

天力锂能 (833757.OC)

评级: 买入 首次评级

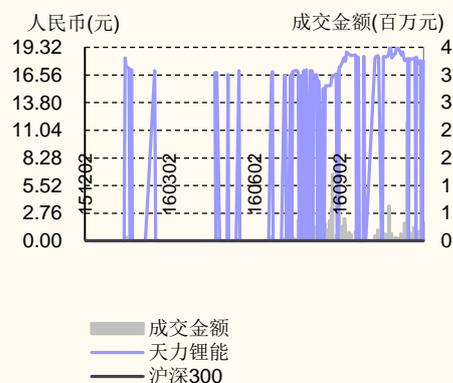
公司深度研究

市场价格(人民币): 18.00元
 目标价格(人民币): 25.00-26.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) .00
 总市值(百万元) 489.42
 年内股价最高最低(元) 19.35/15.05
 沪深300指数 3565.04



锂电三元材料新秀

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.181	0.649	1.305	2.358	3.431
每股净资产(元)	1.58	2.59	4.05	6.68	10.50
每股经营性现金流(元)	0.60	0.46	-0.26	1.33	2.15
市盈率(倍)	0.00	0.00	14.29	7.91	5.44
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	-28.63%	259.33%	133.97%	80.64%	45.52%
净资产收益率(%)	14.17%	23.97%	35.93%	39.36%	36.42%
总股本(百万股)	26.04	26.04	30.30	30.30	30.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 受益于新能源汽车发展,三元锂电需求高增长,三元材料将保持高景气。根据高工锂电数据,2015年全年车载动力电池出货量为15.9GWH,同比增长220%,2020年国内市场需求预计达到85GWH,年复合增长率达40%。根据2012年发布的《节能与新能源汽车产业发展规划》,到2020年的动力电池模组能量要达到300Wh/kg以上。从指标看,使用三元材料是目前最有可能实现目标的方法,应用数据看三元材料的加速趋势明显。2020年动力三元材料需求或将突破8万吨,2016-2017年有望成为需求增速的高点。
- 从公司产品来看,公司从2009年成立便专注三元材料的研发生产,是国内产能产量居前的厂商。公司产品以NCM为主,广泛用于动力电池和3C电池等。
- 公司近两年营收和利润呈现爆发式增长。公司近两年营收和利润呈现高速增长。公司2015年收入2.18亿,1H2016收入1.67亿,同比分别增长41.87%和61.96%;2015年净利润1690万元,1H2016净利润2107万元,同比分别增长259.33%和185.07%。
- 从公司的竞争优势看,公司具备完全自给自足的前驱体生产能力,成本优势明显。三元材料前驱体的品质(形貌、粒径、粒径分布、比表面积、杂质含量、振实密度等)直接决定了最后烧结产物的理化指标,对三元材料的生产起到重要作用。公司是国内同行中为数不多的掌握三元材料前驱体生产技术和工艺流程的企业,完全实现自给,具有成本优势,毛利率高于行业平均水平,1H2016为22.74%。
- “产能扩建+新产品储备+客户升级”保证未来增长。公司通过产能扩张,新建产能5000吨/年,部分投产后2016年底即可达到产能5000吨/年;公司已研发储备、试制了高镍三元新产品,并储备NCA产品;进一步完善和拓展了销售渠道,客户群体进一步由国内二三线锂电池厂商转向一二线动力电池厂商。

投资建议

- 我们预计公司2016E-2018E的收入分别为3.49亿、5.40亿、7.52亿,净利润分别为4000万、7100万、10400万。考虑公司所处行业及可比公司的估值,按2016E的PE=20X予以估值,目标价25-26元,首次覆盖给予“买入”评级。

王艺国

联系人
 (8621)60937185
 wangyiguo@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

风险提示

- 下游行业波动风险，新能源汽车发展与政策息息相关，未来存在政策改变及政策执行不达预期的风险。
- 正极材料的产能扩张造成未来市场竞争加剧的风险。
- 动力电池行业未来有望整合，是否能有效拓展行业龙头客户存在不达预期的风险。
- 技术更新及技术替代风险。
- 应收账款持续增加带来的经营风险。
- 上下游议价能力减弱带来的经营恶化风险。

内容目录

1. 公司较早从事三元材料研发生产，近两年业绩高增长	5
1.1 公司从成立初即从事三元材料研发生产	5
1.2 公司近两年业绩高增长	5
1.3 公司股权结构及控股股东	6
2. 三元是正极材料大势所趋，将持续保持高景气	7
2.1 受益于新能源汽车爆发式增长，三元锂电需求高增	7
2.2 三元材料供需将维持紧平衡	9
3. 公司：专注三元材料，具备竞争优势	12
3.1 公司专注三元材料，技术研发能力突出	12
3.2 公司自制前驱体，带来成本比较优势	12
3.3 “产能扩建+新产品储备+客户升级”保证未来增长	13
3.4 与可比公司经营况对比	14
4. 投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1：公司主要产品	5
图表 2：公司近两年收入呈现高增长	6
图表 3：公司近两年归母净利润呈现高增长	6
图表 4：2014-1H2016 公司不同产品的收入占比	6
图表 5：公司挂牌时的股权结构	7
图表 6：公司新三板挂牌后融资情况	7
图表 7：2016 年 1-10 月纯电动和混动产量占比	7
图表 8：2016 年 1-10 月新能源乘用车、商用车产量占比	7
图表 9：2015-2020 年国内动力锂电池需求量 (GWh)	8
图表 10：2015-2020 年国内锂电池市场规模 (亿元)	8
图表 11：2015 年新能源汽车锂电种类分布	8
图表 12：2015 年纯电动汽车电池用量分布 (Gwh)	8
图表 13：锂电池材料成本占比	9
图表 14：锂电池各类正极材料优劣对比	9
图表 15：三元材料的组成和种类	9
图表 16：NCM、NCA 和 LFP 性能比较	9
图表 17：2016-2020E 新能源汽车产量预测 (辆)	10
图表 18：三元电池的车型逐渐增多	10
图表 19：2015-2020E 三元动力电池需求预测	11
图表 20：2015-2020E 三元材料需求预测 (吨)	11
图表 21：2015 年国内三元材料产量不同厂家分布	11

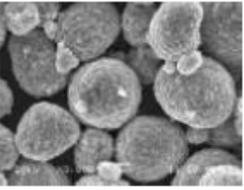
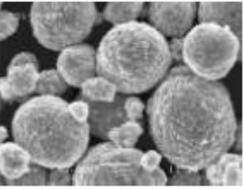
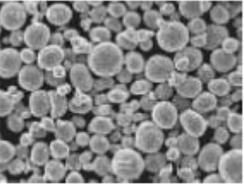
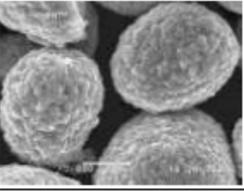
图表 22: 公司三元材料研发实力出众.....	12
图表 23: 公司三元材料的生产流程.....	13
图表 24: 公司新增加产能 5000 吨以上	13
图表 25: 公司的主要客户情况.....	14
图表 26: 2014-1H2016 公司毛利率优于可比公司.....	14
图表 27: 2014-1H2016 公司毛利率优于可比公司.....	14
图表 28: 2014-1H2016 公司资产负债率稳步降低.....	15
图表 29: 2014-1H2016 公司摊薄 ROE 优于可比公司.....	15
图表 30: 分产品的盈利预测.....	16

1. 公司较早从事三元材料研发生产，近两年业绩高增长

1.1 公司从成立初即从事三元材料研发生产

新乡天力锂能股份有限公司原名新乡市天力能源材料有限公司，成立于 2009 年 3 月，自成立开始就专注于锂电池三元正极材料的研发、生产和销售。公司目前生产规模国内位居前列。公司主营产品为用于锂电池的三元正极材料 NCM 和用于碱性电池负极材料的无汞锌粉。公司于 2015 年 10 月挂牌新三板。

图表 1：公司主要产品

产品图片	名称及牌号	性能	用途
	三元材料 TLM310	三元材料，所得产品粒度分布均匀，一致性好；0.2C（3.0-4.3V 扣电）容量>150mAh/g	电动工具、充电宝等高功率电池
	三元材料 TLM510	三元材料，所得产品粒度分布均匀，一致性好；0.2C（3.0-4.3V 扣电）容量>165mAh/g	手机、充电宝、笔记本电脑、电动自行车等高功率电池
	三元材料 TLM610	三元材料，所得产品粒度分布均匀，一致性好；0.2C（3.0-4.3V 扣电）容量>170mAh/g	大容量充电宝、电动摩托、电动汽车等高能量密度电池
	三元材料 TLM810	三元材料，所得产品粒度分布均匀，一致性好；0.2C（3.0-4.3V 扣电）容量>190mAh/g	电动摩托、电动汽车等高能量密度电池
	无汞锌粉	银灰色粉末，高铁高纯；电化学性能稳定，自放电小；密度大于3.0g/cm ³ ，填充量大；粒度可调可控。	碱性电池负极

来源：国金证券研究所，公开转让说明书

公司是国内少数同时生产三元材料前驱体和三元材料成本的厂商之一。公司目前拥有生产基地两处，老基地具备 2500 吨/年的三元材料生产能力，新基地一期 2500 吨/年的生产能力正在释放，二期 2500 吨/年的生产能力正在建设中。公司三元材料产能在国内位居前列。

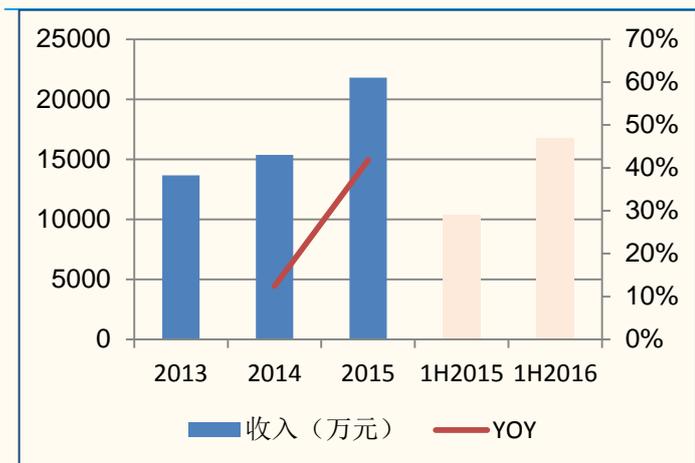
2015 年 1-3 月份公司最大客户是深圳卓能，近两年的客户已开始从国内二三线锂电池厂商逐步转向浙江天能、中航锂电、多氟多等一二线动力电池厂商。并开始同部分国内的外资工厂建立了业务关系。

1.2 公司近两年业绩高增长

公司近两年营收和利润呈现高增长。公司 2015 年收入 2.18 亿，1H2016 收入 1.67 亿，同比分别增长 41.87% 和 61.96%；2015 年净利润 1690 万元，1H2016

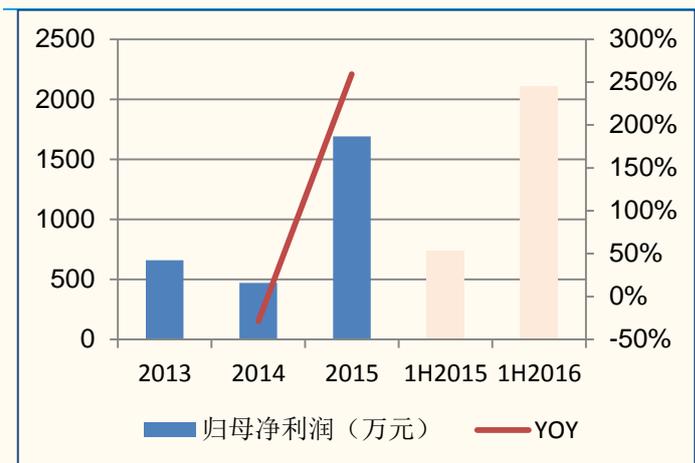
净利润2107万元，同比分别增长259.33%和185.07%。

图表 2: 公司近两年收入呈现高增长



来源: 国金证券研究所, Choice

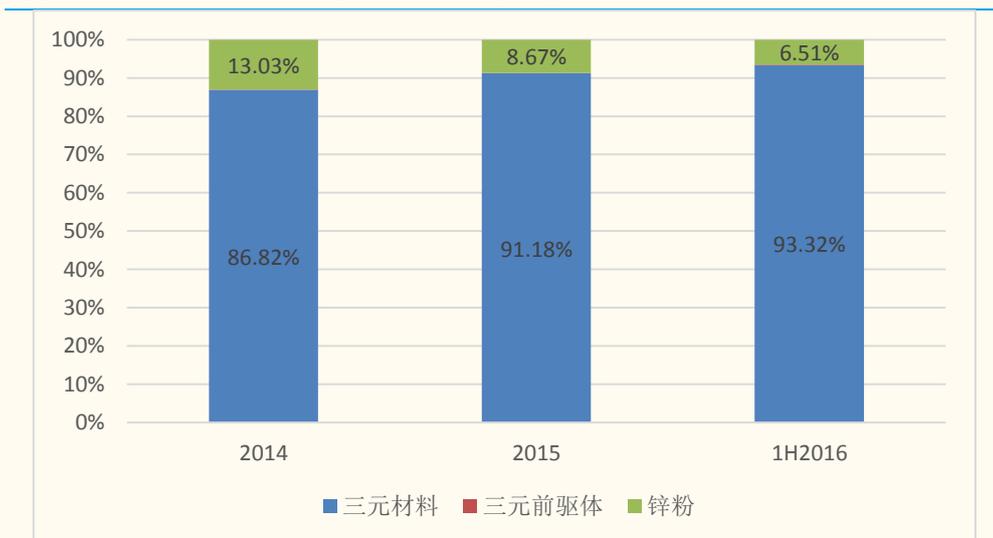
图表 3: 公司近两年归母净利润呈现高增长



来源: 国金证券研究所, Choice

从近三年的产品构成看, 公司三元材料的收入占比从2014年的86.82%提升到1H2016的93.32%, 锌粉的收入占比从2014年的13.03%降低到1H2016的6.51%。公司毛利率从2014年的19.26%提升到1H2016的22.74%。

