

## 光华科技(002741)/化学试剂

## 布局锂辉石项目,完善产业链布局

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 16.72 元

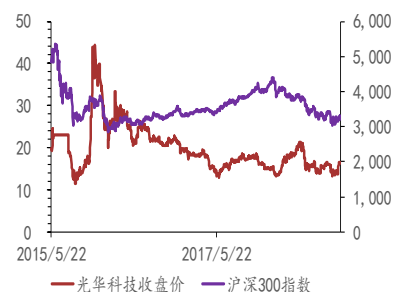
分析师: 商艾华

执业证书编号: S0740518070002

Email: shangah@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 374   |
| 流通股本(百万股) | 371   |
| 市价(元)     | 15.85 |
| 市值(百万元)   | 5932  |
| 流通市值(百万元) | 5920  |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1299.19 | 1799.99 | 2608.54 | 4030.94 |
| 增长率 yoy%  | 31.00%  | 38.55%  | 44.92%  | 54.53%  |
| 净利润       | 92.62   | 172.77  | 254.20  | 365.40  |
| 增长率 yoy%  | 46.59%  | 86.54%  | 47.13%  | 43.74%  |
| 每股收益(元)   | 0.25    | 0.46    | 0.68    | 0.98    |
| 每股现金流量    | 0.19    | 0.03    | 0.02    | -0.21   |
| 净资产收益率    | 8.20%   | 13.22%  | 16.58%  | 19.58%  |
| P/E       | 64      | 34      | 23      | 16      |
| PEG       | 1.37    | 0.40    | 0.50    | 0.37    |
| P/B       | 5.31    | 4.65    | 3.93    | 3.21    |

备注:

**投资要点**

- **事件:** 近期公司发布公告,公司拟投资建设年产 100 万吨锂辉石选矿项目,项目总投资 1.57 亿元。该项目的产品为锂辉石精矿,是生产碳酸锂的原材料。
- **锂电材料: 加码上游,进一步完善“锂盐原材料+镍盐+钴盐-三元前驱体-三元材料”的正极材料产业链布局。** 根据中国汽车协会数据,2018 年 1-11 月,新能源汽车产销量分别达到 105.4 万辆和 103 万辆,双双突破百万大关,分别同比增速 63.63%和 68%。新能源汽车的高速增长带动碳酸锂的放量,全球碳酸锂的需求量有望从 2017 年的 26.5 万吨增长到 2020 年的 40 万吨。公司此次布局上游锂辉石精矿,有利于控制公司主要产品上游原料的供应,完善公司锂离子电池材料价值链的前端和提高成本管控能力。根据公司测算,该项目达产后,预计计可实现营业收入 77,365.70 万元/年,净利润 4,138.44 万元/年。此外,目前已有 0.1 万吨/年的三元前驱体产能,1 万吨/年磷酸铁和 0.5 万吨/年磷酸铁锂的产能在建。随着产业链的持续纵深布局,公司产业链一体化优势加大,有望凭借成本优势,享受行业的较高增速的红利。
- **电池回收业务: 电池回收业务将开启公司成长新篇章。(1) 电池回收行业空间大。** 随着新能源汽车的快速发展,动力电池换代更新周期的到来将给电池回收行业带来巨大空间。根据 wind 数据,2018 年 1-10 月,新能源汽车产销分别完成 87.9 万辆和 86 万辆,比上年同期分别增长 70%和 75.6%。此外,《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出,到 2020 年中国新能源汽车产量达到 200 万辆,累计产销超过 500 万辆。新能源汽车的快速发展,我国即将迎来动力电池的大规模退役,电池回收业务上游供给充足。**(2) 电池回收行业壁垒高。** 当前电池要求对于环保和高回收率要较高要求,行业壁垒较高。2018 年 7 月 27 日,工信部公布符合《新能源汽车废旧动力电池综合利用行业规范条件》第一批企业名单,光华科技成功入选,未来有望形成行业先发优势,开启成长新篇章。**(3) 公司积极拓展市场,产能快速扩张,有望充分受益。** 当前公司的电池回收业务是以处理 3C 为主,主要覆盖江西、深圳和福建,汽车动力电池方面仍在蓄力期,与北汽集团、南京金龙、广西华奥等公司签订框架合作协议,有望使公司获得更多原材料供给的市场份额,占得先发优势。并且公司产能大幅扩张,公司 2017 年于工信部投产示范项目,废旧电池回收线处理量达 150 吨/月,之后回收线持续扩产,目前处理量在 1000 吨/月左右,后续产能有望持续扩大。电池回收业务有望打开公司的成长空间。
- **PCB 化学品: 受益于进口替代和环保趋严带来集中度提升,公司业绩有望持续高速增长。** 公司 PCB 化学品 2018H1 实现营业收入 4.68 亿元,同比增长 38.16%,毛利率为 26.27%,较 2017 年毛利率提升 2.79 个百分点。公司 PCB 业务实现高速增长主要原因是环保趋严导致小产能出清,进口替代背景下,下游国内企业行业集中度不断提高;由于环保高压,PCB 去产能周期,挤压国内小厂生存空间,带来大量订单向大厂转移,公司下游以中高端优质客户为主,充分受益。**产能方面: 大厂商客户保证扩产后持续输出业绩。** 目前公司 PCB 高纯化学品总产能大约 36000 吨,公司规划在珠海地区进一步扩大产能。凭借产品性能优势,公司主业有望持续高增。
- **盈利预测与投资建议:** 由于 2018 年下半年锂钴价格下跌,产生一定库存损益,我们略下调公司盈利预测,我们预计 2018-2020 年公司实现归属于母公司净利润为 1.73 亿元、2.54 亿和 3.65 亿,同比增长 86.54%、47.13%和 43.74%; 对应 EPS 为 0.46 元、0.68 元和 0.98 元,对应 PE 分别为 34 倍、23 倍和 16 倍,维持“买入”评级。

■ 风险提示事件：项目投产不达预期的风险、PCB 销量增速下滑的风险。

## 盈利预测

### ■ 关键假设:

- 假设公司 PCB 业务 2018-2020 年营收增速分别为 40%、35%和 30%，毛利率维持稳定，均为 26.3%。
- 假设公司电池回收业务 2018-2020 年实现电池回收量分别为 3000 吨、1 万吨、2.5 万吨，从而带动公司锂电材料营收增速分别为 100%、150%和 150%，毛利率分别为 27%、26%和 25%。

**图表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元  |     | 2017A    | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|---------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 合计      | 收入  | 1,299.19 | 1,799.99 | 2,608.54 | 4,030.94 |
|         | 增速  | 31.00%   | 38.55%   | 44.92%   | 54.53%   |
|         | 成本  | 990.50   | 1,352.91 | 1,956.06 | 3,026.04 |
|         | 毛利率 | 23.76%   | 24.84%   | 25.01%   | 24.93%   |
| PCB 化学品 | 收入  | 766.200  | 1,072.68 | 1,448.12 | 1,882.55 |
|         | 增速  |          | 40.00%   | 35.00%   | 30.00%   |
|         | 成本  | 586.270  | 790.89   | 1,067.70 | 1,388.01 |
|         | 毛利率 | 23.48%   | 26.27%   | 26.27%   | 26.27%   |
| 化学试剂    | 收入  | 209.920  | 241.41   | 265.55   | 278.83   |
|         | 增速  |          | 15.00%   | 10.00%   | 5.00%    |
|         | 成本  | 146.070  | 167.97   | 184.77   | 194.01   |
|         | 毛利率 | 30.42%   | 30.42%   | 30.42%   | 30.42%   |
| 锂电池材料   | 收入  | 127.240  | 254.48   | 636.20   | 1,590.50 |
|         | 增速  |          | 100.00%  | 150.00%  | 150.00%  |
|         | 成本  | 88.220   | 185.77   | 470.79   | 1,192.88 |
|         | 毛利率 | 30.67%   | 27.00%   | 26.00%   | 25.00%   |
| 配套贸易    | 收入  | 186.320  | 214.27   | 235.69   | 247.48   |
|         | 增速  |          | 15.00%   | 10.00%   | 5.00%    |
|         | 成本  | 168.000  | 192.84   | 212.13   | 222.73   |
|         | 毛利率 | 9.83%    | 10.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
| 其他业务    | 收入  | 3.680    | 11.04    | 16.56    | 24.84    |
|         | 增速  |          | 200.00%  | 50.00%   | 50.00%   |
|         | 成本  | 3.350    | 9.94     | 14.90    | 22.36    |
|         | 毛利率 | 8.97%    | 10.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
| 其他专用化学品 | 收入  | 5.820    | 6.11     | 6.42     | 6.74     |
|         | 增速  |          | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
|         | 成本  | 5.250    | 5.50     | 5.77     | 6.06     |
|         | 毛利率 | 9.79%    | 10.00%   | 10.00%   | 10.00%   |

来源：公司公告、中泰证券研究

图表2：三大财务报表

| 利润表（百万元）   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 现金流量表（百万元）        | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 1299.19 | 1799.99 | 2608.54 | 4030.94 | 净利润               | 91.63   | 168.77  | 250.20  | 361.40  |
| 营业成本       | 990.50  | 1352.91 | 1956.06 | 3026.04 | 折旧与摊销             | 25.90   | 26.31   | 40.01   | 48.58   |
| 营业税金及附加    | 7.03    | 9.90    | 14.35   | 22.17   | 财务费用              | 6.92    | -4.40   | -2.70   | 14.73   |
| 销售费用       | 88.58   | 111.60  | 156.51  | 241.86  | 资产减值损失            | 3.97    | 1.00    | 1.00    | 1.00    |
| 管理费用       | 111.37  | 135.00  | 195.64  | 309.53  | 经营营运资本变动          | -27.96  | -180.09 | -280.40 | -501.54 |
| 财务费用       | 6.92    | -4.40   | -2.70   | 14.73   | 其他                | -29.09  | -1.01   | -1.09   | -0.95   |
| 资产减值损失     | 3.97    | 1.00    | 1.00    | 1.00    | 经营活动现金流净额         | 71.36   | 10.59   | 7.03    | -76.79  |
| 投资收益       | 3.90    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 资本支出              | -305.19 | -100.00 | -200.00 | -200.00 |
| 公允价值变动损益   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | 3.10    | 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         | -302.09 | -100.00 | -200.00 | -200.00 |
| 营业利润       | 106.44  | 193.98  | 287.68  | 415.62  | 短期借款              | 105.77  | 188.22  | 328.84  | 530.29  |
| 其他非经营损益    | -1.01   | 0.20    | 0.20    | 0.20    | 长期借款              | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 利润总额       | 105.43  | 194.18  | 287.88  | 415.82  | 股权融资              | 242.60  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 所得税        | 13.80   | 25.41   | 37.67   | 54.41   | 支付股利              | -18.00  | -9.26   | -17.28  | -25.42  |
| 净利润        | 91.63   | 168.77  | 250.20  | 361.40  | 其他                | -20.53  | 3.74    | 2.70    | -14.73  |
| 少数股东损益     | -0.99   | -4.00   | -4.00   | -4.00   | 筹资活动现金流净额         | 309.84  | 182.70  | 314.25  | 490.15  |
| 归属母公司股东净利润 | 92.62   | 172.77  | 254.20  | 365.40  | 现金流量净额            | 77.92   | 93.29   | 121.28  | 213.36  |
|            |         |         |         |         |                   |         |         |         |         |
| 资产负债表（百万元） | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 财务分析指标            | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 货币资金       | 176.71  | 270.00  | 391.28  | 604.64  | 成长能力              |         |         |         |         |
| 应收和预付款项    | 508.02  | 658.96  | 965.36  | 1499.90 | 销售收入增长率           | 31.00%  | 38.55%  | 44.92%  | 54.53%  |
| 存货         | 155.82  | 213.07  | 308.44  | 477.41  | 营业利润增长率           | 66.74%  | 82.24%  | 48.30%  | 44.47%  |
| 其他流动资产     | 26.39   | 36.57   | 52.99   | 81.89   | 净利润增长率            | 45.03%  | 84.18%  | 48.25%  | 44.44%  |
| 长期股权投资     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA 增长率        | 54.06%  | 55.03%  | 50.53%  | 47.37%  |
| 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  | 583.15  | 657.97  | 819.09  | 971.64  | 毛利率               | 23.76%  | 24.84%  | 25.01%  | 24.93%  |
| 无形资产和开发支出  | 22.51   | 21.77   | 21.03   | 20.30   | 三费率               | 15.92%  | 13.46%  | 13.40%  | 14.04%  |
| 其他非流动资产    | 105.54  | 105.14  | 104.75  | 104.35  | 净利率               | 7.05%   | 9.38%   | 9.59%   | 8.97%   |
| 资产总计       | 1578.14 | 1963.48 | 2662.94 | 3760.13 | ROE               | 8.20%   | 13.22%  | 16.58%  | 19.58%  |
| 短期借款       | 195.25  | 383.47  | 712.30  | 1242.60 | ROA               | 5.81%   | 8.60%   | 9.40%   | 9.61%   |
| 应付和预收款项    | 181.49  | 200.00  | 304.82  | 477.40  | ROIC              | 9.46%   | 11.82%  | 13.46%  | 14.64%  |
| 长期借款       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA/销售收入       | 10.72%  | 11.99%  | 12.46%  | 11.88%  |
| 其他负债       | 83.72   | 103.47  | 136.36  | 194.69  | 营运能力              |         |         |         |         |
| 负债合计       | 460.46  | 686.94  | 1153.48 | 1914.69 | 总资产周转率            | 1.01    | 1.02    | 1.13    | 1.26    |
| 股本         | 374.23  | 374.23  | 374.23  | 374.23  | 固定资产周转率           | 5.15    | 4.35    | 3.91    | 5.02    |
| 资本公积       | 313.07  | 313.07  | 313.07  | 313.07  | 应收账款周转率           | 3.98    | 4.07    | 4.15    | 4.25    |
| 留存收益       | 421.39  | 584.90  | 821.83  | 1161.81 | 存货周转率             | 6.41    | 7.31    | 7.48    | 7.69    |
| 归属母公司股东权益  | 1109.35 | 1272.20 | 1509.13 | 1849.11 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 94.69%  | —       | —       | —       |
| 少数股东权益     | 8.33    | 4.33    | 0.33    | -3.67   | 资本结构              |         |         |         |         |
| 股东权益合计     | 1117.69 | 1276.53 | 1509.46 | 1845.44 | 资产负债率             | 29.18%  | 34.99%  | 43.32%  | 50.92%  |
| 负债和股东权益合计  | 1578.14 | 1963.48 | 2662.94 | 3760.13 | 带息债务/总负债          | 42.40%  | 55.82%  | 61.75%  | 64.90%  |
|            |         |         |         |         | 流动比率              | 2.01    | 1.79    | 1.53    | 1.41    |
|            |         |         |         |         | 速动比率              | 1.65    | 1.47    | 1.25    | 1.16    |
|            |         |         |         |         | 股利支付率             | 19.43%  | 5.36%   | 6.80%   | 6.96%   |
| 业绩和估值指标    | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 每股指标              |         |         |         |         |
| EBITDA     | 139.26  | 215.89  | 324.99  | 478.92  | 每股收益              | 0.25    | 0.46    | 0.68    | 0.98    |
| PE         | 64.04   | 34.33   | 23.33   | 16.23   | 每股净资产             | 2.99    | 3.41    | 4.03    | 4.93    |
| PB         | 5.31    | 4.65    | 3.93    | 3.21    | 每股经营现金            | 0.19    | 0.03    | 0.02    | -0.21   |
| PS         | 4.57    | 3.30    | 2.27    | 1.47    | 每股股利              | 0.05    | 0.02    | 0.05    | 0.07    |
| EV/EBITDA  | 42.00   | 27.53   | 18.93   | 13.51   |                   |         |         |         |         |
| 股息率        | 0.30%   | 0.16%   | 0.29%   | 0.43%   |                   |         |         |         |         |

来源：公司公告、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。