

# 高镍正极龙头收入高增速，坏账计提和毛利率下滑拖累盈利水平

公司点评

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

王璠(联系人)

wangjin3@xsdzq.cn

证书编号: S0280119120005

## ● 公司2019年营收约42亿元，同比+38%；归母净利润约9500万元，同比-55%

公司公告2019年业绩快报：2019年预计实现营业总收入约41.96亿元，同比+38%；预计实现归母净利润约9482万元，同比-55%；预计扣非后归母净利润约6930万元，同比-66%。业绩快报略低于业绩预告中枢，基本符合预期。

## ● 比克应收账款坏账计提比例提高和毛利率下滑导致公司业绩下滑

Q4业绩分析：公司四季度单季预计营收约11亿元，同比+13%；预计归母净利润约-6400万元，同比-211%；预计归母净利率约-5.9%，同比下降11.8pct。业绩下滑主要是1)公司对比克的应收账款计提了较大的坏账准备；2)因产品价格下降、外购前驱体占比增多和原材料价格波动的影响，产品毛利率有所下降。公司对比克应收账款的坏账准备计提比例从7%提高到70%，对应坏账准备计提金额约1亿元。剔除坏账计提比例提高的影响，2019Q4公司归母净利润约1666万元，归母净利率约2%，同比下滑3.9pct。

## ● 2019年高镍三元正极材料出货量增长迅速

2019年公司新增高镍产线陆续投产，下游高镍三元正极材料需求增加，其中宁德时代、比亚迪和中航锂电等客户订单增长明显。我们预计公司2019年全年正极材料销量超2万吨，同比+48%，其中高镍三元材料约1.7万吨，同比+106%，高镍三元正极材料龙头地位显著。

● 高镍三元正极材料前景广阔，新增产能投产和产品升级有望带动盈利修复在电芯层面三元高镍电池具有高能量密度，满足电动车高续航里程需求。在电动车续航里程不断向传统燃油车靠拢的背景下，动力电池高镍化趋势不改。公司作为目前高镍三元电池材料的绝对龙头，随着前驱体和高镍三元正极材料产能的不断释放和产品的持续迭代升级，未来公司盈利水平有望修复。

## ● 维持“强烈推荐”评级

预计公司2019-2021年归母净利润分别为0.95/3.6/5亿元，对应EPS分别为0.21/0.81/1.11元，当前股价对应2019-2021年PE分别为171/45/33倍。考虑到高镍三元正极材料前景广阔以及公司的龙头地位，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：新能源汽车政策不及预期；原材料价格波动剧烈；价格下滑风险

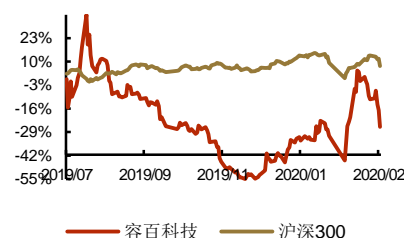
## 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,879	3,041	4,196	5,721	7,500
增长率(%)	112.2	61.9	38.0	36.4	31.1
净利润(百万元)	31	213	95	360	493
增长率(%)	352.6	583.9	-55.6	281.1	36.9
毛利率(%)	14.8	16.6	15.5	17.4	18.0
净利率(%)	1.7	7.0	2.3	6.3	6.6
ROE(%)	1.8	6.7	2.9	10.1	12.1
EPS(摊薄/元)	0.07	0.48	0.21	0.81	1.11
P/E(倍)	519.8	76.0	171.2	44.9	32.8
P/B(倍)	10.5	5.2	5.0	4.5	4.0

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2020.02.28
收盘价(元):	36.5
一年最低/最高(元):	21.82/69.46
总股本(亿股):	4.43
总市值(亿元):	161.8
流通股本(亿股):	0.43
流通市值(亿元):	15.77
近3月换手率:	807.79%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.55	52.45	29.74
绝对	1.96	54.46	37.11

## 相关报告

《高镍正极引领者，业绩有望高速增长》  
2020-02-05

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1708</b>	<b>2778</b>	<b>4873</b>	<b>6917</b>	<b>8471</b>	<b>营业收入</b>	<b>1879</b>	<b>3041</b>	<b>4196</b>	<b>5721</b>	<b>7500</b>
现金	204	231	1885	2570	3369	营业成本	1600	2536	3545	4725	6146
应收票据及应收账款合计	931	1746	1947	3089	3512	营业税金及附加	3	11	11	15	19
其他应收款	12	21	24	38	44	营业费用	14	24	26	40	52
预付账款	26	75	64	126	123	管理费用	103	80	96	114	150
存货	377	462	711	852	1181	研发费用	77	120	181	229	300
其他流动资产	159	243	243	243	243	财务费用	13	20	63	135	200
<b>非流动资产</b>	<b>479</b>	<b>1485</b>	<b>1832</b>	<b>2281</b>	<b>2791</b>	资产减值损失	27	39	168	69	90
长期投资	24	29	32	36	40	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	331	752	1064	1457	1897	其他收益	3	11	0	0	0
无形资产	16	270	272	274	276	投资净收益	4	14	6	8	9
其他非流动资产	108	434	463	514	577	<b>营业利润</b>	<b>48</b>	<b>235</b>	<b>111</b>	<b>402</b>	<b>551</b>
<b>资产总计</b>	<b>2188</b>	<b>4263</b>	<b>6705</b>	<b>9198</b>	<b>11262</b>	营业外收入	0	2	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>619</b>	<b>1000</b>	<b>3298</b>	<b>5432</b>	<b>7003</b>	营业外支出	7	1	5	0	0
短期借款	8	50	2168	3895	5095	<b>利润总额</b>	<b>41</b>	<b>235</b>	<b>106</b>	<b>402</b>	<b>551</b>
应付票据及应付账款合计	508	842	1045	1470	1802	所得税	14	24	11	42	58
其他流动负债	104	108	84	67	106	<b>净利润</b>	<b>27</b>	<b>211</b>	<b>95</b>	<b>360</b>	<b>493</b>
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>132</b>	<b>136</b>	<b>138</b>	<b>139</b>	少数股东损益	-4	-2	0	0	0
长期借款	3	0	5	7	8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>31</b>	<b>213</b>	<b>95</b>	<b>360</b>	<b>493</b>
其他非流动负债	24	131	131	131	131	EBITDA	61	284	191	570	793
<b>负债合计</b>	<b>646</b>	<b>1132</b>	<b>3434</b>	<b>5570</b>	<b>7143</b>	EPS(元)	0.07	0.48	0.21	0.81	1.11
少数股东权益	5	1	1	1	1						
股本	344	398	443	443	443						
资本公积	1153	2483	2483	2483	2483						
留存收益	36	245	317	648	1088						
归属母公司股东权益	1536	3130	3270	3626	4118						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2188</b>	<b>4263</b>	<b>6705</b>	<b>9198</b>	<b>11262</b>						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-638</b>	<b>-543</b>	<b>13</b>	<b>-375</b>	<b>415</b>
净利润	27	211	95	360	493
折旧摊销	25	54	64	90	117
财务费用	13	20	63	135	200
投资损失	-4	-14	-6	-8	-9
营运资金变动	-776	-861	-204	-952	-386
其他经营现金流	77	47	2	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-310</b>	<b>-870</b>	<b>-406</b>	<b>-531</b>	<b>-618</b>
资本支出	206	824	343	446	505
长期投资	0	0	-3	-4	-4
其他投资现金流	-104	-46	-65	-89	-116
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1003</b>	<b>1428</b>	<b>-71</b>	<b>-135</b>	<b>-198</b>
短期借款	-20	43	0	0	0
长期借款	-4	-3	5	2	2
普通股增加	125	54	45	0	0
资本公积增加	1153	1330	0	0	0
其他筹资现金流	-251	4	-121	-137	-200
<b>现金净增加额</b>	<b>58</b>	<b>15</b>	<b>-464</b>	<b>-1042</b>	<b>-401</b>

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	112.2	61.9	38.0	36.4	31.1
营业利润(%)	472.7	390.2	-52.8	263.9	36.9
归属于母公司净利润(%)	352.6	583.9	-55.6	281.1	36.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.8	16.6	15.5	17.4	18.0
净利率(%)	1.7	7.0	2.3	6.3	6.6
ROE(%)	1.8	6.7	2.9	10.1	12.1
ROIC(%)	1.7	6.9	3.3	8.8	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.5	26.5	51.2	60.6	63.4
净负债比率(%)	-8.0	0.3	13.0	40.9	45.8
流动比率	2.8	2.8	1.5	1.3	1.2
速动比率	1.9	2.0	1.2	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	2.8	2.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.1	3.8	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.48	0.21	0.81	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.86	-1.00	0.03	-0.85	0.94
每股净资产(最新摊薄)	3.46	7.06	7.27	8.08	9.19
<b>估值比率</b>					
P/E	519.8	76.0	171.2	44.9	32.8
P/B	10.5	5.2	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	263.8	57.0	87.1	31.0	22.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>