

一体化布局降本增利, 正极产能稳步扩张

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入36.99亿元, 同比增长132.27%; 实现归母净利润7.83亿元, 同比增长151.13%; 实现扣非归母净利润7.66亿元, 同比增长146.48%, EPS0.82元, 业绩略超预期。
- 公司日化业务稳健发展, 增厚业绩安全垫。** 公司2020年日化业务贡献营业收入12.1亿元, 同比增长51.4%, 占营业收入比重29.5%。该业务毛利率极高, 于2020年达到57.0%, 因此毛利占比高达48.0%。随着人民生活水平提高及可支配收入增长, 个人护理品和日化品市场将享受持续增长。公司在相关工业领域实现了产品性能突破, 并且在运输/物流/仓储等方面提前布局, 拥有一定护城河。
- 一体化电解液供应商, 技术市占率双龙头。** 随着下游新能源汽车市场高景气发展, 2021年电解液需求有望同比翻倍增长。公司目前自产自用多种电解质及添加剂, 无论是生产规模还是工艺水平均处于行业领先水平, 且超前布局钠离子电池添加剂六氟磷酸钠和固态电解质。现阶段主流添加剂六氟磷酸锂2020年全年产出数量在国内外市场占据领先地位。此外, 有机添加剂VC已实现连续生产, 内部需求材料亦能做到产销平衡, 以产定销, 无库存, 充分发挥联动效益。
- 35万吨磷酸铁项目落地, 填补磷酸铁锂需求增加。** 目前, 磷酸铁锂需求和产能快速增加, 月度装机量已超过三元材料, 磷酸铁为磷酸铁锂生产的核心原材料, 产能存在较大缺口。公司布局35万吨磷酸铁项目, 预期可迅速满足市场对磷酸铁的未来需求, 项目建成后, 有助于公司抓住机遇扩大生产经营规模, 提高市场竞争力。此外, 该项目可充分利用公司合资方拥有的资源及配套优势, 为公司磷酸铁项目就近提供磷矿及磷化工品、煤炭、双氧水、硫酸、液氨等资源及配套服务, 保障原材料供应且大幅降低公司生产和运输成本。
- 盈利预测与投资建议。** 公司电解液将继续保持高速增长, 同时产能储备丰富, 正极材料业务远期成为业务新的增长点, 优化公司产品结构, 进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为54%。考虑公司电解液龙头地位, 及未来公司新业务的发展, 我们给予公司2021年80倍PE, 目标价167.20元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 公司产能未能如期释放的风险; 新能源汽车销量不及预期的风险; 环保及安全生产的风险; 汇率波动的风险。

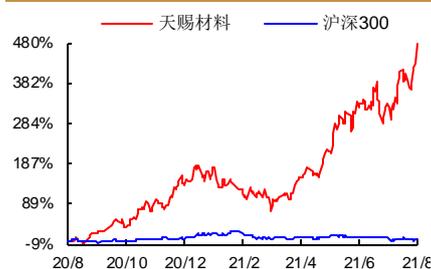
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4119.05	11049.53	13925.39	15042.98
增长率	49.53%	168.25%	26.03%	8.03%
归属母公司净利润(百万元)	532.87	1992.20	2873.68	3344.84
增长率	3165.21%	273.86%	44.25%	16.40%
每股收益EPS(元)	0.56	2.09	3.01	3.50
净资产收益率ROE	14.15%	28.11%	30.17%	27.23%
PE	230	61	43	37
PB	36.12	17.96	13.17	10.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.55
流通A股(亿股)	6.62
52周内股价区间(元)	37.85-128.04
总市值(亿元)	1,223.10
总资产(亿元)	101.38
每股净资产(元)	6.05

