

湘潭电化(002125)
业绩略低于预期，关注公司转型正极材料供应商进展
——湘潭电化三季报点评

✎：范飞 执业证书编号：S1230512030001
 ☎：021-80106029
 ✉：fanfei@stocke.com.cn

投资要点
□ 三季度业绩：同比下滑 24%

公司第三季度收入 3.27 亿元，同比下滑 0.6%；第三季度净利润 2262 万元，同比下滑 24.8%；单季度环比下滑 32%；

□ 业绩低于预期：毛利率下滑以及财务费用增加

——销量预计平稳：公司未披露销量数据，根据公司的主要下游碱性干电池出口数据看，碱性干电池需求保持平稳，以及公另一下游之一，国内锰酸锂产量 2019 上半年 37552 吨，较去年同期增长 25%；我们根据同行业销量数据预估，三季度由于新能源车增长放缓，对于电解二氧化锰的需求也有所减少；

——价格有一定波动：从百川数据看，当前高端 91%无汞碱性电解二氧化锰价格在约 11500 元/吨，较 2 季度时下跌约 1000 元/吨，从公司毛利率看，毛利率下滑 1.2 个百分点；公司电解二氧化锰价格低于我们预期，下游需求增速有所放缓。

——公司财务费用上升超出预期，公司单季度财务费用环比上升约 800 万元，同比上升约 1000 万元，主要是公司借款增加；投资收益环比有所下滑，也反应正极材料竞争激烈，影响到参股公司的效益；

——公司存货有所上升；从去年同期的 3.1 亿元上升到本期 4.5 亿元；

□ 风险提示：

——原材料价格超预期波动

——正极材料技术路线的潜在变化；

□ 盈利预测及估值

暂不考虑公司增发情况，下调 2019-2021 年公司 EPS 为 0.18,0.27,0.33 元/股（此前为 0.21、0.33、0.41 元/股），PE 分别为 27.8 倍、18.7 倍和 15.5 倍；同时维持公司增持评级，考虑到公司作为正极材料锰元素的供应商的稀缺性、以及关注公司参股湖南裕能新能源公司正极材料的快速发展可能。

财务摘要

（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1079	1321	1709	2068
(+/-)	45.66%	22.45%	29.35%	21.00%
净利润	71	101	151	182
(+/-)	49.96%	43.43%	48.93%	20.70%
每股收益（元）	0.13	0.18	0.27	0.33
P/E	39.95	27.85	18.70	15.49

评级
增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 5.11

单季度业绩
元/股

3Q/2019 0.04

2Q/2019 0.06

1Q/2019 0.05

4Q/2018 0.02

公司简介

湘潭电化系湘潭市国资委下属控股企业。公司主营业务为生产销售电解二氧化锰和新能源电池材料、城市污水集中处理、工业贸易等。“潭州”牌商标连续 16 年被评为湖南省著名商标。公司正大力发展三元材料、磷酸铁、磷酸铁锂、锰酸锂等新能源材料产品，并已完成产业布局。公司污水年处理量 6500 万吨。

相关报告

1《锰酸锂正极材料需求增长超预期》

2019.05.30

2《锰酸锂正极是未来重要看点，原材料供应商向新能源材料公司转型》

2019.02.28

3《业绩兑现，电解二氧化锰受益于锰酸锂正极需求增长》2018.10.25

4《湘潭电化深度-锂电池中锰元素的世界级供应商》2018.08.09

报告撰写人：范飞

数据支持人：范飞

1. 锰酸锂需求快速增长

根据鑫椤资讯统计，上半年国内锰酸锂产量达到 3.75 万吨，同比增长达到 25%，增速接近三元材料。

图 1：锰酸锂需求快速增长



资料来源：鑫椤资讯、浙商证券研究所

下半年锰酸锂的新增产能也已逐渐明晰，如果全部投产，累计新增产能将达到 3 万吨/年，如果全部达成，对电解二氧化锰的需求将会新增接近 3 万吨。

表 1：锰酸锂 2019 年下半年新增产能

企业	新增产能	投放进度
腾冲英唐新能源科技有限公司	300 吨/月	2019 年 7 月开始投产
曲靖贝塔科技有限公司	120 吨/月	2019 年 7 月开始投产,8 月开始逐步放量
贵州丕丕丕电子科技有限公司	300 吨/月	2019 年 8 月初开始设备调试
浙江瓦力新能源科技有限公司	250 吨/月	2019 年 9 月左右开始上设备，年底达 500 吨/月
新乡市弘力电源科技有限公司	1000 吨/月	2019 年 9 月开始逐步放量，年底达 2000 吨/月
河北强能锂电科技股份有限公司	150 吨/月	2019 年 10 月开始投产
南通瑞翔新材料有限公司	400 吨/月	2019 年年底开始投产

资料来源：鑫椤资讯、浙商证券研究所

从供给看，今年的增量除湘潭电化的 2 万吨外，尚有铜仁大龙煤电锰一体化循环经济工业园 5 万吨/年电解二氧化锰项目（一期工程）；中信大锰的电解二氧化锰二期 2019 年 6 月投产，以及中信大锰的合资公司汇元锰业的技改项目，将于 2019 年底投产；

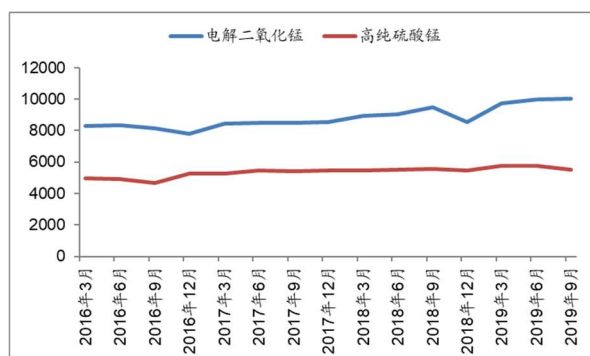
总体看，电解二氧化锰的供需处于动态平衡状态。

2. 电极二氧化锰及锰酸锂价格

2.1. 锰矿价格及电解二氧化锰有所回落

从公开信息看, 当前电解二氧化锰较 2 季度高点回调 1000 元/吨;

图 2: 电解二氧化锰价格



资料来源: 红星发展公告、浙商证券研究所

图 3: 原材料锰矿价格有所回落



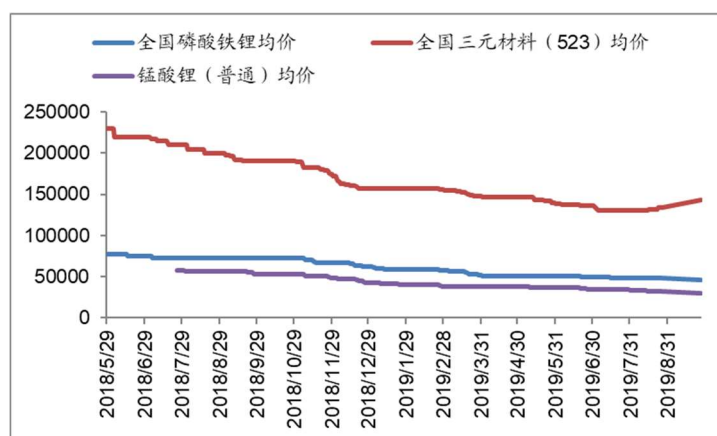
资料来源: wind、浙商证券研究所

2.2. 锰酸锂价格跌幅较大

普通锰酸锂报价在 29500 元/吨, 较 2 季度末下滑 16%; 磷酸铁锂报价基本在 4.6 万元左右, 较二季度末下滑 8%; 三元 523 市场报价在 14.3 万元/吨, 较二季度上涨 5%。

锰酸锂报价三季度下跌幅度是三种正极材料幅度最大的, 反应需求疲软。

图 4: 各正极材料价格



资料来源: 百川资讯、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	937	1175	1442	1647	营业收入	1079	1321	1709	2068
现金	247	217	214	226	营业成本	799	966	1240	1524
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	16	19	25	30
应收账款	297	407	500	594	营业费用	31	40	51	61
其它应收款	23	44	49	58	管理费用	84	103	137	163
预付账款	31	40	58	65	研发费用	6	7	9	11
存货	316	453	602	685	财务费用	46	65	74	75
其他	23	15	20	19	资产减值损失	3	3	6	6
非流动资产	2238	2628	2917	3147	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	7	7	7	7	投资净收益	4	7	14	28
长期投资	71	48	58	59	其他经营收益	13	10	11	11
固定资产	1314	1508	1734	1879	营业利润	111	135	192	238
无形资产	218	243	278	328	营业外收支	(5)	(5)	1	(5)
在建工程	462	610	648	678	利润总额	106	129	193	232
其他	166	211	193	195	所得税	31	22	32	39
资产总计	3176	3803	4360	4794	净利润	75	108	160	193
流动负债	1500	1804	2207	2446	少数股东损益	4	6	9	11
短期借款	646	844	963	964	归属母公司净利润	71	101	151	182
应付款项	557	691	917	1093	EBITDA	270	290	380	441
预收账款	5	15	17	18	EPS (最新摊薄)	0.13	0.18	0.27	0.33
其他	292	254	309	371	主要财务比率				
非流动负债	508	517	510	512	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	369	369	369	369	成长能力				
其他	140	148	141	143	营业收入增长率	45.66%	22.45%	29.35%	21.00%
负债合计	2008	2321	2717	2958	营业利润增长率	121.20%	21.40%	42.30%	24.08%
少数股东权益	16	22	31	42	归属于母公司净利润	49.96%	43.43%	48.93%	20.70%
归属母公司股东权益	1152	1460	1611	1794	获利能力				
负债和股东权益	3176	3803	4360	4794	毛利率	25.96%	26.91%	27.42%	26.32%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	净利率	6.95%	8.14%	9.37%	9.35%
经营活动现金流	58	178	328	407	ROE	6.13%	7.66%	9.67%	10.49%
净利润	75	108	160	193	ROIC	4.62%	5.69%	7.08%	7.72%
折旧摊销	113	96	115	133	偿债能力				
财务费用	46	65	74	75	资产负债率	63.23%	61.02%	62.32%	61.70%
投资损失	(4)	(7)	(14)	(28)	净负债比率	57.55%	54.59%	51.69%	48.07%
营运资金变动	72	71	131	108	流动比率	62.51%	65.16%	65.35%	67.31%
其它	(244)	(155)	(138)	(74)	速动比率	41.46%	40.06%	38.08%	39.30%
投资活动现金流	(358)	(458)	(396)	(337)	营运能力				
资本支出	(400)	(457)	(360)	(309)	总资产周转率	0.38	0.38	0.42	0.45
长期投资	(16)	22	(9)	(1)	应收账款周转率	4.66	4.39	4.30	4.27
其他	58	(23)	(27)	(28)	应付账款周转率	2.64	2.70	2.74	2.61
筹资活动现金流	350	250	65	(57)	每股指标 (元)				
短期借款	89	198	120	1	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.18	0.27	0.33
长期借款	237	0	0	0	每股经营现金流(最	0.11	0.32	0.59	0.74
其他	24	52	(55)	(58)	每股净资产(最新摊	3.33	2.64	2.91	3.24
现金净增加额	51	(30)	(3)	12	估值比率				
					P/E	39.95	27.85	18.70	15.49
					P/B	1.53	1.93	1.75	1.58
					EV/EBITDA	12.34	13.81	10.91	9.45

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>