

# 赣锋锂业(002460.SZ/01772.HK)

## 赣锋锂业的电池之路

### 核心观点:

- **事件。**2020年10月10日公告,全资子公司江西赣锋锂电科技有限公司的全资子公司惠州赣锋以自有资金不超过30亿元人民币投资建设高端聚合物锂电池研发及生产基地。全资子公司赣锋国际拟为澳大利亚RIM公司提供不超过5,000万澳元的财务资助。参股公司腾远钴业于2020年9月30日收到深交所出具的《关于受理赣州腾远钴业新材料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请的通知》。
- **TWS进展突出,乘势加码电池业务,有望为公司提供新的盈利点。**根据中报披露,公司锂电池业务收入达到4.1亿元,在总营收中占比17%;毛利率达16%,毛利贡献14%,正在成为公司重要的盈利增长点。赣锋电子TWS电池年化产量可达到约4000万只,市占率预计达到8%;根据Counterpoint数据,推算2022年全球TWS耳机电池产品的需求达到14亿只,是今年的约3倍。我们认为赣锋锂业30亿投资建设高端聚合物锂电池研发及生产基地,有望提供新的盈利点。
- **凭借氢氧化锂优势进入特斯拉等国际龙头车企供应链。**公司凭借氢氧化锂产能和技术优势率先进入特斯拉、宝马、大众等多家龙头车企供应链。公司现有氢氧化锂产能3.1万吨/年,三期将再建设5万吨氢氧化锂产能,项目建成后,有望成为全球最大的氢氧化锂供应商。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司20-22年EPS分别为0.52、1.00、1.23元/股。参考可比公司估值,公司TWS进展突出,乘势加码电池业务,有望提供新的盈利点。我们给予公司A股2021年9倍PB对应公司合理价值为70.33元/股;按公司10月9日A、H股收盘价的溢价比例折算,H股合理价值为53.87港元/股,维持公司A/H股“买入”评级。
- **风险提示。**新建项目投产进度缓慢;公允价值变动损益对业绩影响。项目相关审批可能不及预期。

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,004	5,342	5,802	7,542	8,635
增长率(%)	14.2	6.8	8.6	30.0	14.5
EBITDA(百万元)	1,497	1,050	1,092	1,956	2,380
归母净利润(百万元)	1,341	358	689	1,331	1,634
增长率(%)	-8.7	-73.3	92.5	93.2	22.7
EPS(元/股)	1.02	0.28	0.52	1.00	1.23
市盈率(P/E)	21.65	125.73	109.58	56.73	46.22
ROE(%)	16.7	4.3	7.6	12.8	13.6
EV/EBITDA	18.84	45.25	72.94	41.44	34.44

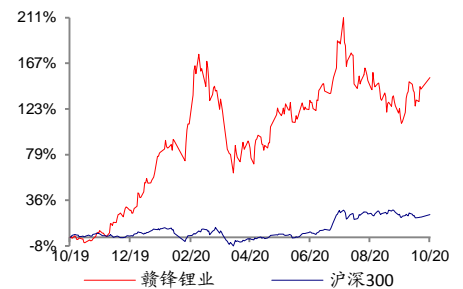
数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心(本表货币单位为人民币)

识别风险,发现价值

### 公司评级

当前价格	56.66元/43.4港元
合理价值	70.33元/53.87港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-10-11

### 相对市场表现



### 分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

### 相关研究:

赣锋锂业	2020-08-26
(002460.SZ/01772.HK):锂价下行致业绩下滑,下半年有望好转	
赣锋锂业	2020-08-22
(002460.SZ/01772.HK):扩大锂盐产能,提升市场份额	
赣锋锂业	2020-02-09
(002460.SZ/01772.HK):强化盐湖锂资源控制	

### 联系人:

陈先龙 021-38003579

chenxianlong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、看好未来，不断加码电池业务 .....	4
（一）五大电池业务不断发展，TWS 电池进展突出 .....	4
（二）公司电池业务营收、毛利率与毛利贡献持续提升 .....	7
（三）TWS 电池发展空间广阔，赣锋日产达 10 万只以上 .....	8
（四）拟投资 30 亿建电池基地，符合市场需求和公司战略 .....	9
二、财务资助 RIM 公司，保障优质锂辉石供应 .....	10
三、参股公司腾远钴业 IPO 获受理，有望增厚收益 .....	11
四、盈利预测与投资建议 .....	12
五、风险提示 .....	13

## 图表索引

图 1: 赣锋锂电五大板块参加第五届广州亚太电池展 .....	4
图 2: 赣锋锂业锂电池业务发展轴线 .....	5
图 3: 赣锋锂业锂电池、电芯及其直接材料: 收入持续增长 .....	7
图 4: 赣锋锂业锂电池、电芯及其直接材料: 毛利率持续提升 .....	7
图 5: 赣锋锂业锂电池、电芯及其直接材料: 毛利及占比持续提升 .....	8
图 6: 全球 TWS 耳机出货量预测 (万只) .....	8
表 1: 赣锋锂业五大电池业务方向 .....	4
表 2: 赣锋锂业五大电池生产基地 .....	5
表 3: RIM 最近两年的主要财务指标 (万元人民币) .....	10
表 4: 公司累计对外提供财务资助的情况 (万美元, 截至 10 月 10 日) .....	11
表 5: 盈利预测关键假设 (人民币) .....	12