图表 4: 2014-1H2016 公司不同产品的收入占比

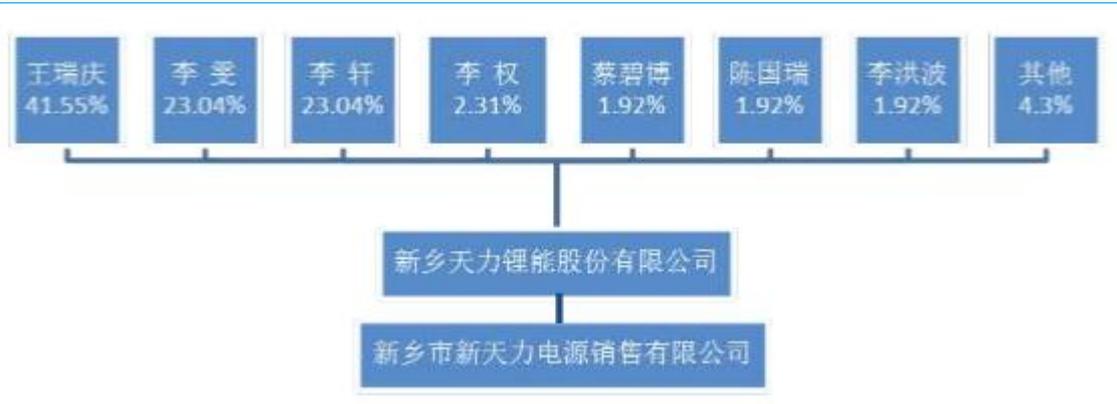


来源: 国金证券研究所, choice

1.3 公司股权结构及控股股东

公司挂牌时, 王瑞庆共持有公司 41.55%的股份, 为公司的控股股东。王瑞庆、李雯、李轩通过《一致行动人协议》在股东大会上行使表决权时保持一致, 构成对公司的共同控制, 为公司的实际控制人。

图表 5：公司挂牌时的股权结构



来源：国金证券研究所，公开转让说明书

公司现为做市交易，做市商为中原证券、中山证券、国海证券。挂牌至今，公司已完成定向增发3次，已募资金额3222万。公司最新一次增发正在实施中，拟以16元/股发行625万股，募资金额1亿元。

图表 6：公司新三板挂牌后融资情况

公告日期	融资方式	年度	最新进度	发行价(元)	发行股数(万股)	募资总额(万元)
2015/10/20	定向增发	2015年	实施完成	7	115	805
2016/2/5	定向增发	2016年	实施完成	7	231	1617
2016/4/19	定向增发	2016年	实施完成	10	80	800
2016/9/30	定向增发	2016年	预案公布	16	625	

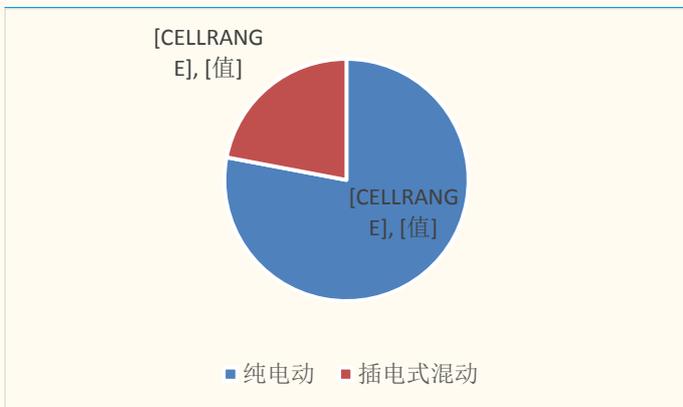
来源：国金证券研究所，Choice

2. 三元是正极材料大势所趋，将持续保持高景气

2.1 受益于新能源汽车爆发式增长，三元锂电需求高增

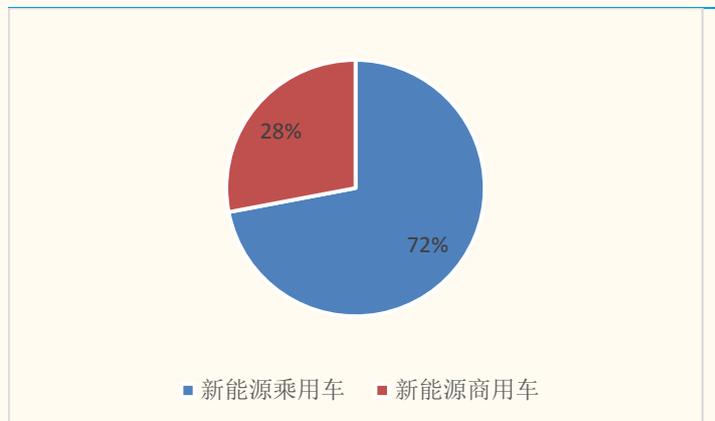
中国汽车工业协会数据显示，2015年，我国新能源汽车生产34.05万辆，销售33.1万辆，同比分别增长3.3倍和3.4倍。2016年1-10月中国新能源汽车产量为35.5万辆，销售33.7万辆，比上年同期分别增长77.9%和82.2%。2016年前10月，乘用车占比为72%，其中纯电动乘用车依旧是市场主力，占比52%；插电式乘用车销量受制于10月的大幅下滑，今年1-10月累计销量占比仅为20%。商用车占比为28%，其中纯电动商用车的市场份额25%，插电式商用车的份额最小仅为3%。

图表 7：2016年1-10月纯电动和混动产量占比



来源：国金证券研究所，中国汽车工业协会

图表 8：2016年1-10月新能源乘用车、商用车产量占比



来源：国金证券研究所，中国汽车工业协会

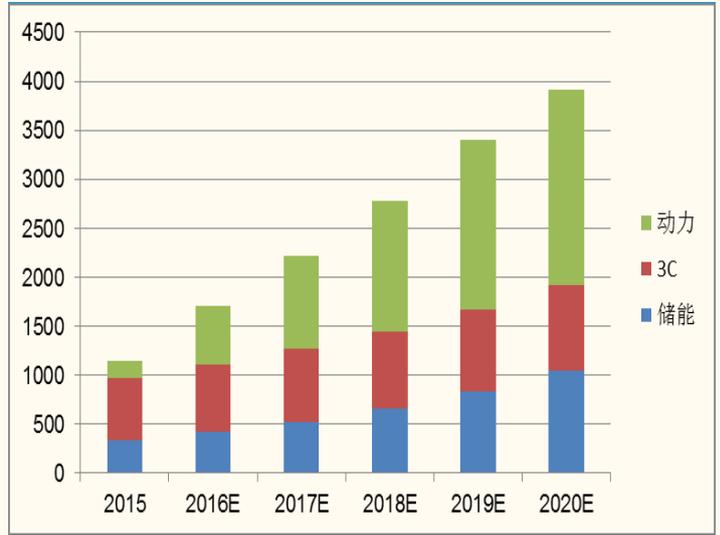
根据赛迪顾问的预测，到 2020 年，国内新能源汽车保有量有望达到 500 万辆的目标。根据高工锂电数据，2015 年全年车载动力电池出货量为 15.9GWH，同比增长 220%，2020 年国内市场需求预计达到 85GWh，年复合增长率达 40%。

图表 9: 2015-2020 年国内动力锂电池需求量 (GWh)



来源：前瞻网，国金证券研究所

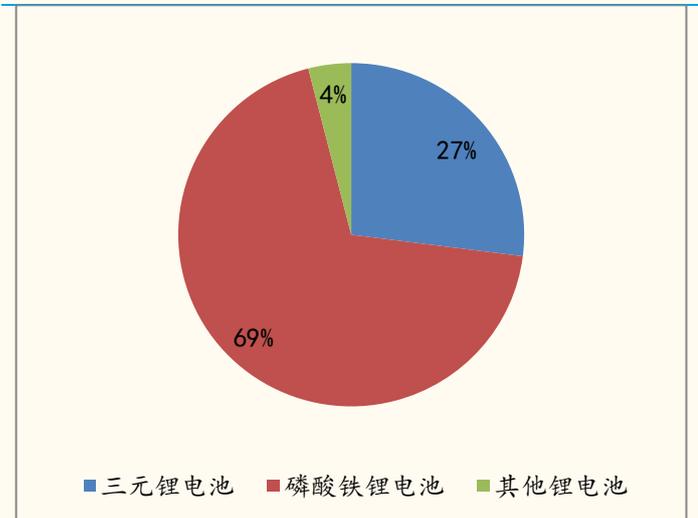
图表 10: 2015-2020 年国内锂电池市场规模 (亿元)



来源：前瞻网，国金证券研究所

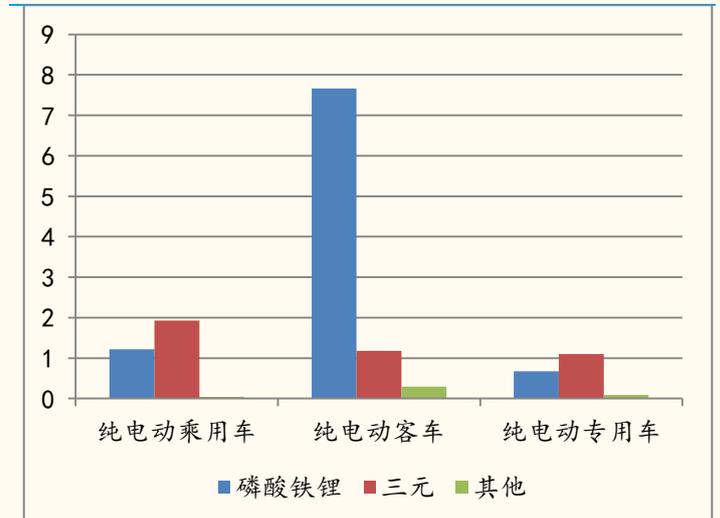
根据 2012 年发布的《节能与新能源汽车产业发展规划》，到 2020 年的动力电池模组能量要达到 300Wh/kg 以上。2015 年 2 月科技部提出 2015 年底轿车动力电池能量密度应达到 200Wh/kg，从指标看，使用三元材料是目前最有可能实现目标的方法，应用数据看三元材料的加速趋势明显。

图表 11: 2015 年新能源汽车锂电种类分布



来源：高工锂电，国金证券研究所

图表 12: 2015 年纯电动汽车电池用量分布 (Gwh)



来源：第一电动网，国金证券研究所

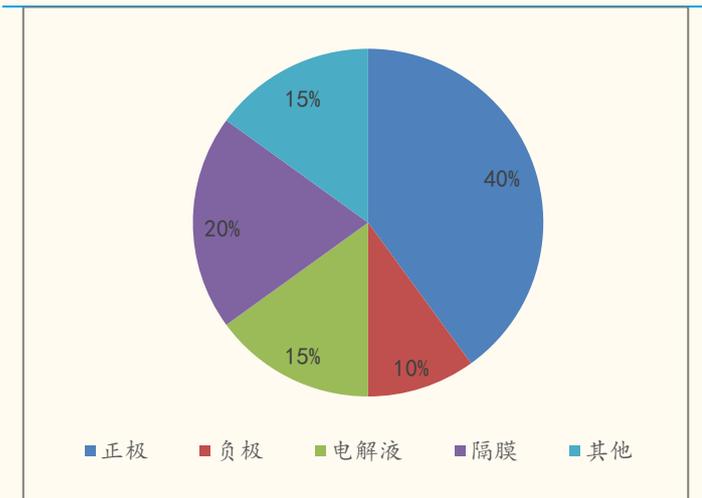
2016 年初，工信部暂停三元锂电池客车列入新能源汽车推广应用推荐车型目录。2015 年新能源汽车整体使用磷酸铁锂比重较高，占 69%，但主要由纯电动客车拉动。近期，工信部在关于进一步做好新能源汽车推广应用安全监管工作的宣贯会上指出，自 2017 年 1 月 1 日起，电动客车安全国家标准出台前，新能源客车暂按《电动客车安全技术条件》的要求执行。2017 年 1 月 1 日起，新申请《新能源汽车推广应用推荐车型目录》的使用三元电池的客车，应同时补交第三方检测报告。该条款标志着三元电池在客车上的应用自 2017 年 1 月 1 日起或将解禁。

新能源汽车从始至终发展的一条核心趋势就是更高的续航里程，更高的能量密

度是满足这些需求的关键。三元电池在这方面相对于磷酸铁锂具有优势，因此，长期看好三元锂电将成为新能源动力电池市场的主流选择。

正极材料看好三元、高镍方向。正极材料在锂电池成本占比 40%，是决定锂电池性能四大材料之首。锰酸锂、三元材料、磷酸铁锂是目前主流的正极材料，性能各有优劣。新能源汽车从始至终发展的一条核心趋势就是更高的续航里程，更高的能量密度是满足这些需求的关键。三元电池在这方面相对于磷酸铁锂具有优势，因此，长期看好三元锂电将成为新能源动力电池市场的主流选择。坚守磷酸铁锂的比亚迪 2016 年 5 月公开表示将在未来的插电式混合动力汽车将尝试使用三元电池。

图表 13：锂电池材料成本占比



来源：新材料在线，国金证券研究所

图表 14：锂电池各类正极材料优劣对比

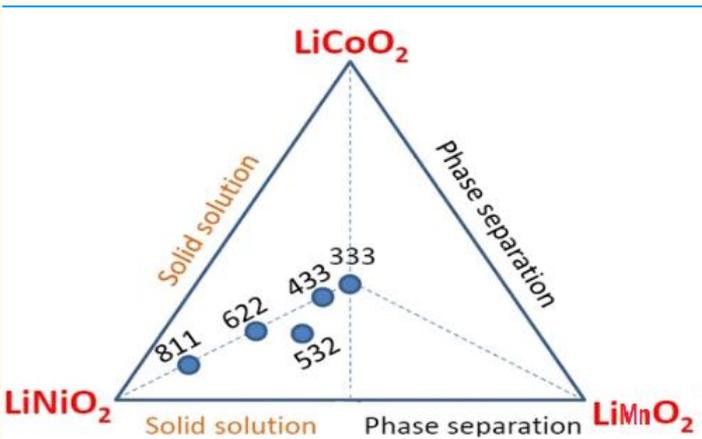
类别	钴酸锂	锰酸锂	磷酸铁锂	三元系(NCA)	三元系(NCM)
分子式	LiCoO ₂	LiMn ₂ O ₄	LiFePO ₄	LiNi _x Co _y Al _z O ₂	LiNi _x Co _y Mn _z O ₂
结构类型	层状	尖晶石	橄榄石	层状	层状
电压平台	3.7	3.8	3.3	3.7	3.6
振实密度	2.8-3.0	2.2-2.4	1.0-1.4	2.0-2.4	2.0-2.3
比容量(mAh/g)	135-140	100-120	110-165	190	160-190
循环寿命	500-	300-	2000+	1000+	1000+
资源供给	贫乏	丰富	非常丰富	较贫乏	较贫乏
环保问题	有	无	无	有	有
安全性能	差	良好	好	较差	尚好
成本	高	低	低	低	高
优点	充放电稳定，生产工艺简单	锰资源丰富，价格较低，安全性好	高安全性，环保，长寿	高能量密度，低温性能好	电化学性能稳定，循环性能好
缺点	钴价格昂贵，循环寿命较低，抗过充性能差	锰资源较丰富，但能量密度低，电液相容性差	低温性能较差，放电电压低	高温性能差，安全性差，生产技术门槛高	用到一部分金属钴，价格昂贵

来源：新材料在线，国金证券研究所

三元材料，是三种电极材料共融而成的复合电极材料，理论上兼具每种电极材料的特性和优势，目前最常见的是 NCA 和 NCM。NCM 指的是镍钴锰酸锂三元材料。通过调配镍、钴、锰三者的比例，得到不同的电极特性。

以 18650 电芯为例，LFP 电芯在 1500mAh，三元电芯基本容量在 2200mAh 左右，比 LFP 电芯高出 45%。

图表 15：三元材料的组成和种类



来源：国金证券研究所，电子发烧友

图表 16：NCM、NCA 和 LFP 性能比较

正极材料	容量 (mAh)	最大充电电压 (V)	最大放电倍率 (C)	循环寿命 (次)
NCM	2200	4.20	1.0	300/80%
LCO/NCM	2200	4.20	1.0	1000/80%
LCO/NCM	2600	4.20	0.5	300/80%
NCA	3200	4.20	1.0	300/80%
LCO/NCM	2500	4.20	1.0	300/80%
LFP	1350	3.65	1.0	1000/80%
LFP	1400	3.65	1.0	1000/80%
LFP	1700	3.65	1.0	1000/80%
LFP	1100	3.60	10.0	1000/80%

来源：国金证券研究所，电子发烧友

2.2 三元材料供需将维持紧平衡

我国规划到 2020 年我国新能源汽车市场规模将达到 145 万辆，依据 2016 年 1-10 月各类新能源汽车产销量和参考中国电池网对未来新能源汽车数量的预测，我们在保守调整后估算出 2016~2018 年各类新能源汽车数据。我们做出了不同新能源汽车类型到 2020E 的产量预测。由于三元材料在客车上应用有望放开，故预测中已包含未来几年客车的产量。

图表 17: 2016-2020E 新能源汽车产量预测 (辆)

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
纯电动乘用车	150,528	322,310	484,701	601,859	695,502	789,545
纯电动专用车	47,778	35,567	143,334	172,001	182,321	195,633
插电式混动乘用车	63,755	95,633	119,541	131,495	135,449	136,658
新能源客车	88,248	81,025	93,179	102,497	112,746	121,766

来源: 国金证券研究所, 第一电池网

随着国内动力电池技术的发展, 三元材料的占比将逐渐提升, 同时三元材料正由目前主流的 NCM111、NCM523 型向能量密度更高的 NCM622、811 型发展。市场上使用三元电池的车型也在逐渐增加。

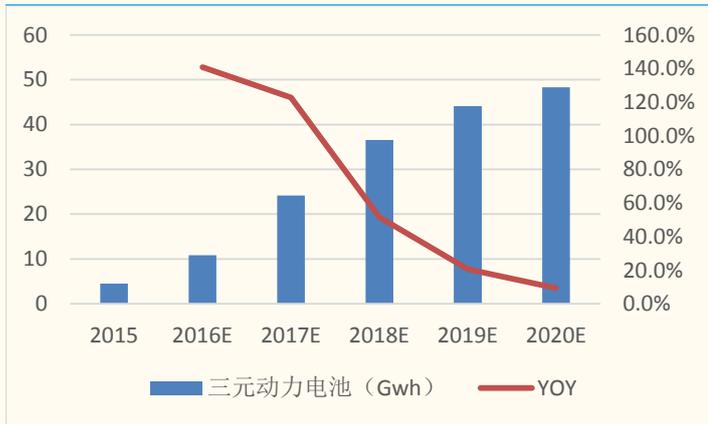
图表 18: 三元电池的车型逐渐增多

厂商	车型	2016年1-4月累计销量(台)	电池类别
北汽新能源	北汽E系列	6998	EV160采用铁锂电池 EV200/150已换用三元锂电池
	绅宝D50	792	三元锂电池
江淮汽车	和悦IEV	6741	IEV4采用铁锂, IEV5已换用三元
江铃汽车	江铃E100	3227	三元锂电池
奇瑞汽车	eQ电动车	3115	三元锂电池
	QQ电动	529	三元锂电池
众泰汽车	云100	1895	三元锂电池
	众泰E200	749	三元锂电池
	众泰TT ev	635	三元锂电池
吉利汽车	帝豪EV	1461	三元锂电池
	康迪熊猫	529	磷酸铁锂电池
长安汽车	逸动	1442	三元锂电池
比亚迪	比亚迪E5	1504	磷酸铁锂电池
	比亚迪E6	5896	磷酸铁锂电池
	比亚迪秦	3948	磷酸铁锂电池
比亚迪奔驰	腾势	667	磷酸铁锂电池
东风日产	晨风	778	锰酸锂电池
上汽乘用车	荣威550	4184	磷酸铁锂电池
广汽乘用车	传祺GA5EV	829	三元锂电池
华晨宝马	5系	172	三元锂电池
吉利沃尔沃	S60L	171	三元锂电池
北京奔驰	C350	24	三元锂电池

来源: 国金证券研究所, 第一电动网

参照第一电池网的数据, 我们预测 2020 年动力三元材料需求或将突破 8 万吨, 2016-2017 年有望成为需求增速的高点。

图表 19: 2015-2020E 三元动力电池需求预测



来源: 国金证券研究所, 第一电池网

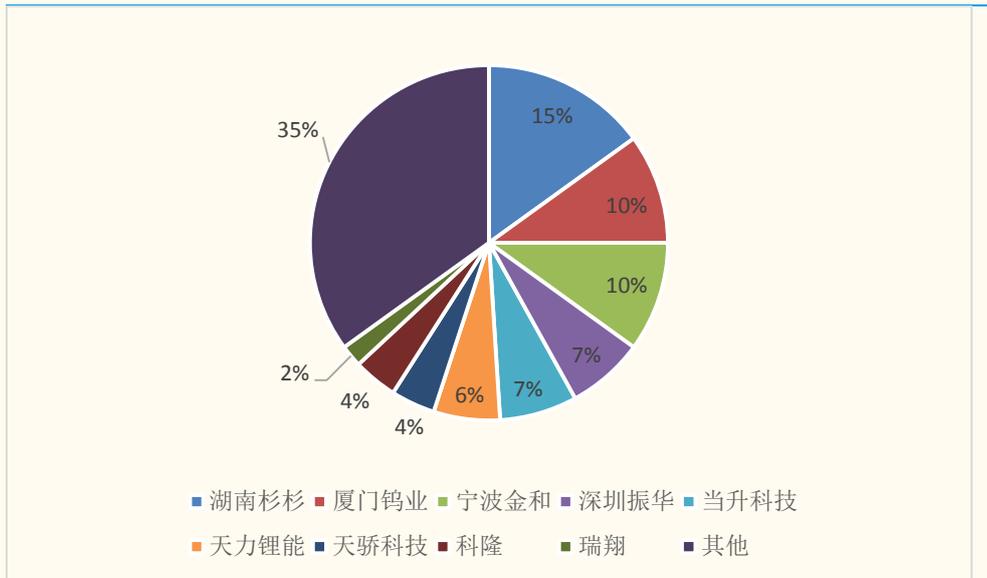
图表 20: 2015-2020E 三元材料需求预测 (吨)



来源: 国金证券研究所, 第一电池网

锂电正极材料行业属于技术密集、资金密集行业, 国内行业集中度较高。参照中国产业信息网的数据, 2015 年国内前十大三元材料的生产商的占比超过 65%。汽车动力电池的一致性、稳定性要求是电池中最高的, 上游材料的生产对质量的控制也相当严苛。不同厂商均需要行业内多年的技术积累与经验积累。造成上游材料的工艺门槛和技术门槛也相对较高。我们判断未来行业龙头企业的份额将进一步提升。

图表 21: 2015 年国内三元材料产量不同厂家分布



来源: 国金证券研究所, 中国产业信息

国内主要的三元材料生产商都在进行产能的扩张:

当升科技的江苏当升二期技改扩建项目, 预计 2017 年 10 月投产, 届时三元材料总产能超过 8000 吨/年;

天力锂能的“年产 5000 吨三元材料项目”, 随着部分产能试生产, 2016 年底三元产能超过 5000 吨, 2017 年有望增加到 7000 吨。

深圳天骄预计 2016 年投产 2000 吨三元产能, 2017 年投产 8000 吨。

杉杉能源等其他厂商也有相应的扩产计划。

虽然主要三元材料生产商都在进行产能扩张, 但由于项目建设周期长、投产日期及实际产量仍有不确定性。我们判断 2016 年下半年至 2017 年上半年三元材料的供需将维持紧平衡。景气度仍将延续。

3. 公司：专注三元材料，具备竞争优势

3.1 公司专注三元材料，技术研发能力突出

公司从 2009 年成立开始一直从事三元材料研发生产，自主创新地设计三元材料前驱体的合成反应装置，是国内同行业中为数不多的掌握三元材料前驱体生产技术和工艺流程的公司之一。

公司与河南师范大学合作建设产学研基地，拥有河南省级技术中心、动力电池三元材料工程研发中心，行业较为领先的技术装备及设施。并拥有先进的检测仪器。

图表 22：公司三元材料研发实力出众



来源：国金证券研究所，公开转让说明书

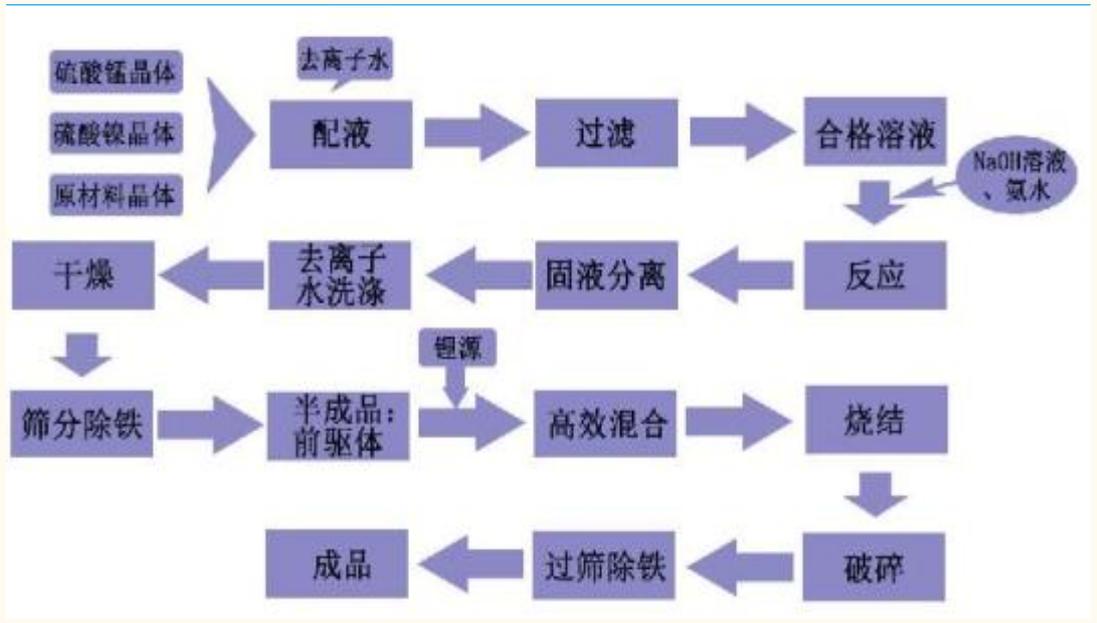
截止 1H2016，公司拥有专利 4 项，其中发明专利 1 项。

3.2 公司自制前驱体，带来成本比较优势

三元材料前驱体的品质（形貌、粒径、粒径分布、比表面积、杂质含量、振实密度等）直接决定了最后烧结产物的理化指标，对三元材料的生产起到重要作用。公司是国内同行中为数不多的掌握三元材料前驱体生产技术和工艺流程的企业，完全实现自给，并有少量前驱体销售给其他科研单位。

由于前驱体的完全自给自足，公司具有成本优势，毛利率高于行业平均水平，1H2016 为 22.74%。

图表 23：公司三元材料的生产流程



来源：国金证券研究所，公开转让说明书

3.3 “产能扩建+新产品储备+客户升级”保证未来增长

公司现有新老两个生产基地，老基地产能 2500 吨/年。“年产 5000 吨 NCM 项目”新厂房已全部建设完毕，预计 2016 年底可新增产能 2500 吨/年。

图表 24：公司新增加产能 5000 吨以上



来源：国金证券研究所，公司网站

新产品方面，公司已研发储备、试制了高镍三元新产品，并储备 NCA 产品。公司客户有深圳卓能，博富能，江苏三杰、浙江天能等锂电池制造商。公司依托雄厚的技术储备与研发能力，进一步完善和拓展了销售渠道，客户群体进一步由国内二三线锂电池厂商转向一二线动力电池厂商，并积极拓展外资客户如松下等，多次送样得到了反馈肯定。

图表 25: 公司的主要客户情况

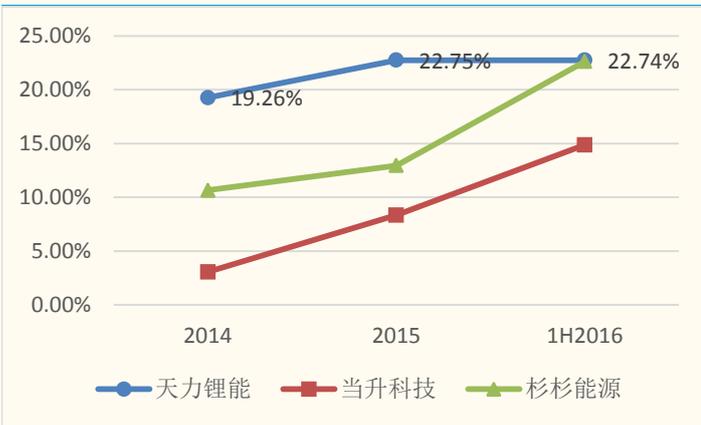


来源: 国金证券研究所, 公司资料

3.4 与可比公司经营况对比

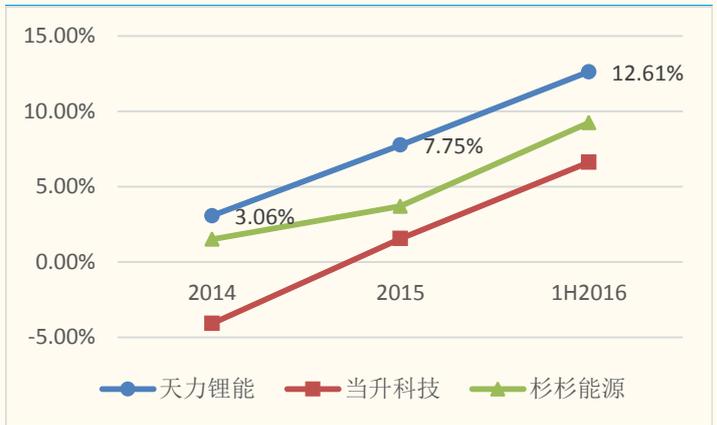
选取当升科技和杉杉能源作为参照, 公司毛利率和净利率优于行业可比公司。公司毛利率保持稳定, 净利率有明显提升。

图表 26: 2014-1H2016 公司毛利率优于可比公司



来源: 国金证券研究所, Choice

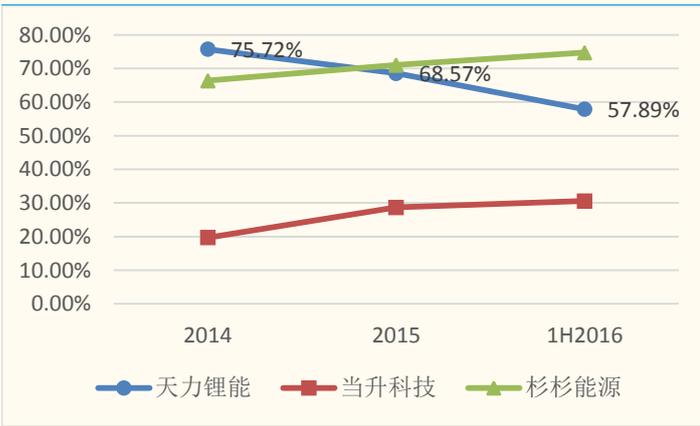
图表 27: 2014-1H2016 公司净利率优于可比公司



来源: 国金证券研究所, Choice

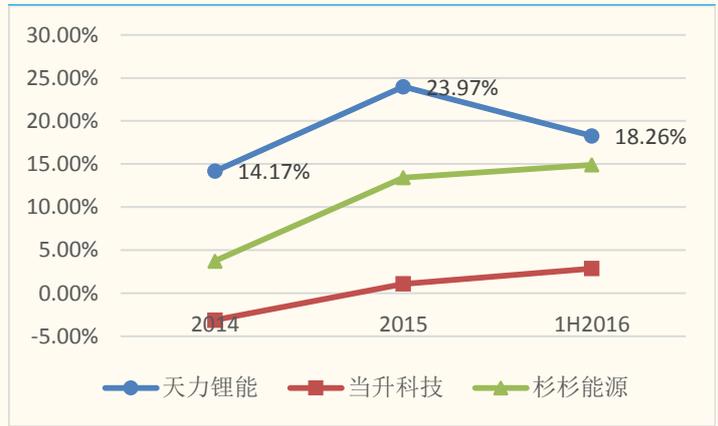
公司资产负债率近年有降低, 优于杉杉能源。ROE 明显优于杉杉能源和当升科技。

图表 28: 2014-1H2016 公司资产负债率稳步降低



来源: 国金证券研究所, Choice

图表 29: 2014-1H2016 公司摊薄 ROE 优于可比公司



来源: 国金证券研究所, Choice

4. 投资建议

- 受益于新能源汽车发展,三元锂电需求高增长,三元材料将保持高景气。根据高工锂电数据,2015 年全年车载动力电池出货量为 15.9GWh,同比增长 220%,2020 年国内市场需求预计达到 85GWh,年复合增长率达 40%。根据 2012 年发布的《节能与新能源汽车产业发展规划》,到 2020 年的动力电池模组能量要达到 300Wh/kg 以上。从指标看,使用三元材料是目前最有可能实现目标的方法,应用数据看三元材料的加速趋势明显。2020 年动力三元材料需求或将突破 8 万吨,2016-2017 年有望成为需求增速的高点。
- 从公司产品来看,公司从 2009 年成立便专注三元材料的研发生产,是国内产能产量居前的厂商。公司产品以 NCM 为主,广泛用于动力电池和 3C 电池等。
- 公司近两年营收和利润呈现爆发式增长。公司近两年营收和利润呈现高增长。公司 2015 年收入 2.18 亿,1H2016 收入 1.67 亿,同比分别增长 41.87%和 61.96%;2015 年净利润 1690 万元,1H2016 净利润 2107 万元,同比分别增长 259.33%和 185.07%。
- 从公司的竞争优势看,公司具备完全自给自足的前驱体生产能力,成本优势明显。三元材料前驱体的品质(形貌、粒径、粒径分布、比表面积、杂质含量、振实密度等)直接决定了最后烧结产物的理化指标,对三元材料的生产起到重要作用。公司是国内同行中为数不多的掌握三元材料前驱体生产技术和工艺流程的企业,完全实现自给,具有成本优势,毛利率高于行业平均水平,1H2016 为 22.74%。
- “产能扩建+新产品储备+客户升级”保证未来增长。公司通过产能扩张,新建产能 5000 吨/年,部分投产后 2016 年底即可达到产能 5000 吨/年;公司已研发储备、试制了高镍三元新产品,并储备 NCA 产品;进一步完善和拓展了销售渠道,客户群体进一步由国内二三线锂电池厂商转向一二线动力电池厂商。
- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 3.49 亿、5.40 亿、7.52 亿,净利润分别为 4000 万、7100 万、10400 万。考虑公司所处行业及可比公司的估值,按 2016E 的 PE=20X 予以估值,目标价 25-26 元,首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30: 分产品的盈利预测

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
三元材料						
销售收入(百万元)	104.24	133.41	193.55	330.00	520.00	730.00
增长率(YOY)	160.60%	27.98%	45.08%	70.50%	57.58%	40.38%
毛利率	26.05%	21.25%	23.00%	24.00%	25.00%	24.00%
销售成本(百万元)	77.09	105.06	149.03	250.80	390.00	554.80
增长率(YOY)	150.08%	36.29%	41.86%	68.28%	55.50%	42.26%
毛利(百万元)	27.15	28.35	44.52	79.20	130.00	175.20
增长率(YOY)	195.93%	4.40%	57.03%	77.91%	64.14%	34.77%
占总销售额比重	76.76%	86.82%	91.05%	94.45%	96.24%	97.13%
主营业务利润比重	90.86%	95.92%	99.61%	96.39%	98.34%	98.60%
三元前驱体						
销售收入(百万元)	1.57	0.09	0.31	0.40	0.80	1.60
增长率(YOY)	726.32%	-94.27%	244.44%	29.03%	100.00%	100.00%
毛利率	13.23%	-5.50%	35.33%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本(百万元)	1.36	0.09	0.20	0.28	0.56	1.12
增长率(YOY)	860.60%	-93.03%	111.14%	39.67%	100.00%	100.00%
毛利(百万元)	0.21	-0.00	0.11	0.12	0.24	0.48
增长率(YOY)	331.08%	-102.38%	-2312.59%	9.57%	100.00%	100.00%
占总销售额比重	1.16%	0.06%	0.15%	0.11%	0.15%	0.21%
主营业务利润比重	0.70%	-0.02%	0.25%	0.15%	0.18%	0.27%
锌粉						
销售收入(百万元)	26.91	20.03	18.40	19.00	19.50	20.00
增长率(YOY)	14063.16%	-25.57%	-8.14%	3.26%	2.63%	2.56%
毛利率	9.95%	6.58%	0.34%	15.00%	10.00%	10.00%
销售成本(百万元)	24.23	18.71	18.34	16.15	17.55	18.00
增长率(YOY)	16987.25%	-22.78%	-2.00%	-11.93%	8.67%	2.56%
毛利(百万元)	2.68	1.32	0.06	2.85	1.95	2.00
增长率(YOY)	5456.92%	-50.78%	-95.25%	4455.63%	-31.58%	2.56%
占总销售额比重	19.82%	13.03%	8.66%	5.44%	3.61%	2.66%
主营业务利润比重	8.96%	4.46%	0.14%	3.47%	1.48%	1.13%
其他						
销售收入(百万元)	3.08	0.14	0.31	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	1521.05%	-95.45%	121.43%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利率	-4.99%	-77.54%	1.37%	32.35%	32.35%	32.35%
销售成本(百万元)	3.23	0.25	0.31	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	2180.20%	-92.31%	23.01%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
毛利(百万元)	-0.15	-0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率(YOY)	-418.97%	-29.37%	-103.91%	-100.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
占总销售额比重	2.27%	0.09%	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
主营业务利润比重	-0.51%	-0.37%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%

来源: 国金证券研究所

5. 风险提示

- 下游行业波动风险, 新能源汽车发展与政策息息相关, 未来存在政策改变及政策执行不达预期的风险。
- 正极材料的产能扩张造成未来市场竞争加剧的风险。
- 动力电池行业未来有望整合, 是否能有效拓展行业龙头客户存在不达预期的风险。
- 技术更新及技术替代风险。
- 应收账款持续增加带来的经营风险。
- 上下游议价能力减弱带来的经营恶化风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	137	154	218	349	540	752	货币资金	8	7	21	30	40	50
增长率		12.4%	41.9%	60.2%	54.6%	39.1%	应收款项	61	61	120	198	271	349
主营业务成本	-106	-124	-169	-267	-408	-574	存货	20	19	14	29	34	39
%销售收入	77.8%	80.7%	77.3%	76.5%	75.5%	76.4%	其他流动资产	2	4	14	16	20	29
毛利	30	30	50	82	132	178	流动资产	91	90	169	274	365	467
%销售收入	22.2%	19.3%	22.7%	23.5%	24.5%	23.6%	%总资产	68.7%	66.2%	75.4%	81.6%	84.0%	85.7%
营业税金及附加	0	-1	-1	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	22	26	30	41	52	62
营业费用	-2	-3	-3	-5	-8	-10	%总资产	16.3%	19.1%	13.4%	12.3%	11.9%	11.3%
%销售收入	1.6%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	无形资产	0	0	23	21	18	16
管理费用	-11	-11	-17	-24	-32	-38	非流动资产	41	46	55	62	70	78
%销售收入	7.8%	7.2%	7.6%	7.0%	6.0%	5.0%	%总资产	31.3%	33.8%	24.6%	18.4%	16.0%	14.3%
息税前利润 (EBIT)	17	15	29	51	90	127	资产总计	132	137	224	335	435	544
%销售收入	12.6%	9.8%	13.1%	14.5%	16.6%	16.8%	短期借款	63	58	63	111	107	81
财务费用	-5	-5	-5	-5	-6	-5	应付款项	39	39	63	110	139	168
%销售收入	3.7%	3.5%	2.1%	1.5%	1.2%	0.7%	其他流动负债	2	7	16	4	7	9
资产减值损失	-4	-5	-5	0	0	0	流动负债	104	103	142	225	253	259
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	12	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	104	103	154	225	253	259
营业利润	8	5	19	46	83	121	普通股股东权益	28	33	71	110	182	285
营业利润率	6.0%	3.2%	8.7%	13.0%	15.4%	16.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	0	0	1	1	1	负债股东权益合计	132	137	224	335	435	544
税前利润	9	5	19	47	84	122	比率分析						
利润率	6.4%	3.4%	8.8%	13.3%	15.6%	16.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-2	0	-2	-7	-13	-18	每股指标						
所得税率	25.2%	9.4%	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.253	0.181	0.649	1.305	2.358	3.431
净利润	7	5	17	40	71	104	每股净资产	1.356	1.580	2.594	4.048	6.676	10.499
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.203	0.605	0.462	-0.264	1.325	2.149
归属于母公司的净利润	7	5	17	40	71	104	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	4.8%	3.1%	7.7%	11.3%	13.2%	13.8%	回报率						
							净资产收益率	23.14%	14.17%	23.97%	35.93%	39.36%	36.42%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.98%	3.44%	7.53%	11.79%	16.42%	19.10%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	14.10%	14.96%	18.94%	19.47%	26.33%	29.34%
净利润	7	5	17	40	71	104	增长率						
非现金支出	6	8	8	7	8	9	主营业务收入增长率	N/A	12.43%	41.87%	60.18%	54.64%	39.11%
非经营收益	5	5	4	7	6	5	EBIT 增长率	N/A	-12.67%	89.92%	77.40%	76.46%	41.41%
营运资金变动	-13	-5	-16	-60	-49	-60	净利润增长率	N/A	-28.63%	259.33%	133.97%	80.64%	45.52%
经营活动现金净流	4	13	13	-7	36	58	总资产增长率	N/A	3.24%	64.23%	49.43%	29.71%	25.13%
资本开支	-18	-3	-27	-14	-15	-16	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	73.5	131.1	129.1	180.0	160.0	148.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	34.4	57.0	35.3	40.0	30.0	25.0
投资活动现金净流	-18	-3	-27	-14	-15	-16	应付账款周转天数	46.7	78.1	65.8	70.0	60.0	50.0
股权募资	0	0	21	0	0	0	固定资产周转天数	44.5	36.0	25.5	23.2	18.7	15.4
债权募资	20	-5	5	36	-4	-26	偿债能力						
其他	-5	-5	-5	-6	-7	-6	净负债/股东权益	194.36%	153.67%	59.58%	73.87%	37.17%	10.94%
筹资活动现金净流	15	-10	21	30	-11	-32	EBIT 利息保障倍数	3.4	2.8	6.3	9.8	13.9	24.0
现金净流量	1	-1	7	9	10	10	资产负债率	78.48%	75.72%	68.57%	67.18%	58.27%	47.55%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD