

疫情拖累业绩，看好下半年盈利持续提升



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **核心产品出货量持续增长，疫情造成价格波动，从而拖累业绩。**公司 2020 年上半年实现营业收入 5.52 亿元，同比下降 5.68%，归母净利润 1643.4 万元，同比下降 68.27%。在疫情和中美摩擦双重影响下，公司营业收入基本保持稳定，而公司产品竞争进一步拉大，价格出现不同程度下滑，成本端下降幅度难以跟上产品价格下降幅度，导致盈利规模较去年同期大幅下降。
- **锰酸锂产量同比增长，硫酸锰价格低迷主动减产，锂电材料业务整体表现稳定。**公司电解二氧化锰出货量 3.71 万吨，同比持平，但价格下降 11.39%；锰酸锂需求旺盛，出货量 0.85 万吨，同比增长 33%，但价格下降 20.5%，同时由于高纯硫酸锰价格低迷，公司主动减产。受益价格上调，污水处理业务同比取得正增长，上半年处理污水 4720 万吨，毛利率超过 60%。报告期内公司锂电池材料各产品毛利率出现不同程度下滑，预计下半年随着下游需求持续恢复，产品价格将呈现稳中回升的局面，盈利能力将持续恢复。
- **参股公司裕能新能源铁锂正极持续放量，价格下行周期结束，盈利进入稳定增长期。**参股公司裕能新能源铁锂正极材料在价格大幅下降的情况下，实现收入 2.5 亿元，同比增长 13%，预计出货量规模约 6900 吨（按 3.6 万元/吨均价计算），净利润 1900 万元。公司下游客户主要是宁德时代和比亚迪，宁德时代配套特斯拉铁锂版已经进入推荐目录，下半年有望放量；而 BYD 的刀片电池已经大规模装载自家纯电车型，我们认为随着更多铁锂乘用车上市，公司铁锂正极材料将持续放量，盈利进入稳定增长期。

财务预测与投资建议

- 受价格波动影响，我们下调公司锂电材料产品价格预测，预计 2020-2022 年，实现营业收入 12.35/14.98/17.5 亿元（原预测值 14.3/16.1/18.2 亿元），实现归母净利润 0.78/1.3/1.9 亿元，（原预测值 1.4/1.7/2 亿元）。我们认为疫情对公司的影响仅体现在短期，明后年公司盈利水平有望持续恢复，根据可比公司 2021 年平均 43 倍估值，调整公司目标价至 9.03 元，维持买入评级。

风险提示

- 新增产能投放不达预期；产品价格下行风险；锰酸锂需求不达预期风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,079	1,210	1,235	1,498	1,749
同比增长(%)	45.7%	12.1%	2.1%	21.3%	16.7%
营业利润(百万元)	111	82	86	147	210
同比增长(%)	121.2%	-26.1%	4.9%	70.8%	43.3%
归属母公司净利润(百万元)	71	68	78.23	132.33	188.82
同比增长(%)	50.0%	-3.9%	15.1%	69.1%	42.7%
每股收益(元)	0.11	0.11	0.12	0.21	0.30
毛利率(%)	26.0%	24.9%	23.66%	24.63%	25.42%
净利率(%)	6.6%	5.6%	6.34%	8.83%	10.80%
净资产收益率(%)	6.3%	5.8%	5.23%	7.11%	9.34%
市盈率	66.6	69.3	60.2	35.6	24.9
市净率	4.1	3.9	2.6	2.4	2.2

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 (维持)

股价(2020年08月26日)	7.48元
目标价格	9.03元
52周最高价/最低价	11.29/4.38元
总股本/流通A股(万股)	62,948/55,296
A股市值(百万元)	4,709
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年08月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.50	-7.08	-6.15	46.67
相对表现	-5.77	-11.53	-27.67	21.70
沪深300	-0.73	4.45	21.52	24.97



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

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

相关报告

2019年业绩符合预期，参股公司铁锂正极产品潜力释放：	2020-04-25
湘潭电化：二氧化锰龙头，潜在磷酸铁锂优质标的：	2020-04-17

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。

受疫情影响，公司多个产品价格出现不同程度下滑，基于上半年价格情况，调整 2020-2022 年关键产品价格核心假设，如表 1。

表 1：核心假设调整表

核心假设调整	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
电解二氧化锰价格（万元/吨）	1.00	1.00	1.00	0.90	0.95	0.98
变动				-9.9%	-5.0%	-2.0%
锰酸锂正极价格（万元/吨）	1.02	1.02	1.02	0.82	0.84	0.86
变动				-20.0%	-17.6%	-15.3%
高纯硫酸锰价格（万元/吨）	0.55	0.55	0.55	0.500	0.530	0.550
变动				-9.1%	-3.6%	0.0%
高纯硫酸锰出货量（吨）	13500	24300	37800	5400	20250	37800
变动				-60.0%	-16.7%	0.0%
污水处理费（元/吨）	1.32	1.32	1.32	1.45	1.45	1.45
变动				9.8%	9.8%	9.8%
磷酸铁锂正极价格（万元/吨）	4	4	4	3.6	3.7	3.8
变动				-10.0%	-7.5%	-5.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

表 2：主要财务信息变动情况

主要财务信息	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1425.88	1610.36	1815.89	1234.91	1498.03	1748.92
变动				-13.39%	-6.98%	-3.69%
营业利润(百万元)	154.00	191.00	232.00	85.94	146.74	210.24
变动				-44.20%	-23.17%	-9.38%
归属母公司净利润(百万元)	136.00	166.00	202.00	78.23	132.33	188.82
变动				-42.48%	-20.28%	-6.52%
每股收益（元）	0.25	0.30	0.37	0.12	0.21	0.30
变动				-51.76%	-30.00%	-18.92%
毛利率(%)	25.95%	26.00%	26.10%	23.66%	24.63%	25.42%
净利率(%)	9.50%	10.30%	11.10%	6.34%	8.83%	10.80%
净资产收益率(%)	10.70%	11.70%	12.60%	5.23%	7.11%	9.34%
市盈率	34.10	27.90	22.90	60.20	35.60	24.90
市净率	3.49	3.12	2.70	2.60	2.40	2.20

数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

表 3：分业务盈利预测调整表

盈利预测表	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
锰酸锂（前驱体）						
销售收入（百万元）	283.12	323.87	365.40	205.63	266.72	309.60
变动				-27.37%	-17.65%	-15.27%
毛利率	25.59%	25.88%	26.11%	18.18%	21.79%	24.42%
传统电解二氧化锰						
销售收入（百万元）	800.00	830.00	860.00	720.71	788.50	842.80
变动				-9.91%	-5.00%	-2.00%
毛利率	23.30%	23.50%	23.70%	20.41%	21.58%	22.14%
高纯硫酸锰						
销售收入（百万元）	74.25	133.65	207.90	27.00	107.33	207.90
变动				-63.64%	-19.70%	0.00%
毛利率	19.82%	19.82%	19.82%	11.80%	16.79%	19.82%
污水处理						
销售收入（百万元）	125.87	144.54	168.63	138.93	157.19	174.65
变动				10.37%	8.75%	3.57%
毛利率	56.21%	56.21%	56.21%	60.83%	61.03%	61.17%
其他业务						
销售收入（百万元）	142.64	178.30	213.96	142.64	178.30	213.96
变动				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	18.00%	18.00%	18.00%	14.00%	15.00%	16.00%
合计	1425.88	1610.36	1815.89	1234.91	1498.03	1748.92
变动				-13.39%	-6.98%	-3.69%
综合毛利率	25.95%	26.00%	26.09%	23.66%	24.63%	25.42%

数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

表 4：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
			2020/8/26	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
德方纳米	300769	82.30	1.29	1.89	2.53	3.81	63.98	43.44	32.53	21.58	
光华科技	002741	13.30	0.04	0.21	0.27	0.40	368.42	63.33	49.26	33.25	
当升科技	300073	38.02	-0.48	0.76	1.08	1.38	-79.42	50.09	35.31	27.53	
中国宝安	000009	7.64	0.12	0.13	0.17	0.20	65.41	58.77	44.94	38.20	
宁德时代	300750	194.40	1.96	2.26	2.99	3.84	99.30	86.15	65.01	50.57	
最大值							368.42	86.15	65.01	50.57	

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。

最小值						(79.42)	43.44	32.53	21.58
平均数						103.54	60.36	45.41	34.23
调整后平均						76.23	57.40	43.17	32.99

数据来源：wind，东方证券研究所

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	247	295	773	796	1,021	营业收入	1,079	1,210	1,235	1,498	1,749
应收票据及应收账款	297	278	284	345	402	营业成本	799	908	943	1,129	1,304
预付账款	31	41	44	49	60	营业税金及附加	16	18	18	22	25
存货	316	495	471	565	652	营业费用	31	43	41	47	54
其他	47	99	84	84	84	管理费用及研发费用	90	104	101	118	138
流动资产合计	937	1,207	1,656	1,838	2,219	财务费用	46	70	66	62	60
长期股权投资	71	160	160	160	160	资产减值损失	3	0	0	0	0
固定资产	1,314	1,742	1,757	1,916	1,964	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	462	75	158	97	0	投资净收益	4	5	7	15	32
无形资产	218	201	196	191	185	其他	13	11	12	12	12
其他	173	185	140	139	138	营业利润	111	82	86	147	210
非流动资产合计	2,238	2,363	2,412	2,503	2,447	营业外收入	1	1	5	5	5
资产总计	3,176	3,570	4,068	4,341	4,666	营业外支出	6	7	3	3	3
短期借款	646	943	1,000	1,000	1,000	利润总额	106	76	88	149	212
应付票据及应付账款	557	661	683	819	946	所得税	31	6	7	12	17
其他	297	352	212	213	216	净利润	75	70	81	137	195
流动负债合计	1,500	1,956	1,896	2,032	2,162	少数股东损益	4	2	3	5	6
长期借款	369	299	299	299	299	归属于母公司净利润	71	68	78	132	189
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.11	0.11	0.12	0.21	0.30
其他	140	98	57	57	57						
非流动负债合计	508	397	356	356	356	主要财务比率					
负债合计	2,008	2,353	2,252	2,388	2,518		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	16	18	21	26	32	成长能力					
股本	346	553	629	629	629	营业收入	45.7%	12.1%	2.1%	21.3%	16.7%
资本公积	670	462	904	904	904	营业利润	121.2%	-26.1%	4.9%	70.8%	43.3%
留存收益	136	183	261	394	582	归属于母公司净利润	50.0%	-3.9%	15.1%	69.1%	42.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,168	1,217	1,816	1,953	2,148	毛利率	26.0%	24.9%	23.7%	24.6%	25.4%
负债和股东权益总计	3,176	3,570	4,068	4,341	4,666	净利率	6.6%	5.6%	6.3%	8.8%	10.8%
						ROE	6.3%	5.8%	5.2%	7.1%	9.3%
						ROIC	5.3%	5.6%	4.8%	5.9%	7.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	63.2%	65.9%	55.4%	55.0%	54.0%
净利润	75	70	81	137	195	净负债率	77.9%	95.7%	33.1%	29.6%	16.4%
折旧摊销	95	129	136	152	171	流动比率	0.63	0.62	0.87	0.90	1.03
财务费用	46	70	66	62	60	速动比率	0.41	0.36	0.62	0.63	0.72
投资损失	(4)	(5)	(7)	(15)	(32)	营运能力					
营运资金变动	78	(112)	55	(23)	(26)	应收账款周转率	4.7	4.7	4.6	5.0	4.9
其它	(231)	(77)	3	0	0	存货周转率	2.5	2.2	2.0	2.2	2.1
经营活动现金流	58	75	334	313	369	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
资本支出	(586)	(143)	(229)	(243)	(115)	每股指标(元)					
长期投资	(16)	(82)	0	0	0	每股收益	0.11	0.11	0.12	0.21	0.30
其他	244	(51)	7	15	32	每股经营现金流	0.17	0.14	0.53	0.50	0.59
投资活动现金流	(358)	(276)	(222)	(228)	(84)	每股净资产	1.83	1.90	2.85	3.06	3.36
债权融资	367	(34)	(144)	0	0	估值比率					
股权融资	(20)	0	518	0	0	市盈率	66.6	69.3	60.2	35.6	24.9
其他	4	225	(9)	(62)	(60)	市净率	4.1	3.9	2.6	2.4	2.2
筹资活动现金流	350	192	366	(62)	(60)	EV/EBITDA	23.3	20.8	20.3	16.2	13.3
汇率变动影响	2	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	37.3	38.5	38.5	28.1	21.6
现金净增加额	53	(7)	478	23	225						

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