## 一、看好未来，不断加码电池业务

### （一）五大电池业务不断发展，TWS 电池进展突出

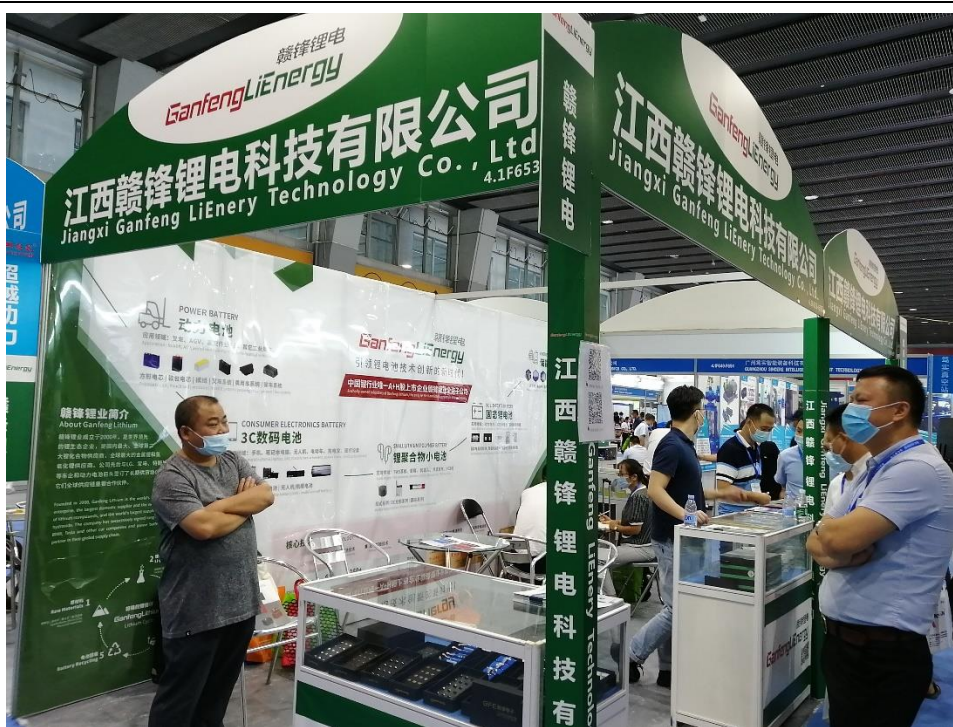
目前，公司锂电池业务分为五大方向，有五大生产基地。截至2020年中报，公司锂电池、电芯及其直接材料业务收入达到4.1亿元，自2017年以来在总营收中占比持续提高，达到了17%；毛利率也不断改善已达到16%。同时本项业务的毛利贡献也达到了14%，正在成为公司重要的盈利增长点。2020年中报披露，公司东莞赣锋的全自动聚合物锂电池生产线以及赣锋锂电的磷酸铁锂储能电池生产线运转顺利；赣锋电子TWS电池达到日产10万-12万只。据此可知，赣锋TWS电池年化产量可达到约4000万只，我们认为赣锋正在逐渐成为TWS电池领域的一个重要生产商。

表 1：赣锋锂业五大电池业务方向

	五大电池业务方向	项目
应用领域	动力电池	叉车、AGV、高空作业平台、其他工业用车
	3C 数码电池	手机、笔记本电脑、无人机、电动车、充电宝、医疗设备
	锂聚合物小电池	TWS 耳机、音箱、机器人、共享单车、POS 机
	固态锂电池	动力电池、3C 数码电池、其他数码领域
	储能系统	通讯基站、调峰储能、综合智慧能源、新能源消纳
产品展示	动力电池	方形电芯、软包电芯、模组、叉车系统、乘用车系统、客车系统
	3C 数码电池	无人机、航模电池、3C 数码电池
	锂聚合物小电池	扣式系列、3C 方形系列、圆柱系列
	固态锂电池	固体电解质膜体、陶瓷电解质膜
	储能系统	储能电池、应急电源

数据来源：2020 年第五届广州亚太电池展资料，广发证券发展研究中心

图 1：赣锋锂电五大板块参加第五届广州亚太电池展



数据来源：2020 年第五届广州亚太电池展资料，广发证券发展研究中心

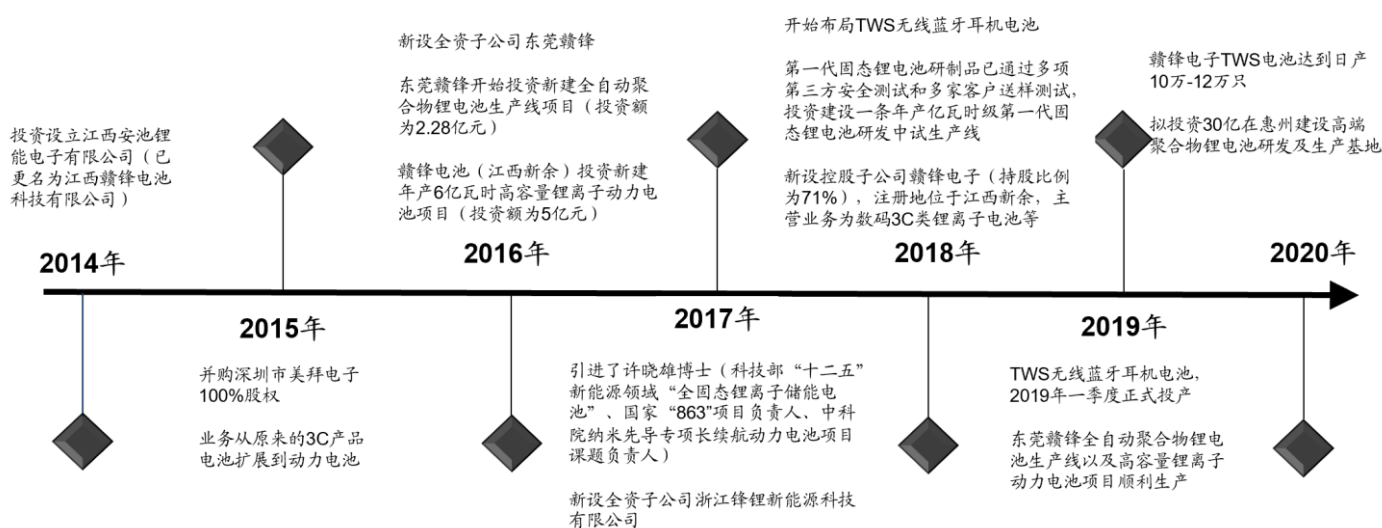


表 2: 赣锋锂业五大电池生产基地

锂电池生产基地	位置	主要产品	投产年份	产能	投资总额
东莞赣锋	广东东莞	聚合物锂电池	2016 年	60 万安时 / 天	2.28 亿元
赣锋电池	江西新余	锂离子动力电池、储能电池	2016 年	6 亿瓦时/年	5 亿元
赣锋电子	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池	2018 年		
浙江锋锂	江西新余	第一代固态锂电池	在建		
江苏赣锋	江苏苏州	动力与储能电池组、电池管理系统	2019 年		

数据来源: 公司 2019、2017 年报, 广发证券发展研究中心

图 2: 赣锋锂业锂电池业务发展轴线



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2015年公司扩展下游业务至锂电池生产, 以抓住锂电池 (高性能电子设备, 储能设备, 动力电池, TWS等) 的需求爆发式增长带来的机会。通过并购深圳市美拜电子 100% 股权, 并使之自 2015 年 7 月成为赣锋锂业的全资子公司, 整合美拜电子的电池团队, 公司电池板块业务从原来的 3C 产品电池扩展到动力电池。

2016年公司新设全资子公司东莞赣锋电子有限公司, 该公司的主营业务为电池研发、生产和销售及技术咨询、售后服务。同年, 东莞赣锋开始投资新建全自动聚合物锂电池生产线项目 (投资额为 2.28 亿元), 赣锋电池 (江西新余) 投资新建年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目 (投资额为 5 亿元), 公司全面进入到深加工锂产品最具前景的下游应用领域——新能源领域。

2017年公司加强了新业务板块的团队培养建设, 引进了许晓雄博士 (科技部 “十二五” 新能源领域 “全国态锂离子储能电池”、国家 “863” 项目负责人、中科院纳米先导专项长续航动力电池项目课题负责人) 等多名锂离子动力电池高端研发人员和资深市场开拓人员。2017 年 12 月, 新设全资子公司浙江锋锂新能源科技有限公司, 公司注册地位于浙江宁波, 该公司的主营业务为动力电池、锂电池等。

2018年公司通过在东莞桥头镇建设全自动聚合物锂电池生产线 (3,000 万只/年) 及在新余高新区建设高容量锂离子动力电池生产线 (6 亿瓦时), 为未来固态锂电池的生产奠定坚实基础。与此同时, 公司第一代固态锂电池研制品已通过多项第三方安

全测试和多家客户送样测试，并且公司将投资建设一条年产亿瓦时级第一代固态锂电池研发中试生产线，计划于2019年建成投产，以此加速固态锂电池技术的商业化进程。除开建设生产线，公司新设了控股子公司赣锋电子（持股比例为71%），注册地位于江西新余，主营业务为数码3C类锂离子电池、二次可充电电池、电子产品的研发、设计、加工、制造与销售。

2019年，公司的锂电池板块取得了快速发展。东莞赣锋全自动聚合物锂电池生产线以及高容量锂离子动力电池项目顺利生产，产量快速提升。公司的3C消费类锂电池产品及储能电池产品的客户结构不断优化，在TWS无线蓝牙耳机电池方面，公司于2018年开始布局，2019年一季度正式投产，发展到现在已获得多项国家专利，相较于市场上的其他竞争对手产品安全性更高，适用性更强，市场认可度更高。此外，公司通过扩充退役锂电池回收业务产能及开发退役电池综合回收利用新工艺和新技术，提升了产业化技术水平和竞争优势。报告期内，公司的退役锂电池拆解及稀贵金属综合回收项目已形成34,000吨的回收处理能力，进一步完善了公司的产业链布局。

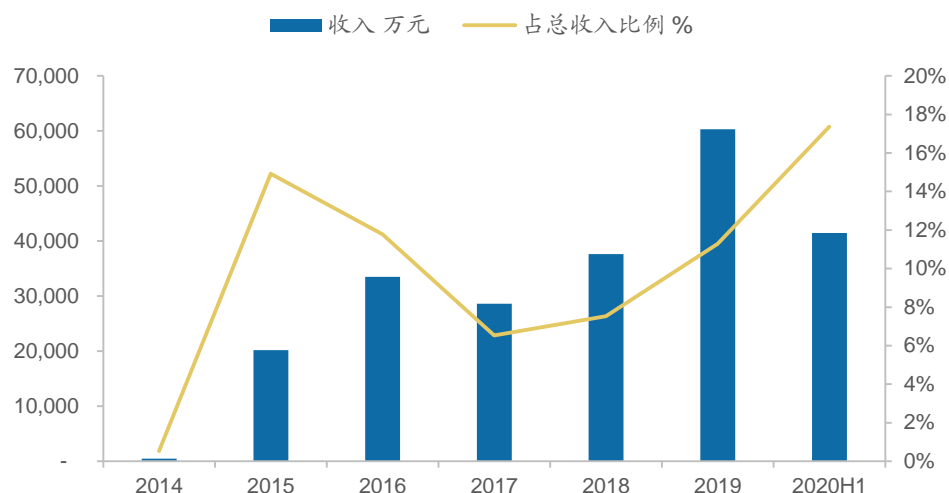
2020年，公司积极深入锂电池业务板块布局。东莞赣锋的全自动聚合物锂电池生产线以及赣锋锂电的磷酸铁锂储能电池生产线实现顺利运转，赣锋电子TWS电池达到日产10万-12万只，另外退役锂电池回收方面，公司将建立每年可回收10万吨退役锂电池的大型综合设施，在全国范围内规划布局数十个预处理中心，并积极规划海外电池回收处理网络。

为进一步开发及升级现有锂电池生产，开展新一代固态锂电池技术研发和产业化建设，未来公司的消费类电池、动力与储能电池、TWS无线蓝牙耳机电池将会进一步扩张产能产量，以优质的产品质量不断积累市场口碑。最后，其固态电解质粉体材料和固态隔膜生产技术的不断优化，也将进一步加速推进固态锂电池技术的商业化进程。

## （二）公司电池业务营收、毛利率与毛利贡献持续提升

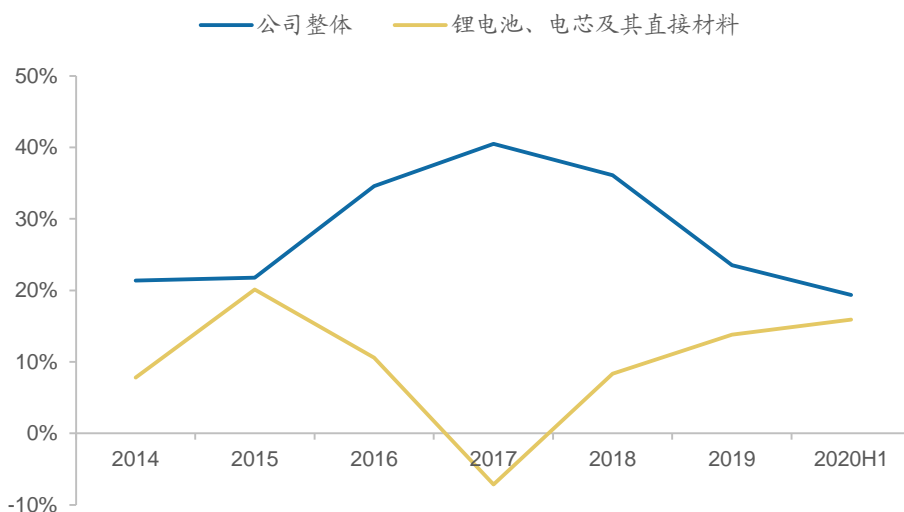
截至2020年中报，公司锂电池、电芯及其直接材料业务收入达到4.1亿元，自2017年以来在总营收中占比持续提高，达到了17%；毛利率也不断改善已达到16%。同时本项业务的毛利贡献也达到了14%，正在成为公司重要的盈利增长点。

图 3：赣锋锂业锂电池、电芯及其直接材料：收入持续增长



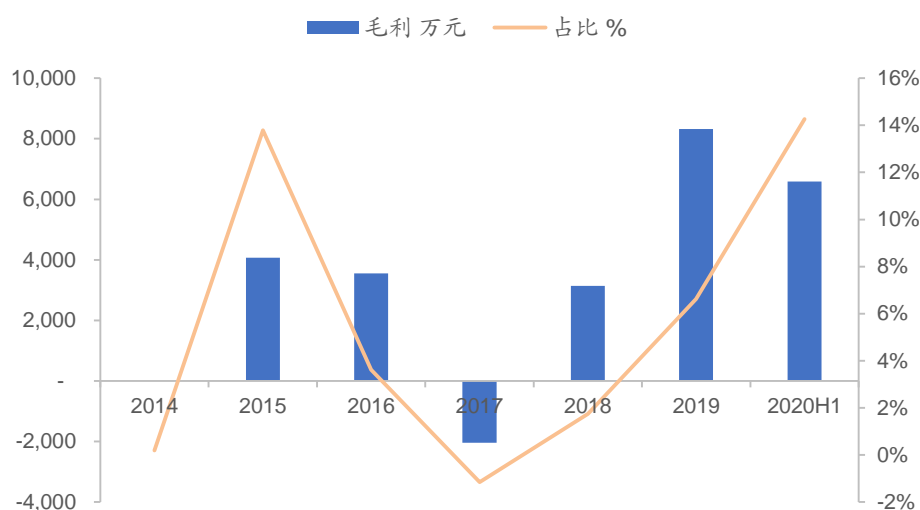
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：赣锋锂业锂电池、电芯及其直接材料：毛利率持续提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：赣锋锂业锂电池、电芯及其直接材料：毛利及占比持续提升

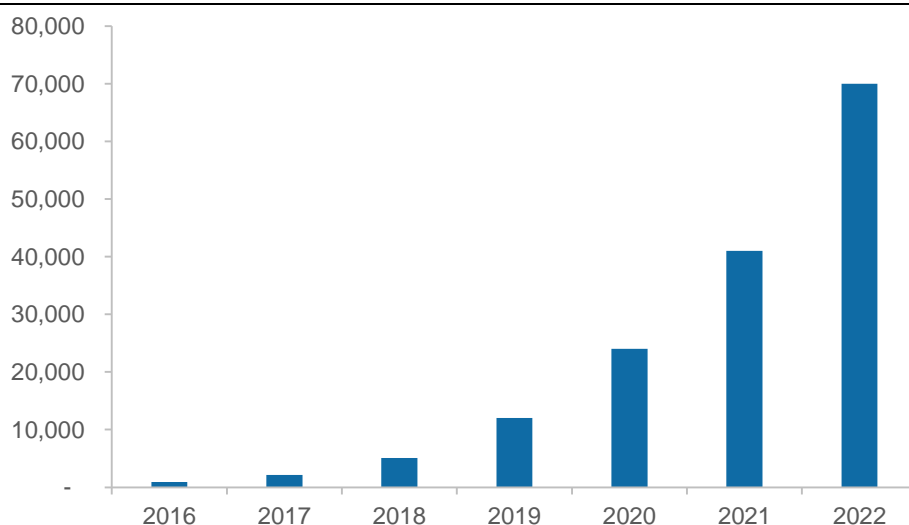


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （三）TWS 电池发展空间广阔，赣锋日产达 10 万只以上

TWS 即“真无线蓝牙耳机”。近年来，随着智能手机相继取消音频接口，无线体缠绕烦恼、使用便捷的 TWS 耳机应运而生，成为电子设备无孔化变革中重要一环。2020 年 1 月，蓝牙音频技术标准 BLEA 推出，TWS 耳机在音质体验、延迟等方面的瓶颈问题得到解决，进一步提升无线耳机的体验舒适度，并逐步实现对有线设备的替代。此外，随着人工智能与物联网时代的到来，TWS 耳机将成为万物互联的主要交互入口之一，得到更为广泛的应用。

图 6：全球 TWS 耳机出货量预测（万副）



数据来源：Counterpoint，亿纬锂能非公开增发预案公告，广发证券发展研究中心预估



2016 年以来，TWS 耳机市场热度不断增加，出货量持续超预期。根据 Counterpoint 研究报告的统计数据，2016 年全球 TWS 耳机出货量仅 918 万副，2019 年出货量已高达 1.2 亿副，年复合增长率 136%，预估 2020 年 TWS 耳机出货量较 2019 年有望继续实现翻倍，2022 年将增长至 7 亿副。TWS 耳机市场规模的高速增长，也带动了其关键零部件消费类锂离子电池的市场需求。具备小体积、高能量密度、高精度的 TWS 耳机电池产品，符合 TWS 耳机小型化、长续航的发展趋势，持续处于供不应求态势，细分市场空间巨大。相应的，2020 年、2022 年对 TWS 耳机电池产品的需求分别为 4.6 亿只、14 亿只（一副耳机需要 2 只电池）；而国内外主要的 TWS 耳机电池制造商 2020 年预计可出货量约为 3 亿只。

根据公司 2020 年中报披露，东莞赣锋的全自动聚合物锂电池生产线以及赣锋锂电的磷酸铁锂储能电池生产线运转顺利；赣锋电子 TWS 电池达到日产 10 万-12 万只。据此可知，赣锋 TWS 电池年化产量可达到约 4000 万只，市占率预计达到 8%，我们认为赣锋正在逐渐成为 TWS 电池领域的一个重要生产商。

#### （四）拟投资 30 亿建电池基地，符合市场需求和公司战略

赣锋锂业公告，全资子公司江西赣锋锂电科技有限公司的全资子公司惠州赣锋锂电科技有限公司（简称“惠州赣锋”）以自有资金不超过 30 亿元人民币投资建设高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目。惠州赣锋注册资本为：1 亿元人民币。项目基本情况及主要内容：

1. 项目名称：高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目
2. 项目选址：广东省惠州市仲恺高新区
3. 项目投资及资金来源：项目总投资不超过 300,000 万元人民币，资金来源为企业自筹和银行贷款
4. 项目建设期：2 年
5. 项目建设内容：建设高端聚合物锂电池研发及生产基地，开展高端聚合物锂电池研发和生产

本次惠州赣锋建设高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目，符合公司此前在 2020 年中报披露的锂电池板块业务发展规划：进一步开发及升级现有锂电池生产，开展新一代固态锂电池技术研发和产业化建设。未来公司的消费类电池、动力与储能电池、TWS 无线蓝牙耳机电池将会进一步扩张产能产量，以优质的产品质量不断积累市场口碑。固态电解质粉体材料和固态隔膜生产技术不断优化，公司将进一步加速推进固态锂电池技术的商业化进程。

参考亿纬锂能此前于 2020 年 3 月公告的面向 TWS 应用的豆式锂离子电池项目，该项目投资总额为 11.6 亿元，建设周期为 2 年。达产后，将形成年产豆式锂离子电池 2 亿颗的产能，主要应用于以 TWS 耳机为主的可穿戴设备中。项目运营期内预计年均营业收入为 16.1 亿元，年均净利润为 1.8 亿元。

我们认为此次高端聚合物锂电池建设项目有利于提升公司高端聚合物锂电池产品的生产规模 and 市场份额，推动公司锂产业链结构的优化升级，增强公司核心竞争力，符合公司上下游一体化发展战略。本项目对公司的财务状况和业务发展有积极影响。

## 二、财务资助 RIM 公司，保障优质锂辉石供应

赣锋锂业公司于10月10日公告：全资子公司GFL International Co., Limited（简称“赣锋国际”）拟为澳大利亚Reed Industrial Minerals Pty Ltd公司（简称“RIM”）提供不超过5,000万澳元的财务资助。

1. 财务资助用途：用于优化Mt Marion锂辉石矿山项目的采矿选矿工艺
2. 财务资助金额：赣锋国际对RIM提供不超过5,000万澳元的财务资助
3. 资金来源：自有资金
4. 年利率：固定每年5%利息，按年复利计算
5. 期限：从第一笔放款日开始计算5年起到期
6. 抵押物：本次财务资助无抵押物
7. 其他股东为RIM提供财务资助情况：PMI按持股比例提供同等条件的财务资助
8. 还款：在以下情况下出借人可要求借款人还款：(1)违约事项发生且持续存在；(2)公司与PMI一致同意还款（3）在到期日或到期日之后。

RIM是西澳的一家多元化矿业和勘探公司，截至本公告披露日，尚未上市。RIM 成立于2009年8月11日，注册地址为 Lever 1, 672 Murray Street, West Perth, West Australia。赣锋国际持有 RIM 50%的股份，PMI 持有RIM 50%的股份。RIM 拥有 Mt Marion锂辉石矿项目100%的股权，是公司锂辉石原材料的主要供应商。截至2020年6月30日，RIM 的资产负债率为 57.34%。

表 3: RIM 最近两年的主要财务指标（万元人民币）

指标	2019年6月30日（经审计）	2020年6月30日（未经审计）	同比
资产总额	194,879	252,861	29.75%
净资产	106,484	107,878	1.31%
	2018年7月-2019年6月（经审计）	2019年7月-2020年6月（未经审计）	
营业收入	394,437	243,339	-38.31%
净利润	107,924	20,977	-80.56%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：澳元兑人民币汇率按 4.97 折算，与公告一致。

本次对外提供财务资助是为确保资金的回收便利以及公司的利益最大化，本次财务资助用于优化 Mt Marion 锂辉石矿项目的采矿选矿工艺，保证为公司生产提供所需的优质锂辉石原材料，有利于公司的业务发展，符合公司上下游一体化和新能源汽车产业发展战略。

表 4: 公司累计对外提供财务资助的情况 (万美元, 截至 10 月 10 日)

财务资助方	财务资助对象	金额
赣锋国际	Litio 公司	总额不超过 2,000
	国际锂业	总额不超过 200
	美洲锂业	总额不超过 22,500
	Exar Capital	总额不超过 4,000
赣锋国际 (Exar Capital)	Minera Exar	2,720
	Minera Exar	总额不超过 10,000
荷兰赣锋	Minera Exar	2,500
合计		总额不超过 43,920

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

本次赣锋国际对RIM提供总额不超过5,000万澳元的财务资助额度后, 公司累计对外提供财务资助总额不超过 43,920 万美元及 5,000万澳元, 折合人民币 324,823.6 万元(按照美元汇率 6.83、澳元汇率 4.97折算), 占公司最近一期经审计净资产的 38.87%。

### 三、参股公司腾远钴业 IPO 获受理, 有望增厚收益

赣锋锂业公司于10月10日公告: 参股公司腾远钴业于 2020 年 9 月 30 日收到深圳证券交易所 (简称“深交所”) 出具的《关于受理赣州腾远钴业新材料股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请的通知》(深证上审[2020]617 号), 深交所依据相关规定对腾远钴业报送的首次公开发行股票并在创业板上市 (简称“本次发行上市”) 的申请报告及相关申请文件进行了核对, 认为该项申请文件齐备, 符合法定形式, 决定予以受理并依法进行审核。腾远钴业本次发行上市尚需取得深交所的审核同意以及中国证券监督管理委员会同意注册的决定, 存在重大不确定性。

此前赣锋锂业公司以约3亿元竞得腾远钴业6.90%股份。据公司6月24日公告, 公司以自有资金30,011.7万元人民币在江西省产权交易所成功竞得新余高新投资有限公司持有的赣州腾远钴业新材料股份有限公司 (简称“腾远钴业”) 6,514,553股份, 即其 6.8966%的股权。公司致力于打造世界领先的锂生态企业, 已经形成垂直整合的业务模式。入股腾远钴业, (1) 加强了公司在战略新兴产业的投资和发展能力, 腾远钴业2019年经审计净利润1.14亿元, 净资产13.4亿元, 有良好的盈利能力, 本次收购给予腾远钴业静态PE估值为38.2倍, PB为3.2倍, 较为合理; (2) 有利于公司实施新能源产业布局, 使赣锋生态系统更加完善, 进一步提升公司的核心竞争力和盈利能力, 有效发挥协同效应。

腾远钴业IPO获深交所受理, 有利于其与赣锋锂业更好的协同发展, 同时所投资的股份流动性更强并有望升值。

## 四、盈利预测与投资建议

### 产销量:

碳酸锂: 据2019年报, 产能增加至4.05万吨/年。后续公司南美盐湖预计将投产, 碳酸锂产能将继续增加。

氢氧化锂: 据2019年报, 公司现有氢氧化锂产能3.1万吨, 公司拟在新余基础锂厂建设一条年产5万吨电池级氢氧化锂生产线, 计划于2020年投产; 2020-2021年增量主要来自于新建的5万吨产能。

金属锂: 据2019年报, 目前金属锂产能为1600吨/年。假设未来几年均满产。

价格: 据wind, 目前碳酸锂价格为4万元/吨(含税价), 我们认为锂价已进入底部区域。目前看, 工业级碳酸锂已经开始提价, 随着新能源车持续放量, 锂盐需求有望不断增长, 预期后续供需格局改善, 价格有望回归合理水平。

成本: 公司锂精矿主要来自Marion、Pilbara和Altura, 不同来源的包销价格不同, 根据不同来源报价和包销量比例, 我们假设2020-2022年对应碳酸锂成本分别为4.5、5.0、5.5万元/吨。

预计公司20-22年EPS分别为0.52、1.00、1.23元/股。参考可比公司估值, 公司TWS进展突出, 乘势加码电池业务, 有望提供新的盈利点。我们给予公司A股2021年9倍PB对应公司合理价值为70.33元/股; 按公司10月9日A、H股收盘价的溢价比例折算, H股合理价值为53.87港元/股, 维持公司A/H股“买入”评级。

表 5: 盈利预测关键假设 (人民币)

	2019	2020E	2021E	2022E
碳酸锂价格 (万元/吨, 不含税)	6.2	4.5	5.2	6.0
氢氧化锂价格 (万元/吨, 不含税)	8.1	6.7	7.3	7.5
碳酸锂产能 (万吨)	4.05	4.05	4.05	6.0
碳酸锂销量 (万吨)	2.79	3.65	4.05	4.5
氢氧化锂产能 (万吨)	3.1	5.3	5.3	6.5
氢氧化锂销量 (万吨)	2.5	3	5.3	6.3
LCE 销量 (万吨)	4.84	6.80	9.73	11.0
LCE 吨成本 (万元/吨)	5.2	4.5	5.0	5.5
金属锂产能 (吨/年)	1600	1600	1600	1600
金属锂销量 (吨)	1600	1600	1600	1600
金属锂售价 (万元/吨, 不含税)	62.1	45	50	55
金属锂吨成本 (万元/吨)	30.9	28	32	33

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

新建氢氧化锂项目投产进度低于预期；锂行业供给端释放速度超预期导致锂价下跌；下游电动车需求低预期导致锂价下跌。投资建设高端聚合物锂电池研发及生产基地项目不确定风险。



资产负债表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>7,915</b>	<b>5,717</b>	<b>5,474</b>	<b>6,376</b>	<b>6,867</b>
货币资金	3,602	1,700	1,200	1,400	1,400
应收及预付	1,312	1,146	1,246	1,586	1,805
存货	1,905	2,334	2,552	2,971	3,301
其他流动资产	1,096	538	476	420	361
<b>非流动资产</b>	<b>5,724</b>	<b>8,496</b>	<b>10,733</b>	<b>12,970</b>	<b>15,207</b>
长期股权投资	1,854	3,680	5,506	7,331	9,157
固定资产	1,498	2,070	2,598	3,126	3,654
在建工程	1,098	912	726	540	354
无形资产	313	348	383	418	452
其他长期资产	962	1,487	1,521	1,554	1,588
<b>资产总计</b>	<b>13,639</b>	<b>14,213</b>	<b>16,207</b>	<b>19,346</b>	<b>22,074</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,832</b>	<b>3,259</b>	<b>3,808</b>	<b>4,909</b>	<b>5,301</b>
短期借款	1,322	1,131	1,561	2,415	2,618
应付及预收	1,319	1,045	1,143	1,330	1,478
其他流动负债	1,191	1,083	1,104	1,164	1,205
<b>非流动负债</b>	<b>1,711</b>	<b>2,544</b>	<b>3,268</b>	<b>3,992</b>	<b>4,716</b>
长期借款	706	1,430	2,154	2,878	3,603
应付债券	713	762	762	762	762
其他非流动负债	292	351	351	351	351
<b>负债合计</b>	<b>5,544</b>	<b>5,803</b>	<b>7,076</b>	<b>8,902</b>	<b>10,017</b>
股本	1,315	1,293	1,333	1,333	1,333
资本公积	3,593	3,181	3,181	3,181	3,181
留存收益	3,584	3,554	4,244	5,575	7,209
归属母公司股东权益	8,042	8,355	9,085	10,416	12,050
少数股东权益	54	55	46	29	7
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,639</b>	<b>14,213</b>	<b>16,207</b>	<b>19,346</b>	<b>22,074</b>

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5,004</b>	<b>5,342</b>	<b>5,802</b>	<b>7,542</b>	<b>8,635</b>
营业成本	3,197	4,086	4,468	5,201	5,780
营业税金及附加	31	25	27	35	40
销售费用	82	63	68	88	101
管理费用	283	273	296	385	441
研发费用	63	80	86	112	129
财务费用	82	70	165	244	309
资产减值损失	-5	-43	0	0	0
公允价值变动收益	-220	-395	0	0	0
投资净收益	175	162	176	229	262
<b>营业利润</b>	<b>1,371</b>	<b>475</b>	<b>913</b>	<b>1,764</b>	<b>2,165</b>
营业外收支	134	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,505</b>	<b>474</b>	<b>913</b>	<b>1,764</b>	<b>2,165</b>
所得税	163	121	233	450	552
<b>净利润</b>	<b>1,342</b>	<b>353</b>	<b>680</b>	<b>1,314</b>	<b>1,612</b>
少数股东损益	1	-5	-9	-17	-21
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,341</b>	<b>358</b>	<b>689</b>	<b>1,331</b>	<b>1,634</b>
EBITDA	1,497	1,050	1,092	1,956	2,380
EPS (元)	1.02	0.28	0.52	1.00	1.23

现金流量表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>685</b>	<b>669</b>	<b>645</b>	<b>987</b>	<b>1,476</b>
净利润	1,342	353	680	1,314	1,612
折旧摊销	150	234	235	235	235
营运资金变动	-861	-392	-317	-635	-482
其它	55	473	47	73	110
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,360</b>	<b>-2,823</b>	<b>-2,131</b>	<b>-2,082</b>	<b>-2,052</b>
资本支出	-1,191	-814	-627	-631	-634
投资变动	-632	-1,971	-1,647	-1,647	-1,647
其他	-537	-37	143	196	229
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,721</b>	<b>241</b>	<b>986</b>	<b>1,295</b>	<b>576</b>
银行借款	2,175	4,320	1,154	1,578	927
股权融资	2,958	6	40	0	0
其他	-2,413	-4,086	-208	-283	-351
<b>现金净增加额</b>	<b>1,053</b>	<b>-1,891</b>	<b>-500</b>	<b>200</b>	<b>0</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,165</b>	<b>3,219</b>	<b>1,700</b>	<b>1,200</b>	<b>1,400</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3,219</b>	<b>1,328</b>	<b>1,200</b>	<b>1,400</b>	<b>1,400</b>

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	14.2%	6.8%	8.6%	30.0%	14.5%
营业利润增长	-21.9%	-65.3%	92.1%	93.2%	22.7%
归母净利润增长	-8.7%	-73.3%	92.5%	93.2%	22.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.1%	36.1%	23.5%	23.0%	31.0%
净利率	26.8%	6.6%	13.7%	17.7%	18.9%
ROE	16.7%	4.3%	8.8%	12.9%	13.6%
ROIC	11.1%	4.8%	5.5%	7.8%	8.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.6%	40.8%	39.3%	42.8%	42.8%
净负债比率	68.5%	69.0%	64.7%	74.8%	74.9%
流动比率	2.07	1.75	1.63	1.38	1.35
速动比率	1.49	0.97	0.62	0.54	0.53
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.38	0.38	0.41	0.41
应收账款周转率	4.99	5.84	5.84	5.84	5.84
存货周转率	2.63	2.29	2.35	2.54	2.62
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.02	0.28	0.52	1.00	1.23
每股经营现金流	0.52	0.52	0.48	0.74	1.11
每股净资产	6.11	6.46	6.82	7.81	9.04
<b>估值比率</b>					
P/E	21.65	125.73	109.58	56.73	46.22
P/B	3.61	5.39	8.31	7.25	6.27
EV/EBITDA	18.84	45.25	72.94	41.44	34.44

## 广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020 年加入广发证券发展研究中心。

李超：研究助理，CPA，上海财经大学经济学硕士，曾任职于华创证券，4年有色金属行业研究经验，2020 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。