点评报告

行业公司研究—化学原料行业—

湘潭电化(002125)

报告日期：2019 年 5 月 28 日

锰酸锂正极材料需求增长超预期
——湘潭电化跟踪报告

：范飞　　执业证书编号：S1230512030001
：021-80106025
：fanfei@stocke.com.cn

投资要点

❑ **事件：锰酸锂需求快速增长**

据鑫椤资讯统计：2019 年 4 月份国内 12 家锰酸锂厂家产量共计 4240 吨，较去年同比增长 43.2%，环比增长 5.47%。预计全年国内锰酸锂总产量同比增长将超过 20%，产量接近 7 万吨。

❑ **超预期因素：产量可能需求超预期**

下游需求增长，导致销量可能超预期，如上述的锰酸锂产量 4 月份同比增速达 43%；我们原来预计锰酸锂的整体需求增速可能在 18%，超预期的因素来源于：

——电动自行车新国标的正式实施拉动了锰酸锂市场需求；

——2019 年新能汽车补贴政策于 2019 年 3 月 26 日起实施，锂电行业向着降本增效的目标发展，三元掺杂锰酸锂可以降低成本；同时可使安全性能提高。

❑ **低于预期因素：产品价格预期偏低、锰矿价格及电解二氧化锰有所回落**

我们此前预计，公司电解二氧化锰会持续提价，目前看总体提价幅度低于我们预计；主要原因是：1、原料锰矿价格近期有所回落，2、以下调制造业增值税税率后，二氧化锰价格略有让利，每吨下调 500-800 元不等；3、竞品磷酸铁锂价格下滑幅度较快；

❑ **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**

预计 2019-2021 年公司 EPS（转股摊薄后）为 0.21、0.33、0.41 元/股，PE 分别为 27 倍、18 倍和 14 倍；对 2019 年盈利下调 10%，主要是产品价格增幅不及预期，且竞争对手磷酸铁锂类价格下跌较大，对终端锰酸锂价格构成制约，维持公司增持评级，同时持续关注公司锰酸锂正极材料的业绩贡献、关注公司参股湖南裕能新能源公司业绩情况。

财务摘要

（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	1079	1364	1765	2136
(+/-)	45.66%	26.45%	29.35%	21.00%
净利润	71	117	172	225
(+/-)	49.96%	65.50%	46.89%	30.80%
每股收益（元）	0.13	0.21	0.31	0.41
P/E	44.79	27.07	18.43	14.09

评级	增持
上次评级	增持
当前价格	￥5.73

单季度业绩	元/股
1Q/2019	0.05
4Q/2018	0.02
3Q/2018	0.10
2Q/2018	0.06

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

2《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

3《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

证券研究报告

正文目录

1. 锰酸锂需求快速增长 3
2. 电极二氧化锰及锰酸锂价格 4
2.1. 锰矿价格及电解二氧化锰有所回落 4
2.2. 锰酸锂价格优势明显 4
3. 公司今年增量来源 5

图表目录

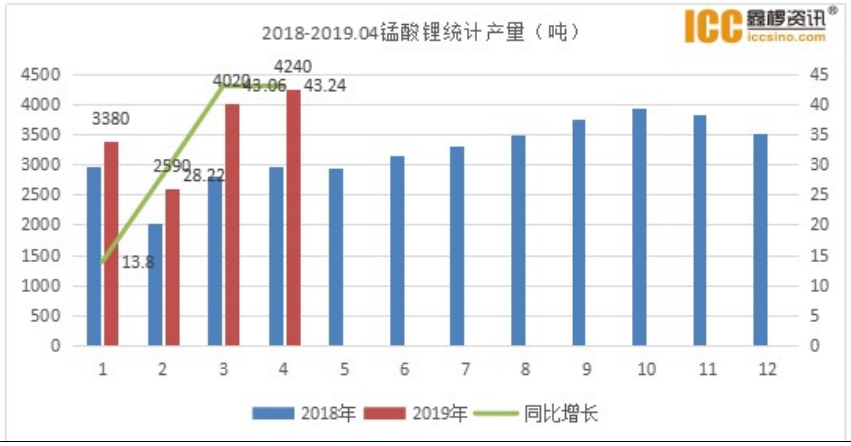
图 1：锰酸锂需求快速增长 3
图 2：电解二氧化锰价格 4
图 3：原材料锰矿价格有所回落 4
图 4：各正极材料价格 4

表附录：三大报表预测值 6

1. 锰酸锂需求快速增长

据鑫椤资讯统计:2019 年 4 月份国内 12 家锰酸锂厂家产量共计 4240 吨,较去年同比增长 43.2%,环比增长 5.47%。预计全年国内锰酸锂总产量同比增长将超过 20%，产量接近 7 万吨。按照一吨锰酸锂正极材料需要 0.96 吨电解二氧化锰估计，合计需求电解二氧化锰接近 7 万吨；该增速略快于我们此前的预期。

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

正如，我们在深度报告，《湘潭电化深度报告-锂电池中锰元素的世界级供应商》里预测的，锰酸锂产量的增长主要来源于:

——电动自行车新国标的正式实施拉动了锰酸锂市场需求;

——2019 年新能汽车补贴政策于 2019 年 3 月 26 日起实施，锂电行业向着降本增效的目标发展，三元掺杂锰酸锂可以降低成本；领军企业之一星恒电源，有可能能够在 2020 年做到电动自行车电池包成本 0.5 元/wh，电动汽车电池包成本 0.7 元/wh，具有明显的价格竞争优势。

——三元材料掺入锰酸锂可使安全性能提高，一方面，三元 Li(NixCoyMnz)O2 掺入 LiMn2O4 后，形成复合材料。其热稳定性要优于纯三元材料。另一方面，在充电的高电压状态下，正极方面，脱锂后结构稳定的 LiMn2O4 会优先向负极提供 Li+从而减缓三元材料的高氧化态恶化情况；负极方面，具有高电压电化学窗口的 LiMn2O4 会减缓嵌锂态负极的极化程度。

从源头上讲，锰元素便宜、安全的核心竞争力注定未来在新能源领域有一席之地；无论是通过掺杂进三元、或者是在电动自行车上独立使用；或者是在后续的更新的富锂锰基正极材料里，锰都是不可或缺的一环。

锰酸锂&三元复合材料体系锂离子电池具有低成本、高放电平台电压、良好的倍率放电性能以及低温性能。提高克容量、改善存储性能、常温循环和高温循环性能是未来锰酸锂材料技术发展的主导方向。

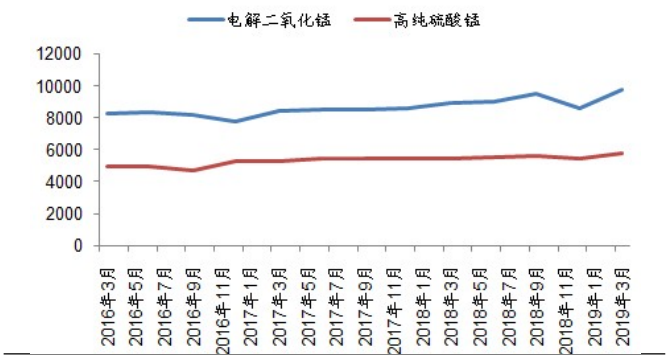
2. 电极二氧化锰及锰酸锂价格

2.1. 锰矿价格及电解二氧化锰有所回落

原料锰矿价格近期有所回落，比去年同期下降约 6%，去年同期由于环保等原因锰矿价格相对较高；

公司核心产品电解二氧化锰价格近期波动不大。随着原材料价格回落，以及 4 月 1 日国家下调制造业增值税税率后，二氧化锰价格略有让利，每吨下调 500-800 元不等；但预计毛利基本持平。

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

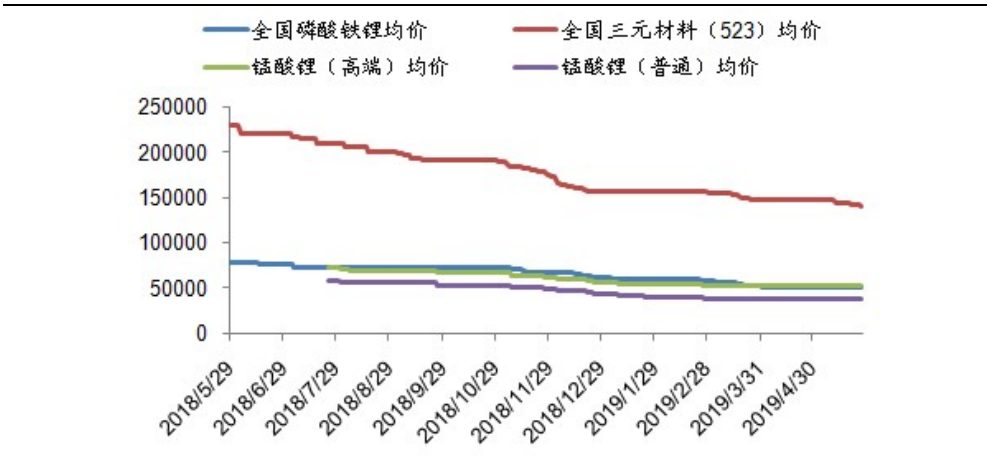
资料来源：浙商证券研究所

2.2. 锰酸锂价格优势明显

普通锰酸锂报价在 3.4-4.2 万元/吨，高端报价在 4.9-5.9 万元/吨。

磷酸铁锂报价基本也在 5 万元左右。相对于三元材料的价格优势较为明显；三元 523 市场报价在 14.7 万元/吨，811 报价 19.9 万元/吨，111 报价 17.2 万元。

图 4：各正极材料价格



资料来源：百川资讯、浙商证券研究所

3. 公司今年增量来源

公司今年增量部分主要来源于;

——公司全资子公司靖西湘潭电化科技有限公司年产 2 万吨高性能锰酸锂正极材料项目已于 2019 年 2 月建成投产;估计全部达产后，贡献收入约 2-4 亿元;

——新基地建设二期（高纯硫酸锰）项目，3 万吨高纯硫酸锰的达产后收入贡献在 1.5 亿元左右;

——参股公司湖南裕能新能源，公司参股 16.07%（权益法核算）: 2018 年，裕能新能源总资产为 48,209.58 万元，实现营业收入 19,280.32 万元，实现净利润 3,160.27 万元。磷酸铁锂生产线二期已经投产，磷酸铁锂产品技术水平在国内处于行业领先，主要客户有比亚迪股份有限公司、宁德时代新能源科技股份有限公司等。2019 年，拟新建一条年产约 1.2 万吨磷酸铁锂生产线。按照权益法估计，今年新增权益法利润贡献也会有一定增长;

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	937	1199	1473	1671
现金	247	217	214	226
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	297	420	516	613
其它应收款	23	45	51	59
预付账款	31	41	59	65
存货	316	461	613	688
其他	23	15	20	19
非流动资产	2238	2628	2918	3147
金额资产类	7	7	7	7
长期投资	71	48	58	59
固定资产	1314	1508	1734	1879
无形资产	218	243	278	328
在建工程	462	610	648	678
其他	166	211	193	196
资产总计	3176	3827	4390	4819
流动负债	1500	1811	2199	2388
短期借款	646	833	932	893
应付款项	557	704	934	1098
预收账款	5	16	18	18
其他	292	259	315	378
非流动负债	508	517	510	512
长期借款	369	369	369	369
其他	140	148	141	143
负债合计	2008	2328	2709	2899
少数股东权益	16	23	33	47
归属母公司股东权益	1152	1476	1648	1873
负债和股东权益	3176	3827	4390	4819

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	58	189	348	443
净利润	75	124	182	238
折旧摊销	113	96	115	133
财务费用	46	65	73	72
投资损失	(4)	(7)	(14)	(28)
营运资金变动	72	74	132	94
其它	(244)	(163)	(141)	(66)
投资活动现金流	(358)	(458)	(396)	(337)
资本支出	(400)	(457)	(360)	(309)
长期投资	(16)	22	(9)	(1)
其他	58	(23)	(27)	(28)
筹资活动现金流	350	239	45	(94)
短期借款	89	187	99	(38)
长期借款	237	0	0	0
其他	24	53	(54)	(55)
现金净增加额	51	(30)	(3)	12

利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1079	1364	1765	2136
营业成本	799	984	1263	1531
营业税金及附加	16	20	26	31
营业费用	31	42	53	63
管理费用	84	106	142	168
研发费用	6	7	9	11
财务费用	46	65	73	72
资产减值损失	3	3	6	6
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	4	7	14	28
其他经营收益	13	10	11	11
营业利润	111	155	218	292
营业外收支	(5)	(5)	1	(5)
利润总额	106	149	219	287
所得税	31	25	37	48
净利润	75	124	182	238
少数股东损益	4	7	10	13
归属母公司净利润	71	117	172	225
EBITDA	270	309	406	492
EPS（最新摊薄）	0.13	0.21	0.31	0.41

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	45.66%	26.45%	29.35%	21.00%
营业利润增长率	121.20%	39.33%	41.18%	33.81%
归属于母公司净利润	49.96%	65.50%	46.89%	30.80%
获利能力				
毛利率	25.96%	27.91%	28.42%	28.32%
净利率	6.95%	9.09%	10.33%	11.16%
ROE	6.13%	8.78%	10.81%	12.49%
ROIC	4.62%	6.25%	7.75%	9.00%
偿债能力				
资产负债率	63.23%	60.83%	61.70%	60.16%
净负债比率	57.55%	53.95%	50.68%	46.60%
流动比率	62.51%	66.21%	66.97%	70.01%
速动比率	41.46%	40.75%	39.09%	41.17%
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.39	0.43	0.46
应收账款周转率	4.66	4.45	4.30	4.27
应付账款周转率	2.64	2.73	2.74	2.60
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.21	0.31	0.41
每股经营现金流(最	0.11	0.34	0.63	0.80
每股净资产(最新摊	3.33	2.67	2.98	3.39
估值比率				
P/E	44.79	27.07	18.43	14.09
P/B	1.72	2.15	1.92	1.69
EV/EBITDA	12.34	14.01	10.99	9.02

资料来源：港澳资讯、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