太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-04-28

公司点评报告

买入/首次

丰元股份(002805)

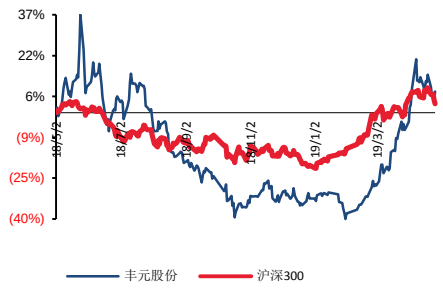
目标价：30

昨收盘：23.6

材料 材料II

# 草酸供需向好，锂电正极材料快速推进，电子级草酸放量在即

■ 走势比较




■ 股票数据

| | |
|---|---|
| 总股本/流通(百万股) | 97/54 |
| 总市值/流通(百万元) | 2,287/1,266 |
| 12 个月最高/最低(元) | 30.07/13.00 |

**相关研究报告：**

**证券分析师：杨伟**

电话：010-88695130

E-MAIL：yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

**研究助理：张波**

电话：021-61372572

E-MAIL：zhangbo@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117100028

**事件：**公司发布 2018 年年报，实现营业收入 2.65 亿，同比-17.48%，归母净利润 1630.89 万元，同比-56.97%。2018 年草酸国内市场受到环保限产和下游行业周期波动的影响，2018 年销量为 7.73 万吨，同比 2017 年下滑 13.20%，导致业绩下滑。公司发布 2019 年一季报，实现营业收入 1.10 亿元，同比+53.70%，实现归母净利润 753.60 万元，同比+7.80%，扣非归母净利润 733.60 万元，同比+159.37%。

**工业草酸供需向好，价格持续向上。**工业草酸供需向好，wind 产品价格从年初低点 3150 元/吨持续上涨至 4060 元/吨，后续有望进一步上涨。草酸除了传统的医药合成及稀土采选领域，在非稀土类（铜矿、铁矿等）矿山开采中空间巨大。草酸逐渐替代原有的硫酸铵等高污染类材料，报告期公司获得一批南美洲地区草酸订单，其矿山开采中草酸的每吨用量为 20-50kg，草酸在该领域实现完全替代后，单个年产 1000 万吨级的矿山对草酸的需求量就将达到 2-5 万吨/年，国内的铜矿开采领域目前正在试用草酸，如果应用得到推广，行业总体需求量巨大。此外，草酸出口持续向好，2018 年草酸净出口 8.9 万吨，同比之前的 5-6 万吨大幅提升，2019 年 1-2 月草酸净出口 1.7 万吨，同比+33%，海外需求持续旺盛。供应端，丰元股份、通辽金煤、龙翔实业占据较大的市场份额，竞争格局较好。丰元股份目前工业级草酸产能 8.5 万吨，后续有望新上 10 万吨草酸项目。

**电子级草酸空间广阔。**（1）伴随着 5G 的大规模应用在即，基站滤波器材料从原有的金属为主升级为电子陶瓷为主，带来巨大的电子陶瓷需求，电子级草酸作为电子陶瓷电容器制备过程中的核心原材料，需求量有望爆发；（2）公司为日本松下提供定制化高纯电子级草酸用于多层超级电容器，下游主要包括新能源汽车等领域，应用领域巨大，带来草酸需求预计在 2 万吨/年；（3）二氟草酸硼酸锂，目前电极材料正向高电压、高容量、高倍率方向发展，很多新型锂盐都有望迎来进一步的发展，二氟草酸硼酸锂（LiODFB）在其中呼声最高。公司作为国内电子级草酸及草酸盐主要供应商，目前具备产能 1.5 万吨，后续有望扩产。公司与客户协同研发，共同受益电子级草酸的大空间。

**锂电池正极材料持续发力。**公司积极发展锂电池正极业务，公司拥有一支国际化研发团队，在 GSEM 前任首席技术官金佑成博士的带领下，高镍三元 NCM811 中试产品经韩国知名的锂电池正极材料检测中心检测，各项技术指标均达到国际领先水平。公司正在实施建设年产 1.5 万吨的正极材料项目，其中磷酸铁锂一期年产 3000 吨生产线已具备正

常生产能力，三元材料项目一期年产 2000 吨生产线处于试生产阶段，同时磷酸铁锂二期和三元二期及 NCM811 的产线建设正在快速推进。目前正极材料产品已得到国内十余家一线电池厂家的认证，与鹏辉能源、比克、遨优动力、嘉拓新能源、沃泰通等国内知名电池企业已建立良好的合作关系。公司有信心尽快获取比亚迪、 LG 化学、CATL、亿纬锂能、孚能科技等其他国内一流电池生产厂家的认证。公司锂电池正极材料远期规划 5 万吨，扩大产能的同时，公司将逐步加大研发投入，保证产品质量的稳步提升，并通过与一流锂电池厂家深度合作，提升行业竞争力。

**给予“买入”投资评级。**预计 19-21 年净利润分别为 0.78、1.38 和 2.13 亿元，EPS 分别为 0.81、1.43 和 2.20 元，对应 PE 分别为 29X、17X 和 11X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**产品价格波动的风险，产品拓展低于预期的风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 264.81 | 810.88 | 1,641.70 | 2,362.40 |
| (+/-) | -17.48% | 206.21% | 102.46% | 43.90% |
| 归母净利润(百万元) | 16.31 | 78.40 | 138.19 | 213.37 |
| (+/-) | -56.97% | 380.73% | 76.26% | 54.40% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.17 | 0.81 | 1.43 | 2.20 |
| 市盈率(PE) | 138.82 | 29.17 | 16.55 | 10.72 |

*资料来源：Wind，太平洋证券*

| 资产负债表 | | | 单位:百万元 | | 利润表 | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **流动资产合计** | 322 | 807 | 1611 | 2299 | **营业收入** | 265 | 811 | 1642 | 2362 |
| 货币资金 | 63 | 203 | 410 | 591 | **营业成本** | 209 | 639 | 1319 | 1881 |
| 应收账款 | 69 | 189 | 382 | 550 | 营业税金及附加 | 4 | 13 | 27 | 39 |
| 其他应收款 | 1 | 4 | 8 | 11 | 营业费用 | 16 | 32 | 66 | 94 |
| 预付款项 | 29 | 32 | 39 | 48 | 管理费用 | 16 | 32 | 66 | 94 |
| 存货 | 130 | 298 | 614 | 876 | 财务费用 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| 其他流动资产 | 21 | 48 | 90 | 126 | 资产减值损失 | -0.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **非流动资产合计** | 460 | 422 | 397 | 371 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 2.19 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 固定资产 | 334.95 | 329.78 | 314.89 | 295.34 | **营业利润** | 14 | 91 | 162 | 250 |
| 无形资产 | 33 | 29 | 26 | 23 | 营业外收入 | 4.41 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 其他非流动资产 | 26 | 26 | 26 | 26 | 营业外支出 | 0.08 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| **资产总计** | 783 | 1229 | 2008 | 2670 | **利润总额** | 18 | 92 | 163 | 251 |
| **流动负债合计** | 201 | 593 | 1275 | 1788 | 所得税 | 2 | 14 | 24 | 38 |
| 短期借款 | 136 | 490 | 1071 | 1503 | **净利润** | 16 | 78 | 138 | 213 |
| 应付账款 | 34 | 96 | 199 | 283 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 1 | -1 | -4 | -9 | 归属母公司净利润 | 16 | 78 | 138 | 213 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 38 | 138 | 213 | 303 |
| **非流动负债合计** | 1 | 0 | 0 | 0 | **EPS（元）** | 0.17 | 0.81 | 1.43 | 2.20 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | **主要财务比率** | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| **负债合计** | 202 | 593 | 1275 | 1788 | **成长能力** | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | -17.5% | 206.2% | 102.5% | 43.9% |
| 实收资本（或股本） | 97 | 97 | 97 | 97 | 营业利润增长 | -66.8% | 554.2% | 77.1% | 54.7% |
| 资本公积 | 158 | 158 | 158 | 158 | 归属于母公司净利润增长 | -57.0% | 380.7% | 76.3% | 54.4% |
| 未分配利润 | 285 | 153 | -79 | -438 | **获利能力** | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 580 | 634 | 730 | 880 | 毛利率(%) | 21% | 21% | 20% | 20% |
| **负债和所有者权益** | 783 | 1227 | 2005 | 2667 | 净利率(%) | 6% | 10% | 8% | 9% |
| **现金流量表** | | | 单位:百万元 | | 总资产净利润（%） | 2% | 6% | 7% | 8% |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | ROE(%) | 3% | 12% | 19% | 24% |
| **经营活动现金流** | 79 | -182 | -310 | -163 | **偿债能力** | | | | |
| 净利润 | 16 | 78 | 138 | 213 | 资产负债率(%) | 26% | 48% | 64% | 67% |
| 折旧摊销 | 19.87 | 42.19 | 45.03 | 46.27 | 流动比率 | 1.60 | 1.36 | 1.26 | 1.29 |
| 财务费用 | 5 | 5 | 6 | 7 | 速动比率 | 0.96 | 0.86 | 0.78 | 0.80 |
| 应付帐款的变化 | 0 | 62 | 102 | 85 | **营运能力** | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | -2 | -4 | -5 | 总资产周转率 | 0.35 | 0.81 | 1.02 | 1.01 |
| **投资活动现金流** | -35 | -20 | -17 | -17 | 应收账款周转率 | 4 | 6 | 6 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 7.93 | 12.41 | 11.13 | 9.80 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | **每股指标（元）** | | | | |
| 投资收益 | 2 | 3 | 3 | 3 | 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.81 | 1.43 | 2.20 |
| **筹资活动现金流** | -10 | 325 | 534 | 361 | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.35 | 1.27 | 2.11 | 1.83 |
| 短期借款 | 136 | 490 | 1071 | 1503 | 每股净资产(最新摊薄) | 5.99 | 6.54 | 7.54 | 9.08 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | **估值比率** | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 138.82 | 29.17 | 16.55 | 10.72 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.94 | 3.61 | 3.13 | 2.60 |
| **现金净增加额** | 34 | 123 | 208 | 180 | EV/EBITDA | 61.32 | 18.59 | 13.87 | 10.55 |

***资料来源：WIND，太平洋证券***

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

# 销 售 团 队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 华东销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 杨帆 | 13925264660 | yangf@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |

研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。