

### 中信证券研究部



**李超**  
首席有色钢铁  
分析师  
S1010520010001



**商力**  
有色分析师  
S1010520020002



**敖朔**  
首席周期产业  
分析师  
S1010515020001

### 核心观点

**2019 年公司业绩受锂价下滑和非经常性损失的影响大幅下跌。2020 年预计公司将受益于锂原材料成本下降和锂电池业务发力，业绩有望显著增厚。公司在行业底部加码上游资源布局，锂化合物产能不断扩张，同时绑定优质客户保障领先行业的盈利能力，夯实公司锂行业核心资产地位，维持公司“买入”评级。**

■ **受锂价下跌和非经常性损失的影响，2019 年公司业绩大幅下滑。**2019 年公司实现营收 53.42 亿元，同比增长 6.8%，实现归母净利润 3.58 亿元，同比下滑 73.3%。业绩大幅下滑主要受锂价下跌和非经常性损失影响。2019 年公司公允价值变动损失为-3.95 亿元，主要系持有 Pilbara 股票价格下跌所致，公司 2019 年计提资产减值损失 0.43 亿元，信用减值损失 0.36 亿元。2019 年公司扣非后归母净利润为 6.94 亿元，同比下跌 44.7%。

■ **2019 年公司锂产品产销量大幅增长，夯实国内锂行业龙头地位。**2019 年公司锂产品产量为 5.42 万吨，同比增长 28.2%，其中氢氧化锂产量达到 2.39 万吨，同比增长 61.9%，超过碳酸锂成为公司第一大锂化合物产品。2019 年公司锂产品销量合计 4.84 万吨，同比增长 24.3%。2019 年新能源汽车行业发展势头放缓，公司锂产品产销规模逆势保持快速增长，行业领先地位进一步增强。

■ **上下游产业链布局加码，公司原材料成本有望进一步下降。**公司参股全球多个锂资源项目，锁定原料供应。公司未来计划控股阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目，资源储备进一步增强。该项目规划年产 4 万吨碳酸锂，现金成本低于 4000 美元/吨，未来将进一步降低公司原材料成本，公司锂化合物盈利水平有望回升。同时公司锂电池业务发展势头迅猛，TWS 耳机电池业务有望成为公司新的盈利增长点。在新一代固态锂电池领域，公司持续投入。

■ **优质客户资源保障公司低于行业下行风险。**公司与 LG 化学、特斯拉、BMW 和大众等全球一线电池供应商和汽车 OEM 厂商签订供货协议或战略合作协议。2019 年公司国外业务营收占比为 34.4%，国外业务毛利率高达 39.3%。2020 年受疫情影响，新能源汽车行业发展面临较大下行压力，公司绑定下游优质客户有助于保障产销量稳定和领先行业的盈利水平，实现利润增长。

■ **风险因素：**疫情影响下游消费增长不及预期，锂价大幅下跌的风险；公司新建产能投产进度不及预期的风险。

■ **投资建议：**2020 年锂价预计底部企稳，锂价下跌对公司业绩影响有望消除。公司当前锂原材料成本不断下降，产销规模保持增长，2020 年业绩改善趋势显著。但考虑疫情对 2020 年下游消费的不利影响，下调公司 2020/2021 年归母净利润预测值为 7.41/10.24 亿元（原预测为 11.01/14.97 亿元），新增 2022 年预测值为 12.87 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 预测 0.57/0.79/1.00 元/股，当前股价对应 PE 为 74/53/42，维持公司“买入”评级。

<b>赣锋锂业</b>	<b>002460</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	42.30 元
总股本	1,293 百万股
流通股本	801 百万股
52 周最高/最低价	62.0/20.6 元
近 1 月绝对涨幅	-0.12%
近 12 月绝对涨幅	58.80%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,004	5,342	4,843	5,560	6,550
营业收入增长率	14.2%	6.8%	-9.3%	14.8%	17.8%
净利润(百万元)	1,223	358	741	1,024	1,287
净利润增长率	-16.7%	-70.7%	106.9%	38.2%	25.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.07	0.28	0.57	0.79	1.00
毛利率%	36.1%	23.5%	29.1%	30.7%	33.1%
净资产收益率 ROE%	15.44%	4.29%	8.51%	10.97%	12.92%
每股净资产（元）	6.13	6.46	6.74	7.22	7.71
PE	40	151	74	53	42
PB	6.9	6.5	6.3	5.9	5.5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

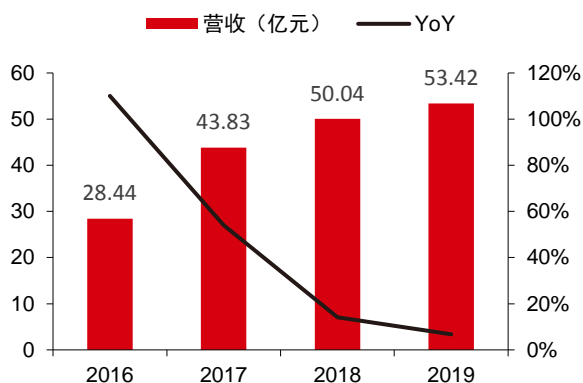
注：股价为 2020 年 4 月 24 日收盘价

## ■ 2019 年年报数据分析

### 2019 年经营数据分析

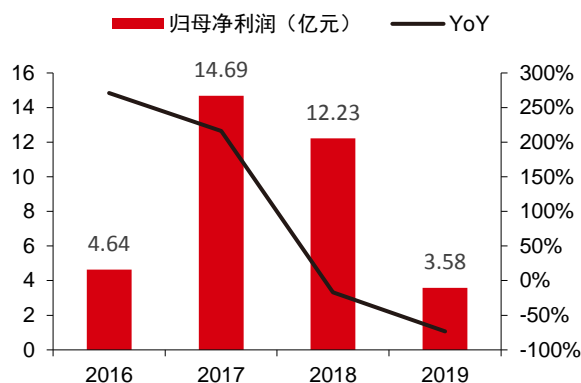
**2019 年公司营收微增，净利润大幅下降。**2019 年，赣锋锂业实现营收 53.42 亿元，同比增长 6.8%，营收增长主要得益于公司 2019 年锂系列产品销量大幅增长但产品售价同比降低。2019 年公司实现归母净利润 3.58 亿元，同比大幅下滑 73.3%。净利润下跌主要受：1) 2019 年公司主营产品锂盐价格大幅下跌影响盈利能力；2) 公司持有金融资产 2019 年产生公允价值变动损失 3.95 亿元，对净利润产生不利影响；3) 2019 年公司计提资产减值损失 0.43 亿元，信用减值损失 0.36 亿元。

图 1：2019 年公司营收同比增长 6.8%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

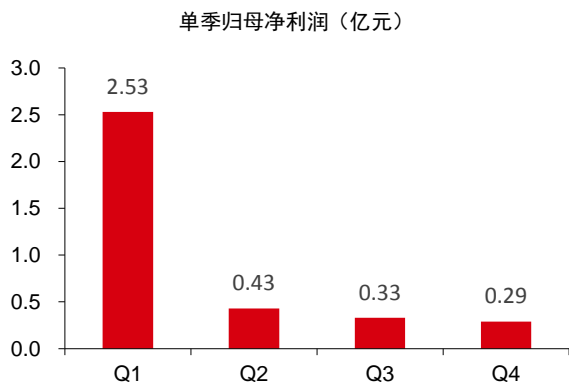
图 2：2019 年公司归母净利润同比大幅下滑 73.3%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

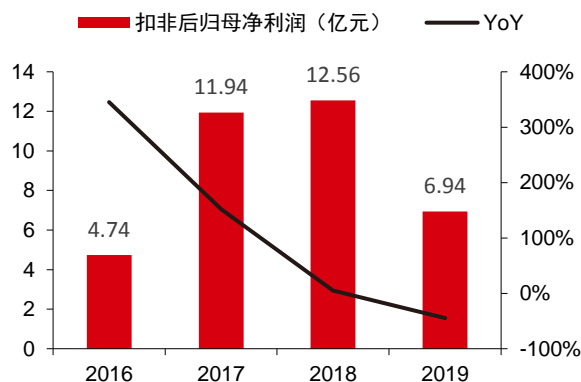
**公允价值变动损失和减值损失影响公司全年净利润。**2019 年四季度，公司单季归母净利润为 0.29 亿元，同比下跌 75.2%，环比下跌 12.1%。四季度公司净利润继续下滑主要受计提减值损失较多影响。2019 年公司扣非后归母净利润为 6.94 亿元，同比下跌 44.7%，跌幅较归母净利润口径显著收窄。

图 3：四季度归母净利润环比下滑 12.1%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2019 年公司扣非后归母净利润同比下滑 44.7%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**2019 年公司因公允价值变动和计提减值损失影响净利润 4.74 亿元。**2019 年公司公允价值变动损失达到 3.95 亿元，较 2018 年增加 1.76 亿元，主要由于公司持有的 Pilbara 股票股价大幅下跌造成。2019 年公司资产减值损失 0.43 亿元，主要由于存货跌价损失和长期股权投资减值损失。2019 年公司信用减值损失为 0.36 亿元，主要为应收账款坏账损失和债权投资减值损失。

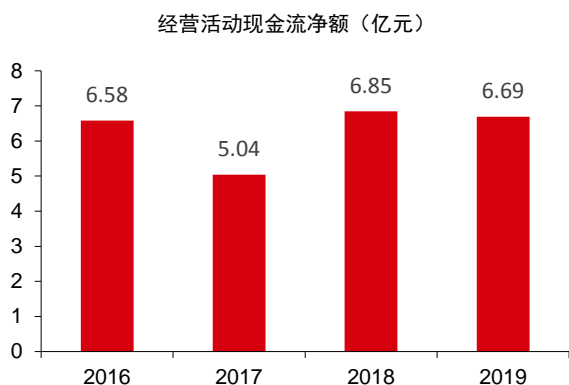
表 1：公司公允价值变动损失及减值损失明细

项目	金额	说明
公允价值变动损失	-3.95 亿元	主要为 Pilbara 股价下跌产生的公允价值变动损失
资产减值损失	-0.43 亿元	主要为存货跌价损失-0.21 亿元，长期股权投资减值损失-0.22 亿元
信用减值损失	-0.36 亿元	主要为应收账款坏账损失-0.16 亿元，债权投资减值损失-0.2 亿元
合计	-4.74 亿元	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

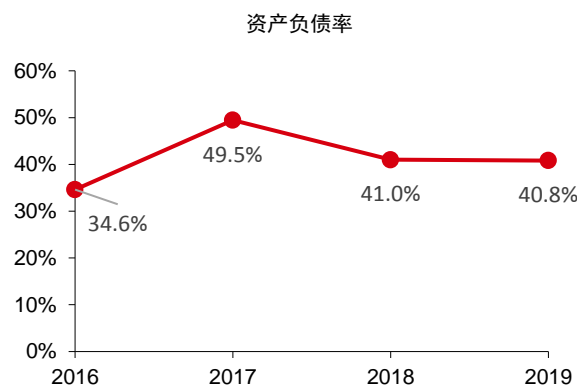
**2019 年公司现金流及资产结构均保持稳定。**2019 年公司经营活动现金流净额为 6.69 亿元，同比小幅下降 2.3%，在锂价大幅下跌的过程中，公司经营保持稳定。2019 年公司资产负债率为 40.8%，与 2018 年大致持平，资产结构保持稳定。

图 5：2019 年公司经营活动现金流净额微降 2.3%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

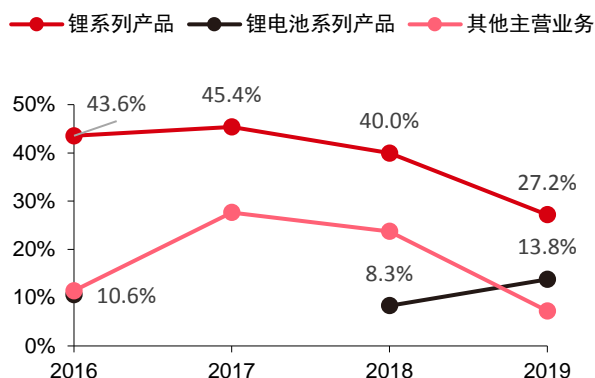
图 6：2019 年公司资产负债率保持稳定



资料来源：公司公告，中信证券研究部

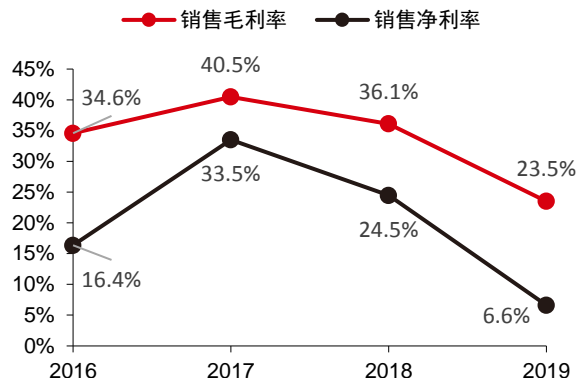
**2019 年公司锂产品盈利能力下滑，锂电池产品毛利率提升。**2019 年受锂价下跌影响，公司锂系列产品（包括碳酸锂、氢氧化锂、金属锂等）毛利率下滑至 27.2%，较 2018 年下降 12.8 个百分点。2019 年公司锂电池系列产品逐渐发力，毛利率由 2018 年的 8.3% 上升至 13.8%。受锂产品盈利能力下滑影响，2019 年公司整体毛利率下滑至 23.5%，净利率下滑至 6.6%，净利率下滑幅度高于毛利率。

