

锂电板块发展迅速，业绩拐点已至

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 报告期内实现营业收入 7.5 亿元, 同比增长 193.3%, 归母净利润 6077.3 万元, 同比增长 1380.5%, 扣非后归母净利润 5804.4 万元, 同比增长 688.5%。其中, 第二季度实现营收 4.2 亿元, 同比增长 197.1%, 归母净利润 4010 万元, 同比增长 2025.0%。
- **锂电设备与正极材料贡献利润, 业绩拐点已到:** 公司原有主业是高性能稀土发光材料, 12 年上市后受 LED 替代节能灯的影响, 稀土发光材料收入及利润连年下滑。公司自 14 年开始切入锂电池正极材料领域, 近两年随着产能逐步释放, 业绩贡献效益开始增强; 同时公司去年以 4.5 亿元收购锂电设备公司浩能科技, 为公司带来新的业绩增长点。报告期内, 公司的正极材料产品主要是钴酸锂和三元, 上半年实现营收 4.4 亿元, 同比增长 130.3%, **营收占比为 58.9%**, 毛利率 13.8%, 同比提升 1.8 个百分点; 锂电设备实现营收 2.6 亿元, 同比增长 32.8%, **营收占比为 34.8%**, 毛利率 29.6%, 同比增长 8.4 个百分点; 稀土发光材料实现营收 3974.1 万元, 同比下滑 37.1%, **营收占比为 5.3%**, 毛利率同比增长 6.4 个百分点。公司目前的主要业务已转为锂电正极材料和锂电设备, 由一个逐渐萎缩的行业转换到下游高速成长的新能源汽车行业, **17Q2 是公司上市以来 2 季度最佳业绩, 业绩拐点已至。**
- **加速布局锂电设备:** 公司 16 年 11 月以 4.5 亿元交易对价收购浩能科技(涂布机为主), 16 年仅并表 11、12 两个月即并表收入 1.7 亿元, 业绩增厚效应明显。浩能目前的主要客户是珠海格力、ATL、CATL、力神、力信等, 下游客户扩产力度大、行业地位高, 未来两年将充分受益于下游客户的扩产潮。同时, 公司正在积极推进收购万好万家(搅拌机为主), 完善锂电设备前端设备, 若收购完成, 将与浩能在产品结构、客户验证等方面形成较强的协同效应。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 1.82 元、2.68 元和 3.14 元, 对应 PE 为 22 倍、15 倍、13 倍。锂电设备类企业 17 年平均 PE 在 35X 左右, 锂电正极材料企业 17 年平均 PE30X 左右, 我们给予公司 17 年 30 倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 对应目标价 55 元。
- **风险提示:** 浩能科技业绩不及预期的风险、英德基地产能释放不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	786.99	2186.98	2845.29	3067.35
增长率	101.11%	177.89%	30.10%	7.80%
归属母公司净利润(百万元)	33.59	214.58	315.38	370.23
增长率	145.19%	538.89%	46.98%	17.39%
每股收益 EPS(元)	0.28	1.82	2.68	3.14
净资产收益率 ROE	2.63%	14.46%	17.95%	17.94%
PE	141	22	15	13
PB	3.68	3.16	2.68	2.28

数据来源: Wind, 西南证券

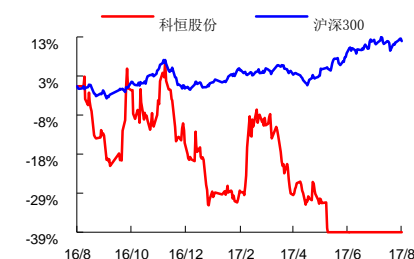
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶
电话: 0755-23914886
邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

