

2019 年业绩符合预期，参股公司铁锂正极产品潜力释放



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **收入稳步增长，受财务费用拖累，净利润同比下滑。**公司发布 2019 年报告，实现营业收入 12.1 亿元，同比增长 12.14%，归母净利润 6799 万元，同比下降 3.88%，扣非后净利润 7045 万元，同比增长 1.02%。营业收入增长主要是传统 EMD 出货量进一步增长，收入贡献增量 1 亿元，此外锰酸锂材料和污水处理业务各贡献约 2000 万增量。公司期间费用 17.99%，增长 2.5 个百分点，主要是财务费用大幅增长（占比从 4.27%到 5.81%）以及研发投入加大，导致净利润规模同比小幅下滑。
- **毛利率维持高位，污水处理盈利提升。**公司 2019 年业务毛利率 24.93%，其中锰酸锂、传统 EMD、硫酸锰和污水处理业务毛利率分别为 24.78%、21.99%、19.36 和 54.88%，前三者小幅下滑。污水处理业务毛利率提升 5 个百分点，贡献净利润 3921 万元。我们认为，随着 2 万吨锰酸锂产能释放，新建的年产 5 万吨高纯硫酸锰项目投产以及河西污水处理三期投产，公司业绩增量有保障。
- **BYD 刀片和宁德 CTP 加持，裕能新能源铁锂正极进入放量期。**参股公司裕能新能源铁锂正极出货量 1.19 万吨，实现收入 5.22 亿，同比增长 171%；净利润 6558 万元，同比增长 92%，产品平均单吨净利润 5500 万元。公司下游客户主要是宁德时代和比亚迪，宁德时代 CTP 铁锂有望大规模应用在 B 端乘用车上，而 BYD 发明的刀片电池搭载铁锂正极使得汉 EV 车型的续航水平进入 600 公里。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。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 14.26 亿、16.10 亿和 18.16 亿，归母净利润分别为 1.36 亿、1.66 亿和 2.02 亿，对应 eps 分别为 0.25、0.3、0.37 元，参考可比公司 2020 年平均估值 38 倍，上调目标价至 9.5 元，维持买入评级。

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。

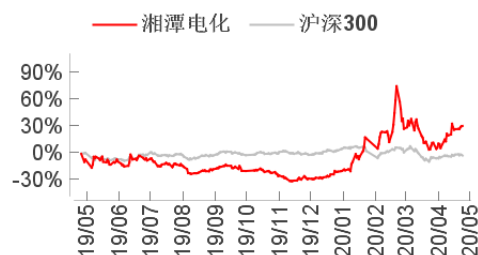
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,079	1,210	1,426	1,610	1,816
同比增长(%)	45.7%	12.1%	17.8%	12.9%	12.8%
营业利润(百万元)	111	82	154	191	232
同比增长(%)	121.2%	-26.1%	88.0%	23.7%	21.8%
归属母公司净利润(百万元)	71	68	136	166	202
同比增长(%)	50.0%	-3.9%	99.8%	22.1%	21.8%
每股收益(元)	0.13	0.12	0.25	0.30	0.37
毛利率(%)	26.0%	24.9%	25.9%	26.0%	26.1%
净利率(%)	6.6%	5.6%	9.5%	10.3%	11.1%
净资产收益率(%)	6.3%	5.8%	10.7%	11.7%	12.6%
市盈率	65.5	68.2	34.1	27.9	22.9
市净率	4.0	3.9	3.5	3.1	2.7

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04月24日)	8.4元
目标价格	9.5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)	4,645
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2020年04月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.94	25.37	12.00	24.26
相对表现	4.05	20.63	17.17	30.04
沪深300	-1.11	4.74	-5.17	-5.78



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
证券分析师	李梦强
	021-63325888-4034
	limengqiang@orientsec.com.cn
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

相关报告

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。

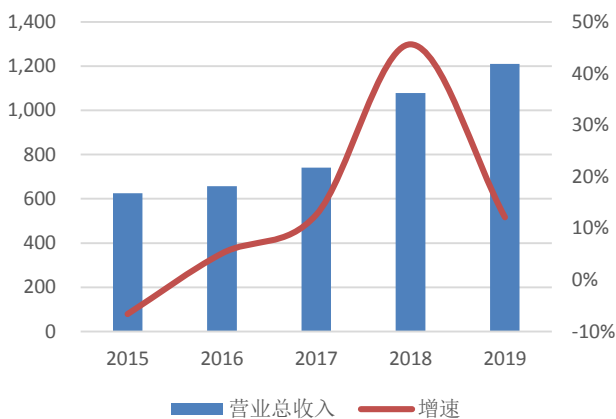
公司发布 2019 年报告，实现营业收入 12.1 亿元，同比增长 12.14%，归母净利润 6799 万元，同比下降 3.88%，扣非后净利润 7045 万元，同比增长 1.02%。利润小幅下滑主要受财务费用、管理费用等大幅增长所致。

分业务看，传统 EMD 业务收入贡献 7.88 亿元收入，同比增长 15%，业务毛利率为 21.99%；

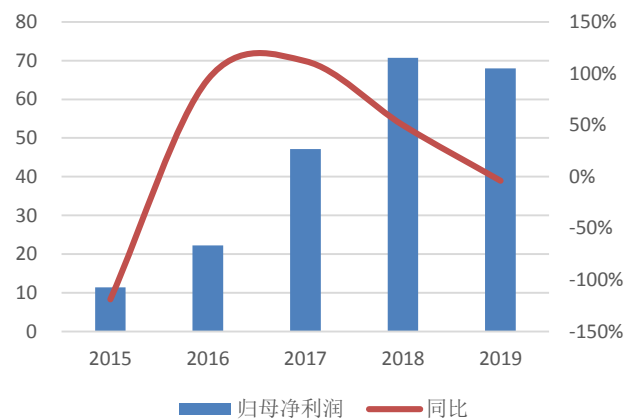
锰酸锂业务贡献 1.64 亿元收入，同比增长 12.2%，毛利率为 24.78%。

叠加高纯硫酸锰的 6736 吨，公司电池材料共计出货量达到 10.15 万吨，同比增长 19.07%。公司锰系材料龙头地位显著。

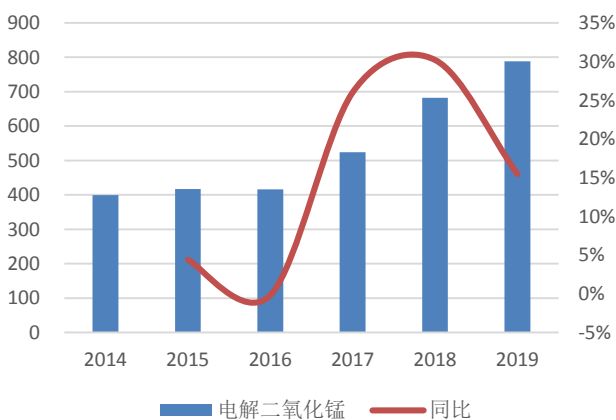
污水处理业务全年实现 8421.34 万吨处理量，贡献 1.11 亿收入和 3900 万净利润，毛利率高达 54.88%。2020 年 3 月，鹤岭污水处理厂的城市污水处理费单价由 2.72 元/吨（含税）上调为 3.48 元/吨（含税），预计 2020 年污水处理业务盈利水平继续提升。

图 1：2015–2019 年公司营业收入持续增长/百万元


数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：2015–2019 年公司归母净利润情况/百万元


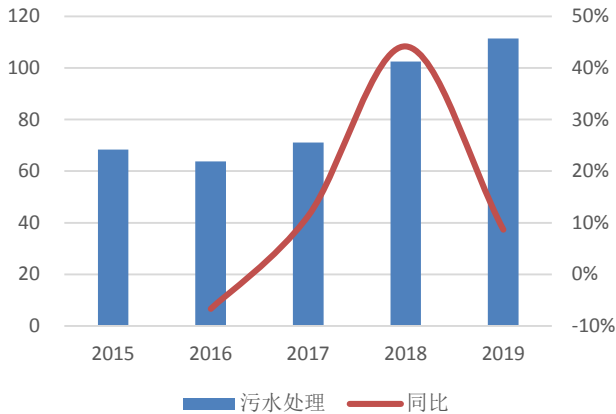
数据来源：wind，东方证券研究所

图 3：2014–2019 年传统 EMD 收入持续增长/百万元


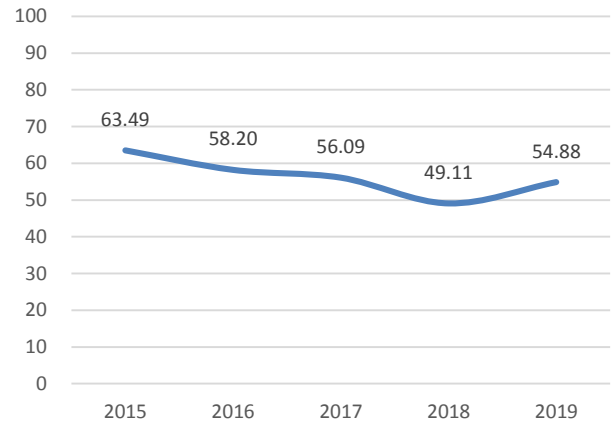
数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：2014–2019 年锰酸锂收入持续增长/百万元


数据来源：wind，东方证券研究所

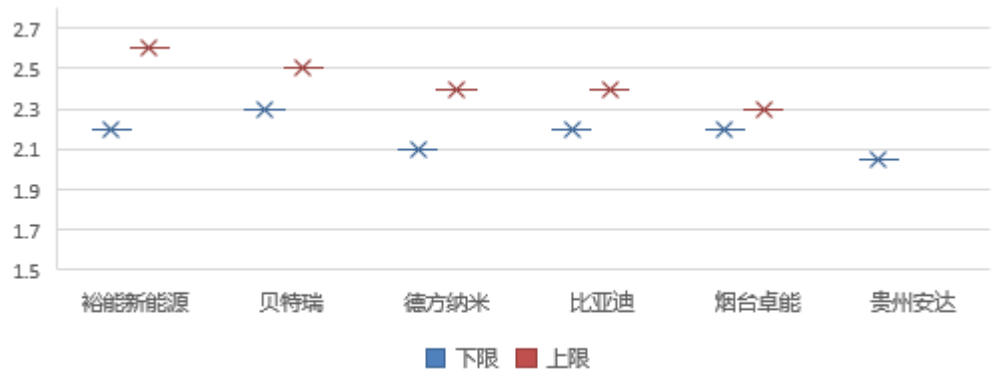
图 5：2015–2019 年污水处理业务收入情况/百万元


数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：2015–2019 年污水处理业务毛利率/%


数据来源：wind，东方证券研究所

参股公司裕能新能源磷酸铁锂出货量达到 1.19 万吨，同比增长 226.55%；实现营业收入 5.22 亿元，同比增长 171%；净利润 6558.17 万元，同比增长 92%，净利率 12.57%。铁锂产品单吨净利润 5500 万元，领先行业平均水平。公司铁锂主要客户是宁德时代和比亚迪。宁德时代开发出 CTP 铁锂电池，将铁锂能量密度提升至 160Wh/kg，体积能量密度提升了 30%，保障在乘用车上有限的空间内放置更多电池，实现续航大幅提升。截止 2020 年 4 月 331 批新车目录，宁德时代已经为 10 款车型配套磷酸铁锂电池，包括北汽新能源 EU5 这种大规模应用在 B 端市场的走量车型。BYD 发明的刀片电池搭载铁锂正极使得汉 EV 车型的续航水平进入 600 公里，成为铁锂乘用车续航的标杆。裕能新能源铁锂正极压实密度高，更适合搭配 CTP 或刀片电池工艺应用在乘用车上，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。

图 7：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

表 1：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
	五菱宏光-多用途版	磷酸铁锂	宁德时代	326 批
上通五	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

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
锰酸锂（前驱体）					
销售收入（百万元）	146.0	163.8	283.1	323.9	365.4
增长率	82.3%	12.2%	72.9%	14.4%	12.8%
毛利率	25.4%	24.8%	25.6%	25.9%	26.1%
传统电解二氧化锰					
销售收入（百万元）	682.7	788.2	800.0	830.0	860.0
增长率	30.2%	15.5%	1.5%	3.8%	3.6%
毛利率	24.5%	22.0%	23.3%	23.5%	23.7%
高纯硫酸锰					
销售收入（百万元）	- 0	37.0	74.3	133.7	207.9
增长率				80.0%	55.6%
毛利率		19.4%	19.8%	19.8%	19.8%
污水处理					
销售收入（百万元）	102.5	111.4	125.9	144.5	168.6
增长率	44.2%	8.7%	13.0%	14.8%	16.7%
毛利率	49.1%	54.9%	56.2%	56.2%	56.2%
其他业务					
销售收入（百万元）	147.9	109.7	142.6	178.3	214.0
增长率	126.2%	-25.8%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	17.1%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	1,079.0	1,210.0	1,425.9	1,610.4	1,815.9
增长率	45.7%	12.1%	17.8%	12.9%	12.8%
综合毛利率	26.0%	24.9%	25.9%	26.0%	26.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 14.26 亿、16.10 亿和 18.16 亿，同比增长 17.8%、12.9%和 12.8%；归母净利润分别为 1.36 亿、1.66 亿和 2.02 亿，同比增长 99.8%、22.1%和 21.8%，对应 eps 分别为 0.25、0.3、0.37 元，参考可比公司 2020 年平均估值 38 倍，上调目标价至 9.5 元，维持买入评级。

表 2：可比公司估值

公司名称	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
	2020/4/24	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
德方纳米	129.03	2.34	3.90	5.29	7.90	55.07	33.05	24.41	16.33
光华科技	11.08	0.05	0.43	0.54	0.54	244.05	25.77	20.52	20.52
容百科技	28.76	0.21	0.76	1.15	1.15	134.71	38.00	25.02	25.01
中国宝安	6.17	0.09	0.13	0.17	0.17	67.80	47.24	35.98	36.29
厦门钨业	11.15	0.19	0.25	0.38	0.51	60.14	44.23	29.27	21.86
最大值						244.05	47.24	35.98	36.29
最小值						55.07	25.77	20.52	16.33
平均数						112.36	37.66	27.04	24.00
调整后平均						87.55	38.43	26.23	22.46

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	247	295	285	332	573	营业收入	1,079	1,210	1,426	1,610	1,816
应收票据及应收账款	297	278	299	338	381	营业成本	799	908	1,056	1,192	1,342
预付账款	31	41	51	53	62	营业税金及附加	16	18	21	23	26
存货	316	495	581	655	738	营业费用	31	43	47	53	60
其他	47	99	84	84	84	管理费用及研发费用	90	104	116	131	147
流动资产合计	937	1,207	1,300	1,462	1,838	财务费用	46	70	71	69	65
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	1,816	1,912	1,960	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	462	75	170	97	0	投资净收益	4	5	27	36	45
无形资产	218	201	196	191	185	其他	13	11	13	12	12
其他	173	185	140	139	138	营业利润	111	82	154	191	232
非流动资产合计	2,238	2,363	2,482	2,498	2,443	营业外收入	1	1	5	5	5
资产总计	3,176	3,570	3,782	3,961	4,281	营业外支出	6	7	3	5	5
短期借款	646	943	1,089	1,000	1,000	利润总额	106	76	156	191	232
应付票据及应付账款	557	661	766	864	973	所得税	31	6	16	19	23
其他	297	352	214	212	214	净利润	75	70	140	172	209
流动负债合计	1,500	1,956	2,068	2,076	2,187	少数股东损益	4	2	5	6	7
长期借款	369	299	299	299	299	归属于母公司净利润	71	68	136	166	202
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.13	0.12	0.25	0.30	0.37
其他	140	98	57	57	57	主要财务比率					
非流动负债合计	508	397	356	356	356		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,008	2,353	2,424	2,432	2,543	成长能力					
少数股东权益	16	18	23	29	36	营业收入	45.7%	12.1%	17.8%	12.9%	12.8%
股本	346	553	553	553	553	营业利润	121.2%	-26.1%	88.0%	23.7%	21.8%
资本公积	670	462	462	462	462	归属于母公司净利润	50.0%	-3.9%	99.8%	22.1%	21.8%
留存收益	136	183	319	485	687	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	26.0%	24.9%	25.9%	26.0%	26.1%
股东权益合计	1,168	1,217	1,357	1,529	1,738	净利率	6.6%	5.6%	9.5%	10.3%	11.1%
负债和股东权益总计	3,176	3,570	3,782	3,961	4,281	ROE	6.3%	5.8%	10.7%	11.7%	12.6%
						ROIC	5.3%	5.6%	7.4%	8.2%	8.9%
						偿债能力					
						资产负债率	63.2%	65.9%	64.1%	61.4%	59.4%
						净负债率	77.9%	95.7%	86.7%	68.1%	46.1%
						流动比率	0.63	0.62	0.63	0.70	0.84
						速动比率	0.41	0.36	0.35	0.39	0.50
						营运能力					
						应收账款周转率	4.7	4.7	5.2	5.3	5.3
						存货周转率	2.5	2.2	2.0	1.9	1.9
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.13	0.12	0.25	0.30	0.37
						每股经营现金流	0.17	0.14	0.60	0.61	0.68
						每股净资产	2.08	2.17	2.41	2.71	3.08
						估值比率					
						市盈率	65.5	68.2	34.1	27.9	22.9
						市净率	4.0	3.9	3.5	3.1	2.7
						EV/EBITDA	23.0	20.6	15.9	14.0	12.4
						EV/EBIT	36.8	38.0	25.7	22.3	19.5

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