图 7：2019 年公司锂产品毛利率显著下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2016-2019 年公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 其他财务数据变动及分析

**2019 年公司加大勘探支出，进一步优化债务结构。**2019 年公司其他非流动资产增长 128%至 9.68 亿元，主要系勘探权及勘探支出增加以及公司向下属参股企业财务资助及贷款增加所致，财务资助和贷款也用于锂矿资源勘探及锂矿项目的开发与建设。2019 年公司长期借款增加 103%至 14.3 亿元，短期借款减少 14.4%至 11.31 亿元，主要是公司优化借款结构，短期借款逐步向中长期借款转移所致。

表 2：公司资产负债表重要变动项目及说明（单位：亿元）

项目	2019	2018	YoY	变化说明
货币资金	17.00	36.02	-52.8%	主要是期初 H 股募集资金本期用于投资和建设项目所致
存货	23.34	19.05	22.5%	主要是本期公司三条生产线产能释放，周转库存增加所致
长期股权投资	36.80	17.36	112%	主要是本期增持 RIM 公司和 ME 公司股权所致；
固定资产	20.70	14.98	38.2%	主要是本期年产 1.75 万吨电池级碳酸锂项目转固以及年产 2 万吨单水氢氧化锂项目、年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池部分转固所致；
在建工程	9.12	10.98	-16.9%	主要是本期年产 1.75 万吨电池级碳酸锂项目转固以及年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池部分转固所致；
其他非流动资产	9.68	4.25	128%	主要是本期勘探权及勘探支出增加以及向下属参股企业财务资助及贷款增加所致
短期借款	11.31	13.21	-14.4%	主要是本期公司优化借款结构，短期借款逐步向中长期借款转移所致
长期借款	14.30	7.06	103%	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

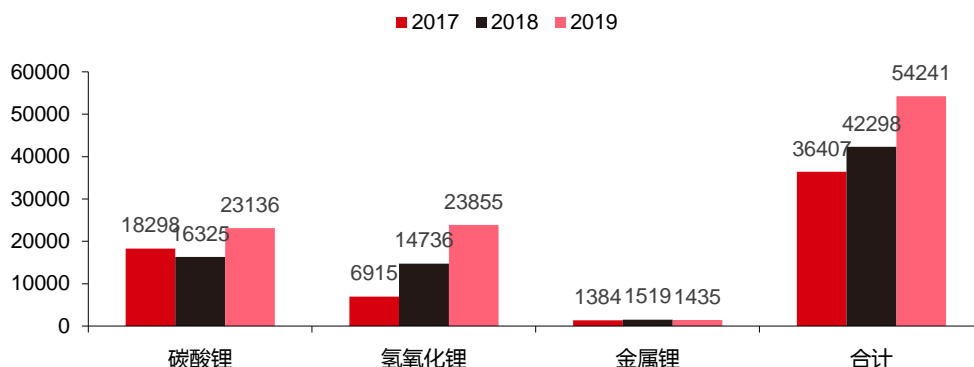
## 完善锂产业链布局，盈利能力有望恢复

### 锂产品产销快速增长，继续加码氢氧化锂产能

公司锂产品产量保持快速增长，氢氧化锂成为公司第一大产品。2019 年，公司氢氧化锂产量达到 23855 吨，同比增长 61.9%，产量超过碳酸锂，成为公司第一大锂化合物产品。2019 年公司碳酸锂产量为 23136 吨（不考虑代工），同比增长 41.7%。公司 2019 年金属锂产量为 1435 吨，同比下降 5.5%。2019 年公司锂产品总产量为 54241 吨（折合碳

酸锂当量), 较 2018 年增长 28.2%。锂产品总销量为 48424 吨(折合碳酸锂当量), 较 2018 年增长 24.3%。

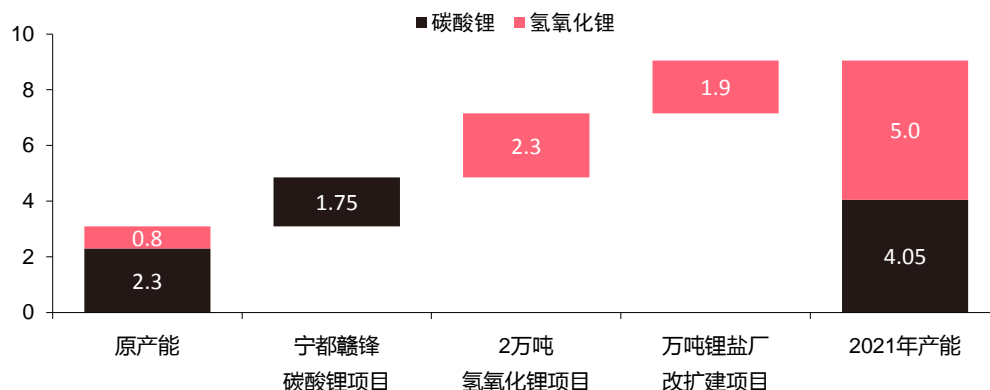
图 9: 2017-2019 年公司主营锂产品产量变化 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 公司还有一部分碳酸锂加工业务, 此处只列出公司自产碳酸锂量

**公司加码氢氧化锂产能建设。**公司当前碳酸锂设计产能为 4.05 万吨, 氢氧化锂设计产能为 2.1 万吨, 金属锂产能 1600 吨。2019 年公司碳酸锂有效产能增长至 2.575 万吨, 主要系宁都赣锋 1.75 万吨碳酸锂项目产线建成后产能逐渐释放所致。2019 年公司氢氧化锂有效产能增长至 2.4 万吨, 主要来自公司 2 万吨氢氧化锂项目建成后产能释放。公司未来锂盐产能增长主要来自“万吨锂盐改扩建项目”, 公司预计该项目将于 2020 年底建成, 公司氢氧化锂产能将增长至 5 万吨, 锂盐产能规模进一步扩大。

图 10: 2017-2021 年公司主营锂产品产能变化及预测 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 2021 年产能由中信证券研究部根据公司公告计算得出

## 参控股上游锂资源, 锁定原材料供应

公司通过参股形式锁定上游原材料并积极增加资源储备。公司当前锂化合物生产原料主要来自澳洲锂矿, 包括 RIM (公司持股 50%), Pilbara (公司持股 6.86%) 和 Altura, 通过签署包销协议, 保障公司锂生产原料稳定供应。同时公司在全球范围内积极增加锂资源储备项目, 包括阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖、阿根廷 Mariana 盐湖墨西哥 Sonora 锂黏土项目, 爱尔兰 Avalonia 锂辉石项目等。



表 3：公司在全球范围内已签订的锂资源及锂资源项目产出锂产品包销情况

资源类型	项目名	持股比例	目前包销情况	项目情况
锂辉石	Mount Marion	50% (RIM 层面)	公司于 2017 年至 2019 年可包销 Mount Marion 生产的全部锂精矿，2020 年后每年包销不少于 192,570 吨的锂精矿	运营中
	Pilbara	6.86%	项目一期每年向公司提供不超过 16 万吨 6% 的锂精矿；项目二期建设投产后，每年将会向公司提供最高不超过 15 万吨的锂精矿	项目一期运营中
	Pilgangoora	(Pilbara 层面)		
	Altura	-	公司每年最少包销 7 万吨 6% 的锂精矿。公司可选择在项目一期产能的范围内增加采购量，在项目二期产能的 50% 范围内增加采购量	项目一期运营中
卤水	Pilgangoora			
	Cauchari-Olaroz	50% (项目层面) 16.7% (美洲锂业)	公司已获得规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 75% 的产品包销权	建设中
	Mariana	86.25% (项目层面)	对产出产品按照项目权益比例包销	建设中
锂黏土	Sonora	22.5% (项目层面) 25.8% (Bacanora)	公司对项目一期的 50% 锂产品产出进行包销，且公司将拥有选择权增加项目二期锂产品包销量至 75%	建设中

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**认购 Minera Exar 股权比例增至 51%，控股 Cauchari-Olaroz 盐湖项目。**2020 年 2 月 8 日，公司公告同意子公司荷兰赣锋继续认购阿根廷 Minera Exar 公司股份，持股比例增至 51% (美洲锂业持有剩余 49%)，公司对阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖项目实现控股。根据该项目最终可研报告，Cauchari-Olaroz 盐湖项目资源达到 1985 万吨碳酸锂当量（实测与指示合计），平均锂浓度为 592mg/L。支持年产量超过 4 万吨电池级碳酸锂并持续 40 年，碳酸锂现金成本低于 4000 美元/吨。公司预计该项目将于 2021 年建成投产。这是公司历史上首次控股海外大型锂资源项目，将进一步增厚公司资源储备，该项目产出的低成本碳酸锂也有望进一步降低公司原材料成本。

表 4：阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖锂资源量概况

描述	平均锂浓度 (mg/L)	锂含量 (吨)	碳酸锂当量 (吨)
实测资源量	591	667,800	3,554,700
指示资源量	592	3,061,900	16,298,000
实测与指示资源量合计	592	3,729,700	19,852,700
推测资源量	592	887,300	4,722,700

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 优质海外客户保障公司锂产品业务竞争力

**2018 年以来公司海外业务增长显著，下游优质客户不断增加。**2018 年以来，赣锋锂业与 LG 化学、特斯拉、BMW 和大众等全球一线电池供应商和汽车 OEM 厂商签订供货协议或战略合作协议。公司作为国内最先进入海外供应链体系的厂商，高品质氢氧化锂产品市场竞争力较强。2020 年受新冠肺炎疫情影响，全球新能源汽车面临严峻考验，行业向头部集中的趋势进一步增强。凭借下游优质客户，公司锂产品出货量有望保持增长。

表 5：2018 年以来公司与海外客户签订的锂产品供应协议

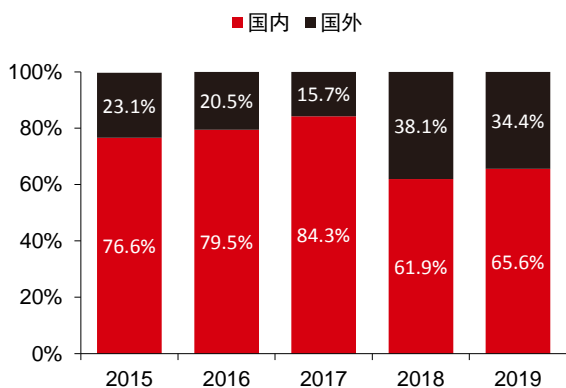
日期	客户	协议性质	说明
2018.08.15	LG 化学	供货协议	约定自 2019-2025 公司向 LG 化学提供氢氧化锂和碳酸锂产品，共计 4.76 万吨，后续签订补充合同，供应总量增至 9.26 万吨
2018.09.21	特斯拉	战略协议	约定 2018-2020 年期间（可延期三年），特斯拉指定其电池供货商向公司及赣锋国际采购电池级氢氧化锂产品，年采购量约为公司该产品当年总产能的 20%

日期	客户	协议性质	说明
2018.09.28	BMW	战略协议	约定未来五年（可展期三年）由公司向德国宝马指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品，具体数量和产品品种按客户要求发货
2019.04.08	大众	战略合作备忘录	公司未来将向德国大众及其供应商供应锂化工产品（为双方合作的框架性协议，暂不涉及具体交易金额）
2019.12.12	BMW	日常经营重大合同	确定了公司及赣锋国际将于 2020 年-2024 年（之后双方同意可延长）向德国宝马指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品的品种和具体数量，价格依据市场价格变化调整

资料来源：公司公告，中信证券研究部

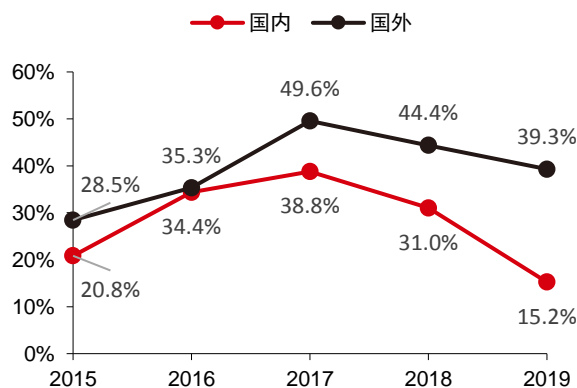
**海外业务盈利能力高于国内，公司锂产品盈利水平领先行业。**2019 年，公司国外业务实现营收 18.35 亿元，占公司整体收入比例为 34.4%，较 2018 年小幅下降 3.7 个百分点。受国内外锂价差影响，公司国外业务毛利率一直高于国内业务，2019 年公司国外业务毛利率达到 39.3%，国内业务仅为 15.2%。凭借优质的海外客户资源，公司锂产品盈利能力有望保持行业领先。

图 11：2019 年公司国外业务占比为 34.4%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：公司国外业务毛利率显著高于国内

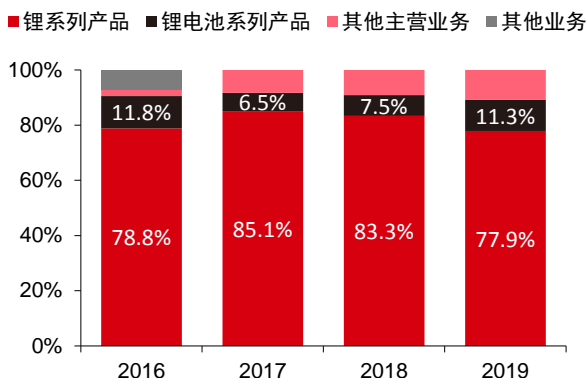


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 锂电池业务稳步增长，业绩贡献增加

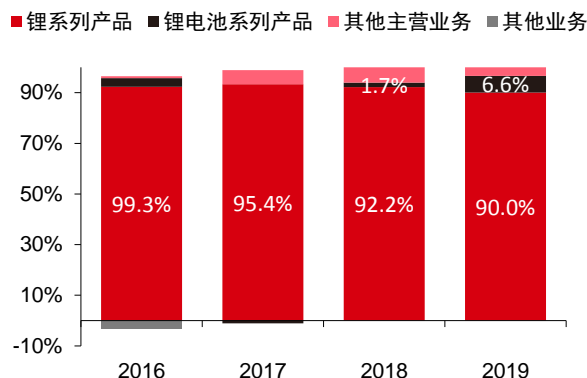
**公司锂电池相关业务营收和利润贡献提升。**2019 年公司锂电池系列产品实现营收 6.03 亿元，同比增长 60%，占公司营收比例提高至 11.3%，贡献毛利 0.83 亿元，同比大涨 167.7%，毛利占比提升至 6.6%。2019 年公司锂电池板块快速发展，对营收和利润贡献显著提升，成为公司盈利的重要组成部分。

图 13：2019 年公司锂电池系列产品营收占比提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：2019 年公司锂电池系列产品毛利占比显著提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

**公司锂电池相关业务发展迅速，固态电池业务持续投入。**2019 年公司东莞赣锋 3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线以及赣锋电池 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目顺利生产，产量快速提升。公司从 2018 年开始布局 TWS 无线蓝牙耳机电池业务，2019 年一季度正式投产，随着可穿戴设备市场的快速扩张，公司锂电池产品产销有望保持快速增长。2019 年，公司投资建成了年产亿瓦时级的第一代固态锂电池研发中试生产线，加速了固态锂电池技术的商业化进程。当前公司研发的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。

**发行可转债优化资产负债结构，公司抗风险能力进一步增强。**2020 年 2 月 8 日，公司公告公开发行 A 股可转债预案，计划募资 21.08 亿元，用于：1）认购 Minera Exar 公司项目部分股权；2）万吨锂盐改扩建项目；3）补充流动资金。2020 年受新冠肺炎疫情影响，锂行业下行风险依然存在。公司当前资产结构相对较优，但考虑到公司计划在行业底部进一步加码上游资源并扩张锂盐产能，可转债的发行有助于公司抵御行业下行风险并继续扩大领先优势。

表 6：公司计划发行可转债拟投向项目

序号	项目名称	项目总投资额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
1	认购 Minera Exar 公司部分股权项目	10.72	10.72
2	万吨锂盐改扩建项目	7.66	4.73
3	补充流动资金	5.63	5.63
合计		24.01	21.08

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 风险因素

疫情影响下游消费增长不及预期，锂价大幅下跌的风险；公司新建产能投产进度不及预期的风险。



## ■ 投资建议

2019 年受锂价持续下跌和非经常性损失影响，公司净利润大幅下滑。2020 年预计锂价底部企稳，公司生产成本显著下降，盈利能力有望恢复。公司作为国内锂行业龙头企业，优质的客户资源保障产销量稳定释放，上下游布局加码进一步夯实公司作为锂行业核心资产的地位。但考虑疫情对 2020 年下游消费的不利影响，下调公司 2020/2021 年归母净利润预测值为 7.41/10.24 亿元（原预测为 11.01/14.97 亿元），新增 2022 年预测值为 12.87 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 预测 0.57/0.79/1.00 元/股，当前股价对应 PE 为 74/53/42x，维持公司“买入”评级。

## ■ 相关研究

赣锋锂业（002460）2019 年业绩快报点评：公允价值变动损失影响业绩，2020 年有望改善 (2020-03-02)

赣锋锂业（002460）重大事项点评：控股阿根廷盐湖项目，上游资源禀赋再升级 (2020-02-09)

赣锋锂业（002460）投资价值分析报告：锂行业拐点中的核心资产 (2019-12-25)

**利润表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,004	5,342	4,843	5,560	6,550
营业成本	3,197	4,086	3,434	3,853	4,383
毛利率	36.10%	23.50%	29.10%	30.70%	33.08%
营业税金及附加	31	25	24	22	26
销售费用	82	63	58	67	79
营业费用率	1.65%	1.17%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用	283	273	261	306	373
管理费用率	5.66%	5.11%	5.40%	5.50%	5.70%
财务费用	82	70	89	87	94
财务费用率	1.64%	1.32%	1.83%	1.57%	1.43%
投资收益	175	162	129	119	137
营业利润	1,371	475	984	1,352	1,702
营业利润率	27.39%	8.90%	20.32%	24.32%	25.98%
营业外收入	21	3	8	11	7
营业外支出	5	4	8	6	6
利润总额	1,387	474	984	1,357	1,703
所得税	163	121	246	339	426
所得税率	11.73%	25.52%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	1	(5)	(3)	(6)	(10)
归属于母公司股东的净利润	1,223	358	741	1,024	1,287
净利率	24.45%	6.70%	15.30%	18.41%	19.65%

**资产负债表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,602	1,700	2,500	1,668	1,965
存货	1,905	2,334	2,043	2,263	2,562
应收账款	1,002	915	969	1,059	1,227
其他流动资产	1,406	768	1,191	1,254	1,192
流动资产	7,915	5,717	6,702	6,244	6,945
固定资产	1,498	2,070	2,665	3,166	3,253
长期股权投资	1,736	3,680	4,880	5,380	5,680
无形资产	313	348	348	348	348
其他长期资产	2,060	2,399	2,406	2,187	2,247
非流动资产	5,606	8,496	10,299	11,080	11,527
资产总计	13,521	14,213	17,001	17,324	18,472
短期借款	1,321	1,131	1,526	1,063	1,552
应付账款	1,027	914	804	1,001	1,049
其他流动负债	1,485	1,214	1,259	1,228	1,224
流动负债	3,832	3,259	3,589	3,291	3,825
长期借款	706	1,430	1,430	1,430	1,430
其他长期负债	1,005	1,114	3,222	3,222	3,222
非流动性负债	1,711	2,544	4,652	4,652	4,652
负债合计	5,544	5,803	8,241	7,943	8,477
股本	1,315	1,293	1,293	1,293	1,293
资本公积	3,593	3,181	3,181	3,181	3,181
归属于母公司所有者权益合计	7,924	8,355	8,708	9,335	9,960
少数股东权益	54	55	52	46	36
股东权益合计	7,977	8,410	8,760	9,381	9,996
负债股东权益总计	13,521	14,213	17,001	17,324	18,472

**现金流量表（百万元）**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,387	474	984	1,357	1,703
所得税支出	-163	-121	-246	-339	-426
折旧和摊销	150	227	112	142	154
营运资金的变化	-916	-414	-236	-212	-366
其他经营现金流	228	503	95	-29	-37
经营现金流合计	685	669	710	920	1,028
资本支出	-1,198	-814	-586	-252	-220
投资收益	175	162	129	119	137
其他投资现金流	-1,336	-2,171	-1,479	-672	-381
投资现金流合计	-2,360	-2,823	-1,936	-804	-464
发行股票	2,958	6	0	0	0
负债变化	3,856	7,319	2,503	-463	489
股息支出	-297	-395	-388	-397	-662
其他融资现金流	-3,796	-6,690	-89	-87	-94
融资现金流合计	2,721	241	2,026	-947	-267
现金及现金等价物净增加额	1,046	-1,913	800	-832	297

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	14.15%	6.75%	-9.34%	14.82%	17.80%
营业利润增长率	-21.9%	-65.3%	107.0%	37.45%	25.83%
净利润增长率	-16.7%	-70.7%	106.9%	38.19%	25.72%
毛利率	36.10%	23.50%	29.10%	30.70%	33.08%
EBITDA Margin	31.81%	14.60%	24.52%	28.65%	29.93%
净利率	24.45%	6.70%	15.30%	18.41%	19.65%
净资产收益率	15.44%	4.29%	8.51%	10.97%	12.92%
总资产收益率	9.05%	2.52%	4.36%	5.91%	6.97%
资产负债率	41.00%	40.83%	48.47%	45.85%	45.89%
所得税率	11.73%	25.52%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	32.25%	108.3%	53.58%	64.71%	75.53%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。