

**投资评级：买入(维持)**
**合纵科技(300477)**

## 新能源步入收获期 打造百亿合纵

高低压设备

证券研究报告

深度报告

公司研究

财通证券研究所

**市场数据 2020-07-21**

收盘价(元)	7.48
一年内最低/最高(元)	5.92/10.68
市盈率	719.9
市净率	3.20

**基础数据**

净资产收益率(%)	3.18
资产负债率(%)	56.6
总股本(亿股)	8.33

**最近12月股价走势**

**联系信息**

**李帅华** 分析师  
 SAC 证书编号: S0160518030001  
 lishuaihua@ctsec.com

**相关报告**

- 《合纵科技(300477):潜力钴矿,终至麾下》  
2020-05-12
- 《合纵科技(300477):突飞猛进新订单,业绩复苏进行时》  
2019-11-16
- 《合纵科技(300477):低谷已过,春天不远》  
2019-10-21

- 三年布局新能源,步入收获期。**公司上市初始,主营业务是配电设备,2017年开始进入新能源电池材料领域,公司先后并购湖南雅城、天津茂联、赞比亚恩卡纳等企业,涉足磷酸铁和钴镍铜系列等产品。目前公司拥有产能:磷酸铁3万吨,钴系列9000吨,镍系列1.6万吨,铜系列2.5万吨。经过三年布局,项目逐步进入收获期,叠加行业景气度周期的来临,公司有望享受估值和业绩的戴维斯双击;
- 电池材料的双保险布局。**目前公司在新能源电池材料产品形成两大系列:钴矿-氢氧化钴-钴产品系列和磷酸铁系列,这也是代表未来动力电池材料两大主流路线:三元材料和磷酸铁锂,实现双保险布局;
- 磷酸铁:行业龙头,绑定明星客户。**公司目前磷酸铁运行产能3万吨,未来规划5万吨,稳居行业第一。产品有三大优势:智能化生产线的成本优势、大容量高压实产品的质量优势、绑定国轩高科、比亚迪、贝特瑞、北大先行等明星客户的优势;
- 钴矿是公司发展的关键所在。**当前公司最重要的事情莫过于赞比亚恩卡纳钴矿项目的投产,如果该项目能够顺利投产,利好有四:其一可以打消市场对公司的质疑,得以享受同类钴矿公司的估值,更能得到主流机构投资者的认可;其二可以大幅增厚公司业绩,使得公司利润体量实现质的飞跃,再造一个合纵;其三,使得公司在国内钴盐加工厂—湖南雅城和天津茂联的原材料得以保障,产能利用率大幅提升;其四,项目产生充足的现金流,缓解公司资金紧张局面。目前进度,预期该项目2020年Q4投产;
- 打造百亿合纵,维持“买入”评级。**公司一方面专注配电领域,另一方面积极开拓新能源材料领域,未来随着产能释放,营业收入有望超过百亿元;预计2020-2022年公司净利润分别为1.29/2.22/4.04亿元,对应EPS分别为0.15/0.27/0.49元,对应当前股价的PE分别为48/28/15倍,维持“买入”评级;随着钴矿投产和钴价进入上升周期,预期未来两年公司净利润有望达到4亿元,按照可比公司27倍PE计算,公司市值有望达过百亿。

**风险提示:**项目投产进度不及预期;新能源汽车复苏不及预期

**表 1:公司财务及预测数据摘要**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	2,008	1,894	2,207	2,979	3,813
增长率	-4.8%	-5.6%	16.5%	35.0%	28.0%
归属母公司股东净利润(百万)	51	63	129	222	404
增长率	-61.1%	22.7%	105.4%	72.2%	82.5%
每股收益(元)	0.06	0.08	0.15	0.27	0.49
市盈率(倍)	122.1	99.5	48.4	28.1	15.4

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

## 内容目录

1、三年的转型之路：布局新能源电池材料	3
2、新能源电池材料的双保险	4
2.1 绑定大客户，做强磷酸铁	4
2.2 钴的执著	7
2.2.1 两大质疑	8
2.2.2 三大优势	9
2.3 新能源汽车和 5G 手机共振，钴需求长期看涨	11
3、打造百亿合纵：实现两个百亿	14
3.1 公司规划—营业收入过百亿	14
3.2 市值百亿可期	15
4、风险提示	16

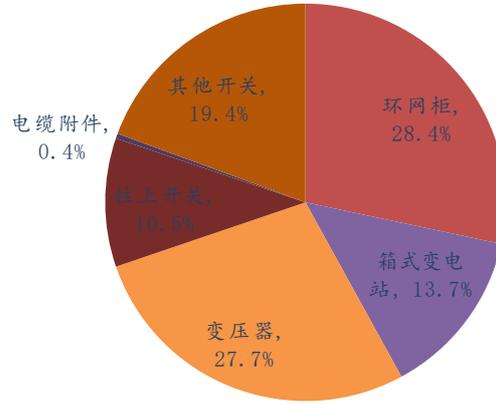
## 图表目录

图 1：2015 年公司营业收入结构	3
图 2：公司业绩情况	4
图 3：公司财务费用（单位：万元）	4
图 4：金属钴价（单位：元/吨）	4
图 5：动力电池磷酸铁锂市场份额	5
图 6：磷酸铁产能（单位：万吨）	6
图 7：公司磷酸铁产品微观结构	7
图 7：公司磷酸铁产品主要客户	7
图 9：恩卡纳股权关系	8
图 10：赞比亚铜钴渣堆矿	8
图 11：建设中的冶炼厂房	8
图 12：工艺路线图	9
图 13：恩卡纳项目利润 VS 公司历年净利润（单位：万元）	10
图 14：公司钴业务产业链	10
图 15：全球 EV 发展趋势	11
图 16：2016-2025 年全球三元正极及前驱体出货量及预测（单位：万吨）	12
图 17：2016-2025 年全球钴酸锂及四氧化三钴出货量及预测（单位：万吨）	13
图 18：钴各领域的消费情况及预测（单位：万吨）	13
图 19：百亿收入结构	14
图 20：赞比亚钴矿项目	15
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：公司在新能源电池材料端的产能布局	3
表 3：2019 年动力电池企业装机排名	5
表 4：磷酸铁盈利测算	6
表 5：主要 A 股上市公司钴矿储量情况	10
表 6：全球主要车企的电动车规划	11
表 7：定增募投项目情况	14
表 8：可比公司估值	15

### 1、三年的转型之路：布局新能源电池材料

从成立到上市，主营配电设备。公司 1996 年设立，2007 年挂牌新三板，2015 年转板登陆创业板，上市之初主营业务是配电设备的制造与销售，主要产品包括环网柜、箱式变电站、柱上开关、变压器、电缆附件、其他开关等六大类。

图 1：2015 年公司营业收入结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2017 年公司紧随新能源汽车发展的大潮，果断切入新能源电池材料行业。2017 年以来，公司先后并购湖南雅城、天津茂联、赞比亚恩卡纳等企业，涉足磷酸铁、四氧化三钴、氢氧化钴、电积镍、阴极铜、硫酸镍、氯化钴、硫酸钴、粗制氢氧化钴等产品。目前，公司拥有产能：钴系列 9000 吨，镍系列 1.6 万吨，铜系列 2.5 万吨。

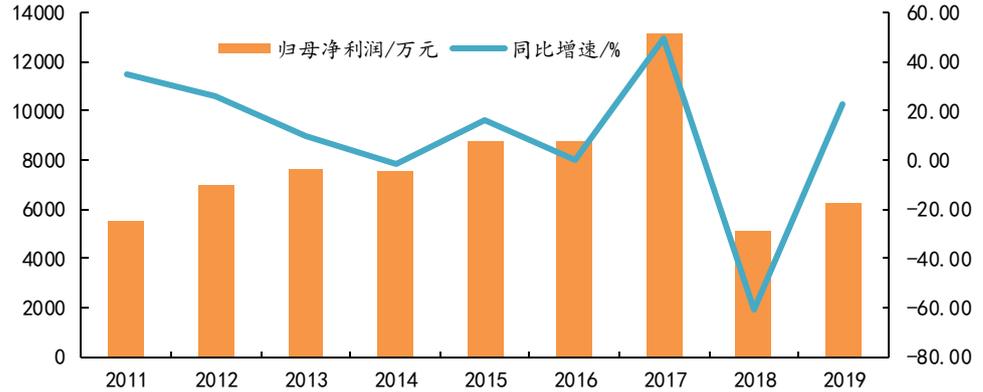
表 2：公司在新能源电池材料端的产能布局

企业	产品	现有产能/吨	未来规划/吨
湖南雅城	四氧化三钴	3000	9000
	磷酸铁	30000	50000
	氢氧化亚钴	1000	1000
天津茂联	三元前驱体	0	30000
	硫酸镍	11000	12000
	电解镍	5000	6000
	电解铜	25000	25000
	氯化钴	5000	8000
赞比亚恩卡纳	氢氧化钴	0	6000
	电积铜	0	10000
合计		80000	157000
其中：钴系列		9000	24000
镍系列		16000	18000
铜系列		25000	35000
前驱体系列		30000	80000

数据来源：公司公告，财通证券研究所

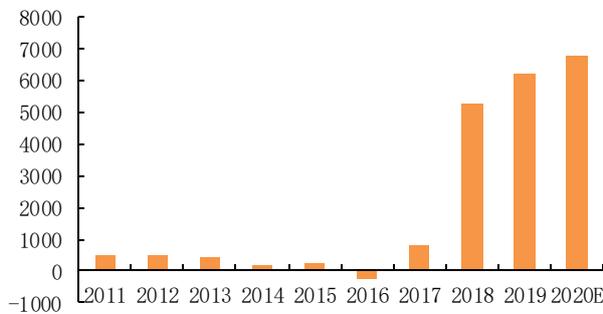
但是，转型之路并非一帆风顺。2017年公司净利润大幅增长49.5%，达到1.3亿元，但随后的2018年出现大幅下滑，当年业绩同比下跌61.1%，一方面是市场环境变化导致产品价格的下滑，另一方面是投资增加导致财务费用大比例上升。2019年公司业绩则是出现小幅回升，产能布局效果开始体现，资金困局有所缓解，最艰难时刻已经度过。

图 2：公司业绩情况



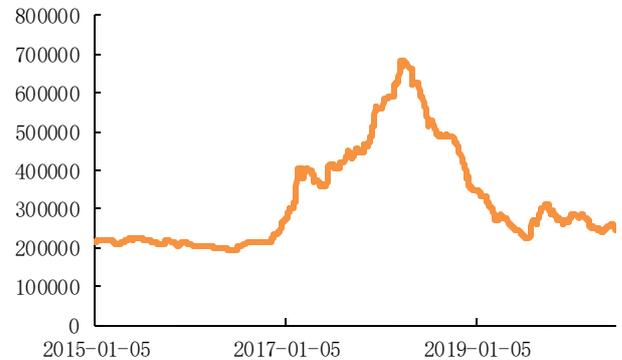
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：公司财务费用（单位：万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 4：金属钴价（单位：元/吨）



数据来源：wind，财通证券研究所

## 2、新能源电池材料的双保险

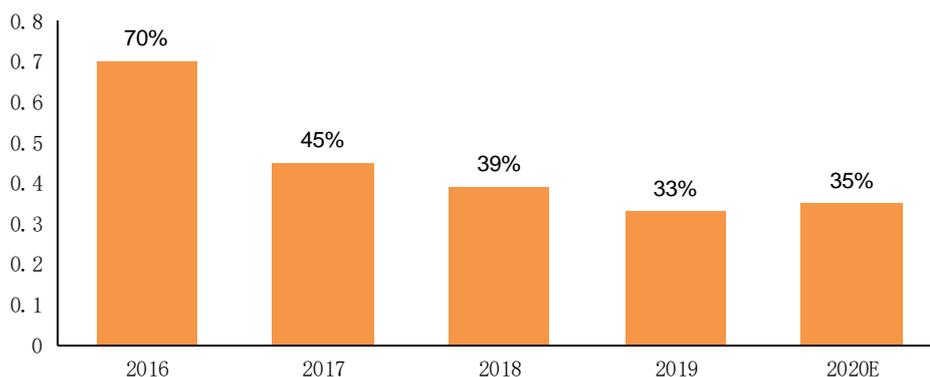
目前公司在新能源电池材料产品形成两大系列：钴矿-氢氧化钴-钴产品系列和磷酸铁系列，这也是代表未来动力电池材料两大主流路线：三元材料和磷酸铁锂。

### 2.1 绑定大客户，做强磷酸铁

在动力电池领域，虽然磷酸铁锂的能量密度不如三元材料，但是补贴退坡后的成本优势和日渐被社会关注的电池安全性能使得磷酸铁锂材料份额逐步回暖。

2015-2016年，磷酸铁锂电池在新能源领域的市场占有率高达70%左右。但随着国家新能源汽车补贴逐渐向高能量密度和高续航里程产品倾斜，磷酸铁锂电池的市场占比逐渐下滑，2017/2018年两个年度，磷酸铁锂市场份额分别降至45%和39%，2019年整体份额维持在33%。2020年6月NCM电池装机3.19Wh，占比64.76%，磷酸铁锂电池（LFP）6月实现装机1.70GWh，占比34.43%，整个上半年份额为28%，呈现逐步回暖的态势。

图 5：动力电池磷酸铁锂市场份额



数据来源：真锂研究，财通证券研究所

明星企业不断创新，助力磷酸铁锂行业发展。磷酸铁锂的高性价比使得头部企业不断创新，提高能量密度。其中，**宁德时代**通过结构创新的CTP技术，使得磷酸铁锂系统能量密度大幅提升；**比亚迪**的“刀片电池”，使得磷酸铁锂体积利用率明显提升；单体方面，**国轩高科**量产的磷酸铁锂电池单体能量密度最高已突破190Wh/kg，此外公司“正寻求在模组层级提高LFP（磷酸铁锂）电池的能量密度，并扩大其适用范围。”

表 3：2019年动力电池企业装机排名

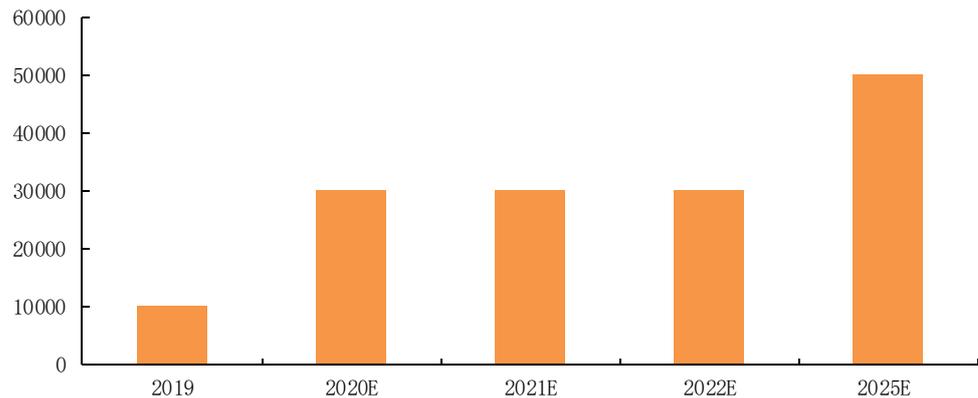
排名	企业	装机量 /MWh	市占率	技术路线	电池类型	配套企业
1	宁德时代	32910	52.8%	三元、磷酸铁锂	方型、软包	北汽、广汽、吉利、东风、上汽、长安、江淮、威马、宇通、中通中车、长城、上汽通用
2	比亚迪	10789	17.3%	三元、磷酸铁锂	方型	比亚迪、华林特装、徐州工程、长沙中联、重庆长安
3	国轩高科	3608.9	5.8%	三元、磷酸铁锂	方型、圆柱	江淮、开沃、奇瑞、吉利商用车、安凯、申龙、陕西秦星、昌河、北汽新能源
4	力神	1954.9	3.1%	三元、磷酸铁锂	方型、圆柱	江淮、广汽本田、东风本田、上汽通用五菱、长安、华晨鑫源、郑州日产、威马、海马、北汽福田
5	亿纬锂能	1834.6	2.9%	三元、磷酸铁锂	方型、软包、圆柱	开沃、吉利商用车、南京金龙、东风、合众、扬州亚星、吉利
6	中航锂电	1492.6	2.4%	三元、磷酸铁锂	方型、软包	广汽、长安、北汽福田、江西大乘、宇通、吉利、金康

