

募投项目试生产 受益新能源汽车快速增长

- **事件:** 公司公告, 募投的 1000t/a 锂离子电池电解质材料项目已经完成了土建工程、生产及工艺设备的安装及调试, 即日起进入试生产阶段。
- **六氟磷酸锂产能不足将缓解, 有望实现量价齐升。** 六氟磷酸锂的生产难度大, 对技术及设备的要求高, 同时政府对其生产的管控日趋严格。在下游新能源汽车行业快速增长的情况下, 六氟磷酸锂供应吃紧, 三季度以来价格已出现小幅上涨, 预计未来价格仍有上涨空间。目前公司具有 1000t/a 六氟磷酸锂的产能, 随着募投项目 1000t/a 六氟磷酸锂进入试生产, 将有效缓解公司六氟磷酸锂产能不足的状况, 降低原材料成本, 提高公司的盈利能力和市场竞争力。
- **公司电解液产品将充分受益于新能源汽车爆发式增长。** 在国家政策的大力支持下, 新能源汽车产销量增长迅猛。今年 1-9 月份, 我国新能源汽车产量 14.4 万辆, 同比增长了 2.7 倍。在下游新能源汽车行业快速增长的带动下, 公司动力电解液出货量大幅上涨, 目前占比约 60%。公司在产能布局上形成了广州、九江、天津、宁德四大基地, 产品也已进入力神、万向、比亚迪、合肥国轩等优质客户, 将充分受益于新能源汽车的爆发式增长。
- **外延扩张不断, 竞争力不断增强。** 公司通过收购东莞凯欣, 扩大了锂电池电解液产能, 在生产管理、产品质量、品质控制多方面具有协同效应, 并有助于消化公司的六氟磷酸锂产能。东莞凯欣的主要客户为 ATL, 公司有望通过 ATL 切入到高端的产品供应链。另外公司收购中科立新 70% 的股权, 中科立新拥有有机硅电解液方面的领先技术及专利知识产权, 以及中国科学院“百人计划”张灵芝主导的研发力量。公司收购中科立新后, 将有利于完善公司产品及市场的布局, 满足目前市场对新能源汽车安全性的诉求, 增强公司的核心竞争优势。
- **业绩预测与估值:** 假设公司个人护理品材料及有机硅橡胶材料保持较稳定的增长, 锂电池材料未来几年放量快速增长, 价格底部回升, 2015-2017 年锂电池材料收入增速分别为 65%、45%和 40%, 毛利率分别为 31%、32.5%、33%, 预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.62 元、0.87 元、1.13 元, 对应动态 PE 分别为 79 倍、56 倍、43 倍, 公司一体化优势明显, 通过内生外延产能不断扩张, 充分受益于新能源汽车爆发式增长, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、项目进展低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	705.69	872.16	1092.61	1350.23
增长率	18.39%	23.59%	25.28%	23.58%
归属母公司净利润(百万元)	61.53	75.57	106.69	138.83
增长率	-24.34%	22.81%	41.18%	30.12%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.62	0.87	1.13
净资产收益率 ROE	7.26%	8.30%	10.67%	12.43%
PE	96.41	78.51	55.60	42.73
PB	7.00	6.52	5.93	5.31

数据来源: Wind, 西南证券

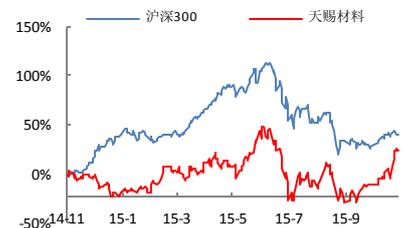
西南证券研究发展中心

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

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.23
流通 A 股(亿股)	0.57
52 周内股价区间(元)	25.57-61.98
总市值(亿元)	59.33
总资产(亿元)	13.91
每股净资产(元)	7.20

相关研究

表 1: 分项收入成本预测表 (百万元)

		2014	2015E	2016E	2017E
个人护理品材料	营业收入	418.85	460.74	529.85	593.43
	YOY	20.44%	10.00%	15.00%	12.00%
	营业成本	305.83	327.12	370.89	415.40
	毛利率	26.98%	29.00%	30.00%	30.00%
锂电池材料	营业收入	197.93	326.58	473.55	662.97
	YOY	28.17%	65.00%	45.00%	40.00%
	营业成本	131.22	225.34	319.64	444.19
	毛利率	33.70%	31.00%	32.50%	33.00%
有机硅橡胶材料	营业收入	86.36	82.04	86.14	90.45
	YOY	-5.62%	-5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	59.14	53.33	55.99	58.79
	毛利率	31.52%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	营业收入	2.56	2.82	3.10	3.41
	YOY	8.47%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	1.64	1.80	1.98	2.18
	毛利率	35.94%	36.00%	36.00%	36.00%
合计	营业收入	705.70	872.18	1092.63	1350.25
	YOY	18.39%	23.59%	25.28%	23.58%
	营业成本	497.83	607.59	748.51	920.56
	毛利率	29.46%	30.34%	31.49%	31.82%

数据来源: 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)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	705.69	872.16	1092.61	1350.23	净利润	63.94	79.00	111.54	145.13
营业成本	497.83	607.58	748.50	920.54	折旧与摊销	42.07	43.36	48.53	53.34
营业税金及附加	3.06	3.78	4.74	5.86	财务费用	-0.09	4.07	6.85	8.23
销售费用	45.37	58.43	71.02	85.06	资产减值损失	6.12	7.00	7.00	7.00
管理费用	91.19	111.64	136.58	166.08	经营营运资本变动	-48.62	-22.60	-65.65	-38.29
财务费用	-0.09	4.07	6.85	8.23	其他	5.55	-16.63	-19.09	-20.72
资产减值损失	6.12	7.00	7.00	7.00	经营活动现金流净额	68.97	94.20	89.17	154.69
投资收益	2.77	0.00	0.00	0.00	资本支出	-119.12	-75.00	-85.00	-85.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-52.35	11.29	11.29	11.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-171.47	-63.71	-73.71	-73.71
营业利润	64.97	79.65	117.93	157.45	短期借款	-73.42	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.94	13.29	13.29	13.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	72.91	92.94	131.22	170.74	股权融资	340.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.98	13.94	19.68	25.61	支付股利	-18.06	-11.98	-16.92	-22.02
净利润	63.94	79.00	111.54	145.13	其他	-75.47	2.93	3.15	3.77
少数股东损益	2.40	3.43	4.84	6.30	筹资活动现金流净额	173.05	-9.05	-13.77	-18.25
归属母公司股东净利润	61.53	75.57	106.69	138.83	现金流量净额	70.54	21.44	1.70	62.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	147.50	168.94	170.64	233.38	成长能力				
应收和预付款项	235.35	248.48	315.88	348.43	销售收入增长率	18.39%	23.59%	25.28%	23.58%
存货	100.35	120.59	151.60	183.15	营业利润增长率	-12.66%	22.60%	48.05%	33.51%
其他流动资产	40.17	40.17	40.17	40.17	净利润增长率	-24.47%	23.56%	41.18%	30.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-13.87%	16.40%	32.41%	24.76%
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	460.63	481.88	508.13	529.37	毛利率	29.45%	30.34%	31.49%	31.82%
无形资产和开发支出	26.18	29.93	33.50	36.92	三费率	19.34%	19.97%	19.63%	19.21%
其他非流动资产	15.78	15.43	15.08	15.08	净利率	9.06%	9.06%	10.21%	10.75%
资产总计	1025.97	1105.41	1234.99	1386.49	ROE	7.26%	8.30%	10.67%	12.43%
短期借款	1.73	1.73	1.73	1.73	ROA	7.07%	8.14%	10.37%	12.04%
应付和预收款项	165.84	178.27	213.23	241.61	ROIC	9.68%	9.21%	12.91%	15.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.24%	15.29%	16.16%	16.32%
其他负债	11.4	11.4	11.4	11.4	营运能力				
负债合计	178.97	191.4	226.37	254.75	总资产周转率	0.69	0.79	0.88	0.97
股本	120.41	122.55	122.55	122.55	固定资产周转率	1.78	1.81	2.15	2.55
资本公积	406.35	404.21	404.21	404.21	应收账款周转率	3.13	3.73	3.65	4.10
留存收益	320.23	383.82	473.59	590.40	存货周转率	4.96	5.04	4.94	5.03
归属母公司股东权益	846.99	910.58	1000.35	1117.16	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.78	—	—	—
少数股东权益	0.00	3.43	8.27	14.58	资本结构				
股东权益合计	846.99	914.01	1008.62	1131.74	资产负债率	17.30%	17.18%	18.21%	18.27%
负债和股东权益合计	1025.97	1105.41	1234.99	1386.49	带息债务/总负债	0.98%	0.91%	0.77%	0.68%
					流动比率	3.05	3.14	3.10	3.25
					速动比率	2.23	2.27	2.22	2.35
					股利支付率	29.35%	15.86%	15.86%	15.86%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	114.58	133.37	176.59	220.31	每股收益	0.50	0.62	0.87	1.13
PE	96.41	78.51	55.60	42.73	每股净资产	6.91	7.43	8.16	9.12
PB	7.00	6.52	5.93	5.31	每股经营现金	0.57	0.77	0.73	1.26
PS	8.41	6.80	5.43	4.39	每股股利	0.15	0.10	0.14	0.18
EV/EBITDA	49.66	43.32	32.75	26.00					
股息率	0.30%	0.20%	0.29%	0.37%					

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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn