铁锂正极采购的大部分



份额。而随着宁德时代铁锂向乘用车大规模配套，高压实密度的铁锂正极将成为首选，裕能新能源高能型磷酸铁锂正极压实密度高达 2.6g/cc，且产品循环性能和均一性好，在宁德时代铁锂正极采购中的份额有望提升。

**图 25：磷酸铁锂正极企业产品压实密度对比（单位：g/cc）**

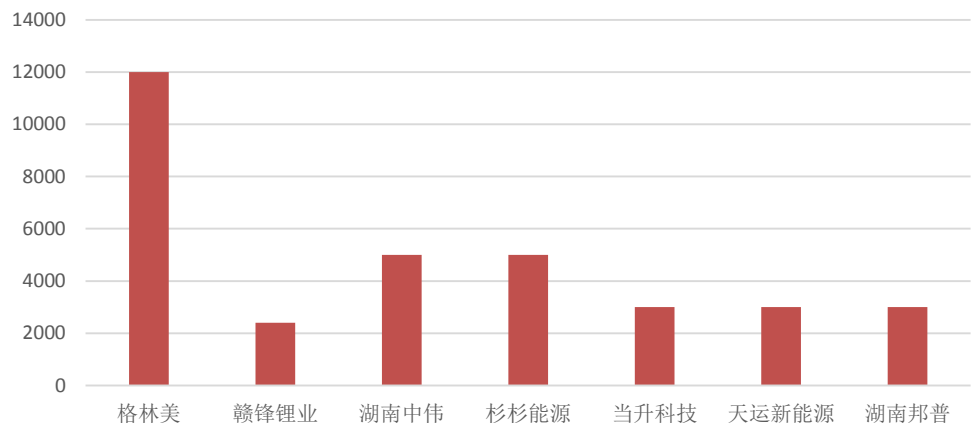


数据来源：各公司官网，东方证券研究所

## 锰酸锂材料、高纯硫酸锰放量贡献新的业绩

在高纯硫酸锰方面，公司 1 万吨高纯硫酸锰生产线项目已经正式运行，2019 年上半年产出 4605 吨，产能利用率已达到 92.10%，并与杉杉能源（宁夏）有限公司、江苏当升材料科技有限公司、荆门市格林美新材料有限公司、金驰能源材料有限公司、巨野天运新能源科技有限公司、湖南邦普循环科技有限公司、湖南中伟能源有限公司等企业建立了合作关系等多家企业建立了合作关系，2019 年意向订单超过 1 万吨，未来 1-2 年部分意向客户及其需求量达到 3.34 万吨。随着未来几年高纯硫酸锰的市场需求持续增长，公司产销量有望快速增长，从而贡献新的业绩。

**图 26：湘潭电化高纯硫酸锰意向订单（单位：吨）**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司高性能锰酸锂电池正极材料近年来产销量快速增长，销售量从 2015 年的 0.48 万吨增长到 2018 年的 1.43 万吨，年均增长率超过 60%，产能利用率达到 89.79%，预计 2019 年全年高性能锰酸锂电池正极材料的销售量区间为 1.5 万吨-2 万吨。目前，公司已与多家企业建立了合作关系，是桑顿新能源技术有限公司、湖南杉杉能源科技股份有限公司的高性能锰酸锂电池正极材料的唯一供应商。随着新能源汽车市场的快速发展，以及动力型锂电池的扩大应用（已成功应用于电动自行车、城市物流车、城市共享汽车、低速车、太阳能储存系统及大型储能电站），锰酸锂电池正极材料（前驱体）需求量持续攀升，公司锰酸锂电池正极材料（前驱体）有望放量。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于锰酸锂（前驱体）、高纯硫酸锰和磷酸铁锂产品出货量大幅增长。锰酸锂材料持续放量，假设 2019-2021 年销量分别为 1.71 万吨、2.76 万吨和 3.18 万吨；硫酸锰产能建成后将根据意向订单逐步放量，实现销量分别为 8500 吨、1.35 万吨和 2.3 万吨；裕能新能源磷酸铁锂正极出货量将随宁德和比亚迪发力铁锂电池而大幅增长，预计销量分别为 9000 吨、3 万吨和 4 万吨。
- 2) 公司 2019-2021 年关键产品价格预测：预计锰矿石价格逐步回落，锰酸锂正极价格分别为 0.97/0.93/0.93 万元/吨；高纯硫酸锰价格分别为 0.62/0.61/0.61 万元/吨；裕能新能源磷酸铁锂价格高于市场平均，假设分别为 4.87/4.6/4.6 万元/吨。
- 3) 根据成本拆分，预计 2019-2021 年锰酸锂材料毛利率持续稳定，分别为 25.5%，26.2% 和 26.2%；硫酸锰毛利率分别为 19.9%，20.8% 和 19.3%；磷酸铁锂毛利率分别为 19.98%，22.36% 和 22.36%。污水处理毛利率也在价格调整后有所恢复。公司综合毛利率分别为 25.5%，26.5% 和 26%，毛利率上升主要来自锰酸锂、硫酸锰价格趋于稳定，同时成本有一定程度下降。
- 4) 公司 2019-2021 年销售费用率为 3.2%，3.06% 和 2.95%；管理费用率为 7.92%，7.68% 和 7.58%、研发费用率均保持为 0.53%。费用率的小幅下降主要考虑到公司收入的增长（尤其磷酸铁锂、锰酸锂、硫酸锰）对各项费用有一定的摊薄影响。

#### 盈利预测核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>锰酸锂（前驱体）</b>					
销售收入（百万元）	80.1	146.0	165.0	257.1	295.3
增长率	34.5%	82.3%	13.0%	55.8%	14.8%
毛利率	18.6%	25.4%	25.5%	26.2%	26.2%
<b>传统电解二氧化锰</b>					
销售收入（百万元）	524.3	682.7	681.9	671.3	665.1
增长率	26.0%	30.2%	-0.1%	-1.6%	-0.9%
毛利率	24.1%	24.5%	24.2%	24.2%	24.2%

**高纯硫酸锰**

销售收入（百万元）	- 0	- 0	52.9	82.4	140.0
增长率				55.7%	70.0%
毛利率			19.9%	20.8%	19.3%

**污水处理**

销售收入（百万元）	71.1	102.5	117.0	137.0	142.4
增长率	11.4%	44.2%	14.2%	17.1%	3.9%
毛利率	56.1%	49.1%	50.0%	59.0%	60.0%

**其他业务**

销售收入（百万元）	65.4	147.9	204.5	255.7	306.8
增长率	-44.8%	126.2%	38.3%	25.0%	20.0%
毛利率	15.6%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
<b>合计</b>	<b>740.8</b>	<b>1,079.0</b>	<b>1,221.3</b>	<b>1,403.5</b>	<b>1,549.6</b>
<b>增长率</b>	<b>12.6%</b>	<b>45.7%</b>	<b>13.2%</b>	<b>14.9%</b>	<b>10.4%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>25.8%</b>	<b>26.0%</b>	<b>25.5%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.0%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司正处于从一次电池材料向二次锂电池材料转型中，我们认为尽管公司业务呈现多元化的特征，但主要业务仍归属于锂电材料，尤其公司当前正在大力拓展的锰酸锂、磷酸铁锂和高纯硫酸锰业务。相关业务的技术壁垒不高，但新进入者难以获得相对等的投资回报。公司在传统 EMD 行业深耕多年，是老牌电解二氧化锰龙头，有一定的技术工艺背景和原材料供应优势。而在客户端，高纯硫酸锰和锰酸锂产品均已打入国内主流正极厂供应链，如格林美、杉杉能源、桑顿新能源、当升科技、湖南邦普、湖南中伟等，跟随行业优质客户共同成长。

我们更要重视参股公司裕能新能源的成长属性。公司磷酸铁锂产品凭借高压实密度优势得到龙头电池厂的青睐，已经打进宁德时代和比亚迪产业链。乘用车用铁锂电池以高压实密度为佳，公司受益本轮铁锂复苏的逻辑确定性强。铁锂正极产品历史出货价格也反映了高出行业水准的超额收益。我们看好裕能新能源盈利持续增长，为公司带来更高投资收益。

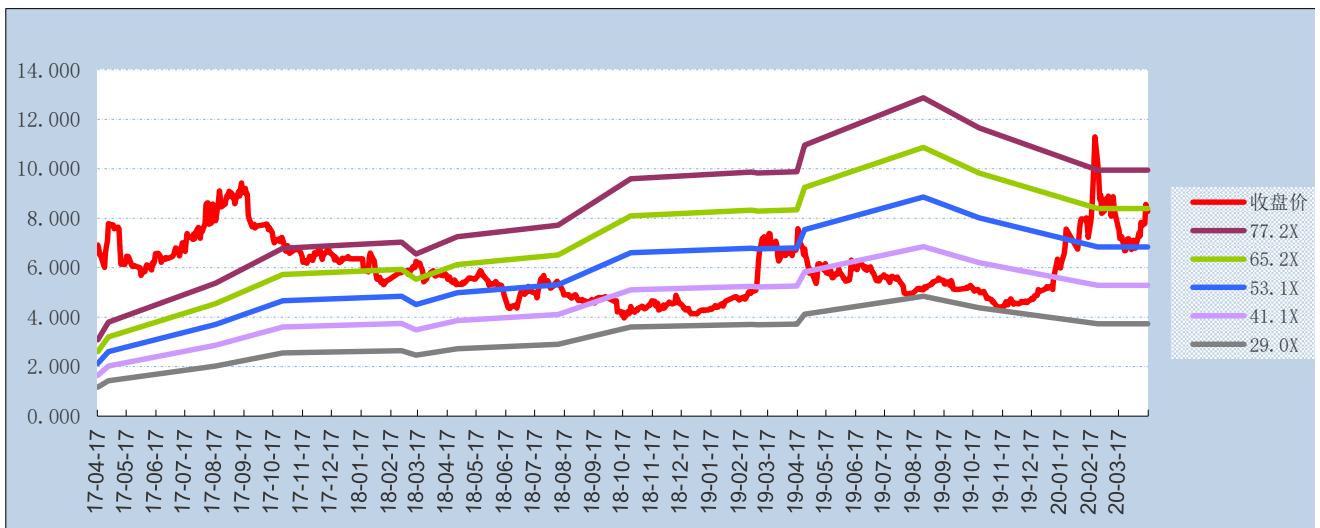
综上，我们预计 2019-2021 年公司实现收入分别为 12.21 亿元、14.03 亿元和 15.50 亿元，同比增长 13.2%、14.9%和 10.4%；实现归母净利润分别为 0.71 亿元、1.36 亿元和 1.66 亿元，对应 eps 分别为 0.13 元、0.25 元和 0.30 元。我们根据公司业务属性选取行业可比公司，其中容百科技主营三元正极材料和前驱体业务、厦门钨业具备一定的锰酸锂产能；德方纳米、光华科技和中国宝安则主营磷酸铁锂正极和磷酸铁。根据可比公司 2020 年平均估值 37 倍，给予公司 9.25 元目标价和“买入”评级。

**表 6：可比公司估值**

代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2020/4/16	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E
德方纳米	134.10	2.30	2.56	3.90	4.97	58.42	52.32	34.37	26.99

光华科技	11.28	0.36	0.05	0.43	0.54	31.37	248.46	26.23	20.89
容百科技	27.90	0.48	0.22	0.70	1.08	58.09	129.17	40.10	25.76
中国宝安	6.29	0.08	0.09	0.13	0.17	75.87	69.12	48.16	36.68
厦门钨业	11.26	0.35	0.19	0.30	0.42	31.73	59.42	37.79	27.07
最大值						75.87	248.46	48.16	36.68
最小值						31.37	52.32	26.23	20.89
平均数						51.10	111.70	37.33	27.48
调整后平均						<b>49.41</b>	<b>85.90</b>	<b>37.42</b>	<b>26.61</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 27：湘潭电化 PE-band**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 1、新增产能投放不达预期：**公司锰酸锂已经率先投产，5万吨硫酸锰项目分别有主体公司和靖西电化进行，建设期12个月，存在募资不及时，项目延期投产的风险。
- 2、磷酸铁锂价格下行风险：**2019年铁锂价格大幅下跌，目前市场均价已经下跌到4.1万元/吨，公司铁锂高压实密度，技术难度大，有一定的溢价，但存在客户压价风险，进而影响盈利预期。
- 3、锰酸锂需求不达预期风险：**锰酸锂材料作为锂电池材料的一部分，目前主要在电动工具，3C数码，轻型动力汽车和低速电动车中应用，上述领域的行业规模变动存在不确定性，锰酸锂市场需求存在不达预期风险。
- 4、高纯硫酸锰开工率低，价格下行风险：**公司高纯硫酸锰平均销售价格高于市场硫酸锰报价10%左右，行业整体开工率67%左右，随着未来各公司持续扩产，开工率维持当前水平。公司目

前开工率高达 92%，预计大规模扩产后产能利用率下降，叠加原材料价格有下行预期，公司产品有价格下行的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	178	247	423	486	536	营业收入	741	1,079	1,221	1,403	1,550
应收票据及应收账款	227	297	362	415	459	营业成本	550	799	910	1,032	1,147
预付账款	33	31	52	60	66	营业税金及附加	11	16	18	20	22
存货	325	316	340	385	428	营业费用	23	31	39	43	46
其他	44	47	64	64	67	管理费用及研发费用	63	90	103	115	126
<b>流动资产合计</b>	<b>807</b>	<b>937</b>	<b>1,240</b>	<b>1,410</b>	<b>1,556</b>	财务费用	38	46	84	87	85
长期股权投资	54	71	108	108	108	资产减值损失	17	3	3	0	0
固定资产	1,310	1,314	1,671	1,798	1,928	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	70	462	256	207	113	投资净收益	0	4	11	41	54
无形资产	122	218	212	207	202	其他	10	13	11	15	18
其他	194	173	142	141	140	<b>营业利润</b>	<b>50</b>	<b>111</b>	<b>86</b>	<b>161</b>	<b>196</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,749</b>	<b>2,238</b>	<b>2,389</b>	<b>2,462</b>	<b>2,492</b>	营业外收入	1	1	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>2,557</b>	<b>3,176</b>	<b>3,629</b>	<b>3,872</b>	<b>4,047</b>	营业外支出	3	6	5	5	5
短期借款	557	646	1,083	1,109	1,037	<b>利润总额</b>	<b>48</b>	<b>106</b>	<b>83</b>	<b>159</b>	<b>194</b>
应付票据及应付账款	443	557	583	660	734	所得税	(4)	31	12	24	29
其他	150	297	240	241	240	<b>净利润</b>	<b>52</b>	<b>75</b>	<b>71</b>	<b>135</b>	<b>165</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,150</b>	<b>1,500</b>	<b>1,906</b>	<b>2,010</b>	<b>2,010</b>	少数股东损益	4	4	(0)	(1)	(1)
长期借款	132	369	369	369	369	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>47</b>	<b>71</b>	<b>71</b>	<b>136</b>	<b>166</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.09	0.13	0.13	0.25	0.30
其他	136	140	136	140	150						
<b>非流动负债合计</b>	<b>268</b>	<b>508</b>	<b>505</b>	<b>509</b>	<b>519</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,418</b>	<b>2,008</b>	<b>2,411</b>	<b>2,519</b>	<b>2,529</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	37	16	16	15	15	<b>成长能力</b>					
股本	346	346	553	553	553	营业收入	12.6%	45.7%	13.2%	14.9%	10.4%
资本公积	690	670	462	462	462	营业利润	112.2%	121.2%	-22.9%	88.4%	21.6%
留存收益	65	136	186	322	488	归属于母公司净利润	112.1%	50.0%	0.6%	90.9%	21.9%
其他	1	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,139</b>	<b>1,168</b>	<b>1,218</b>	<b>1,353</b>	<b>1,518</b>	毛利率	25.8%	26.0%	25.5%	26.5%	26.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,557</b>	<b>3,176</b>	<b>3,629</b>	<b>3,872</b>	<b>4,047</b>	净利率	6.4%	6.6%	5.8%	9.7%	10.7%
						ROE	4.4%	6.3%	6.0%	10.7%	11.7%
						ROIC	5.6%	5.3%	5.7%	7.5%	8.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	52	75	71	135	165	净负债率	55.5%	63.2%	66.4%	65.1%	62.5%
折旧摊销	89	95	117	143	162	流动比率	46.8%	77.9%	90.7%	78.9%	62.2%
财务费用	38	46	84	87	85	速动比率	0.70	0.63	0.65	0.70	0.77
投资损失	(0)	(4)	(11)	(41)	(54)	营运能力	0.42	0.41	0.47	0.51	0.56
营运资金变动	(38)	78	(91)	(29)	(22)	应收账款周转率	3.8	4.7	4.4	4.3	4.3
其它	(85)	(231)	(10)	0	0	存货周转率	2.0	2.5	2.8	2.8	2.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>159</b>	<b>295</b>	<b>336</b>	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(344)	(586)	(261)	(215)	(193)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(33)	(16)	(38)	0	0	每股收益	0.09	0.13	0.13	0.25	0.30
其他	155	244	11	41	54	每股经营现金流	0.16	0.17	0.29	0.53	0.61
<b>投资活动现金流</b>	<b>(222)</b>	<b>(358)</b>	<b>(287)</b>	<b>(175)</b>	<b>(138)</b>	每股净资产	1.99	2.08	2.17	2.42	2.72
债权融资	24	367	(28)	4	10	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	(20)	0	0	0	市盈率	95.2	63.5	63.1	33.0	27.1
其他	111	4	332	(62)	(157)	市净率	4.1	3.9	3.7	3.4	3.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>136</b>	<b>350</b>	<b>304</b>	<b>(58)</b>	<b>(147)</b>	EV/EBITDA	31.1	21.9	19.2	14.1	12.4
汇率变动影响	(2)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	62.6	35.0	32.4	22.1	19.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(33)</b>	<b>53</b>	<b>176</b>	<b>63</b>	<b>51</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

