

电解液有望量升价稳, 建议关注龙头

投资要点

- 公司是电解液行业龙头, 近年来积极向产业链上下游延伸拓展, 并不断加码布局正极材料、六氟磷酸锂和新型锂盐, 已逐步成为一家材料平台型公司。
- 新能源汽车新成长周期, 电解液龙头步入高成长通道。2017年上半年受到新能源汽车补贴下滑的影响, 新能源汽车产销量出现同比下降。进入5-6月份以来, 新能源汽车产销量底部回暖, 已站稳5万辆每月的台阶。预计下半年开始, 随着国补和地补的不断落地、目录错配得到修复等因素影响下, 新能源汽车有望重新开启高速增长之势, 预计下半年产销量同比增速近40%, 预计全年销量达75万辆。新能源汽车的快速放量将大幅拉动电解液的需求, 使全年电解液的需求出现前低后高的局面, 同时需求的大幅增长将有助于电解液价格企稳回升。公司已有2000吨固体和6000吨液体六氟磷酸锂产能(共折合4000吨固体), 还有2000吨固体六氟磷酸锂项目将于今年年底投产, 届时公司将拥有4.5万吨电解液产能, 是国内电解液行业的绝对龙头。此外, 公司拥有国内大型电池客户资源, 并积极开拓国外电池巨头。我们预计下半年公司电解液将大幅增长, 并且叠加产品价格有望企稳, 公司业绩将迎来年内拐点。
- 产能陆续投放, 锂电材料大平台初步成型。公司除实现电解液产业链完整布局之外, 还积极拓展正极材料、新型锂盐等拟打造成为大型锂电材料平台公司。公司在宜春规划建设1万吨磷酸锂铁产能和1万吨磷酸铁产能, 并拟于台州建设2.5万吨三元正极材料及2.5万吨磷酸铁锂迁建项目。此外, 公司300吨新型锂盐LiFSI供不应求, 再募投2万吨提高产能, 有望打破日韩垄断, 为公司提供新兴利润增长极。随着公司5000吨三元正极材料将于今年年底投产, 2万吨新型锂盐将于2018年投产和其他产能也将相继释放, 公司将逐步成长为一家人锂电大平台公司, 后续高成长值得期待。
- 个人护理品业务营收快速增长。公司对个人护理品业务产品不断进行新品研发, 开发防晒剂等产品以优化产品结构; 同时对下游应用领域进行积极延伸, 部分产品开始用于建筑、3D打印等领域。我们预计该业务将维持30%以上增速。
- 盈利预测与投资建议。暂不考虑增发带来的股本影响, 我们预计2017-2019年EPS分别为1.35元、1.60元、1.92元, 考虑到公司作为电解液龙头企业, 将受益于电动车销量的提升。给予公司56元的目标价, 对应2018年35倍PE, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 新能源车销量低于预期的风险、产品价格大幅下行的风险、项目投产不达预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1837.25	2221.15	2685.10	3249.49
增长率	94.25%	20.90%	20.89%	21.02%
归属母公司净利润(百万元)	396.33	438.91	520.81	624.94
增长率	298.10%	10.75%	18.66%	19.99%
每股收益EPS(元)	1.22	1.35	1.60	1.92
净资产收益率ROE	24.19%	21.97%	21.43%	21.18%
PE	41	37	31	26
PB	9.97	8.16	6.70	5.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.25
流通A股(亿股)	1.79
52周内股价区间(元)	35.45-67.95
总市值(亿元)	162.20
总资产(亿元)	25.65
每股净资产(元)	5.20

