

日期: 2016 年 5 月 12 日

行业: 新三板



朱立民



021-53686160

zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

基本数据

保荐机构

华创证券

主要股东

刘国安	21.09%
刘建波	10.10%
嘉兴春秋晋文九鼎投资中心(有限合伙)	6.11%
李忠	3.63%

收入结构 (15Y)

磷酸铁	56.20%
磷酸铁锂	43.80%

报告编号: ZLM16-NSP04

首次报告日期: 2016 年 5 月 12 日

■ 投资要点:

公司 2013 年将黄磷、磷矿石业务从公司中分立出去, 现主要产品是磷酸铁和磷酸铁锂

公司作为动力锂电池正极材料磷酸铁锂前驱体——磷酸铁的技术解决方案提供商, 公司现主要产品是磷酸铁和磷酸铁锂。

■ 公司由生产磷酸铁锂延伸到生产锂电池

公司主导产品是磷酸铁, 磷酸铁是磷酸铁锂的主要生产原料, 磷酸铁锂材料和磷酸铁锂电池是未来混合动力汽车行业发展的最主要方向。公司通过紧跟动力电池发展动向, 取得了规模化生产磷酸铁和磷酸铁锂的核心技术, 产品的铁磷比为 0.99-1, 接近 1:1 摩尔比, 能提高动力锂电池的倍率性、质量稳定性、持续循环性等特性。凭借独特的生产工艺, 公司成为比亚迪磷酸铁的主要供应商。目前国内规模生产磷酸铁的企业仅有公司和其他少数生产商。

随着募集资金的使用, 公司磷酸铁和磷酸铁锂生产线扩建进度也突飞猛进, 公司的产能迅速扩大。目前, 已经建成的磷酸铁产能 1.5 万吨/年, 磷酸铁锂产能 5000 吨/年。2016 年, 公司将进一步扩大产能。

公司在建工程有 2.5 亿安时磷酸铁锂电池项目。项目分三期进行。

■ 盈利预测

预计公司 2016 年年的每股收益分别为 0.42 元, 增速约为 46.88%。

■ 估值结论

公司 2015 年 7 月 29 日挂牌, 挂牌券商为华创证券, 最新总股本 17363 万股。考虑到同行业上市公司的平均市盈率水平和新三板的流动性折价, 目前公司的做市价格略有低估。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E
营业收入	18,835	11,908	7,465	20,724	29,674
年增长率 (%)		-36.77%	-37.32%	177.63%	43.18%
归属于母公司的净利润	698	-444	1,638	4,945	7,264
年增长率 (%)		-163.58%	-469.06%	201.88%	46.88%
每股收益 (元)	0.04	-0.03	0.09	0.28	0.42
PER (X)	272.6	-428.7	116.2	38.5	26.2

数据来源: 公司公告; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司 2013 年将黄磷、磷矿石业务从公司中分立出去，现主要产品是磷酸铁和磷酸铁锂

公司作为动力锂电池正极材料磷酸铁锂前驱体——磷酸铁的技术解决方案提供商，公司现主要产品是磷酸铁和磷酸铁锂。

根据中国证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》的规定，公司所属行业为制造业中的化学原料和化学制品制造业 C26，细分行业为锂电池正极材料制造业；根据《国民经济行业分类代码》的规定，公司所处行业为制造业中的锂离子电池制造业 C3841。

● 行业增长前景

跟传统电池比较，锂离子动力电池具有如下优势：能量密度高、工作电压高、重量轻、体积小、自放电小、无记忆效应、循环寿命长、无污染、不含毒性材料、绿色环保。

在锂电池产业链中，市场容量最大、附加值最高的是正极材料，占锂电池成本的 30% 以上。锂电池正极材料市场可以细分为钴酸锂、三元材料、锰酸锂、磷酸铁锂材料，从性能方面看，钴酸锂循环次数较低，且晶体结构热稳定性差，存在较大的安全隐患，只适宜做小型电池，钴酸锂在全球市场的新建、拟建项目逐年降低，市场占有率有所下滑，产业进入萎缩期。而磷酸铁锂的具有价格低廉、无毒环保、循环次数高的优势，三元材料和锰酸锂在性能方面也优于钴酸锂。当前锰酸锂+三元材料、磷酸铁锂是目前全球动力电池领域和超大容量电源的两种主流技术方向。由于磷酸铁锂材料生产的动力电池具有超长循环、充放电次数高、倍率性高的优势，所以该材料的增量市场主要来自于储能电池、动力电池、新能源汽车和传统铅酸电池的替代，其中新能源汽车的需求占比最大。

根据国家节能与新能源汽车产业发展规划等国家产业政策，在 2015 年中国新能源汽车的累积产销量目标为 50 万辆，2020 年达到 500 万辆。公司所在动力电池材料市场前景广阔。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

随着国家政策逐步加大对新能源产业的扶持力度以及动力汽车市场的逐渐兴起，作为关键材料之一的锂离子电池正极材料也受到多方投资机构的关注。国内越来越多的企业加大了对锂电正极材料业务的投入力度，行业产能过剩导致竞争态势进一步加剧。其中国内锂电池厂商比亚迪在锂离子电池和镍电池市场保持全球领导地位。

公司主导产品是磷酸铁，磷酸铁是磷酸铁锂的主要生产原料，磷酸铁锂材料和磷酸铁锂电池是未来混合动力汽车行业发展的最主要方向。公司通过紧跟动力电池发展动向，取得了规模化生产磷酸铁和磷酸铁锂的核心技术，产品的铁磷比为 0.99-1，接近 1:1 摩尔比，能提高动力锂电池的倍率性、质

量稳定性、持续循环性等特性。凭借独特的生产工艺，公司成为比亚迪磷酸铁的主要供应商。目前国内规模生产磷酸铁的企业仅有公司和其他少数生产商。

公司主要竞争优势体现在：

1、技术优势

公司通过多年不断积累自身工艺技术、流程改良及设备改造，在合成、提纯、反应控制等方面积累了丰富的经验，形成一系列成熟的技术和工艺诀窍。公司从 2009 年开始研究磷酸铁、磷酸铁锂的生产技术和工艺，取得了高纯度纳米磷酸铁、高压实密度磷酸铁、原材料技术配比等多项产品技术和标准。公司磷酸铁属于三维纳米级标准产品，铁磷比达了 0.99-1，且产品的一致性高；磷酸铁锂产品经浙江万向亿能动力电池有限公司、比亚迪等公司测试显示，多项技术指标已优于其原有生产体系的指标。目前，以磷酸铁为原材料生产磷酸铁锂的工艺是未来储能电池、新能源汽车的国际主流技术路线，公司凭借独特的技术优势，在竞争中处于优势地位。

2、原材料标准控制优势

公司依托传统的磷酸盐制造技术优势，掌握磷酸的生产标准，现已建立了磷酸等原材料的内部生产标准，从而保证公司原材料的质量和一致性，有利于产品的稳定性。公司在磷酸铁领域具有同行业中较大原材料配比优势。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司最新总股本为 17363 万股。

公司控股股东、实际控制人为刘建波家族（包括刘国安、刘建波、朱荣华、李忠四人，其中刘国安为刘建波之父，朱荣华为刘建波之母，李忠为刘建波之妻），合计持股比例为 37.93%。

表 1：2015 年报前 10 股东持股比例

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	刘国安	21.09
2	刘建波	10.10
3	嘉兴春秋晋文九鼎投资中心(有限合伙)	6.11
4	李忠	3.63
5	朱荣华	3.11
6	青岛劲邦创业投资合伙企业(有限合伙)	3.02
7	胡容	2.85
8	先雪峰	2.65
9	苏州嘉赢九鼎投资中心(有限合伙)	2.46

10	嘉兴春秋楚庄九鼎投资中心(有限合伙)	2.43
	合 计	57.45

资料来源：公司公告

● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分（单位：万元）

产品	2015 年		2014 年度		2013 年		2012 年	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
磷酸铁	11,647	56.20	7,117.5	95.35	4,146.15	35.32	4,005.56	22.23
磷酸铁锂	9,078	43.80	347.27	4.65				
黄磷					5,854.73	49.87	12,465.85	69.17
磷矿石					1,738.52	14.81	1,313.52	7.29
其他							237.76	1.32
合计	20,724	100	7,464.7	100	11,739.4	100	18,022.69	100

资料来源：公司公告

表 3：公司主要产品毛利率

项目	2015 年	2014 年度	2013 年	2012 年
营业收入(单位：万元)				
磷酸铁	11,647	7,117.52	4,146.15	4,005.56
磷酸铁锂	9,078	347.27		
黄磷			5,854.73	12,465.85
磷矿石			1,738.52	1,313.52
其他				237.76
合计	20,724.47	7,464.79	11,908.42	18,834.76
营业成本(单位：万元)				
磷酸铁		3,732.09	2,257.12	1,816.01
磷酸铁锂		345.28		
黄磷			6,343.88	13,055.37
磷矿石			1,849.97	1,356.41
其他				271.61
合计	12,771.34	4,077.38	10,514.92	16,815.74
营业毛利率				
磷酸铁		47.56%	45.56%	54.66%
磷酸铁锂		0.57%		
黄磷				
磷矿石				
其他				
综合毛利率	38.38%	45.38%	11.70%	10.72%

资料来源：公司公告

重要在建工程

表 4：公司在建工程明细表(单位：万元)

序号	项目名称	年初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	本期其他减少金额	期末余额
1	工程预付款	1,319.91	5,141.71			6,461.63
2	2.5 亿安时磷酸铁锂电池项目	18.98	3,230.89			3,249.87
3	磷酸铁（二期）	164.46	5,096.66	5,000		261.13
4	电池车间	615.67	85.21		363.31	337.57
5	磷酸铁锂（二期扩建）		3,989.17	3,500		489.17
6	磷酸铁锂（三期）		2,129.53			2,129.53
	合计	2,119.03	19,673.18	8,500	363.31	12,928.90

资料来源：公司公告

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

表 5：公司损益简表及预测（单位：万元）

指标名称	2013A	2014A	2015A	2016E
营业总收入	11,908	7,465	20,724	29,674
营业总成本	12,870	5,517	15,420	21,647
营业成本	10,515	4,077	12,771	17,885
营业税金及附加	29	68	117	294
销售费用	345	232	676	1,154
管理费用	1,602	953	1,037	1,128
财务费用	348	142	480	890
资产减值损失	30	45	339	297
其他经营收益	55	60	60	60
公允价值变动净收益	55	60	60	60
营业利润	-906	2,008	5,365	8,086
加：营业外收入	800	525	438	460
减：营业外支出	25	60	1	1
利润总额	-132	2,473	5,802	8,545
减：所得税	312	835	857	1,282
净利润	-444	1,638	4,945	7,264
减：少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	-444	1,638	4,945	7,264
每股收益				
最新总股本（万股）	17,363	17,363	17,363	17,363
全面摊薄每股收益（元）	-0.026	0.094	0.285	0.418

数据来源：公司公告；上海证券研究所

四、风险因素

客户集中度较高的风险

2015 年度,公司前5 大客户的销售额占营业收入比例为 99.91%。其中: 比亚迪占公司营业收入的比例在 95% 以上, 客户集中度处于较高水平。公司通过加快新产品和新客户的开发, 进一步加深与其他锂电池厂商的合作来降低对单一客户的重大依赖。但由于比亚迪在行业内的龙头地位决定了短期内仍然为公司的重要客户, 公司存在客户集中度较高的风险。

产品技术路线被替代的风险

随着锂离子电池应用领域的不断拓展, 市场对电池性能和质量的要求也将不断提高。若未来动力锂电产品技术方向或市场需求发生重大变化, 不排除出现全新的、性能更高的电池材料的可能性, 则公司目前的产品技术路线存在被替代的风险。

国家产业政策变动的风险

新能源汽车业务受国家产业政策的影响较大, 未来对相关产品的销售补贴政策会对新能源汽车的发展产生重大影响, 进而影响到相关产业。如补贴政策出现变化或取消, 或者新能源汽车推广不及预期, 将对新能源汽车产业链产生直接影响, 进而影响公司主要产品的销售。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2014、2015 年业绩和 2016 年预测业绩的均值, 同行业重点上市公司 2014 年平均动态市盈率为 270.4 倍, 2015 年平均动态市盈率为 159.7 倍, 2016 年预期平均动态市盈率为 45.4 倍。

表 6: 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2014A	2015A	2016E	2014A	2015E	2016E	
002460.SZ	赣锋锂业	67.78	0.23	0.33	1.13	298.7	204.6	59.9	12.8
002466.SZ	天齐锂业	181.19	0.50	0.95	5.59	363.0	191.1	32.4	13.9
300014.SZ	亿纬锂能	29.49	0.20	0.35	0.67	149.5	83.3	43.9	7.2
国内同行业整体平均						270.4	159.7	45.4	11.3

数据来源: Wind (3月25日最新价)

● 公司可给的估值水平

公司 2015 年 7 月 29 日挂牌, 挂牌券商为华创证券, 最新总股本 17363 万股。考虑到同行业上市公司的平均市盈率水平和新三板的流动性折价, 目前公司的做市价格略有低估。

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。