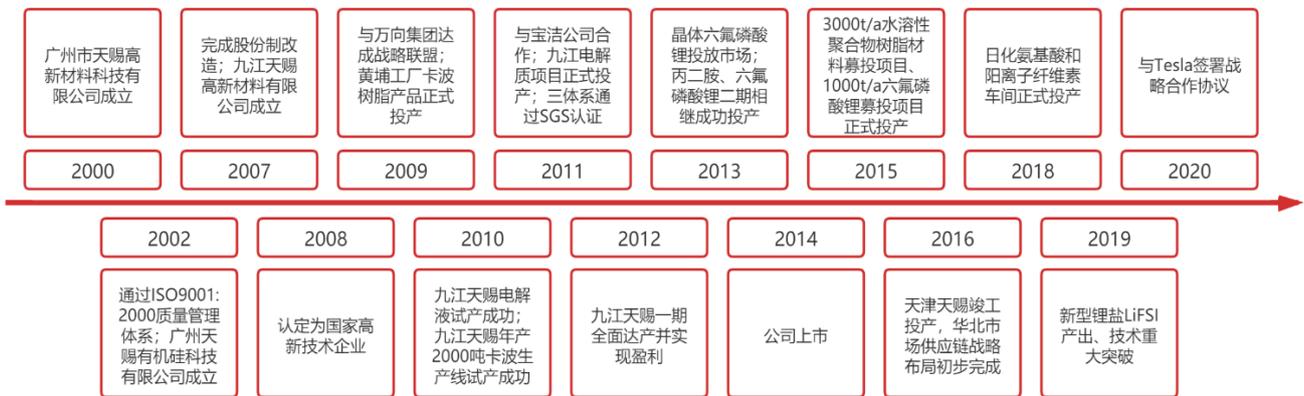
相关研究

1 锂电池电解液龙头，兼具高毛利个护业务

公司成立于 2000 年 6 月，并于 2014 年 1 月在深圳证券交易所中小板成功挂牌上市。公司一直致力于精细化工新材料的研发、生产和销售，目前拥有锂离子电池材料、日化材料及特种化学品两大业务板块。

公司拥有大量优质国际客户并实现批量供应，如 AESC、Northvolt、Dyson、SDI、BMW、Panasonic 等，且与 LG、村田等公司深度绑定，共同扩张。此外，公司提前布局电解液储能应用市场，目前公司创新产品领先抢占了 80% 以上的 5G、铁塔等储能市场。

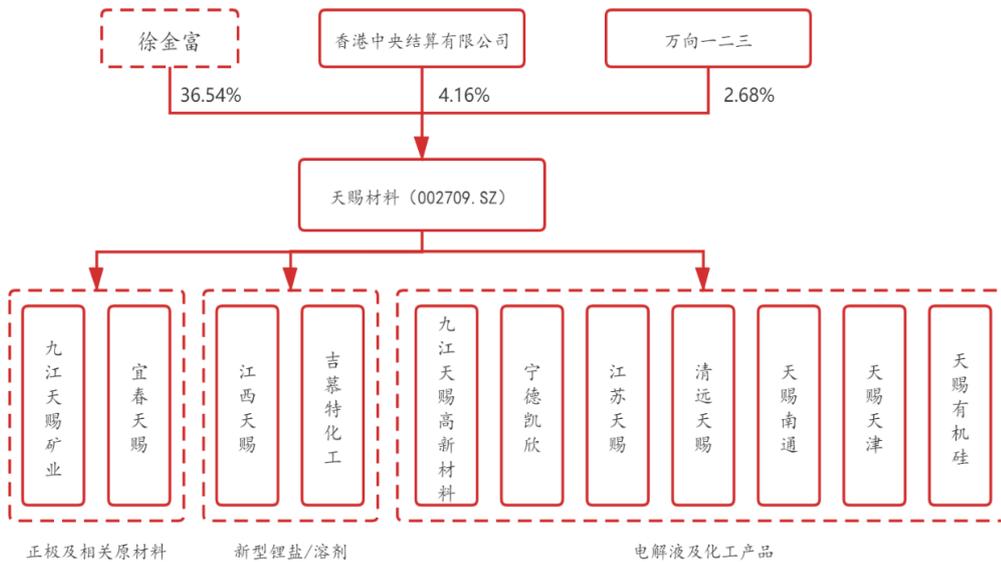
图 1：公司发展大事记



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司股权集中，IPD 助力实现全生命周期管理。公司实控人为徐金富先生，持股 36.54%，远高于第二大股东，在公司决策中起决定性作用。2007 年 11 月至今任公司董事长，并兼任总经理。