相关研究

关键假设：

假设 1：今年三季度新能源车销售走强，带动锂电池电解液销量增长，虽然电解液价格下滑，但预计 2017 年锂离子电池电解液销量增长 50%；

假设 2：日用材料及特种化学品市场空间较为广阔，预计特种化学品销量 2018 年增长 100%；

假设 3：预计三费保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	1837.2	2221.2	2685.1	3249.5
	增速	94.3%	20.9%	20.9%	21.0%
	成本	1106.6	1392.9	1693.6	2050.5
	毛利率	39.8%	37.3%	36.9%	36.9%
锂离子电子化学材料	收入	1225.11	1433.38	1720.06	2064.07
	增速	169.3%	17.0%	20.0%	20.0%
	成本	690.75	845.70	1032.04	1238.44
	毛利率	43.6%	41.0%	40.0%	40.0%
日用材料及特种化学品	收入	524.68	682.08	852.60	1065.75
	增速	25.6%	30.0%	25.0%	25.0%
	成本	354.87	470.64	579.77	724.71
	毛利率	32.4%	31.0%	32.0%	32.0%
有机硅橡胶材料	收入	72.86	76.50	80.33	84.35
	增速	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	47.36	49.73	52.21	54.83
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	14.59	29.18	32.10	35.31
	增速	395.9%	100.0%	10.0%	10.0%
	成本	13.66	26.85	29.53	32.49
	毛利率	6.4%	8.0%	8.0%	8.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1837.25	2221.15	2685.10	3249.49	净利润	395.39	437.87	519.58	623.46
营业成本	1106.65	1392.91	1693.55	2050.47	折旧与摊销	75.39	81.10	102.38	118.21
营业税金及附加	16.36	15.75	20.06	22.42	财务费用	2.59	-19.99	-24.17	-29.25
销售费用	83.17	121.12	142.16	169.61	资产减值损失	37.64	8.00	8.00	8.00
管理费用	190.00	258.23	306.39	367.33	经营营运资本变动	-186.82	-126.58	-70.11	-111.46
财务费用	2.59	-19.99	-24.17	-29.25	其他	-90.47	-66.11	-66.29	-70.39
资产减值损失	37.64	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	233.72	314.29	469.39	538.58
投资收益	29.69	45.00	45.00	45.00	资本支出	-168.96	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	26.22	13.11	15.29	16.39	其他	-83.37	58.11	60.29	61.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-252.33	-141.89	-139.71	-138.61
营业利润	456.75	503.24	599.39	722.29	短期借款	70.04	-76.89	-13.31	0.00
其他非经营损益	7.71	11.90	11.88	11.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	464.46	515.15	611.27	733.48	股权融资	60.11	0.00	0.00	0.00
所得税	69.07	77.27	91.69	110.02	支付股利	-23.40	-79.27	-87.78	-104.16
净利润	395.39	437.87	519.58	623.46	其他	-109.63	7.74	24.17	29.25
少数股东损益	-0.94	-1.04	-1.23	-1.48	筹资活动现金流净额	-2.89	-148.41	-76.93	-74.92
归属母公司股东净利润	396.33	438.91	520.81	624.94	现金流量净额	-20.49	23.99	252.76	325.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	198.13	222.12	474.88	799.93	成长能力				
应收和预付款项	714.39	914.48	1097.32	1322.27	销售收入增长率	94.25%	20.90%	20.89%	21.02%
存货	187.00	235.37	284.17	345.48	营业利润增长率	381.58%	10.18%	19.10%	20.50%
其他流动资产	56.13	62.38	69.94	79.13	净利润增长率	297.62%	10.75%	18.66%	19.99%
长期股权投资	241.16	241.16	241.16	241.16	EBITDA 增长率	241.61%	5.54%	20.07%	19.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	666.97	791.78	895.31	983.00	毛利率	39.77%	37.29%	36.93%	36.90%
无形资产和开发支出	221.97	217.18	212.38	207.58	三费率	15.01%	16.18%	15.81%	15.62%
其他非流动资产	49.63	48.52	47.41	46.29	净利率	21.52%	19.71%	19.35%	19.19%
资产总计	2335.38	2732.98	3322.56	4024.85	ROE	24.19%	21.97%	21.43%	21.18%
短期借款	90.20	13.31	0.00	0.00	ROA	16.93%	16.02%	15.64%	15.49%
应付和预收款项	476.40	575.13	715.34	861.67	ROIC	32.30%	26.35%	27.04%	28.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.10%	25.41%	25.24%	24.97%
其他负债	134.61	151.76	182.64	219.29	营运能力				
负债合计	701.20	740.19	897.97	1080.97	总资产周转率	0.93	0.88	0.89	0.88
股本	325.04	325.04	325.04	325.04	固定资产周转率	3.64	3.36	3.18	3.46
资本公积	551.67	551.67	551.67	551.67	应收账款周转率	5.18	4.37	4.26	4.29
留存收益	778.26	1137.91	1570.94	2091.72	存货周转率	7.10	6.60	6.49	6.48
归属母公司股东权益	1627.57	1987.22	2420.25	2941.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.21%	—	—	—
少数股东权益	6.61	5.57	4.33	2.85	资本结构				
股东权益合计	1634.18	1992.79	2424.59	2943.88	资产负债率	30.03%	27.08%	27.03%	26.86%
负债和股东权益合计	2335.38	2732.98	3322.56	4024.85	带息债务/总负债	12.86%	1.80%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.67	1.96	2.17	2.38
					速动比率	1.40	1.64	1.85	2.05
					股利支付率	5.90%	18.06%	16.85%	16.67%
					每股指标				
					每股收益	1.22	1.35	1.60	1.92
					每股净资产	5.01	6.11	7.45	9.05
					每股经营现金	0.72	0.97	1.44	1.66
					每股股利	0.07	0.24	0.27	0.32
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	534.73	564.35	677.60	811.26					
PE	40.92	36.95	31.14	25.95					
PB	9.97	8.16	6.70	5.51					
PS	8.83	7.30	6.04	4.99					
EV/EBITDA	30.03	28.26	23.14	18.93					
股息率	0.14%	0.49%	0.54%	0.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn