

## 丰元股份 (002805.SZ)

评级: **增持**

目标价(元): **70.8—75.4**

分析师

周思捷

S0740516080001

### 空间广阔的草酸行业领先者

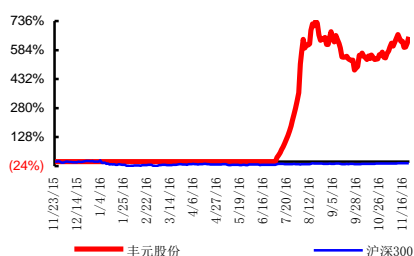
zhousj@r.qlzq.com.cn

2016年11月22日

#### 基本状况

总股本(百万股)	97
流通股本(百万股)	24
市价(元)	63
市值(百万元)	6,106
流通市值(百万元)	1,526

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	301.28	295.11	286.12	443.00	947.00
营业收入增速	25.61%	-2.05%	-3.04%	54.83%	113.77%
归属于母公司的净利润	34.21	26.31	26.52	38.46	105.54
净利润增长率	61.87%	-23.08%	0.81%	44.99%	174.43%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.36	0.27	0.40	1.09
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	222.85	153.70	56.01
PEG	0.00	—	276.25	3.42	0.32
每股净资产(元)	5.46	5.67	5.98	6.37	7.46
每股现金流量	0.32	0.38	0.60	-0.33	-1.39
净资产收益率	8.62%	6.39%	4.58%	6.23%	14.60%
市净率	0.00	0.00	10.21	9.57	8.17
总股本(百万股)	72.68	72.68	96.91	96.91	96.91

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **公司位列我国草酸行业前三名, 技术、管理团队实力雄厚。**公司管理层深耕草酸行业多年, 通过不断积累和研发, 形成了工业草酸、精制草酸 9.5 万吨/年的产能规模, 产能、产量和市场占有率位于行业前三位。2014 年我国草酸产能约 40 万吨, 产量约 34 万吨, 公司市占率约 20%。公司有较强的市场定价权和广泛的客户, 为业务规模的进一步拓展奠定了基础。
- **公司具备电子级草酸生产能力, 受益于全球电子化学品爆发的趋势。**公司自 2003 年即开始涉足精制草酸的研发, 供应电子级精制草酸已有数年, 下游销售客户包括日本蝶理株式会社等国际领先企业。电子级草酸可通过草酸盐共沉淀法用于制备钛酸钡, 每生产 1 吨电子陶瓷材料需耗用约 0.2-0.4 吨精制草酸制成的草酸盐, 行业有望受益于全球电子化学品爆发趋势。
- **投资磷酸铁锂, 公司有望切入空间广阔的储能行业。**公司 11 月 19 日公告, 子公司丰元锂能拟实施年产 10000 吨锂电池正极材料磷酸铁锂建设项目, 项目总投资约 4.2 亿元, 分两期共两年内完成, 预计实现年均销售收入 10.25 亿元, 年利润总额约 2.2 亿元。投资磷酸铁锂项目, 显示了公司打通草酸-草酸亚铁-磷酸铁锂产业链, 涉足储能行业的战略雄心。公司已成立投资并购部门, 我们认为公司外延空间广阔。
- **盈利预测与估值:** 预计公司 2016~2018 年实现营业收入 2.86、4.43、9.47 亿元, 归母净利润 0.27、0.38、1.06 亿元, EPS0.27、0.40、1.09 元。考虑到公司具有电子级草酸等新材料生产能力, 兼具次新股属性, 给予 2017 年 15.5~16.5 倍 PS, 对应每股目标价 70.8~75.4 元, “增持”评级。
- **风险提示:** 草酸市场价格波动的风险; 向下游领域扩张受阻的风险, 次新股板块估值调整的风险。

## 内容目录

草酸行业全国领先，公司经营平稳.....	- 4 -
公司位列我国草酸行业三强.....	- 4 -
总体经营呈平稳态势.....	- 5 -
草酸应用广泛，下游开发空间广阔.....	- 7 -
我国草酸行业持续发展，产量世界第一.....	- 7 -
公司具有生产电子级草酸能力.....	- 10 -
草酸亚铁路线磷酸铁锂的市场空间广阔.....	- 10 -
投资磷酸铁锂，公司有望进军储能市场.....	- 11 -
技术积淀深厚，综合实力强.....	- 12 -
投资磷酸铁锂，公司在储能市场大有可为.....	- 14 -
募投项目保障发展，外延扩张值得期待.....	- 15 -
盈利预测与估值.....	- 16 -
风险提示.....	- 17 -

## 图表目录

图表 1: 2015 年全国草酸产能前五名.....	- 4 -
图表 2: 公司股权结构图.....	- 4 -
图表 3: 公司营业收入（百万元）及同比增长率.....	- 5 -
图表 4: 归属母公司净利润（百万元）及同比增长率.....	- 5 -
图表 5: 公司销售毛利率和销售净利率情况.....	- 5 -
图表 6: 公司分产品收入情况（亿元）.....	- 6 -
图表 7: 公司分产品毛利率情况.....	- 6 -
图表 8: 近年公司工业和精制草酸的收入、毛利率变化.....	- 6 -
图表 9: 草酸化学式.....	- 7 -
图表 10: 草酸产品及其应用领域.....	- 7 -
图表 11: 我国草酸下游应用结构图.....	- 8 -
图表 12: 我国化学原料药产值及同比增长率.....	- 8 -
图表 13: 世界稀土产量变化.....	- 8 -
图表 14: 我国草酸表观消费量持续增长.....	- 9 -
图表 15: 草酸出口金额.....	- 9 -
图表 16: 草酸出口单价.....	- 9 -
图表 17: 不同级别精制草酸的分类.....	- 10 -
图表 18: 磷酸铁锂电池与三元电池对比分析.....	- 10 -
图表 19: 全球市场正极材料产量.....	- 11 -

图表 20: 中国市场正极材料产量.....	- 11 -
图表 21: 我国新能源汽车产量.....	- 11 -
图表 22: 淀粉制草酸流程示意图.....	- 12 -
图表 23: 改良碳水化合物氧化法制备优势.....	- 12 -
图表 24: 公司自主研发的“精制草酸生产新工艺”.....	- 13 -
图表 25: 国家能源局《通知》对储能行业的意义.....	- 14 -
图表 26: 我国储能项目整理.....	- 15 -
图表 27: 募集资金投资项目.....	- 15 -
图表 28: 公司组织架构图.....	- 16 -
图表 29: 公司收入预测拆分表.....	- 16 -
图表 30: 可比公司估值.....	- 16 -
图表 31: 财务预测摘要.....	- 18 -

## 草酸行业全国领先，公司经营平稳

### 公司位列我国草酸行业三强

- **公司是国内领先的草酸企业。**公司在十余年的竞争中通过不断积累和研发，形成了工业草酸、精制草酸 9.5 万吨/年的产能规模，产能、产量和市场占有率多年来均位于行业前三位。2014 年我国草酸产能约 40 万吨，产量约 34 万吨，公司市占率约 20%。公司有较强的市场定价权和广泛的客户群体，为业务规模的进一步拓展奠定了基础。
- **公司的精制草酸在行业内具有先发优势。**公司自 2003 年即开始涉足精制草酸的研发，2008 年开始批量生产和销售。IPO 募投项目将新增年产 2.5 万吨精制草酸，进一步巩固、扩大公司在精制草酸领域的优势地位。

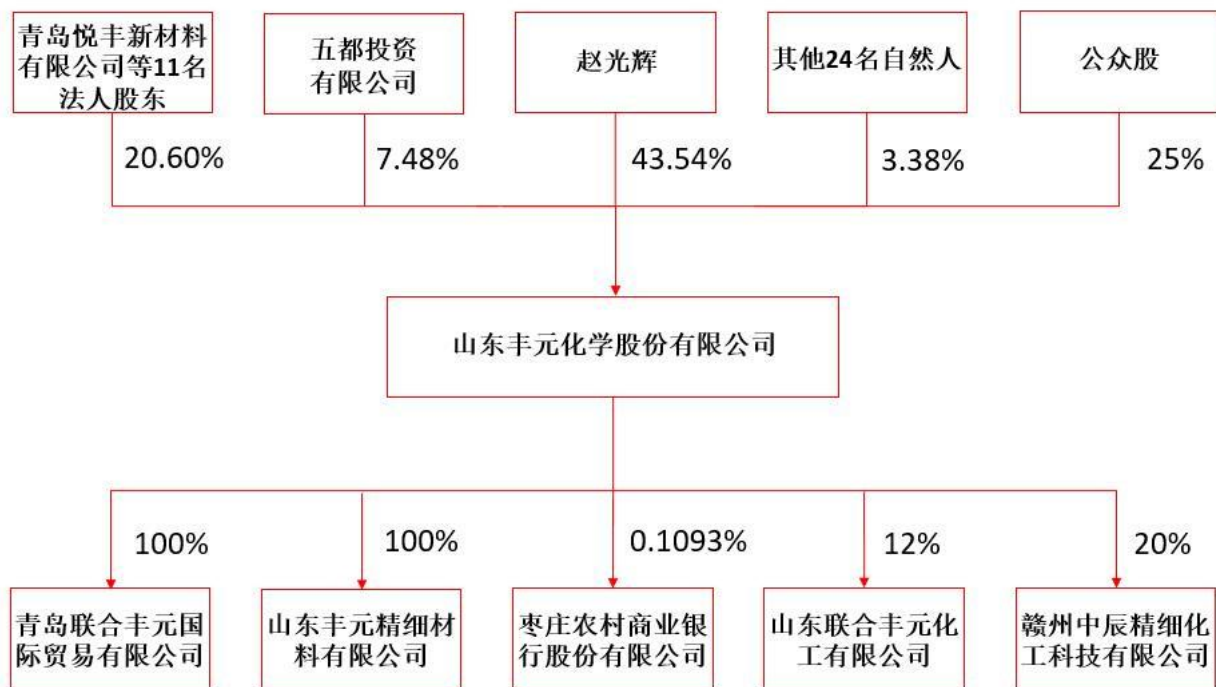
**图表 1：2015 年全国草酸产能前五名**

		产能 (万吨)	产量(万吨)	开工率
	<b>总</b>	<b>9.5</b>	<b>7.8</b>	<b>82%</b>
丰元股份	工业草酸	8.5	6.9	81%
	精制草酸	1	0.88	88%
龙翔实业有限公 司	<b>总</b>	<b>13</b>		
	工业草酸	10		
	精制草酸	3		
福建省邵武精细 化工厂	<b>总</b>	<b>6</b>		
	工业草酸	5.5		
	精制草酸	0.5		
牡丹江鸿利化工 有限责任公司	<b>总</b>	<b>5</b>		
通辽金煤	<b>总</b>	<b>10</b>	<b>6.0</b>	<b>60%</b>

来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **公司技术、管理团队实力雄厚，经验丰富。**董事长赵光辉先生 1991 年开始担任台儿庄区有机化工厂厂长，在生产实践中不断摸索并实践各项生产技术的升级换代与创新，积累了丰富的技术成果，包括“低温氧化合成法”、“草酸生产尾气处理工艺”、“氧化合成工序自动化加料系统”、“自动碱吸收系统”、“古龙酸母液在草酸生产中的综合利用工艺”等。董事长带领的公司团队在草酸及下游应用领域的技术积累雄厚。

**图表 2：公司股权结构图**

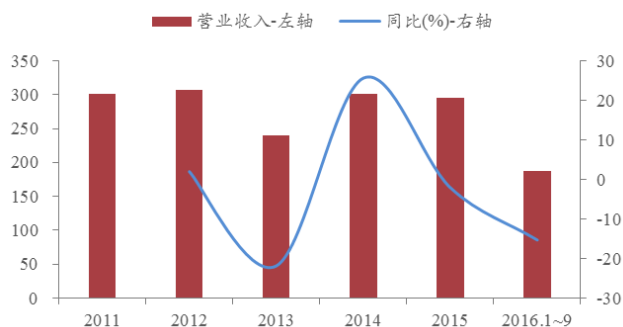


来源：招股说明书，中泰证券研究所

### 总体经营呈平稳态势

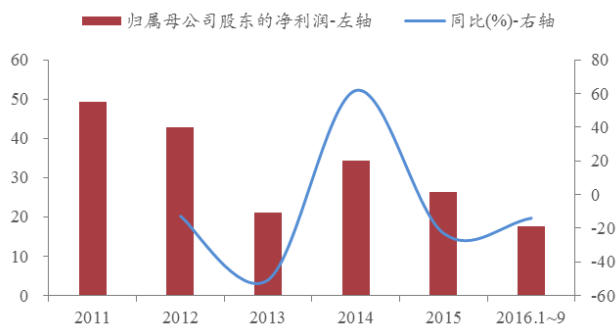
- 2016年前三季度，公司实现营业收入1.88亿元，同比下滑15%；实现归母净利润1771万元，同比下滑14%，这是因为公司主营产品草酸价格下滑。根据中报披露，公司1~6月工业草酸生产量为3.9万吨，同比增长15%，但草酸平均价格下降7.83%，导致营业收入下降。

图表 3：公司营业收入（百万元）及同比增长率



来源：wind，中泰证券研究所

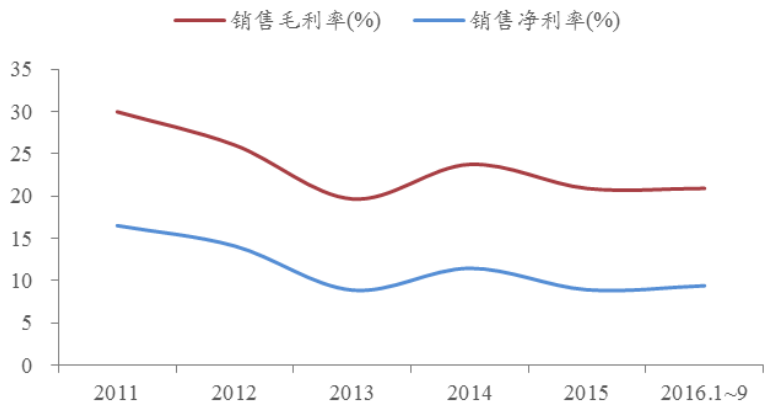
图表 4：归属母公司净利润（百万元）及同比增长率



来源：wind，中泰证券研究所

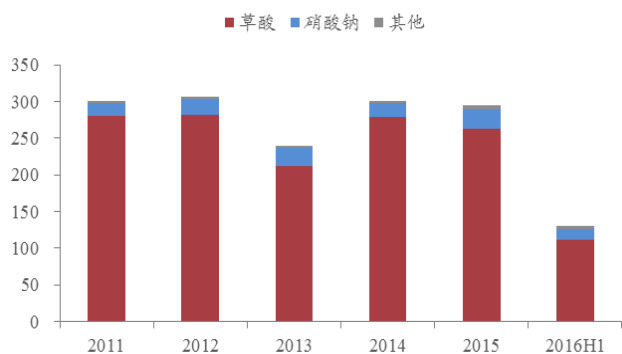
- 由于市场竞争激烈，公司草酸产品的毛利率有所波动，但整体仍保持在20%以上。

图表 5：公司销售毛利率和销售净利率情况



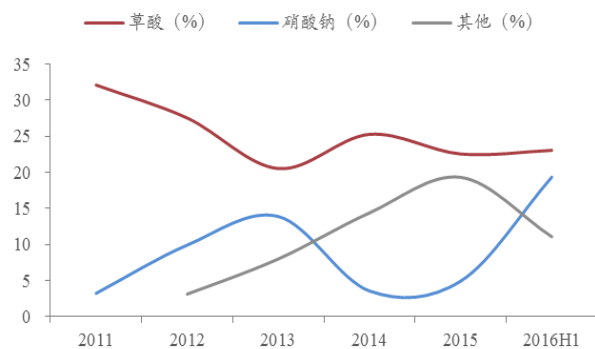
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司分产品收入情况 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

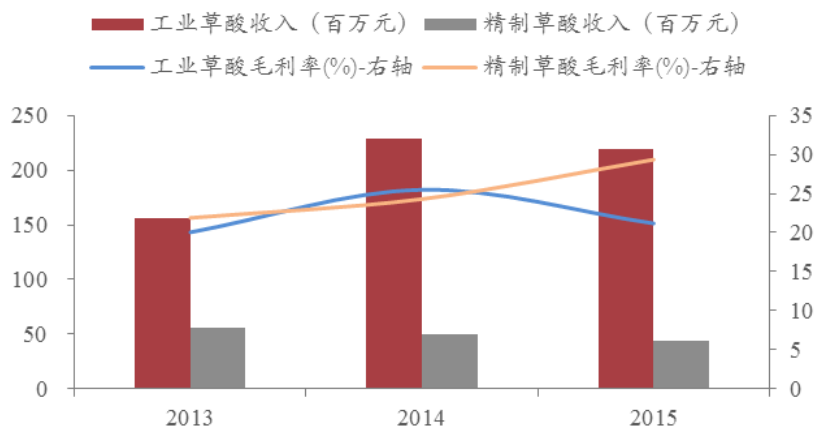
图表 7: 公司分产品毛利率情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司工业草酸 2013 年至 2015 年的毛利率分别为 20%、25%和 21%，而同期精制草酸毛利率分别为 22%、24%和 29%。由于生产门槛较高，精制草酸的盈利能力明显高于工业草酸。

图表 8: 近年公司工业和精制草酸的收入、毛利率变化



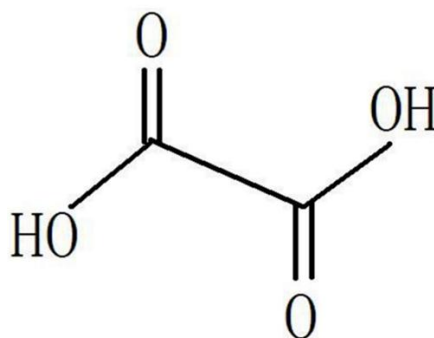
来源: wind, 中泰证券研究所

## 草酸应用广泛，下游开发空间广阔

我国草酸行业持续发展，产量世界第一

- 草酸又称乙二酸、修酸，是一种二元酸，因其由两个羧基相连，酸性强于其他二元酸并具有较强的还原性。草酸外观为无色透明晶体，相对于多数强酸，其固体形态便于运输与储存。草酸是一种重要的有机化工原料和容量分析试剂。

图表 9：草酸化学式



来源：中泰证券研究所

- 草酸行业主要产品包括工业草酸、精制草酸及草酸衍生品。工业草酸是指达到国家标准(GB/T1626-88)的草酸，目前工业草酸为草酸行业的主要产品，主要应用于制药、稀土、精细化工和纺织印染等行业。精制草酸是由工业草酸精制后生成的高纯草酸，产品质量高于工业草酸国家标准。随着草酸应用领域不断扩展和深化，下游客户对草酸纯度和品质的要求不断提高，精制草酸需求快速增长。此外，精细化工行业的发展促进了以工业草酸和精制草酸为基础原料的衍生产品相继被开发出来，如草酸盐、草酸酯等。

图表 10：草酸产品及其应用领域

品种	分类	应用领域
	制药用草酸	用于制造土霉素、四环素、磺胺甲基异恶唑、金霉素、链霉素、维生素 B6、维生素 B2、苯巴比妥、泛酸钙、冰片、甲碘吡酮酸钠等药品。
工业草酸	稀土用草酸	用于离子型稀土矿采选，稀土元素的分离、提纯。
	纺织印染用草酸	棉毛媒染剂、洗提剂，棉织物耐火定型防燃剂。
	金属制品用草酸	金属清洗及形成保护膜。
	草酸酯用草酸	生产各种草酸酯、乙醛酸。



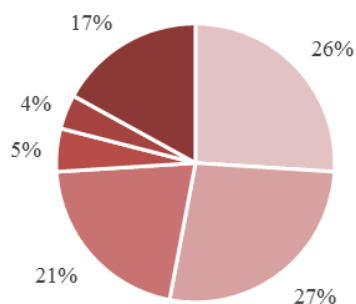
其他用草酸	生产涂料、油墨、墨水, 无铅汽油的防爆, 混凝土抗蚀等。
PTA 催化剂回收用草酸	回收 PTA 生产过程中浪费的钴、锰催化剂。
草酸钴用草酸	生产草酸钴, 进而制得氧化钴、金属钴粉等。
精制草酸	稀土新材料(如镧、铈、镨、铈等)提纯。
电路清洗用精制草酸	制造电路板清洗剂。
电子陶瓷用草酸	制造电子陶瓷。
无水草酸	制备各种化学试剂。

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- 草酸下游应用主要分布在稀土和制药行业。近几年, 制药行业仍以 10% 左右的速度增长, 带动草酸用量的提升。从稀土行业看, 虽然稀土产量提升有限, 但稀土工业污染排放标准的实施, 以及高端稀土的生产比例不断提高, 也促使草酸需求增加。从其他行业看, 电子行业发展迅速, 电子级草酸用量迅速增长。

**图表 11: 我国草酸下游应用结构图**

■ 稀土行业 ■ 制药行业 ■ 精细化工 ■ 纺织印染 ■ 日化工业 ■ 其他行业

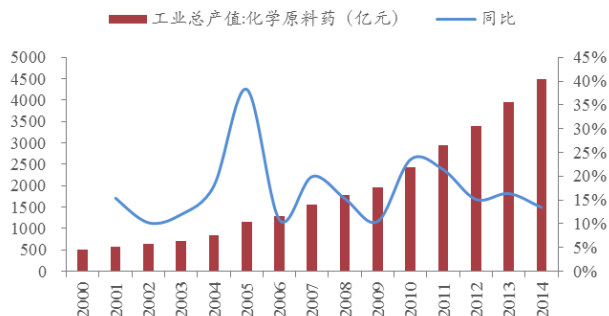


来源: 中国石油和化学工业联合会, 中泰证券研究所

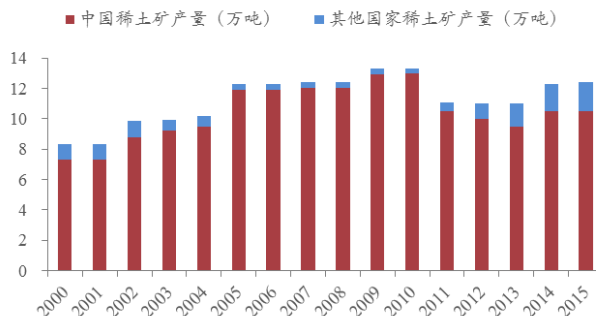
**图表 12: 我国化学原料药产值及同比增长率**

**图表 13: 世界稀土产量变化**





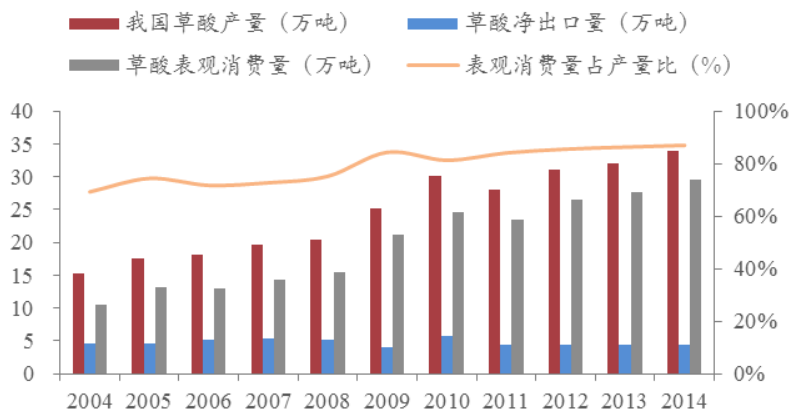
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

- 我国草酸产能产量不断增加，以自用为主。我国是世界最大的草酸生产国和出口国，2015 年我国共出口草酸 3.93 万吨，进口仅 123 吨，表观消费量呈逐年增加态势。

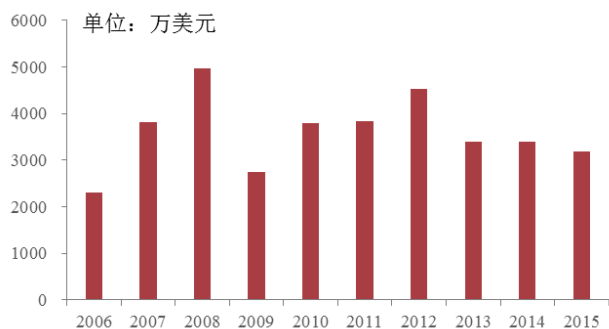
图表 14: 我国草酸表观消费量持续增长



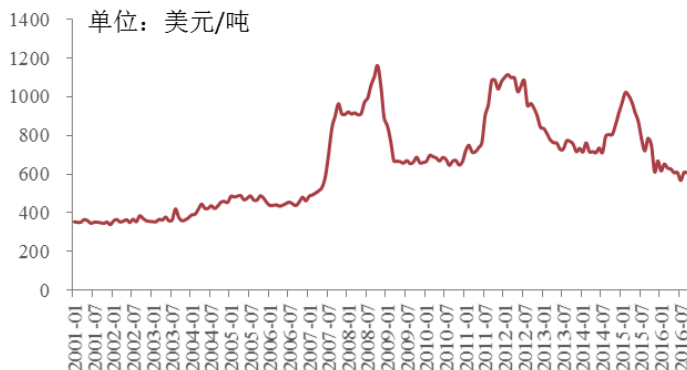
来源: wind, 中泰证券研究所

- 草酸价格历史上经历过三轮周期。分别是 2007~2008 年的大宗周期，2011~2012 的稀土需求周期和 2014~15 的下游土霉素、稀土、电子陶瓷需求增长的周期，十年以来国内出口总体平稳。

图表 15: 草酸出口金额



图表 16: 草酸出口单价



来源：wind，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

### 公司具有生产电子级草酸能力

- 精制草酸是普通精制草酸、高纯度精制草酸及电子级精制草酸的统称。精制草酸的纯度需要达到 99.4% 以上，不同的精制草酸对硫酸根杂质含量和金属离子杂质含量有不同的要求。

**图表 17：不同级别精制草酸的分类**

	硫酸根杂质含量	金属离子杂质含量
普通精制草酸	≤100ppm	≤2ppm
高纯度精制草酸	≤40ppm	≤1ppm
电子级精制草酸	≤20ppm	≤0.5ppm

注：1ppm 为一百万分之一

来源：中泰证券研究所

- 公司向下游客户供应电子级精制草酸已有数年，主要用于制备高纯纳米钛酸钡粉体。通过草酸盐共沉淀法制钛酸钡路线，每生产 1 吨电子陶瓷材料需耗用约 0.2-0.4 吨精制草酸制成的草酸盐。公司电子级草酸下游销售客户包括日本蝶理株式会社等国际领先企业。

### 草酸亚铁路线磷酸铁锂的市场空间广阔

- 根据正极材料的不同，锂离子电池分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂以及三元材料电池。磷酸铁锂电池相对三元电池的价格较低，当前市场上的性价比较高。

**图表 18：磷酸铁锂电池与三元电池对比分析**

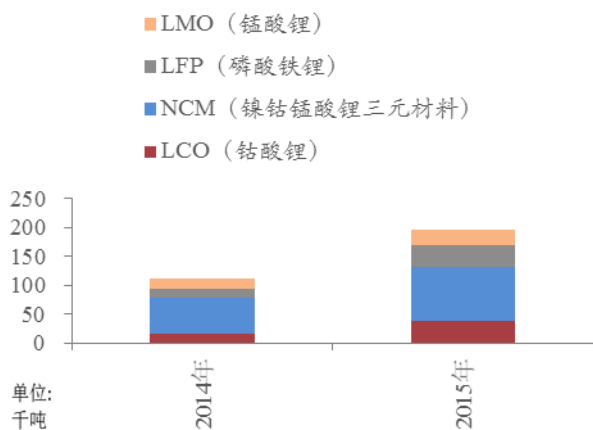
	优点	缺点
磷酸铁锂电池	1、循环性能稳定 2、高温性能好，磷酸铁锂材料在 800℃ 才会分解 3、原材料来源广泛，成本较低	能量密度较低，单体电池在 160Wh/Kg 以下，最低使用温度在 -20℃ 左右。
三元电池	1、能量密度高，可达 220Wh/Kg 以上。 2、放电电压高，可达 3.7V 3、低温使用温度达 -30℃	单就正极材料三元锂材料而言，会在 200 度左右发生分解。厂商在过充保护 (OVP)、过放保护 (UVP)、过温保护 (OTP)、过流保护 (OCP) 等环节要下更大功夫。

来源：中泰证券研究所

- 从各种不同类型的正极材料产量进行对比来看，2015 年中国市场，新能源汽车的需求 (LFP, NCM) 是正极材料增长的最大的动力。其中，磷

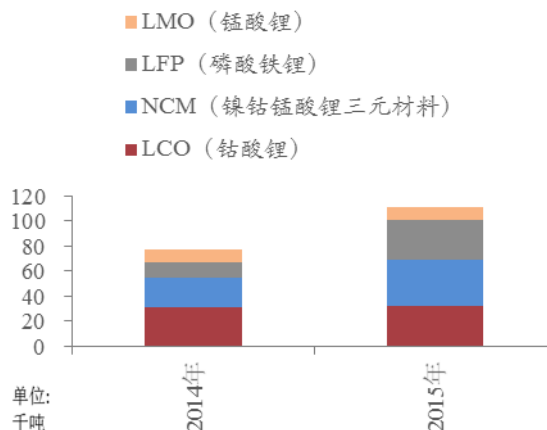
酸铁锂增长最大，从 2014 年的 1.2 万吨增加到了 3.2 万吨，镍钴锰酸锂三元材料从 2.4 万吨增长到 3.7 万吨，其它部分（LMO，LCO）基本没有增长。

图表 19：全球市场正极材料产量



来源：高工锂电，中泰证券研究所

图表 20：中国市场正极材料产量



来源：高工锂电，中泰证券研究所

图表 21：我国新能源汽车产量



来源：中泰证券研究所

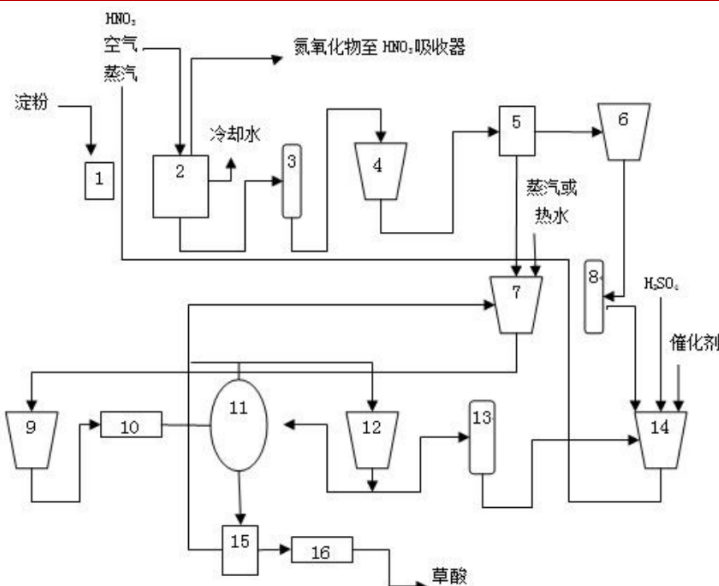
- 目前市场上主流的磷酸铁锂生产工艺路线包括四种：水热法工艺路线、草酸亚铁工艺路线、氧化铁工艺路线和磷酸铁工艺路线。其中，草酸亚铁具有比容高、循环后容量衰减率低等优点，是生产品质稳定的磷酸铁锂的首选原料之一。
- 公司研发草酸亚铁多年，一方面通过研究多级清洗工艺，尽可能除去对电池容量有较大影响的钠盐和硫酸盐，提高草酸亚铁纯度，保证品质稳定；另一方面根据热力学原理，生产粒径更小的超细草酸亚铁，使制备出的磷酸铁锂电池化学性能更好。

### 投资磷酸铁锂，公司有望进军储能市场

技术积淀深厚，综合实力强

- 公司采用“改良碳水化合物氧化法”生产工业草酸，确立了公司在产品质量、环保和成本方面的优势。“改良碳水化合物氧化法”是在“碳水化合物氧化法”基础上对各项生产工艺和技术指标持续实验，不断升级改造和创新的成果，自主研发了“低温氧化合成法”、“连续浓缩母液闭路循环系统”、“氧化合成工序自动化加料系统”、“自动碱吸收系统”等多项专有技术，在氧化、结晶、尾气处理等工序上均实现了突破。

**图表 22：淀粉制草酸流程示意图**



1—淀粉浆液罐(水解罐)；2—反应器；3—粗结晶槽；4—结晶沉降槽；5—粗结晶离心机；6—稀母液贮槽；7—溶解槽；8—蒸发器；9—分离槽；10—过滤机；11—产品结晶槽；12—二次母液贮槽；13—蒸发器；14—浓母液贮槽；15—产品离心机；16—干燥器

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 目前除了通过金煤采用 CO 偶联法生产草酸，其余国内公司基本采用产率较低的传统碳水化合物氧化法或者成本、污染较高的甲酸钠法。公司环保方面较竞争对手优势明显。

**图表 23：改良碳水化合物氧化法制备优势**

	与传统“碳水化合物氧化法”相比的优势	与“甲酸钠法”相比的优势
质量优势	更加稳定	重金属含量更低

环保优势	将母液吸收工序、水吸收工序、碱吸收工序以及 DeNOx—SCR 系统(选择性催化还原脱氮系统)结合, 实现尾气稳定达标排放, 自主研发的“草酸生产尾气处理工艺”获得国家发明专利; “连续浓缩母液闭路循环系统”实现工艺水的零排放。	没有重金属盐排出, 洗涤用水较少, 副产物较少, 可连续生产, 自动化操作。
成本优势	“碳水化合物氧化法”一般的氧化反应条件为 65℃-73℃-80℃, 而公司自主研发的“低温氧化合成法”生产工艺可在 42℃-49℃-65℃的低温条件下生产工业草酸, 可降低草酸自分解反应, 提高工业草酸收率; “一次连续结晶”、“氧化合成工序自动化加料系统”能够缩短工艺流程, 提高自动化水平, 提高劳动效率, 降低生产成本。	可以降低煤炭、电力、水资源的消耗; 生产工艺流程短, 有利于降低成本和快速扩大产能。

来源: 中泰证券研究所

- 公司的精制草酸生产工艺是由其引进并在多年实践过程中不断研发、完善、改进而形成的自有生产工艺技术。此工艺将各个独立的生产车间设计成一整套流水线生产装置, 用于工业草酸的深加工, 使用此工艺的最大特点是可在一条生产线同时生产不同规格和级别的精制草酸。
- 公司自主研发的“精制草酸生产新工艺”经山东省科学技术厅鉴定, 综合技术达到国际先进水平。其主要包括三方面的技术: 1、直流降膜低温蒸发技术; 2、真空闪发降温连续结晶技术; 3、可控低温重溶解技术。

图表 24: 公司自主研发的“精制草酸生产新工艺”

	运行方式	技术特点
直流降膜低温蒸发技术	设计建设了四级直流降膜蒸发成套设备和自协化设计	①母液蒸发温度低, 防止草酸分解; ②缩短母液加热时间, 防止麦色拉反应使母液颜色加深而影响外观; ③节省蒸汽, 工艺稳定性好, 技术指标稳定。
真空闪发降温连续结晶技术	——	①设备紧凑, 自动化程度高, 特别是采用双法兰差压变送技术, 使得工艺稳定性高, 劳动生产率高; ②DTB 结晶器选用优质不锈钢, 容器内壁经特殊抛光处理后, 不会发生挂壁现象, 发生故障的机率小, 运行维修成本低; ③结晶温度可以稳定地控制在 20℃, 不受冷却水温度影响; ④电力消耗小, 按同等生产规模, 用电量大幅下降。

<p>可控低温重溶解技术</p>	<p>公司自主研发的可控低温重溶解生产装置，是将溶解所需母液加热至 75℃ 左右，在不断循环的状态下，逐步将工业草酸加入，加料速度由自动给料机控制。</p>	<p>①溶解时温度控制较低，不用蒸汽直接加热，溶解罐内没有未溶解的草酸滞积，不存在因局部过热而导致草酸分解；②溶解罐效率高，动力消耗小。</p>
------------------	--	--

来源：招股说明书，中泰证券研究所

### 投资磷酸铁锂，公司在储能市场大有可为

- **投资磷酸铁锂，公司向下游进军。**公司 11 月 19 日公告，子公司丰元锂电拟实施年产 10000 吨锂电池正极材料磷酸铁锂建设项目。项目总投资约 4.2 亿元，分两期进行建设，共两年内完成，预计实现年均销售收入 10.25 亿元，年利润总额约 2.2 亿元。公司在公告中明确表示，储能商业化发展将推动锂电池产业迎来发展新机遇，储能技术是未来能源结构转变和电力生产消费方式变革的战略支撑。
- **我国储能市场空间巨大。**国家能源局于 2016 年 6 月 7 日发布《关于促进电储能参与“三北”地区电力辅助服务补偿（市场）机制试点工作的通知》，确定了电储能参与调频调峰辅助市场服务。这意味着我国储能市场将逐步打开。

**图表 25：国家能源局《通知》对储能行业的意义**

- 1、明确了电储能作为独立的电力市场主体的地位，成为独立的辅助服务提供主体，并收取相关服务费用。
- 2、试点的范围广，投资主体多元化，储能系统既可以安装在发电侧的风电场、光伏电站和火电厂等，也可以在用户侧的小区、楼宇、工商企业等地；既可以与其他发电机组联合，也可以独立提供服务；而且发电企业、售电企业、电力用户、电储能企业均可以投资建设储能设施。
- 3、提出了电储能设施充放电价格机制以及参与门槛，既对储能系统提出了要求和约束，也为其实现经济运行创造了条件。
- 4、提出了切实可行的保障措施，对电网企业、调度机构、储能业主单位和政府部门都提出了要求，为项目落实实施提供了保障支持。

来源：中关村储能产业技术联盟，中泰证券研究所

- 根据中关村储能产业技术联盟（CNESA）预测，按常规场景，到 2020 年全国储能技术的累计装机量将达到 14.5GW（含储热，不含抽水蓄能）；按理想场景，到 2020 年全国储能技术的累计装机量将达到 24.2GW（含储热，不含抽水蓄能）。在市场需求和政策的双重推动下，一系列大规模储能项目正在规划和部署当中。



**图表 26：我国储能项目整理**

项目名称	项目介绍
大连国家级大型化学储能示范项目	国家能源局于 2016 年 4 月 14 日印发《关于同意大连液流电池储能调峰电站国家示范项目建设的复函》，批复同意大连市组织开展国家化学储能调峰电站示范项目建设，确定项目建设规模为 20 万千瓦/80 万千瓦时。这是国家能源局在全国范围内首次批准建设国家级大型化学储能示范项目。
二连浩特可再生电源微电网项目	2015 年 10 月获得国家能源局批复。该示范项目共包括 7 个集群，可再生能源发电总装机 253.5 万千瓦。其中储能方面合计 16 万千瓦。

来源：中泰证券研究所整理

- **草酸亚铁路线磷酸铁锂是储能行业理想选择。**磷酸铁锂电池因其寿命长、安全性能好、成本低等优点，成为储能装置的理想选择。我们认为，公司投资磷酸铁锂项目，打通了草酸-草酸亚铁-磷酸铁锂产业链，有望切入发展前景广阔的储能行业，打开了广阔的发展空间。从下游客户认证角度看，我们认为公司项目一期采用磷酸铁路线以打通销售渠道，二期采用草酸亚铁路线以发挥产业链优势的可能性较大。

#### 募投项目保障发展，外延扩张值得期待

- 公司募投项目包括年产 7.5 万吨工业草酸和年产 2.5 万吨精制草酸。本次募集资金投资项目建成达产后，直接面向市场的工业草酸产能将增加约 2.8 万吨/年，精制草酸产能将增加 2.5 万吨/年，市场地位进一步增强。草酸技术研发中心建设项目也有助于公司进一步提高技术实力，牢牢占据行业领先地位。

**图表 27：募集资金投资项目**

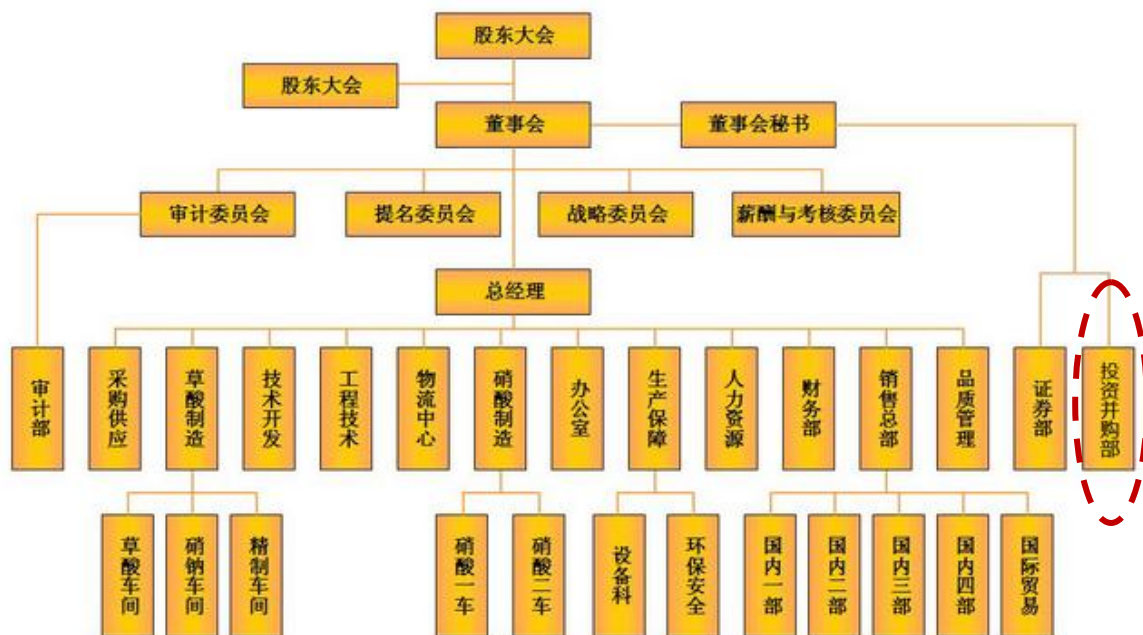
项目名称	达产年新增营业收入	达产年新增净利润	新增固定资产（万元）	达产年新增折旧与摊销（万元）
年产 7.5 万吨工业草酸新建项目	约 3.3 亿元	约 4800 万元	12,514.48	1,234.00
年产 2.5 万吨精制草酸新建项目	约 1.4 亿元	约 2000 万元	5,742.40	564.00
草酸技术研发中心建设项目	—	—	2,340.20	193.00
合计	约 4.7 亿元	约 6800 万元	20,597.08	1,991.00

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **成立并购部门，外延扩张值得期待。**官方网站上的组织架构图显示，公司已成立并购投资部门。我们认为，这标志着公司外延扩张战略的确立，公司有望借助并购，加快草酸下游行业的布局进程。



图表 28: 公司组织架构图



来源: 公司网站, 中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

- 盈利预测: 预计公司 2016~2018 年实现营业收入 2.86、4.43、9.47 亿元, 归母净利润 0.27、0.38、1.06 亿元, EPS0.27、0.40、1.09 元。

图表 29: 公司收入预测拆分表

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>草酸</b>						
销售收入 (百万元)	240	301	295	286	358	435
增长率 (YOY)	—	26%	-2%	-3%	25%	22%
毛利率	20%	24%	21%	20%	21%	22%
<b>磷酸铁锂</b>						
销售收入 (百万元)					85	512
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	502%
毛利率					15%	25%

来源: 中泰证券研究所

- 估值: 考虑到公司具有电子级草酸等新材料生产能力, 兼具次新股属性, 给予公司 15.5~16.5 倍 PS, 对应每股目标价 70.8~75.4 元, “增持”评级。

图表 30: 可比公司估值

股票代码	股票简称	EPS (2016E)	收盘价	PE	PS (TTM)

300429	强力新材	0.47	40.7	86.6	22
300285	国瓷材料	0.47	38.6	82.2	20
300446	乐凯新材	0.94	43.5	46.3	22

来源: Wind, 中泰证券研究所 注: EPS 使用 Wind 一致预期

## 风险提示

- 草酸市场价格波动的风险; 向下游领域扩张遇阻的风险; 次新股板块估值调整的风险。

图表 31: 财务预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	240	301	295	286	443	947
增长率	-21.82%	25.6%	-2.1%	-3.0%	54.8%	113.8%
营业成本	-193	-230	-233	-229	-355	-723
% 销售收入	80.3%	76.2%	79.1%	80.0%	80.2%	76.4%
毛利	47	72	62	57	88	224
% 销售收入	19.7%	23.8%	20.9%	20.0%	19.8%	23.6%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-2	-4
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-10	-13	-13	-12	-19	-41
% 销售收入	4.0%	4.2%	4.5%	4.3%	4.4%	4.4%
管理费用	-9	-12	-12	-12	-18	-39
% 销售收入	3.6%	4.0%	4.2%	4.0%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	28	45	34	32	48	139
% 销售收入	11.9%	15.1%	11.7%	11.2%	10.9%	14.7%
财务费用	-2	0	-1	0	0	0
% 销售收入	0.9%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-4	-3	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
% 税前利润	0.7%	2.2%	0.1%	1.1%	0.7%	0.2%
营业利润	23	43	33	32	49	139
营业利润率	9.5%	14.3%	11.1%	11.3%	11.0%	14.7%
营业外收支	6	4	2	4	3	3
税前利润	29	47	35	36	52	143
利润率	12.2%	15.5%	11.9%	12.6%	11.7%	15.1%
所得税	-8	-12	-9	-9	-13	-37
所得税率	27.4%	26.2%	25.1%	25.8%	25.6%	25.6%
净利润	21	35	26	27	39	106
少数股东损益	0	0	0	0	0	1
归属于母公司的净利润	21	34	26	27	38	106
净利率	8.8%	11.4%	8.9%	9.3%	8.7%	11.1%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	38	28	23	232	125	87
应收款项	86	89	90	86	132	283
存货	56	69	73	67	104	213
其他流动资产	23	36	39	36	57	116
流动资产	203	222	225	421	418	699
% 总资产	44.9%	46.8%	46.8%	64.5%	51.9%	58.0%
长期投资	11	15	15	15	15	15
固定资产	195	198	197	175	332	452
% 总资产	43.1%	41.8%	41.1%	26.8%	41.2%	37.5%
无形资产	32	31	30	29	28	26
非流动资产	249	252	255	232	387	506
% 总资产	55.1%	53.2%	53.2%	35.5%	48.1%	42.0%
资产总计	452	474	480	652	805	1,205
短期借款	20	20	20	20	20	20
应付款项	21	17	15	19	28	57
其他流动负债	9	13	8	10	15	30
流动负债	50	50	43	49	62	107
长期贷款	0	0	0	0	100	350
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	79	77	68	73	187	482
普通股股东权益	373	397	412	579	618	723
少数股东权益	17	17	17	18	18	18
负债股东权益合计	452	474	480	652	805	1,205

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.291	0.471	0.362	0.274	0.397	1.089
每股净资产(元)	5.138	5.459	5.669	5.975	6.372	7.461
每股经营现金净流(元)	0.604	0.321	0.382	0.597	-0.326	-1.390
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.66%	8.62%	6.39%	4.58%	6.23%	14.60%
总资产收益率	4.80%	7.37%	5.57%	4.11%	4.82%	8.81%
投入资本收益率	5.72%	8.59%	6.28%	6.44%	5.85%	10.25%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-21.82%	25.61%	-2.05%	-3.04%	54.83%	113.77%
EBIT增长率	-48.04%	59.89%	-24.19%	-7.10%	51.11%	187.38%
净利润增长率	-50.72%	61.87%	-23.08%	0.81%	44.99%	174.43%
总资产增长率	0.39%	5.50%	1.76%	36.01%	23.35%	49.76%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	61.9	60.4	67.5	64.2	64.6	64.9
存货周转天数	107.6	99.7	111.0	106.7	106.9	107.5
应付账款周转天数	39.5	25.7	21.9	26.1	24.6	24.7
固定资产周转天数	228.4	230.0	240.7	241.1	218.8	158.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-4.72%	-1.86%	-0.63%	-35.59%	-0.81%	38.16%
EBIT利息保障倍数	13.5	120.8	47.9	—	—	—
资产负债率	11.28%	10.80%	9.11%	7.52%	20.34%	38.11%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。