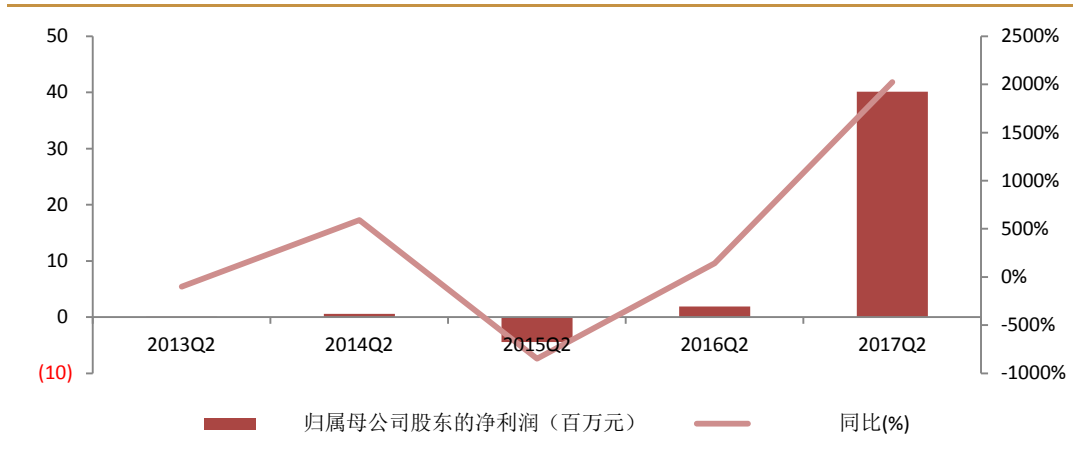
总股本(亿股)	1.18
流通 A 股(亿股)	0.82
52 周内股价区间(元)	40.11-70.55
总市值(亿元)	47.27
总资产(亿元)	27.48
每股净资产(元)	11.43

相关研究

1 业绩拐点已至，上市以来 2 季度最佳业绩

业绩摘要：报告期内公司实现营业收入 7.5 亿元，同比增长 193.3%，归母净利润 6077.3 万元，同比增长 1380.5%，扣非后归母净利润 5804.4 万元，同比增长 688.5%。其中，2 季度实现营收 4.2 亿元，同比增长 197.1%，归母净利润 4010 万元，同比增长 2025.0%，是公司上市以来 2 季度最佳业绩。

图 1：公司上市以来 Q2 归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

锂电设备与正极材料贡献利润，业绩拐点已到：公司原有主业是高性能稀土发光材料，12 年上市后受 LED 替代节能灯的影响，稀土发光材料收入及利润连年下滑，但目前行业内大多数企业已被淘汰，目前市场竞争已不再激烈。公司自 14 年开始切入锂电池正极材料领域，近两年随着产能逐步释放，业绩贡献效益开始增强。同时公司去年以 4.5 亿元收购锂电设备公司浩能科技，为公司带来新的业绩增长点。

报告期内，公司的正极材料产品主要是钴酸锂和三元，上半年实现营收 4.4 亿元，同比增长 130.3%，营收占比为 58.9%，毛利率 13.8%，同比提升 1.8 个百分点，同时 7 月份英德已有 3000 吨/年的高端动力三元产能投产，目前正极材料总产能大约 9000 吨/年；锂电设备实现营收 2.6 亿元，同比增长 32.8%，营收占比为 34.8%，毛利率 29.6%，同比增长 8.4 个百分点，同时公司正在筹划收购万好万家，完善锂电前端设备；稀土发光材料实现营收 3974.1 万元，同比下滑 37.1%，营收占比为 5.3%，毛利率同比增长 6.4 个百分点。受益于稀土发光材料和锂电设备毛利率的提升，公司上半年整体毛利率为 19.5%，较去年增加 8 个百分点。公司目前的主要业务已转为锂电正极材料和锂电设备，由一个逐渐萎缩的行业转换到下游高速成长的新能源汽车行业，业绩拐点已到。