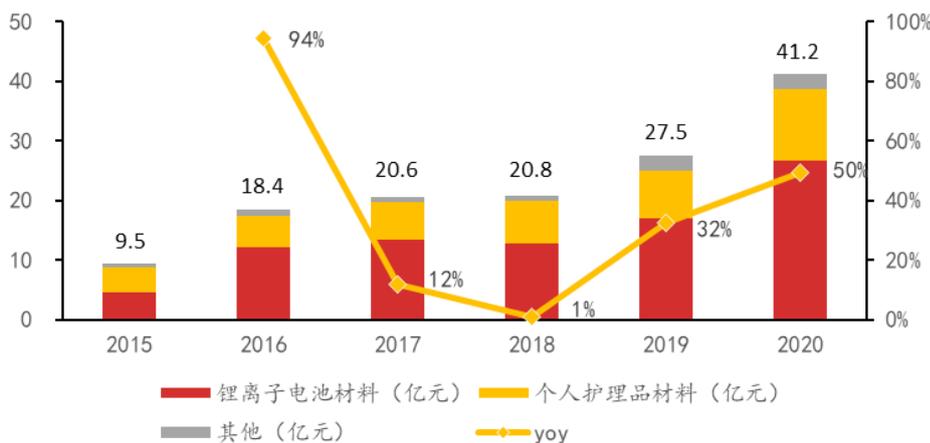
在研发和创新方面，公司灵活运用 IPD（Integrated Product Development）工具，以产品线形式横向打通从小试到规模化生产全流程，严控产品开发进度，产品经理在输出产品的同时输出产品推广方案和策略，并进行全生命周期管理。实现项目激励与产品市场表现挂钩，在提高整条产品线产品开发人员的积极性的同时，提高了产品与市场的匹配度。

图 2：公司股权穿透


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 下游景气量价齐升，一体化布局提高盈利能力

2015 年至 2020 年，公司营业收入由 9.5 亿元增长至 41.2 亿元，复合年均增长率达到 34%。在 2020 年疫情冲击下，公司得益于生产规模与工艺水平均处于领先地位，加速挤出行业落后产能，提升市场份额，业绩向好，营业收入实现同比增长 50%。2021 年 H1，公司实现营业收入 36.99 亿元，同比增长 132.27%，主要受益于报告期内锂离子电池材料电解液产品量价有较大幅度增长。

图 3：公司营业收入情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司 2020 年归母净利润增长显著,从 2019 年的 0.2 亿元的低基数增长至 2020 年的 5.2 亿元,同比增长 3165%,主要得益于良好的费用控制能力。2018 年公司归母净利润较前年份增长明显,主要源自于公司将持有的荣汇锂业股权的会计核算方法由长期股权投资变更为以公允价值计量,因此当期处置长期股权投资产生的投资净收益科目数额极大,贡献了归母净利润的 93%。

图 4: 公司归母净利润情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

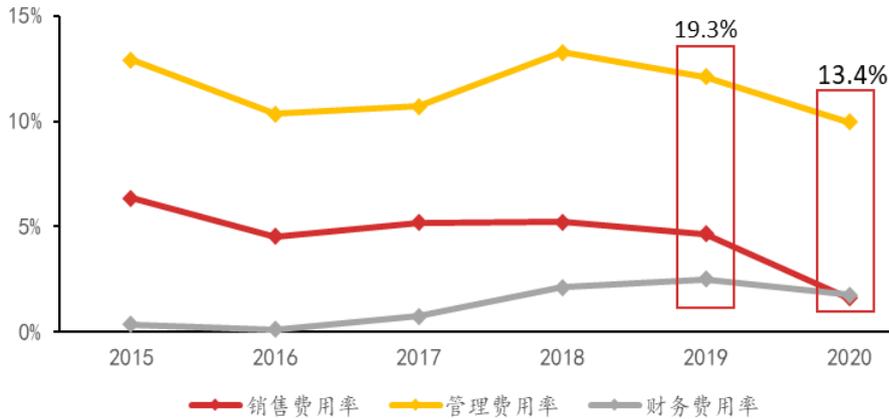
公司毛利率重回历史高位,盈利能力出现反转。2020 年,公司毛利率净利率较 2019 年均有明显增长,其中净利率幅度更大,回正且较 2019 年增长 13pp。2021 年 H1,公司毛利率达到 35.4%,净利率达到 22.0%,实现连续增长,创造历史最高值,较 2020 年增长约 10pp。

图 5: 公司毛利率、净利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司期间费用率大幅下降,撑开利润空间。自 2018 年以来,公司期间费用率呈逐年下降趋势,2020 年期间费用率降至 13.4%,较 2019 年下降 5.9pp。2021 年 H1,公司进一步受益于规模优势,期间费用率降至 9.1%,史上首次降至 10% 以下,公司利润空间大幅走阔。

图 6：公司期间费用率情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，2021 年、2022 年、2023 年电解液产能为 25t/a、32t/a、32t/a，产能爬坡周期约为一年。

假设 2：公司满产满销，2021 年、2022 年、2023 年电解液销售均价为 6 万元/吨、5.5 万元/吨、4 万元/吨。

假设 3：公司正极业务逐步落地，2021 年、2022 年、2023 年贡献营业收入 3 亿元、5 亿元、7 亿元，毛利率逐年升高，分别为 16%、18%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电解液	收入	2659.8	9599.2	12095.0	12796.5
	增速	\	260.9%	26.0%	5.8%
	毛利率	27.6%	35.0%	36.4%	37.5%
日化	收入	1213.4	900.3	1080.4	1296.5
	增速	\	-25.8%	20.0%	20.0%
	毛利率	57.0%	35.0%	35.0%	35.0%
正极及其他	收入	245.9	550.0	750.0	950.0
	增速	\	123.7%	36.4%	26.7%
	毛利率	6.1%	13.3%	15.3%	17.4%
合计	收入	4119.0	11049.5	13925.4	15043.0

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	增速	\	168.3%	26.0%	8.0%
	毛利率	35.0%	33.9%	35.2%	36.0%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取四家锂电材料龙头公司，2021年四家公司平均PE为80倍，2022年平均PE为50倍。公司电解液将继续保持高速增长，同时产能储备丰富，正极材料业务远期成为业务新的增长点，优化公司产品结构，进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为54%。考虑公司电解液龙头地位，及未来公司新业务的发展，我们给予公司2021年80倍PE，目标价167.20元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300037.SZ	新宙邦	107.15	1.26	2.18	2.95	80.45	49.24	36.34
002812.SZ	恩捷股份	265.76	1.26	2.34	3.43	112.67	113.34	77.58
603659.SH	璞泰来	155.65	1.35	2.15	3.04	83.50	72.46	51.23
002326.SZ	永太科技	42.25	0.14	0.51	1.28	80.50	83.51	33.02
平均值						89.28	79.64	49.54

数据来源：Wind, 西南证券整理

4 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 新能源汽车销量不及预期的风险；
- 3) 环保及安全生产的风险；
- 4) 汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4119.05	11049.53	13925.39	15042.98	净利润	500.45	1942.20	2813.68	3274.84
营业成本	2678.49	7301.70	9029.67	9625.52	折旧与摊销	298.00	367.56	497.44	663.69
营业税金及附加	38.02	95.19	122.70	132.62	财务费用	73.05	55.25	0.00	0.00
销售费用	66.71	154.69	167.10	150.43	资产减值损失	-178.74	50.00	0.00	0.00
管理费用	241.89	1049.71	1253.29	1278.65	经营营运资本变动	-301.46	-809.17	-695.32	-248.31
财务费用	73.05	55.25	0.00	0.00	其他	241.16	-162.45	0.00	0.00
资产减值损失	-178.74	50.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	632.46	1443.38	2615.80	3690.23
投资收益	-5.92	0.00	0.00	0.00	资本支出	70.48	-1000.00	-1500.00	-2000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-467.55	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-397.07	-1000.00	-1500.00	-2000.00
营业利润	633.84	2342.99	3352.62	3855.76	短期借款	-194.11	-547.79	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.52	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	107.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	626.32	2339.99	3349.62	3852.76	股权融资	34.06	1665.31	0.00	0.00
所得税	125.87	397.80	535.94	577.91	支付股利	-27.16	-106.57	-398.44	-574.74
净利润	500.45	1942.20	2813.68	3274.84	其他	-44.26	-281.25	0.00	0.00
少数股东损益	-32.42	-50.00	-60.00	-70.00	筹资活动现金流净额	-124.32	729.69	-398.44	-574.74
归属母公司股东净利润	532.87	1992.20	2873.68	3344.84	现金流量净额	107.00	1173.08	717.36	1115.49
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	311.56	1484.64	2202.00	3317.50	成长能力				
应收和预付款项	1446.64	3918.47	4907.82	5301.73	销售收入增长率	49.53%	168.25%	26.03%	8.03%
存货	549.62	1891.13	2350.51	2508.92	营业利润增长率	4684.18%	269.65%	43.09%	15.01%
其他流动资产	513.79	408.23	514.47	555.76	净利润增长率	1831.32%	288.09%	44.87%	16.39%
长期股权投资	130.77	130.77	130.77	130.77	EBITDA 增长率	230.77%	175.24%	39.20%	17.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2148.63	2827.32	3876.12	5258.68	毛利率	34.97%	33.92%	35.16%	36.01%
无形资产和开发支出	445.64	400.92	356.19	311.47	三费率	24.16%	11.40%	10.20%	9.50%
其他非流动资产	463.81	462.29	460.76	459.24	净利率	12.15%	17.58%	20.21%	21.77%
资产总计	6010.47	11523.77	14798.66	17844.06	ROE	14.15%	28.11%	30.17%	27.23%
短期借款	547.79	0.00	0.00	0.00	ROA	8.33%	16.85%	19.01%	18.35%
应付和预收款项	1091.50	3312.32	3953.57	4223.55	ROIC	14.77%	38.68%	38.77%	35.99%
长期借款	317.15	317.15	317.15	317.15	EBITDA/销售收入	24.40%	25.03%	27.65%	30.04%
其他负债	518.23	983.86	1202.27	1277.59	营运能力				
负债合计	2474.66	4613.34	5472.99	5818.29	总资产周转率	0.73	1.26	1.06	0.92
股本	546.13	955.25	955.25	955.25	固定资产周转率	2.21	4.66	4.15	3.29
资本公积	946.35	2202.54	2202.54	2202.54	应收账款周转率	3.67	4.42	3.39	3.16
留存收益	1788.24	3673.86	6149.11	8919.21	存货周转率	3.70	5.50	4.16	3.88
归属母公司股东权益	3385.86	6810.48	9285.73	12055.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	50.43%	—	—	—
少数股东权益	149.95	99.95	39.95	-30.05	资本结构				
股东权益合计	3535.81	6910.43	9325.67	12025.78	资产负债率	41.17%	40.03%	36.98%	32.61%
负债和股东权益合计	6010.47	11523.77	14798.66	17844.06	带息债务/总负债	34.95%	6.87%	5.79%	5.45%
					流动比率	1.35	1.82	1.96	2.15
					速动比率	1.08	1.37	1.50	1.69
					股利支付率	5.10%	5.35%	13.87%	17.18%
					每股指标				
					每股收益	0.56	2.09	3.01	3.50
					每股净资产	3.54	7.13	9.72	12.62
					每股经营现金	0.66	1.51	2.74	3.86
					每股股利	0.03	0.11	0.42	0.60
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1004.89	2765.80	3850.06	4519.45					
PE	229.53	61.39	42.56	36.57					
PB	36.12	17.96	13.17	10.15					
PS	29.69	11.07	8.78	8.13					
EV/EBITDA	69.79	43.64	31.16	26.30					
股息率	0.02%	0.09%	0.33%	0.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn