



# 稳步布局锂电池产业链

## ——众和股份（002070）年报点评

2014年04月27日

推荐/维持

众和股份

财报点评

张方	分析师 zhangfang@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480512040003 010-66554023
----	------------------------------	--

### 事件:

公司公布2013年年报，全年实现营业收入14.83亿元，同比增加21.55%；实现归属母公司的净利润0.42亿元，同比增加1.51%；实现基本每股收益0.07元。

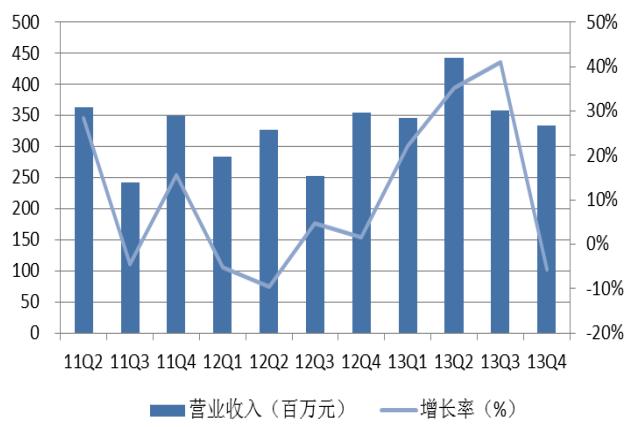
### 公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	328.04	253.31	355.02	346.76	443.81	357.5	334.77
增长率（%）	-9.60%	4.68%	1.49%	22.27%	35.29%	41.13%	-5.70%
毛利率（%）	19.72%	21.83%	22.21%	17.17%	22.38%	18.54%	18.76%
期间费用率（%）	13.00%	19.42%	19.36%	14.22%	12.91%	16.06%	20.55%
营业利润率（%）	5.45%	2.12%	-1.06%	2.86%	5.82%	2.13%	-2.20%
净利润（百万元）	18.09	4.67	3.25	11.04	26.11	9.74	-8.38
增长率（%）	-20.98%	-62.12%	-78.94%	-27.34%	44.30%	108.44%	-358.19%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.01	0.01	0.02	0.05	0.01	-0.00
资产负债率（%）	49.68%	49.74%	51.24%	45.55%	49.18%	44.92%	43.71%
净资产收益率（%）	1.55%	0.40%	0.20%	0.67%	1.57%	0.58%	-0.50%
总资产收益率（%）	0.78%	0.20%	0.10%	0.37%	0.80%	0.32%	-0.28%

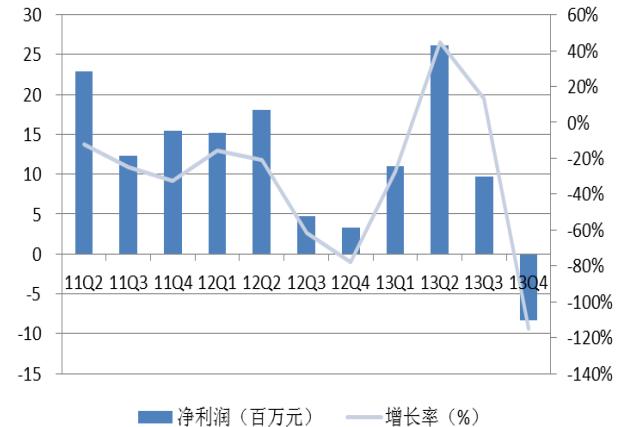
### 观点:

- **战略推进纺织业向锂电产业转型。**公司主营中高档棉休闲服装面料的开发、生产和销售，按照公司部署，稳步推进由纺织印染产业向新能源锂电产业的转型。一方面，公司对非印染核心业务进行了处理，转让或拟转让众和服饰、浙江雷奇，集聚纺织印染产业核心优势。另一方面，积极推进新能源锂电产业各项工作。报告期公司实现对锂电新能源产业全年并表，全年营业收入14.83亿元，同比增长21.55%。其中，纺织印染产业及贸易业务实现营业收入11.9亿元，实现净利润4277.86万元；锂电新能源新材料产业实现营业收入2.9亿元，实现净利润-427.5万元。
- **锂电池产业链逐步完善。**公司2012年12月增资厦门帛石3.2亿元，从而持有厦门帛石66.67%股权，进而间接控股深圳天骄（厦门帛石持有其70%股权）、闽锋锂业（厦门帛石持有其62.95%股权）、金鑫矿业（闽锋锂业持有金鑫矿业100%股权）。公司已经逐步建立从锂矿锂盐—正极三元材料—负极材料—电解液的产业链。

- **锂矿:** 闽锋锂业旗下的马尔康金鑫矿业(拥有党坝锂辉石矿)氧化锂储量48.49万吨, 品位1.33%。目前金鑫矿业采矿许可证许可的年开采规模为15万吨, 建设规模为年处理矿石10万吨, 2011年开采量不足5万吨(本是露天开采), 2013年没有收入, 净利润-855万元。后续将加快推进矿山扩产项目建设和投产审批、验收进程, 加强矿山安全管理, 推进矿山储量勘探、扩建工作。
- **锂盐:** 金鑫矿业矿石开采后加工成锂精粉, 全部销售给母公司闽锋锂业, 2011年其供应的锂精粉占闽锋锂业的采购量的54%。2013年闽锋锂业氢氧化锂销量1319吨, 实现营业收入0.3亿, 净利润-778万元。后续将进一步完善并购后整合的各项工作, 推动生产线的技改及扩建工程, 丰富产品品类, 对接市场需求。
- **正极三元材料:** 深圳天骄带头人是国际知名锂电专家王伟东博士, 具有较高的工艺技术控制水平, 拥有NCA核心技术并已申报国家专利, 参与拟订国家NCA行业标准, 已送样三洋、东芝等国际大厂进行认证, 完成了NCA产业化项目中试工作并实现小量销售。三元材料NCM设计产能2400吨/年, 产能利用率80%左右。三元材料动力电池方面的客户有江苏微宏动力、佛山精进、浙江天能、威高东生等, 数码方面主要客户有比克。另外, 公司具有前驱体产能3600吨/年, 主要为三元材料配套, 小部分对外销售, 三四季度公司对前驱体进行了扩建。2013年公司锂电池材料销量2068吨, 实现营业收入2.6亿元, 毛利率23.2%, 其中深圳天骄实现营业收入2.28亿元, 净利润1443万元。
- **负极材料—碳酸锂:** 深圳天骄发挥在钛酸锂方面的技术储备, 与客户联合推广运用钛酸锂负极材料, 获得了客户好评。2013年3月天骄起草的钛酸锂国家行业标准正式发布。相比石墨负极, 钛酸锂具有能量密度高、充电快的特点, 主要用于大功率、储能电池。
- **电解液:** 天骄子公司惠州市天骄锂业---电解液产能5000吨/年, 适用于各种类型的锂离子电池, 应用于铝壳电池、聚合物电池、圆柱电池及动力电池等领域。2013年业务逐步打开市场, 实现扭亏为盈。

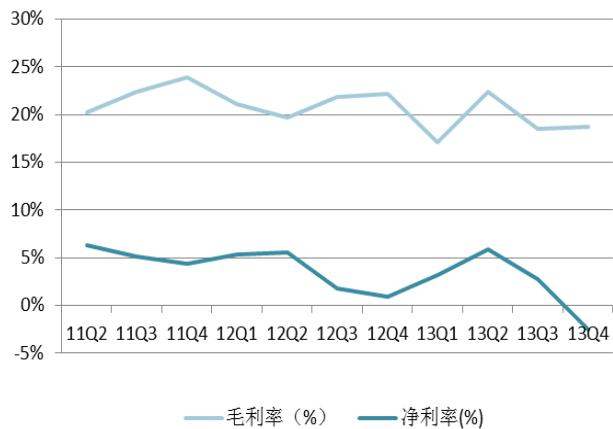
**图 1: 单季度营业收入及增长率变化**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

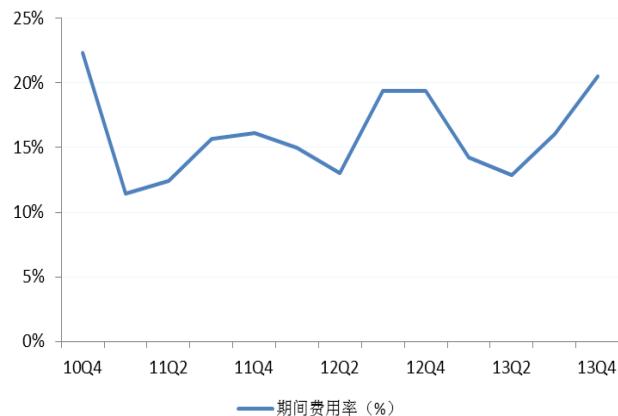
**图 2: 单季度净利润及增长率变化**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 3: 单季度毛利率、净利率变化**
**图 4: 单季度期间费用率变化**



资料来源：公司公告，东兴证券



资料来源：公司公告，东兴证券

## 结论：

我们预计公司 2014-2015 年每股收益分别为 0.09 元和 0.11 元，对应 PE 较高。公司通过增资进入新能源锂电材料板块，我们看好深圳天骄在锂电池三元材料的技术优势，公司也已经在锂电池其他领域布局，但总体看尚处于磨合、推进阶段，业务收入较小。新业务板块的经营模式与印染板块有区别，发展存在一定的不确定性，盈利前景有待观察，首次关注给予“推荐”评级。

**风险提示：**新业务整合风险，采矿权、探矿权续期风险，环保风险等。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
<b>流动资产合计</b>	1794	1445	1607	1726	1874	<b>营业收入</b>	1220	1483	1580	1699	1850			
货币资金	598	154	474	510	555	<b>营业成本</b>	961	1195	1273	1351	1450			
应收账款	322	428	216	233	253	<b>营业税金及附加</b>	5	7	6	7	7			
其他应收款	32	71	75	81	88	<b>营业费用</b>	54	57	63	66	70			
预付款项	171	112	127	143	160	<b>管理费用</b>	98	112	126	134	144			
存货	601	603	628	666	715	<b>财务费用</b>	51	63	28	35	53			
其他流动资产	0	0	0	0	0	<b>资产减值损失</b>	16.53	16.73	16.00	16.00	16.00			
<b>非流动资产合计</b>	1545	1520	818	1360	1299	<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	31	33	0	0	0	<b>投资净收益</b>	1.21	4.44	0.00	0.00	0.00			
固定资产	789.06	739.54	726.28	720.47	668.75	<b>营业利润</b>	36	36	67	90	109			
无形资产	44	42	38	34	29	<b>营业外收入</b>	16.96	20.35	0.00	0.00	0.00			
其他非流动资产	560	564	0	560	560	<b>营业外支出</b>	0.86	8.05	0.00	0.00	0.00			
<b>资产总计</b>	3339	2965	2425	3085	3173	<b>利润总额</b>	52	48	67	90	109			
<b>流动负债合计</b>	1574	979	522	1147	1192	<b>所得税</b>	11	10	14	18	22			
短期借款	534	444	138	739	753	<b>净利润</b>	41	39	54	72	87			
应付账款	103	133	136	144	155	<b>少数股东损益</b>	0	-4	-2	-1	-1			
预收款项	34	36	40	44	49	<b>归属母公司净利润</b>	41	42	56	73	88			
一年内到期的非流	72	25	0	0	0	<b>EBITDA</b>	138	165	150	183	222			
<b>非流动负债合计</b>	137	317	208	208	208	<b>BPS(元)</b>	0.08	0.07	0.09	0.11	0.14			
长期借款	12	190	190	190	190	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
<b>负债合计</b>	1711	1296	730	1355	1400	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	452	450	448	447	446	<b>营业收入增长</b>	-17.7%	21.5%	6.55%	7.53%	8.89%			
实收资本(或股本)	489	635	635	635	635	<b>营业利润增长</b>	7.3%	385.7%	87.35%	33.47%	21.35%			
资本公积	232	86	86	86	86	<b>归属于母公司净利润</b>	32.2%	244.7%	32.19%	30.47%	21.06%			
未分配利润	411	450	475	508	547	<b>获利能力</b>								
归属母公司股东权	1176	1219	1244	1281	1324	<b>毛利率(%)</b>	21.22%	19.42%	19.43%	20.48%	21.62%			
<b>负债和所有者权</b>	3339	2965	2422	3083	3170	<b>净利率(%)</b>	3.38%	2.60%	3.40%	4.21%	4.70%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润(%)</b>	1.24%	1.42%	2.29%	2.35%	2.77%			
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	<b>ROE(%)</b>	3.53%	3.45%	4.47%	5.67%	6.64%			
<b>经营活动现金流</b>	56	-6	256	122	143	<b>偿债能力</b>								
净利润	41	39	54	72	87	<b>资产负债率(%)</b>	51.24%	43.71%	30.15%	43.96%	44.16%			
折旧摊销	50.94	65.83	0.00	58.66	60.25	<b>流动比率</b>	1.14	1.48	3.08	1.50	1.57			
财务费用	51	63	28	35	53	<b>速动比率</b>	0.76	0.86	1.87	0.92	0.97			
应付帐款的变化	0	0	3	8	11	<b>营运能力</b>								
预收帐款的变化	0	0	4	4	5	<b>总资产周转率</b>	0.46	0.47	0.59	0.62	0.59			
<b>投资活动现金流</b>	-66	-21	568	-616	-16	<b>应收账款周转率</b>	5	4	5	8	8			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	13.31	12.59	11.74	12.12	12.36			
长期投资	31	33	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	1	4	0	0	0	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.08	0.07	0.09	0.11	0.14			
<b>筹资活动现金流</b>	108	-382	-504	530	-82	<b>每股净现金流(最新)</b>	0.20	-0.64	0.50	0.06	0.07			
短期借款	534	444	138	739	753	<b>每股净资产(最新摊</b>	2.41	1.92	1.96	2.02	2.08			
长期借款	12	190	190	190	190	<b>估值比率</b>								
普通股增加	113	147	0	0	0	<b>P/E</b>	71.50	91.55	69.30	53.11	43.87			
资本公积增加	-113	-147	0	0	0	<b>P/B</b>	2.52	3.16	3.10	3.01	2.91			
<b>现金净增加额</b>	98	-409	320	36	45	<b>EV/EBITDA</b>	21.69	26.41	24.76	23.31	19.10			

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张方

经济学硕士，工学学士，高级分析师，覆盖锂电池产业链、新材料和有色金属行业，2年实业工作经历，6年证券行业从业经历，2012年3月加盟东兴证券，2011年“天眼”明星分析师第五名。

## 联系人简介

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。