

拟扩产计划彰显电解液龙头魄力，纵深布局产业链成本优势明显

■新建 20 万吨电解液产能，强化行业龙头地位。2017 年 11 月 20 日，公司发布公告，拟设立全资子公司安徽天赐实施年产 20 万吨电解液项目。其中一期 10 万吨建设周期 12 个月，总投资 1.64 亿元，达产后预计实现年均营业收入 35.9 亿元，税后净利 1.33 亿元。当前公司电解液年产能超过 3 万吨，规模位居行业第一，按照 1kwh 需要 2kg 电解液测算，能够满足 15GWh 锂电池的生产需求。

公司本次项目选址安徽，可有效辐射华东地区，满足重点及潜在客户提出的“就近供应”为合作先决条件的要求。当前下游主要的动力电池厂商如 CATL（江苏溧阳）、国轩高科（合肥、南京）、LG（南京）、珠海银隆（南京）、力神（苏州）等均在华东有重要投资规划，未来伴随产业聚集效应，华东地区的战略布局十分关键。当前，国内领先电解液企业在华东均有产能布局，但规模尚难以满足未来电池扩产需求。公司的这一举措也是为了填补市场需要，加强客户合作，巩固市场份额。

■行业电解液毛利率见底，公司自产原材料，成本优势明显。按照一期扩产下项目的税后净利和营收测算，预计电解液税后单价 3.59 万元/吨，税后净利率约 3.7%。比较电化学协会披露的 17 年 4.2 万元/吨的税后行业均价（税前 4.9 万元/吨），价格预计将进一步下调约 15%，电解液企业毛利率逐步见底。公司是行业内少数实现六氟磷酸锂自产的电解液企业，毛利率高于行业。2017 年上半年，公司电解液产品毛利率在 40% 以上，比竞争对手高 10 个 pct。根据 2017 年 3 月 20 日公告，公司最新拥有 6000 吨液体六氟磷酸锂和 2000 吨固体六氟磷酸锂年产能，折合约 4000 吨的固体六氟磷酸锂年产能，可满足 32000 吨的电解液生产需求。因此，当前公司已经基本实现了 100% 的自产自供。同时，相比固体六氟磷酸锂，液体六氟磷酸锂是公司在技术上的一大升级，其通过连续化的生产有效降低生产成本。

■多项收购并举，产业链纵深布局。2015 年，公司以自有现金认购江苏容汇 20% 股权（当前持股 19.59%），布局碳酸锂业务。根据江苏容汇公告披露，其拥有泰利森、洛克伍德、西藏阿里麻米措等多家企业的锂矿和卤水资源，实现对公司碳酸锂产品的优先供应；2016 年，公司进一步通过九江天赐和江苏容汇间接持有九江容汇 43.71% 股份，建设年产 8000 吨单水氢氧化锂和 8000 吨碳酸锂项目；2017 年上半年，公司增资建有 1 万吨/年碳酸锂产线的云锂股份（18.58% 股权），锂盐布局进一步完善。此外，公司在正极材料上也加快布局，综合材料平

投资评级 **买入-A**

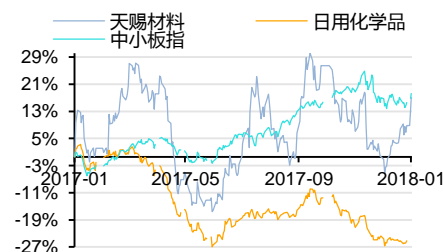
首次评级

6 个月目标价：**65.00 元**
股价 (2018-01-03) **49.50 元**

交易数据

总市值 (百万元)	16,813.54
流通市值 (百万元)	9,336.50
总股本 (百万股)	339.67
流通股本 (百万股)	188.62
12 个月价格区间	35.45/54.97 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	17.4	-9.58	-1.45
相对收益	18.48	-7.39	17.94
绝对收益			

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517110003
chenle1@essence.com.cn

傅鸿浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517080003
fuhh@essence.com.cn

吴用 报告联系人
wuyong1@essence.com.cn

相关报告

台正在逐步搭建。2016年，公司通过增资实现江西艾德51%股权控股，艾德拥有1万吨磷酸铁锂产能，预计18年可正式生产。根据电化学协会数据，17年下半年磷酸铁锂材料价格约为9.25万元/吨（税前），预计18年单价在8万元/吨左右。按照51%的股权比例，可为公司带来4亿元左右的营收增量。另外，公司在2017年3月2日公告中披露，将于台州新建2.5万吨磷酸铁锂产能。预计2018年底建成后，总磷酸铁锂产能可达3.5万吨，满足约17.5GWh锂电池生产需求。

■**投资建议：**6个月目标价为65.00元，维持买入-A的投资评级。预计公司2017-2019年的营收同比增速分别为12.7%、46.1%、41.1%；归母净利润分别为3.69、5.50、6.93亿元，同比增速分别为-6.8%、48.8%、26.2%。考虑到公司是锂电池电解液龙头，把握新能源汽车行业机遇深入产业链布局，维持买入-A的投资评级，6个月目标价为65.00元。

■**风险提示：**新能源汽车产销不及预期、产能建设不及预期、市场竞争加剧。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	945.8	1,837.2	2,070.3	3,025.1	4,267.1
净利润	99.6	396.3	369.3	549.5	693.4
每股收益(元)	0.29	1.17	1.09	1.62	2.04
每股净资产(元)	3.48	4.79	5.65	7.00	8.71
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	168.9	42.4	45.5	30.6	24.2
市净率(倍)	14.2	10.3	8.8	7.1	5.7
净利润率	10.5%	21.6%	17.8%	18.2%	16.2%
净资产收益率	8.4%	24.4%	19.2%	23.1%	23.4%
股息收益率	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	12.3%	40.0%	24.9%	45.4%	42.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	945.8	1,837.2	2,070.3	3,025.1	4,267.1	成长性					
减:营业成本	652.4	1,106.6	1,356.5	1,947.9	2,815.7	营业收入增长率	34.0%	94.3%	12.7%	46.1%	41.1%
营业税费	5.4	16.4	18.4	26.9	38.0	营业利润增长率	46.0%	381.6%	-6.7%	63.4%	26.5%
销售费用	60.1	83.2	93.7	136.9	193.2	净利润增长率	61.8%	298.1%	-6.8%	48.8%	26.2%
管理费用	122.0	190.0	214.1	312.8	441.3	EBITDA 增长率	45.3%	242.9%	0.5%	53.4%	23.4%
财务费用	3.4	2.6	3.7	3.2	1.1	EBIT 增长率	51.5%	367.3%	-6.5%	62.8%	26.0%
资产减值损失	8.2	37.6	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	49.4%	360.2%	-6.5%	62.8%	26.0%
加:公允价值变动收益	-	26.2	-	-	-	投资资本增长率	41.9%	50.4%	-10.9%	35.6%	-11.1%
投资和汇兑收益	0.7	29.7	52.1	109.0	112.7	净资产增长率	40.7%	37.1%	17.8%	26.4%	26.4%
营业利润	94.8	456.8	426.0	696.2	880.5	利润率					
加:营业外净收支	20.2	7.7	7.7	7.7	7.7	毛利率	31.0%	39.8%	34.5%	35.6%	34.0%
利润总额	115.0	464.5	433.8	703.9	888.2	营业利润率	10.0%	24.9%	20.6%	23.0%	20.6%
减:所得税	15.6	69.1	64.5	104.7	132.1	净利润率	10.5%	21.6%	17.8%	18.2%	16.2%
净利润	99.6	396.3	369.3	549.5	693.4	EBITDA/营业收入	16.4%	29.0%	25.8%	27.1%	23.7%
						EBIT/营业收入	10.4%	25.0%	20.8%	23.1%	20.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	167	99	106	82	56
货币资金	221.8	198.1	558.9	603.7	1,444.4	流动营业资本周转天数	71	49	45	47	47
交易性金融资产	-	26.2	26.2	26.2	26.2	流动资产周转天数	248	190	220	219	235
应收账款	274.1	450.2	365.9	826.6	855.6	应收账款周转天数	88	71	71	71	71
应收票据	113.7	241.4	158.7	426.0	398.8	存货周转天数	43	31	33	33	33
预付账款	24.7	22.8	35.4	48.1	72.5	总资产周转天数	505	388	431	369	339
存货	124.9	187.0	195.3	353.7	439.9	投资资本周转天数	317	240	242	184	142
其他流动资产	22.5	29.9	29.9	29.9	29.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.4%	24.4%	19.2%	23.1%	23.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.1%	16.9%	14.1%	16.8%	17.0%
长期股权投资	60.0	241.2	241.2	241.2	241.2	ROIC	12.3%	40.0%	24.9%	45.4%	42.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	480.4	529.3	687.9	693.1	643.6	销售费用率	6.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
在建工程	49.0	137.6	47.5	68.8	59.4	管理费用率	12.9%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
无形资产	71.0	85.1	93.0	86.3	79.6	财务费用率	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
其他非流动资产	184.3	186.5	178.3	173.0	169.6	三费/营业收入	19.6%	15.0%	15.0%	15.0%	14.9%
资产总额	1,626.3	2,335.4	2,618.2	3,576.5	4,460.6	偿债能力					
短期债务	20.2	90.2	-	-	-	资产负债率	26.7%	30.0%	24.8%	30.8%	30.1%
应付账款	270.5	394.3	420.6	749.6	942.0	负债权益比	36.5%	42.9%	32.9%	44.5%	43.0%
应付票据	77.3	119.4	121.7	224.5	276.0	流动比率	1.84	1.67	2.19	2.16	2.48
其他流动负债	56.1	88.6	82.3	99.7	97.6	速动比率	1.55	1.40	1.88	1.83	2.15
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	28.53	177.47	117.63	219.01	835.02
其他非流动负债	10.5	8.7	8.7	8.7	8.7	分红指标					
负债总额	434.6	701.2	633.3	1,082.5	1,324.3	DPS(元)	0.07	0.19	0.18	0.27	0.33
少数股东权益	8.6	6.6	6.6	56.3	119.1	分红比率	23.5%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
股本	130.0	325.0	339.7	339.7	339.7	股息收益率	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	1,091.9	1,329.9	1,578.9	2,038.3	2,617.9						
股东权益	1,191.7	1,634.2	1,925.2	2,434.3	3,076.7						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	99.4	395.4	369.3	549.5	693.4	EPS(元)	0.29	1.17	1.09	1.62	2.04
加:折旧和摊销	58.2	75.4	105.1	121.1	131.1	BVPS(元)	3.48	4.79	5.65	7.00	8.71
资产减值准备	8.2	37.1	-	-	-	PE(X)	168.9	42.4	45.5	30.6	24.2
公允价值变动损失	-	-26.2	-	-	-	PB(X)	14.2	10.3	8.8	7.1	5.7
财务费用	5.1	2.0	3.7	3.2	1.1	P/FCF	-100.1	-792.7	44.5	208.2	18.9
投资损失	-0.7	-29.7	-52.1	-109.0	-112.7	P/S	17.8	9.2	8.1	5.6	3.9
少数股东损益	-0.1	-0.9	-	49.7	62.8	EV/EBITDA	68.2	25.5	30.3	19.8	15.2
营运资金的变动	-35.2	-228.4	171.4	-442.8	134.2	CAGR(%)	82.0%	24.1%	79.4%	82.0%	24.1%
经营活动产生现金流量	90.2	233.7	597.3	171.7	909.8	PEG	2.1	1.8	0.6	0.4	1.0
投资活动产生现金流量	-296.2	-252.3	-122.4	-31.0	47.7	ROIC/WACC	1.2	3.8	2.4	4.3	4.0
融资活动产生现金流量	273.6	-2.9	-114.1	-95.8	-116.8	REP	9.2	2.4	5.2	2.1	2.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康、陈乐、傅鸿浩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034