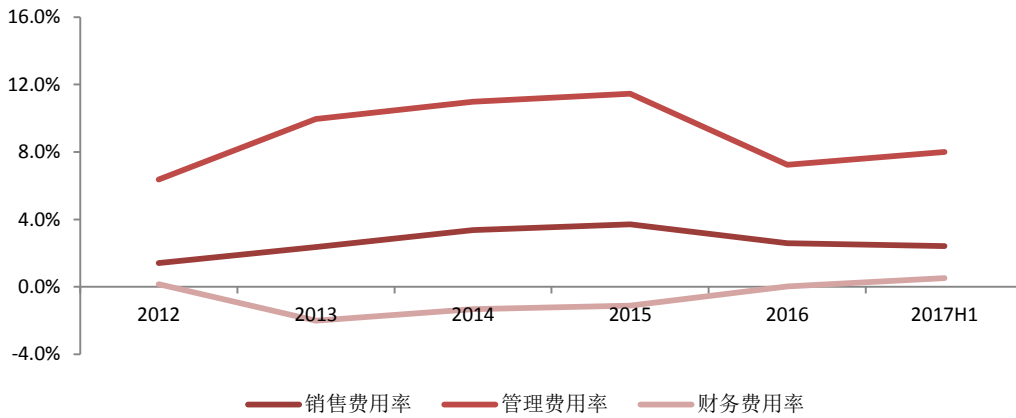
表 1：2017H1 分行业、分产品营收及毛利率

	营业收入 (百万元)	营业成本 (百万元)	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
稀土发光材料	39.7	36.6	7.9%	-37.1%	-41.2%	6.4%
锂离子电池正极材料	437.6	377.2	13.8%	130.3%	125.6%	1.8%
锂离子电池自动化生产设备	264.0	185.8	29.6%	32.8%	18.7%	8.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

三费率变化不大：三费方面整体而言，变化均不大，财务费用率和管理费用率微升，销售费用率微降。

图 2：历年来三费情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

先行指标表现强势：公司的各项具有先行意义的经营指标表现较为强势，经营趋势良好。特别是预收款项当期末 4.4 亿元，说明公司目前在手并未交付的订单较多，按照 3:4:3 的收款原则，我们估算公司目前在手订单在 11 亿~15 亿之间，我们预计下半年业绩将持续向好。

表 2：历年来预收款等先行指标情况

经营指标 (百万元)	2014	2015	2016	同比	2016H1	2017H1	同比
预付款	37.3	17.9	43.0	140.2%	25.2	105.7	319.4%
预收款	7.7	6.1	281.8	4519.7%	4.0	440.0	10900.0%
存货	123.5	103.1	446.0	332.6%	103.1	729.0	607.1%
购买商品支付现金	182.2	87.9	781.1	788.6%	192.5	487.7	153.4%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

锂电材料：随着动力电池正极材料占比的提升，我们预计公司 17、18 年的毛利率将得到显著提升，分别为 16%、18%。

浩能（锂电设备）：我们估算浩能目前在手订单大约在 10~15 亿之间，下半年大概率完成 70% 的在手订单。由于浩能和 CIS 合作模式将逐步由外购产品模式转换为技术转移模式，因此我们认为毛利率逐年提升，17-19 年毛利率为 30%、32%、34%。

稀土发光材料：今年稀土材料已有所上涨，我们预计 17-19 年公司的稀土发光材料业务能企稳并略有回升，毛利率维持在半年报 8% 左右的水平。

表 3: 分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	389.7	391.3	787.0	2187.0	2845.3	3067.3
yoy	2.6%	0.4%	101.1%	177.9%	30.1%	7.8%
营业成本	362.6	380.4	678.9	1714.9	2161.2	2289.4
毛利率	7.0%	2.8%	13.7%	21.6%	24.0%	25.4%
锂电材料						
收入	85.96	205.29	491.5	1105.9	1382.3	1520.5
yoy		138.8%	139.4%	125.0%	25.0%	10.0%
成本	85.69	195.50	433.99	928.9	1133.5	1231.6
毛利率	0.3%	4.8%	11.7%	16.0%	18.0%	19.0%
锂电设备						
收入			171.57	943.6	1321.1	1400.4
yoy				450.0%	40.0%	6.0%
成本			122.0	660.5	898.3	924.2
毛利率			28.9%	30.0%	32.0%	34.0%
稀土发光材料						
收入	216.17	133.97	81.20	82.8	84.5	86.2
yoy		-38.0%	-39.4%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	218.16	140.29	91.92	76.2	77.7	79.3
毛利率	-0.9%	-4.7%	-13.2%	8.0%	8.0%	8.0%
其他						
收入	87.6	52.1	42.7	54.7	57.4	60.3
yoy		-40.5%	-17.9%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	58.8	44.6	31.0	49.2	51.7	54.2
毛利率	32.9%	14.4%	27.5%	10.0%	10.0%	10.0%

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	786.99	2186.98	2845.29	3067.35	净利润	33.88	216.48	318.18	373.52
营业成本	678.87	1714.86	2161.23	2289.40	折旧与摊销	19.05	23.88	25.17	25.17
营业税金及附加	3.89	10.72	13.78	21.16	财务费用	0.17	8.59	20.05	17.33
销售费用	20.35	54.67	79.67	85.89	资产减值损失	6.81	5.00	5.00	5.00
管理费用	56.93	174.96	227.62	245.39	经营营运资本变动	-80.35	-908.85	-284.86	-85.10
财务费用	0.17	8.59	20.05	17.33	其他	22.21	-33.39	-48.19	-28.67
资产减值损失	6.81	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	1.78	-688.29	35.34	307.24
投资收益	11.61	30.00	30.00	30.00	资本支出	-412.49	-40.67	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	125.14	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-287.36	-10.67	30.00	30.00
营业利润	31.57	248.18	367.95	433.18	短期借款	125.26	707.33	63.45	-234.64
其他非经营损益	3.64	6.51	6.38	6.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	35.21	254.68	374.32	439.43	股权融资	457.63	0.00	0.00	0.00
所得税	1.33	38.20	56.15	65.91	支付股利	0.00	-6.72	-42.92	-63.08
净利润	33.88	216.48	318.18	373.52	其他	-330.78	-8.59	-20.05	-17.33
少数股东损益	0.30	1.90	2.80	3.29	筹资活动现金流净额	252.10	692.02	0.49	-315.04
归属母公司股东净利润	33.59	214.58	315.38	370.23	现金流量净额	-33.48	-6.94	65.83	22.21
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	225.64	218.70	284.53	306.73	成长能力				
应收和预付款项	578.57	1629.04	2113.99	2268.32	销售收入增长率	101.11%	177.89%	30.10%	7.80%
存货	445.94	1145.59	1460.92	1541.35	营业利润增长率	132.71%	686.04%	48.26%	17.73%
其他流动资产	51.45	142.99	186.03	200.54	净利润增长率	140.63%	538.89%	46.98%	17.39%
长期股权投资	167.67	167.67	167.67	167.67	EBITDA 增长率	159.85%	452.59%	47.22%	15.13%
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	189.98	212.73	193.52	174.31	毛利率	13.74%	21.59%	24.04%	25.36%
无形资产和开发支出	441.99	436.31	430.63	424.95	三费率	9.84%	10.89%	11.50%	11.36%
其他非流动资产	62.42	62.14	61.86	61.58	净利率	4.31%	9.90%	11.18%	12.18%
资产总计	2163.66	4015.17	4899.15	5145.46	ROE	2.63%	14.46%	17.95%	17.94%
短期借款	125.26	832.59	896.04	661.40	ROA	1.57%	5.39%	6.49%	7.26%
应付和预收款项	701.92	1579.52	2100.30	2263.77	ROIC	4.08%	13.90%	14.52%	15.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.45%	12.83%	14.52%	15.51%
其他负债	49.41	106.24	130.72	137.75	营运能力				
负债合计	876.60	2518.34	3127.06	3062.93	总资产周转率	0.51	0.71	0.64	0.61
股本	117.86	117.86	117.86	117.86	固定资产周转率	4.43	10.87	14.01	16.68
资本公积	953.28	953.28	953.28	953.28	应收账款周转率	2.42	2.67	2.05	1.88
留存收益	214.65	422.51	694.97	1002.12	存货周转率	2.34	2.12	1.65	1.52
归属母公司股东权益	1285.79	1493.65	1766.11	2073.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.28%	—	—	—
少数股东权益	1.28	3.18	5.98	9.27	资本结构				
股东权益合计	1287.07	1496.83	1772.09	2082.53	资产负债率	40.51%	62.72%	63.83%	59.53%
负债和股东权益合计	2163.66	4015.17	4899.15	5145.46	带息债务/总负债	14.29%	33.06%	28.65%	21.59%
					流动比率	1.51	1.25	1.30	1.42
					速动比率	0.99	0.79	0.83	0.91
					股利支付率	0.00%	3.13%	13.61%	17.04%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	50.79	280.65	413.17	475.68	每股收益	0.28	1.82	2.68	3.14
PE	140.75	22.03	14.99	12.77	每股净资产	10.91	12.67	14.99	17.59
PB	3.68	3.16	2.68	2.28	每股经营现金	0.02	-5.84	0.30	2.61
PS	6.01	2.16	1.66	1.54	每股股利	0.00	0.06	0.36	0.54
EV/EBITDA	89.93	18.82	12.78	10.56					
股息率	0.00%	0.14%	0.91%	1.33%					

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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