

转型锂电池产业，前景可期

增持 首次

投资要点：

- 积极转型锂电新能源
- 公司锂矿资源储量雄厚
- 三元正极材料正逐步应用于新能源汽车

报告摘要：

- **转型锂电新能源。**公司主营国内纺织印染，由于纺织行业持续低迷，公司积极谋求转型。公司已控股深圳天骄 70% 股权和闽峰锂业 63% 股权，完成了锂辉石-碳酸锂-锂电池正极材料的产业布局。公司今年拟非公开发行 15 亿元，进一步扩大其锂电新能源产业。
- **公司锂矿资源储量雄厚。**公司控股闽峰锂业拥有锂矿折合氧化锂储量 48.5 万吨，单位储量成本较同行低，仅 1168 元/吨。其 85 万吨/年矿石产能预计将于 15 年完全投产，届时产业链将完全打通。此外，公司目前只勘探了探矿权区域（54.81 平方公里）中一小部分面积（约 2.7 平方公里），随着勘探面积的增加，预计储量还将进一步扩大。
- **三元正极材料正逐步应用于新能源汽车。**公司控股深圳天骄是国内领先的三元正极材料生产企业，在国内市占率 20%，排名第一。该公司起草了三元正极材料国家行业标准，技术团队带头人王伟东博士是业内领军人物。目前深圳天骄拥有 NCM 产能 3000 吨，销量 1700 吨，2013 年销售收入 2 亿多元，净利润达 1500 万，产品已经从传统 3C 领域切入到电动车供应链，与 ATL、比克等企业均有合作，未来有望受益于新能源汽车产业的爆发。
- **风险提示：**矿场投产低于预期，三元正极材料推广低于预期。
- **盈利预测和估值：**我们预计公司 14-16 年 EPS 0.14 元，0.19 元和 0.31 元，对应 2014 年 PE 61 倍。考虑到公司刚涉足新能源领域，转型积极，市场空间巨大，我们首次给予“增持”评级。

中小市值公司研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

高级分析师

虞瑞捷 (S1180514070001)

电话：010-88013605

Email: yuruijie@hysec.com

市场表现



相关研究

《平潭发展：建设两岸家园，共享自由港繁荣 000592》

2014/7/15

《奥维通信：互联网养老急先锋，成长路径渐明晰》

2014/7/15

《勤上光电：增发预案彰显股东对公司卓绝信心》

2014/7/15

《维生素 D3 产业链：VD3 供给或有变，可关注两股》

2014/7/13

《硕贝德：量价齐升，中报大幅预增》

2014/7/11

《亚威股份：强强联手，开拓机器人蓝海市场》

2014/7/7

| 主要经营指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 1219.96 | 1482.83 | 1670 | 2032 | 2784 |
| 增长率 (%) | -2.69 | 21.55 | 13 | 22 | 37 |
| 归母净利润(百万) | 41.47 | 42.09 | 86 | 122 | 199 |
| 增长率 (%) | -39.65 | 1.51 | 104 | 42 | 63 |
| 每股收益 | 0.08 | 0.07 | 0.14 | 0.19 | 0.31 |
| 市盈率 | 203.28 | 260.33 | 61 | 43 | 26 |

目录

| | |
|-------------------------|---|
| 一、积极转型锂电池新能源 | 4 |
| 二、新能源锂电材料前景广阔 | 4 |
| 未来锂电池发展空间巨大..... | 4 |
| 三元正极材料将迎来更广阔发展空间 | 5 |
| 三、公司锂电材料产业竞争优势明显..... | 5 |
| 锂矿资源成本远低于其他对手 | 5 |
| 金鑫矿业资源储量有望成为亚洲第一 | 6 |
| 深圳天骄是国内三元正极材料龙头企业 | 6 |
| 四、盈利预测及估值 | 7 |

插图

| | |
|--------------------------|----|
| 图 1：锂电材料产业分布及股权结构图 | .4 |
| 图 2：新能源锂电材料产业链情况 | .5 |
| 图 3：公司产品具有价格优势 | .6 |

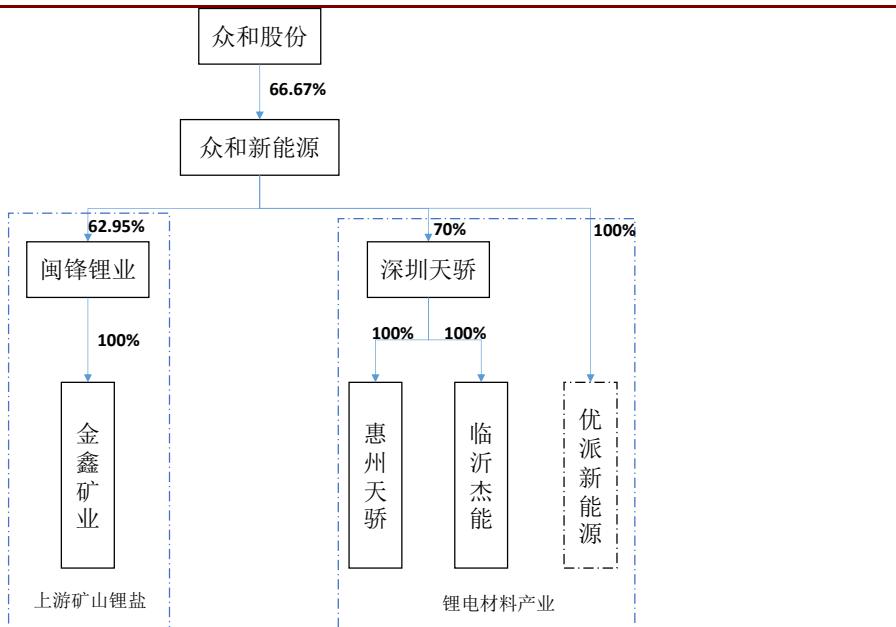
表格

| | |
|-------------------------|----|
| 表 1：锂矿资源成本远低于其他对手 | .5 |
|-------------------------|----|

一、积极转型锂电池新能源

福建众和股份有限公司创立于 1993 年，主营中高档棉休闲面料的研发、生产、销售。2006 年 10 月，公司完成首次公开发行股票并上市，成为莆田市第一家国内上市公司。2010 年 6 月，公司完成非公开发行股票。2012 年 12 月，公司完成对厦门众和新能源有限公司的增资，控股深圳天骄科技开发有限公司、闽锋锂业有限公司、金鑫矿业有限公司等企业，成功进入新能源锂电池行业。公司迎来两大产业并驾发展的新格局，实现产业转型。

图 1：锂电材料产业分布及股权结构图



资料来源：公司公告 宏源证券

二、新能源锂电材料前景广阔

未来锂电池发展空间巨大

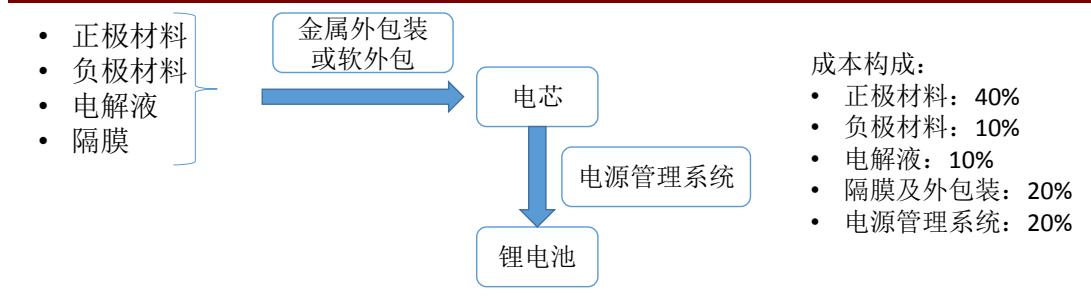
传统消费领域数码产品每年保持 20% 以上增长。数码产品是锂电池传统消费领域，每年对锂电池的消费需求保持在 20% 左右的增长幅度。

新能源汽车产业有望快速发展。美国、欧洲、日本、韩国、中国等对新能源汽车行业政策支持力度大。近年来，我国出台了包括《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》、《国家节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》、《新材料产业“十二五”规划》等多项鼓励政策。2013 年 7 月 12 日国务院常务会议强调，政府公务用车、公交车要率先推广使用新能源汽车，到 2015 年占有率达到 50% 以上。2013 年 9 月，财政部等四部委联合下发《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，2013 年至 2015 年继续开展新能源汽车推广应用工作，将开启新能源汽车发展新时代。

美国特斯拉、德国宝马、奔驰和日本的日产聆风、丰田普锐斯等电动轿车的成功推出，有望引爆锂电新能源汽车快速发展。根据国际碳酸锂生产巨头 SQM 的预计，到 2030 年，全球锂元素需求将达到 34 万吨(折合碳酸锂当量)，其中便携式锂电池和新能源汽车用锂电池需求量需求总量接近 20 万吨，成为锂资源需求最大的行业。

储能系统商用推广（风电及太阳能储能、通讯基站电源、应急电源、能源管理等）是锂电未来市场发展的新领域。

图 2：新能源锂电材料产业链情况



资料来源：宏源证券

三元正极材料将迎来更广阔发展空间

近年来三元材料市场快速增长。2013 年中国锂电正极材料产量达 4.5 万吨，同比增长 25%。其中，三元材料（NCM）的产量较钴酸锂等增加更为迅速，占正极材料总体的比重不断提升。

从技术路线来看，由于三元材料锂电池在比能量、低温特性以及一致性方面更胜一筹，三元材料技术路线被更广泛的推广和采用，三元材料锂电池也将成为电动汽车动力电池的主流。

负极钛酸锂有望得到积极推广。根据国家财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委共同发布了《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，超级电容、钛酸锂快充纯电动客车将获定额补贴 15 万元，这将有利于钛酸锂在新能源汽车领域的积极推广。

三、公司锂电材料产业竞争优势明显

锂矿资源成本较低

公司收购单位储量成本为目前上市公司收购锂矿种最低，同时其矿地处的海拔仅 3500 米左右，而同类矿产开采海拔都在 4500 米以上，开采难度较大。此外该锂矿远景储量较大，有望成为亚洲第一大锂辉石矿。

表 1：锂矿资源成本仅高于雅化集团

| 收购方 | 目标企业 | 氧化锂储量 (万吨) | 品味 (%) | 估值(亿) | 资产总额 (亿) | 产能(万吨/ 年) | 矿山估值 (万元) | 单位储量成 本(元/吨) |
|------|------|---------------|---------|-------|-------------|--------------|--------------|-----------------|
| 众和股份 | 闽锋锂业 | 48.5 | 1.33 | 6.84 | 1.915 | 15/85 | 56074 | 1168 |
| 路翔股份 | 融达锂业 | 41 | 1.42 | 5.40 | 2.678 | 24/105 | 61248 | 1493 |
| 天齐锂业 | 塔力森 | 250.4 | 2.8/2.4 | 53 | 1.856 | 74 | 530000 | 2120 |
| 雅化集团 | 恒鼎科技 | 51.22 | 1.27 | 4.1 | | 105 | 41000 | 800 |

资料来源：公司数据 宏源证券

金鑫矿业资源储量有望成为亚洲第一

公司控股闽锋锂业下属全资子公司金鑫矿业现有的采矿权许可的生产规模为 15 万吨/年，许可的矿区面积为 2.722 平方公里。目前锂辉石矿 VIII 号矿体和 VII-1 矿体已探明的经济基础储量（122b）+推断的内蕴经济资源量（333）合计矿石总量 3652.1 万吨，Li₂O485941 吨，BeO14884 吨，Nb2O53260 吨，Ta2O51500 吨。

金鑫矿业拥有一张采矿权证（面积约为 2.7 平方公里，年采选 15 万吨锂矿石）和 1 张探矿权证（面积约为 55 平方公里）。矿石储量大、扩产预期良好。

同时中间锂盐产能具有较大释放空间，以锂矿采选后的产品锂精粉为原料，生产氢氧化锂/碳酸锂，设计规模约 5000 吨/年。

深圳天骄是国内三元正极材料龙头企业

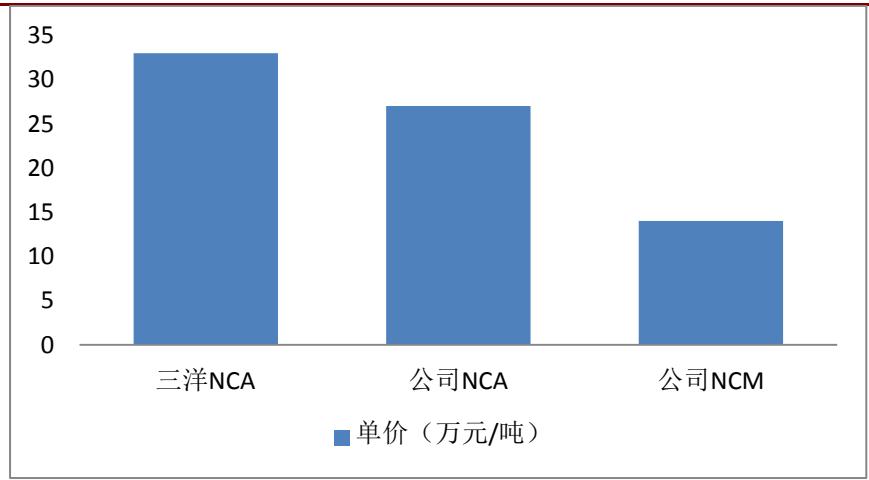
深圳天骄是国内新型锂电池三元正极材料龙头企业，市场占有率达 20%，全国第一。深圳天骄技术储备丰富，提供包括数码、动力电池等各种锂电池材料。目前主要产品有锂离子电池正极材料镍钴锰酸锂（PLB）、NCA、新型储能材料，负极材料钛酸锂、电解液等。

正极材料方面，经过梳理及业务调整，包括产品调整、客户调整，天骄的产品已经逐步从 3C、数码为主转向大功率动力电池。此外，深圳天骄拥有 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。

天骄主要从产业规划方面进行把控，日常生产经营是原有团队在负责。2013 年销售收入 2 亿多元，净利润 1500 万左右，三元材料销售量 1700 吨左右，动力电池材料与数码电池材料占比大体上各 50%，动力电池主要是用在小型动力车方面。深圳天骄动力电池客户主要有威高东生、微宏动力、浙江天能、比克、迪凯特等。

同时，其产品价格低于国外竞争对手，三洋 NCA 产品售价为 33 万/吨以上，而天骄 NCA 产品售价大致在 26-28 万左右。NCM 动力电池目前售价大致 14 万/吨多，不同品种的产品价格也有差异。NCM 与 NCA 在生产工艺上存在一定的区别。

图 3：公司产品具有价格优势



资料来源：宏源证券

深圳天骄三元设计产能 2400 吨/年，实际生产可达到 3000 吨/年。毛利率 20% 多，主要是天骄具有较高的工艺技术控制水平，产品品质具有高度稳定性、一致性，客户认可度高。其前驱体产能 3600 吨/年，主要是三元材料配套，小部分对外销售。

四、盈利预测及估值

我们预计公司 14-16 年 EPS 0.14 元，0.19 元和 0.31 元，对应 2014 年 PE 61 倍。考虑到公司刚涉足新能源领域，转型积极，市场空间巨大，我们首次给予“增持”评级。

资产负债表

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 598 | 154 | 617 | 610 | 278 |
| 应收账款 | 322 | 428 | 501 | 610 | 835 |
| 预付账款 | 171 | 112 | 134 | 163 | 223 |
| 存货 | 601 | 603 | 661 | 812 | 1,117 |
| 其他 | 102 | 149 | 167 | 203 | 278 |
| 流动资产合计 | 1,794 | 1,445 | 2,080 | 2,396 | 2,732 |
| 长期股权投资 | 31 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 789 | 740 | 733 | 722 | 706 |
| 在建工程 | 51 | 55 | 53 | 52 | 51 |
| 无形资产 | 44 | 42 | 41 | 39 | 38 |
| 其他 | 630 | 651 | 32 | 32 | 32 |
| 非流动资产合计 | 1,545 | 1,520 | 858 | 844 | 827 |
| 资产总计 | 3,339 | 2,965 | 2,938 | 3,241 | 3,558 |
| 短期借款 | 534 | 444 | 444 | 577 | 594 |
| 应付账款 | 103 | 133 | 145 | 179 | 246 |
| 其他 | 938 | 402 | 411 | 437 | 489 |
| 流动负债合计 | 1,574 | 979 | 1,001 | 1,193 | 1,329 |
| 长期借款 | 12 | 190 | 190 | 190 | 190 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 125 | 128 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 137 | 317 | 190 | 190 | 190 |
| 负债合计 | 1,711 | 1,296 | 1,191 | 1,383 | 1,519 |
| 少数股东权益 | 452 | 450 | 442 | 431 | 413 |
| 股本 | 489 | 635 | 635 | 635 | 635 |
| 资本公积 | 232 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 留存收益 | 453 | 495 | 581 | 703 | 903 |
| 其他 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 股东权益合计 | 1,628 | 1,669 | 1,747 | 1,858 | 2,039 |
| 负债和股东权益总计 | 3,339 | 2,965 | 2,938 | 3,241 | 3,558 |

利润表

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入 | 1,220 | 1,483 | 1,670 | 2,032 | 2,784 |
| 营业成本 | 961 | 1,195 | 1,322 | 1,623 | 2,234 |
| 营业税金及附加 | 5 | 7 | 8 | 10 | 14 |
| 营业费用 | 54 | 57 | 67 | 81 | 111 |
| 管理费用 | 98 | 112 | 127 | 122 | 125 |
| 财务费用 | 51 | 63 | 63 | 69 | 80 |
| 资产减值损失 | 17 | 17 | 2 | 5 | 10 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 1 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 其他 | 0 | (0) | (0) | (0) | 0 |
| 营业利润 | 36 | 36 | 86 | 127 | 215 |
| 营业外收入 | 17 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 1 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 利润总额 | 52 | 48 | 98 | 139 | 227 |
| 所得税 | 11 | 10 | 20 | 28 | 45 |
| 净利润 | 41 | 39 | 78 | 111 | 181 |
| 少数股东损益 | (0) | (4) | (8) | (11) | (18) |
| 归属于母公司净利润 | 41 | 42 | 86 | 122 | 199 |
| 每股收益(元) | 0.07 | 0.07 | 0.14 | 0.19 | 0.31 |

主要财务比率

| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -2.7% | 21.5% | 12.6% | 21.7% | 37.0% |
| 营业利润 | -54.9% | 0.7% | 138.0% | 47.8% | 69.5% |
| 归属于母公司净利润 | -39.7% | 1.5% | 104.3% | 41.9% | 63.5% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 21.2% | 19.4% | 20.8% | 20.1% | 19.8% |
| 净利率 | 3.4% | 2.8% | 5.1% | 6.0% | 7.2% |
| ROE | 3.6% | 3.5% | 6.8% | 8.9% | 13.1% |
| ROIC | 3.5% | 3.5% | 5.0% | 6.2% | 8.6% |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.3 | 4.0 | 3.6 | 3.7 | 3.9 |
| 存货周转率 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.2 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.07 | 0.07 | 0.14 | 0.19 | 0.31 |
| 每股经营现金流 | 0.09 | -0.01 | 0.99 | -0.04 | -0.35 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 126.6 | 124.8 | 61.1 | 43.0 | 26.3 |
| 市净率 | 4.5 | 4.3 | 4.0 | 3.7 | 3.2 |
| EV/EBIT | 65.0 | 56.8 | 37.8 | 28.8 | 19.1 |

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分7197分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 众和股份、天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明、宏发股份等。

机构销售团队

| 公募 | 北京片区 | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
|----|---------|-----|---------------|-------------|------------------------|
| | | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | | 孙立群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | 上海片区 | 李冠英 | 021-65051619 | 13918666009 | liguanying@hysec.com |
| | | 奚曦 | 021-65051190 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | | 吴蓓 | 021-65051231 | 18621102931 | wubei@hysec.com |
| | | 吴肖寅 | 021-65051169 | 13801874206 | wuxiaoyin@hysec.com |
| | | 赵然 | 021-65051230 | 18658849608 | zhaoran@hysec.com |
| 机构 | 广深片区 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | | 赵越 | 0755-33352301 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| | | 周迪 | 0755-33352262 | 15013826580 | zhoudi@hysec.com |
| | 上海保险/私募 | 程新星 | 021-65051257 | 18918523006 | chengxinxing@hysec.com |
| 机构 | 北京保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|-------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20% |
| | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
| | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
| | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。