

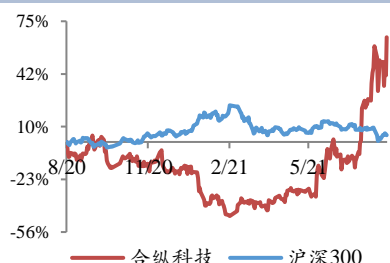
携手华友控股，完善锂电新能源领域战略布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-08

收盘价(元)	12.62
近12个月最高/最低(元)	12.62/4.10
总股本(百万股)	1,083
流通股本(百万股)	603
流通股比例(%)	55.70
总市值(亿元)	137
流通市值(亿元)	76

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

邮箱：wengjm@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

相关报告

 1.“合”聚电力之基，“纵”享锂能之势
 2021-07-20

主要观点：

● 近期事件：

8月5日，公司公告与华友控股签订《战略合作协议》，双方将在投资建设宜宾电池级磷酸铁智能项目、产业链合作、资本市场合作、业务交流等方面进行优势互补、资源共享、共同发展。

其中，协议约定，华友控股将向公司控股子公司四川雅城5+5万吨/年电池级磷酸铁第一期项目投产后，采购其所生产的磷酸铁，采购量不低于产能的70%，同时四川雅城向华友控股提供产能70%的磷酸铁产品供应量。第二期项目投产后，采购合作参照第一期项目执行。

● 稳坐国内最大磷酸铁厂商地位

合纵的磷酸铁产能市占率稳居市场第一，凭借充足的原料保障+突出的成本优势已与业内领军客户建立长期稳定的合作关系。公司的全资子公司湖南雅城是国内锂电正极材料前驱体磷酸铁材料的龙头企业，现有产能规模6万吨/年，约占2021年全国磷酸铁产能总量的17%，是目前中国动力电池用磷酸铁产能最大的厂商。此外，公司控股子公司四川雅城正在建设的宜宾基地电池级磷酸铁智能工厂项目，项目分为两期，每期产能为5万吨/年。第一期项目若进展顺利将于2022年6月建成投产。项目整体达产后，公司磷酸铁产能规模将大幅提升至16万吨/年，有望进一步提高该领域的市占率。

● 引入华友合资建设宜宾项目，有效推动项目建设+绑定销售渠道

目前公司持有四川雅城95%的股权，后者系宜宾基地5+5万吨/年电池级磷酸铁智能工厂项目投资、建设和运营的主体。公司计划与华友控股合作投资建设宜宾电池级磷酸铁锂项目，一方面，华友控股增资扩股后将与公司进行深度绑定合作，有效推动四川雅城项目建设的进展；另一方面，公司通过采购合作锁定四川雅城下游销售渠道。宜宾电池级磷酸铁智能项目第一期投产后，华友控股将在每期项目投产后向四川雅城采购其所生产的磷酸铁产品，其采购量不低于四川雅城产能的70%。2020年公司磷酸铁产能利用率仅为47.6%，在销量绑定的合作模式下，公司未来产能利用率有望提高。

● 强强联手，助力完善公司锂电新能源产业布局

公司还将于华友控股加强产业链合作和业务交流，重视锂电池正极材料产业链的合作与技术研发，并根据自身发展重视新产品生产线建设以及现有产线的产能扩张等。拟通过本次合作，形成优势互补的产业协同。华友控股集团控制的华友钴业拥有最完整的锂电正极材料一体化产业链布局以及领先的正极材料技术研发和生产经验。我们预计此次合作1)合纵将通过华友，深度了解下游电池正极材料需求趋势，及时布局或调

整产品研发及产线生产节奏，为公司多元成长贡献动能；2) 华友将协同合纵，共同加快锂电池正极材料上游资源布局，提升自身降本增效实力。

● 投资建议

公司积极布局锂电材料领域，磷酸铁产能项目正稳步推进，战略合作协议的签订有助于公司产能持续优化放量，我们预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润 2.46/4.27/5.86 亿元，同比增速分别为 131.7%/73.7%/37.3%，对应 PE 56X/ 32X/ 23X，维持“买入”评级。

● 风险提示

四川雅城项目推进不及预期，原材料价格波动，磷酸铁锂市场需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1300	3035	3929	4697
收入同比 (%)	-31.4%	133.5%	29.5%	19.5%
归属母公司净利润	-776	246	427	586
净利润同比 (%)	-1314.7%	131.7%	73.7%	37.3%
毛利率 (%)	4.8%	19.5%	22.6%	24.3%
ROE (%)	-62.4%	14.1%	19.7%	21.3%
每股收益 (元)	0.00	0.23	0.39	0.54
P/E	—	55.60	32.01	23.32
P/B	5.40	7.85	6.31	4.96
EV/EBITDA	-13.29	27.28	18.13	13.46

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2027	3903	5426	6998	营业收入	1300	3035	3929	4697
现金	359	314	841	1560	营业成本	1237	2442	3042	3553
应收账款	805	1928	2500	2974	营业税金及附加	8	19	24	29
其他应收款	18	37	49	60	销售费用	135	103	134	160
预付账款	29	101	98	120	管理费用	134	140	181	216
存货	567	1124	1396	1632	财务费用	70	20	20	20
其他流动资产	250	398	541	653	资产减值损失	-428	0	0	0
非流动资产	2125	1989	1773	1501	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	548	611	641	665	投资净收益	-64	15	20	23
固定资产	855	786	698	585	营业利润	-840	270	468	642
无形资产	249	263	277	288	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	474	329	158	-37	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	4152	5892	7199	8499	利润总额	-842	270	468	642
流动负债	2682	3928	4812	5530	所得税	-64	27	44	60
短期借款	810	810	810	810	净利润	-777	243	423	582
应付账款	850	1681	2087	2441	少数股东损益	-2	-2	-3	-4
其他流动负债	1022	1437	1916	2279	归属母公司净利润	-776	246	427	586
非流动负债	227	227	227	227	EBITDA	-436	525	762	972
长期借款	120	120	120	120	EPS (元)	0.00	0.23	0.39	0.54
其他非流动负债	107	107	107	107					
负债合计	2909	4155	5039	5757					
少数股东权益	-1	-3	-7	-11					
股本	833	1083	1083	1083					
资本公积	667	667	667	667					
留存收益	-256	-10	417	1003					
归属母公司股东权益	1244	1740	2166	2752					
负债和股东权益	4152	5892	7199	8499					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	227	-193	585	751	成长能力				
净利润	-776	246	427	586	营业收入	-31.4%	133.5%	29.5%	19.5%
折旧摊销	68	233	271	307	营业利润	-1297.8	132.2%	72.9%	37.3%
财务费用	58	20	20	20	归属于母公司净利	-1314.7	131.7%	73.7%	37.3%
投资损失	64	-15	-20	-23	获利能力				
营运资金变动	450	-674	-111	-136	毛利率 (%)	4.8%	19.5%	22.6%	24.3%
其他经营现金流	-862	919	536	720	净利率 (%)	-59.7%	8.1%	10.9%	12.5%
投资活动现金流	-109	-82	-37	-12	ROE (%)	-62.4%	14.1%	19.7%	21.3%
资本支出	-135	-34	-27	-11	ROIC (%)	-20.9%	9.7%	14.1%	16.2%
长期投资	2	-63	-30	-24	偿债能力				
其他投资现金流	23	15	20	23	资产负债率 (%)	70.1%	70.5%	70.0%	67.7%
筹资活动现金流	-30	230	-20	-20	净负债比率 (%)	234.0%	239.3%	233.3%	210.0%
短期借款	-99	0	0	0	流动比率	0.76	0.99	1.13	1.27
长期借款	115	0	0	0	速动比率	0.49	0.65	0.78	0.90
普通股增加	0	250	0	0	营运能力				
资本公积增加	34	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.52	0.55	0.55
其他筹资现金流	-79	-20	-20	-20	应收账款周转率	1.62	1.57	1.57	1.58
现金净增加额	88	-45	528	718	应付账款周转率	1.46	1.45	1.46	1.46
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.95	0.23	0.39	0.54
					每股经营现金流薄)	0.21	-0.18	0.54	0.69
					每股净资产	1.15	1.61	2.00	2.54
					估值比率				
					P/E	—	55.60	32.01	23.32
					P/B	5.40	7.85	6.31	4.96
					EV/EBITDA	-13.29	27.28	18.13	13.46

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。