						新能源、江铃
7	孚能	1205.6	1.9%	三元	软包	长城、北汽、一汽、江铃、昌河
8	比克	687.3	1.1%	三元	圆柱	江铃、海马、江南、江淮、吉利、郑州日产、华晨鑫源、东风
9	鹏辉	650	1.0%	三元、磷酸铁锂、多元复合锂	方型、软包、圆柱	上汽通用五菱、东风、柳州五菱、河北长安、昌河、陕西通家、北汽福田
10	欣旺达	647.2	1.0%	三元	方型	东风柳州、吉利、云度新能源

数据来源：起点锂电大数据，财通证券研究所

磷酸铁产能规模三万，稳居行业第一。公司的全资子公司-湖南雅城的主力产品是磷酸铁，也就是磷酸铁锂的前驱体，目前总产能3万吨，其中老产能1万吨，新产能2万吨于2019年底建成投产，目前月度出货量达到满产状态。目前公司产能市占率约30%，稳居行业第一。其中，新产线属于业内首个智能生产线，具备三大优势。

图 6：磷酸铁产能（单位：万吨）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**优势 1—成本优势。**湖南雅城磷酸铁自动化智能工厂投入使用后，与传统生产工艺相比，人均效率提高5倍。通过采用能源管理及能源回收系统，能源消耗降低20%以上。水消耗量降低40%，物料利用效率提升5%以上，产品综合成本降低10%。

表 4：磷酸铁盈利测算

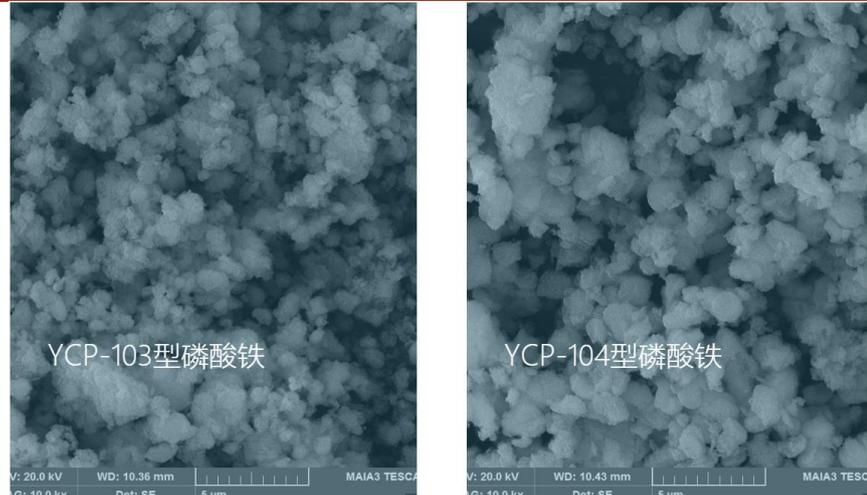
年份	产能	销量	单价	营业收入	毛利
2019	10000	8000	1.2	8496	1699
2020E	30000	20000	1.2	21239	6372
2021E	30000	25000	1.3	28761	9204
2022E	30000	30000	1.4	37168	13009

数据来源：财通证券研究所

**优势 2—质量优势。**湖南雅城磷酸铁产品核心优势在于产品密度，是行业内少数拥有全系列磷酸铁产品，并且实现高压实产品批量供货的企业。其自主研发的动

力型高压实磷酸铁产品性能领先，磷酸铁锂极片压实达到  $2.60\text{g}/\text{cm}^3$ ，1C 放电容量  $145\text{mAh}/\text{g}$ 。高容量高压实的磷酸铁锂极大的提升了电动车的续航能力。同时，湖南雅城开发了储能型磷酸铁，对应的磷酸铁锂全电池 1C 容量达到  $151\text{mAh}/\text{g}$ ，倍率性能和低温性能优异。

图 7：公司磷酸铁产品微观结构



数据来源：湖南雅城，财通证券研究所

**优势 3—客户优势。**湖南雅城磷酸铁主要大客户有：贝特瑞、国轩高科、北大先行等。目前，湖南雅城与贝特瑞签订了 2019-2021 年度 3.00 万吨战略协议，与北大先行签订了 2020-2022 年度 6.93 万吨战略协议。**高压实磷酸铁产品已经批量供货给国轩、贝特瑞、比亚迪及北大先行等国内磷酸铁锂厂商**，材料的倍率性能及循环性能优异。

图 8：公司磷酸铁产品主要客户



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.2 钴的执著

矿山无溢价注入上市公司，增厚利润。2020 年 5 月 11 日，公司公告拟以现金 5000 万美金收购参股公司——天津市茂联的全资子公司香港茂联持有的 ENRC (BVI) Limited 100% 的股权，ENRC (BVI) Limited 下属子公司——恩卡纳合金冶炼有限公

公司拥有矿业权。公司控股股东、实际控制人刘泽刚为天津茂联法人及董事长，公司直接持有天津茂联 21.33% 股份，香港茂联为天津茂联全资子公司，因此此次股权转让行为构成关联交易。2014 年 2 月 14 日香港茂联以 5000 万美元的对价，购买了 Eurasian Natural Resources Corporation PLC 持有的 ENRC (BVI) Limited 100% 股权，现在无溢价注入上市公司，体现关联股东对上市公司的呵护之情；

图 9：恩卡纳股权关系



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.2.1 两大质疑

**市场质疑一：投产时间推迟。**矿山时间推迟事出有因，第一次（2019H2 推迟到 2020H1）是因为公司资金面较为紧张，2018 年前后市场融资环境较差，资金到位慢，导致建设进度慢于预期，但是目前资金问题逐步解决；第二次（2020H1 推迟到 2020H2）是因为非洲新冠疫情，导致部分国家封港，导致相关设备、配件等物流运输时间延长。随着疫情缓解和公司通过其他路线替代，该问题已经得到解决。根据最新公告，预计该矿山将于 2020Q4 投产，从而打消市场质疑。

图 10：赞比亚铜钴渣堆矿

图 11：建设中的冶炼厂房



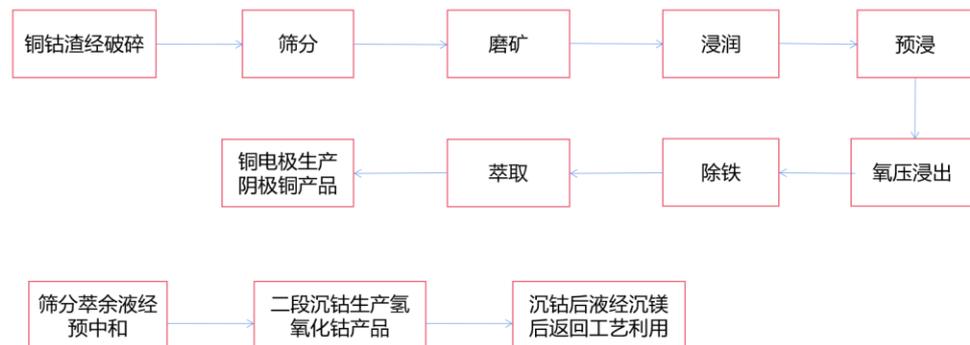
数据来源：公司调研，财通证券研究所



数据来源：公司调研，财通证券研究所

**市场质疑二：技术路线问题。**不同于其他公司在非洲的冶炼铜钴原矿模式，恩卡纳则是处理渣堆矿，因此市场质疑公司是否有针对性的技术储备。其实，公司另外的子公司-天津茂联一直在做相关冶炼，利用铜钴合金、镍钴合金提炼钴，所谓铜钴合金就是铜冶炼工序最后对钴进行富集变成铜钴合金，或者镍钴合金，交由天津茂联来炼化，其性质和技术路线和渣堆矿类似，所以技术问题无需过多担心。根据项目可行性研究报告，该项目生产原则工艺流程为：铜钴渣经破碎—筛分—磨矿—润浸—预浸—氧压浸出—除铁—萃取—铜电积生产阴极铜产品；萃余液经预中和—二段沉钴生产氢氧化钴产品，沉钴后液经沉镁后返回工艺利用。铜、钴收率分别为 85%，65%。

图 12：工艺路线图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.2.2 三大优势

**(1) 储量优势：**矿山钴储量 A 股第二，仅次于洛阳钼业。恩卡纳铜钴渣堆矿位于赞比亚基特韦市，该矿权矿石量 1642.21 万吨，其中铜金属量 184620 吨，品位 1.12%，钴金属量 120067 吨，品位 0.73%。且不同于其他原生矿山，渣堆矿储量数据更加可靠。此外，公司钴金属储量位居 A 股上市公司第二，仅次于洛阳钼业。按照满产 6000 金吨计算，该矿山服务年限超过 20 年。

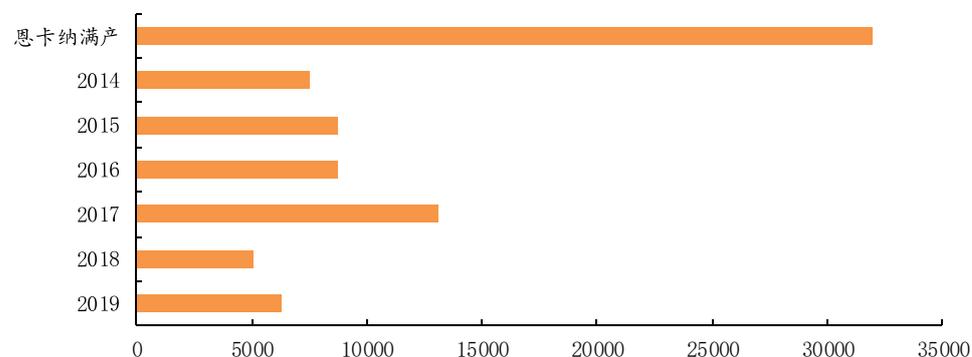
表 5：主要 A 股上市公司钴矿储量情况

上市公司	矿山名称	储量/万吨	品位/%
洛阳钼业	Tenke	59.07	0.32
合纵科技	恩卡纳	12.01	0.73
华友钴业	MIKAS	1.63	0.19
	PE527	5.41	1.7
盛屯矿业	卡隆威	4.27	0.62

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

**(2) 盈利能力优势。**该矿山建设产能为 100 万吨/年处理量，生产期第 1 年为 50% 产能，第 2 年 90% 产能，满产对应 9000 金吨铜，5100 金吨钴。矿山成本较低，首先是渣堆矿开采成本基本为零；其次冶炼厂地处中赞工业园区，距离中色很近，硫酸供给充裕，运输成本较低。根据可研报告，预计矿山 2021/2022/2023 净利润分别为 0.5/1.5/2.1 亿元，如果考虑到当地税费减免，2021/2022/2023 净利润分别为 0.7/2.3/3.2 亿元。同时考虑到新能源汽车和 5G 手机的需求共振，钴价目前位于长周期底部，未来大概率上涨，我们测算不同钴价对应的满产利润，钴价 20/25/30 美金/磅对应的矿山利润分别为 4.3/7.1/9.8 亿，无论是以上哪一个口径的利润数据，都会给公司业绩带来质的飞越和提升；

图 13：恩卡纳项目利润 VS 公司历年净利润（单位：万元）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**(3) 产业链优势：**矿山投产，有助于公司打造完整钴产业链，涵盖钴矿-粗钴冶炼-钴前驱体，其中恩卡纳位于赞比亚，负责将钴矿石冶炼成粗制氢氧化钴，然后运回国内作为原材料，通过湖南雅城生产四氧化三钴，做 3C 电池正极材料；通过天津茂联生产硫酸钴，做动力电池正极材料产品链条完整，雅城的四钴和天津茂联的硫酸钴，氯化钴。

图 14：公司钴业务产业链



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.3 新能源汽车和 5G 手机共振，钴需求长期看涨

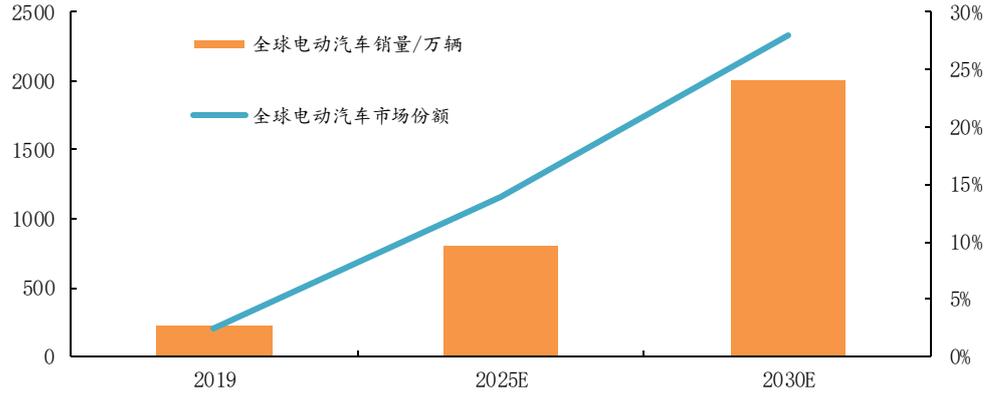
新能源汽车深层次市场化竞争形成，海外电动车加速放量。中国逐步取消对国外新能源汽车厂商及电池厂商的限制，工信部发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿），也将此前提出的“到 2025 年新能源汽车销量占比达到 20%”的目标提高到 25%左右；英国将燃油车禁售时间提前五年至 2035 年，德国大幅提升新能源汽车补贴，美国也提出购车抵税计划。在一系列政策的引导下，日本丰田、本田，欧洲大众、宝马、奔驰等国际传统主流车企，纷纷加大电动化转型力度。大众将在 2020 年至 2024 年向纯电动汽车领域投资 330 亿欧元；大众旗下的奥迪，计划在未来五年内投资 120 亿欧元，到 2025 年计划推出 20 款纯电动车；韩国现代规划到 2025 年推出 44 款电动汽车，预计年销量将达到 167 万辆；日本丰田将其新能源汽车销量 100 万辆目标的实现时间自 2030 年提早至 2025 年。预计 2025 年全球电动汽车销售量将超过 800 万辆，市场份额有望达到 8%-20%，到 2030 年将超过 2000 万辆，市场份额将达到 17%-38%。

表 6：全球主要车企的电动车规划

车企	新能源电动汽车规划
大众	2020 年至 2024 年向纯电动汽车领域投资 330 亿欧元
奥迪	未来五年内投资 120 亿欧元，到 2025 年计划推出 20 款纯电动车
现代	到 2025 年推出 44 款电动汽车，预计年销量达到 167 万辆
丰田	新能源汽车销量 100 万辆目标的实现时间自 2030 年提早至 2025 年

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

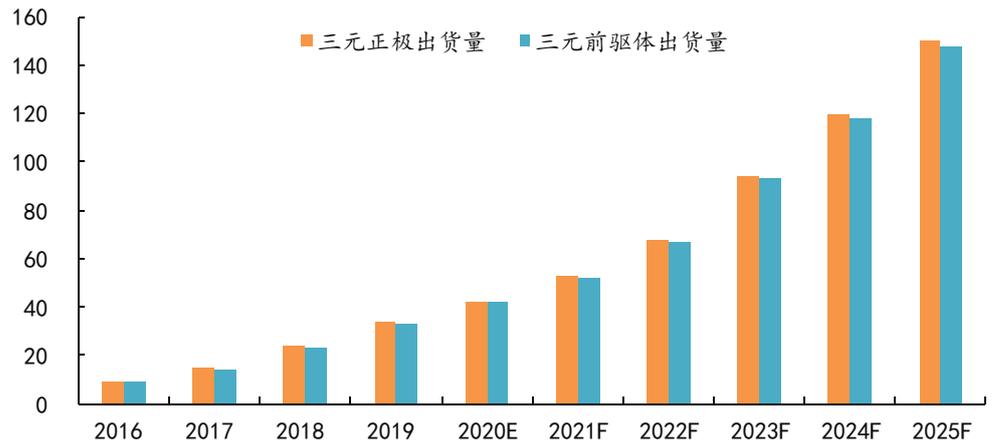
图 15：全球 EV 发展趋势



数据来源: Clean Tec, 财通证券研究所

**动力电池需求稳定高增长,三元前驱体出货量猛增。**随着新能源汽车的快速发展,作为新能源汽车三大核心部件之一的动力电池的需求也将不断提升。锂离子电池具有比能量大、比功率高、自放电小、循环特性好、效率高等优点。三元锂电池体积更小、能量密度更高、耐温低、循环性能也更好,因此更加广泛应用于新能源汽车上。据GGII调研数据显示,2019年全球三元正极材料出货34.3万吨,同比增长44.7%,带动全球三元前驱体出货量33.4万吨。预计2025年,三元正极和三元前驱体出货量将分别高达150万吨、148万吨。作为三元材料中最为稀缺的钴,将成为未来锂电新材料市场的决定因素。与此同时,从NCM111到NCM811,动力电池的高镍化发展已是大势所趋。根据CRU的研究报告,到2030年,整个新能源汽车产业链对钴的年需求量将超过30万吨,对镍的年需求量将超过110万吨。

图 16: 2016-2025 年全球三元正极及前驱体出货量及预测 (单位: 万吨)

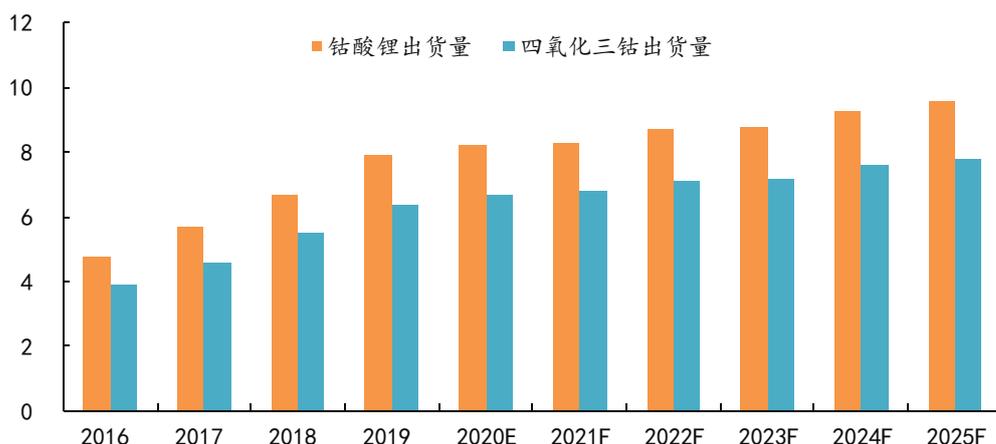


数据来源: GGII, 财通证券研究所

**5G 换机潮提前到来,消费类电子需求触底回升。**工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电四家企业发放了5G商用牌照,以华为为代表的手机制造商纷纷布局5G,推动了5G换机潮的提前到来。根据中国信通院数据,2019年全年,国内手机市场总体出货量3.89亿部,其中5G手机1376.9万部。根据IDC预计,

2020 年将有接近 1 亿部 5G 智能终端出货量，到 2023 年，5G 终端产品年出货量将超过 4 亿部。5G 市场化建设加速促进 3C 数码产品需求量的提升，据 GGII 统计，2019 年全球钴酸锂正极材料市场出货量 7.9 万吨，同比增长 17.9%，带动四氧化三钴出货量 6.4 万吨。预计 2025 年，全球钴酸锂、四氧化三钴材料出货量将分别达到 9.6 万吨、7.8 万吨。随着 5G 产业的快速发展，消费类电子的需求将触底回升。同时，3C 类产品更新换代较快，新兴应用领域如无人机、VR、可穿戴设备等层出不穷，市场增速快，3C 类产品在锂电池消费中仍将维持增长的市场需求。

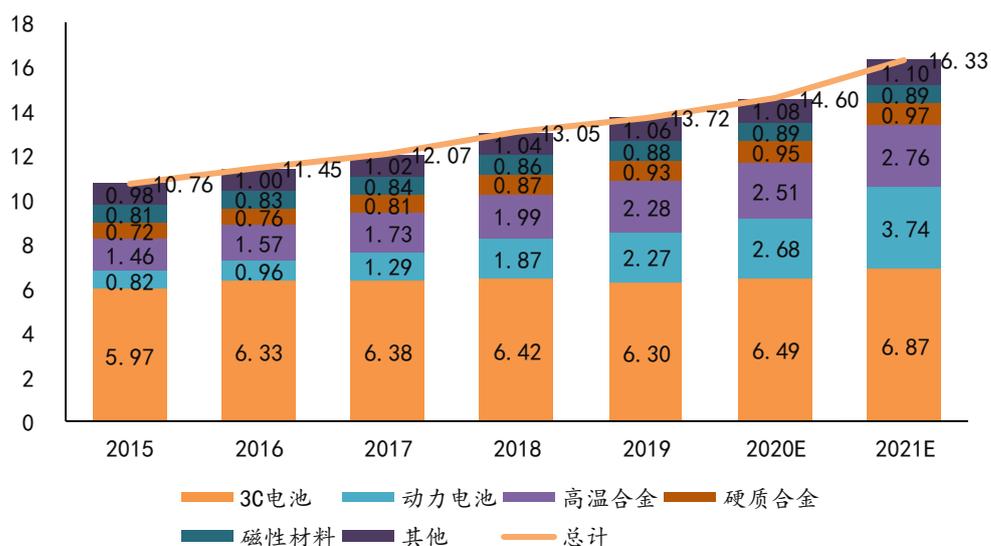
图 17：2016-2025 年全球钴酸锂及四氧化三钴出货量及预测（单位：万吨）



数据来源：GGII，财通证券研究所

综合来看，受新能源锂电产业及 5G 大发展的影响，叠加疫情过后的报复性消费行为，未来对钴的需求依然呈现增长的态势，并将在 2021 年实现需求的迅速上升。预计 2021 年，钴的需求量将高达 16.33 万吨，增幅达到 11.85%。

图 18：钴各领域的消费情况及预测（单位：万吨）



数据来源：ATK，财通证券研究所

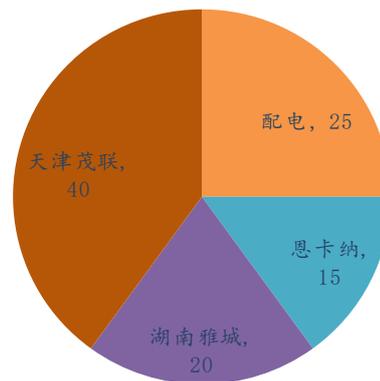
### 3、打造百亿合纵：实现两个百亿

#### 3.1 公司规划—营业收入过百亿

**公司将继续专注于电力配电领域：**打造行业产业链，使公司由一家专业提供电力设备的公司转型为配电领域的综合服务商。公司将通过整合设计咨询公司、电力工程公司、设备制造公司、运维服务公司，暨全行业产业链，形成为客户提供一体化解决方案的能力。依托上述能力，在继续开拓配电设备制造业务的同时，快速进入电力工程总包业务领域（例如 EPC），从而成为综合服务商。

**积极开拓新能源材料领域：**依托湖南雅城、天津茂联、赞比亚恩卡纳三个载体，打造新能源材料产业链，未来增量项目主要是磷酸铁 2 万吨项目爬坡；四钴项目产能提升；天津茂联产能利用率提升；恩卡纳项目投产。未来三年内，公司将成为行业中规模较大、产品线最为齐全，且拥有上游稀缺钴资源的企业，具备较强的业绩增长能力，整体营业收入有望达到 100 亿元人民币。

图 19：百亿收入结构



数据来源：公司年报，财通证券研究所估算

**发布定增预案，布局新基建。**与此同时，2020 年 7 月，公司公告拟非公开发行募集资金 10.6 亿元投资配电智能终端、物联网、新能源汽车充电桩设备等项目，紧随国家大力发展新基建的浪潮，预期三个项目（其中一个为研发项目）年均贡献利润 8325 万元，保证了公司的可持续发展。

表 7：定增募投项目情况

序号	项目	投资额/万元	年均利润/万元
1	配用电自动化终端产业化项目	50653	5728
2	新能源汽车充电桩设备制造项目	26091	2598
3	配电物联网研发中心建设项目	11561	研发项目
	合计	88304	8325

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.2 市值百亿可期

我们认为，当前公司最重要的事情莫过于赞比亚恩卡纳项目的投产，如果该项目能够顺利投产，利好有四：其一可以打消市场对公司的质疑，抬升估值，得以享受同类钴矿公司的估值，更能得到主流机构投资者的认可；其二可以贡献利润，大幅增厚公司业绩，使得公司利润体量实现质的飞跃，再造一个合纵；其三，使得公司在国内钴盐加工厂—湖南雅城和天津茂联原材料得以保证，产能利用率大幅提升，从而增厚利润；其四，项目产生充足的现金流，缓解公司资金紧张局面。所以说，赞比亚项目的投产可谓是盘活全局，预计未来两年公司净利润有望达到4亿元，按照可比公司估值对应2022年27倍市盈率计算，公司市值有望越过百亿市值关口。

表 8：可比公司估值

公司	2020E	2021E	2022E
华友钴业	68	39	29
寒锐钴业	66	32	24
洛阳钼业	46	35	29
均值	60	35	27

数据来源：wind，财通证券研究所

图 20：赞比亚钴矿项目



数据来源：公司公告，财通证券研究所

维持“买入”评级。综上所述，我们认为，公司在配电设备领域深耕多年，继续保持稳健发展；在新能源领域，可谓是厚积薄发，公司经过三年的布局和积淀，同时叠加行业景气周期的回升，即将进入盈利快速释放的周期。此外我们考虑新冠疫情对公司业务的影响，综合预计2020-2022年公司净利润分别为1.29/2.22/4.04亿元，对应EPS分别为0.15/0.27/0.49元，对应当前股价的PE

分别为 48/28/15 倍，维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

(1) 项目投产进度不及预期

考虑到赞比亚新冠疫情的不确定性，公司钴矿项目建设受到不可抗力的干扰，投产进度存在一定程度的不确定性；报告中关于钴矿项目盈利预测是建立在项目可行性报告基础上，与投产后的情况可能存在较大的出入。

(2) 新能源汽车复苏不及预期

2019 年以来，国内新能源汽车行业补贴退坡幅度较大，导致产销量不及预期，叠加国内外性新冠疫情影响，后续新能源汽车复苏进程存在不确定性。

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,008</b>	<b>1,894</b>	<b>2,207</b>	<b>2,979</b>	<b>3,813</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,581	1,478	1,902	2,503	3,070	营业收入增长率	-4.8%	-5.6%	16.5%	35.0%	28.0%
营业税费	13	12	11	15	19	营业利润增长率	-61.6%	24.3%	57.2%	88.8%	93.1%
销售费用	169	139	55	77	103	净利润增长率	-61.1%	22.7%	105.4%	72.2%	82.5%
管理费用	98	110	77	134	191	EBITDA 增长率	-6.7%	29.8%	-4.1%	67.1%	61.2%
财务费用	53	62	35	72	86	EBIT 增长率	-18.6%	37.2%	-9.8%	92.9%	74.2%
资产减值损失	32	-	21	22	26	NOPLAT 增长率	-36.6%	40.0%	5.8%	92.9%	74.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-15	2	3	投资资本增长率	35.7%	-0.3%	-41.0%	112.5%	-36.1%
投资和汇兑收益	2	6	20	50	80	净资产增长率	0.8%	3.3%	22.5%	6.9%	11.9%
<b>营业利润</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>110</b>	<b>208</b>	<b>402</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	9	0	40	50	70	毛利率	21.2%	22.0%	13.8%	16.0%	19.5%
<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>150</b>	<b>258</b>	<b>472</b>	营业利润率	2.8%	3.7%	5.0%	7.0%	10.5%
减: 所得税	16	8	23	39	71	净利润率	2.5%	3.3%	5.8%	7.4%	10.6%
<b>净利润</b>	<b>51</b>	<b>63</b>	<b>129</b>	<b>222</b>	<b>404</b>	EBITDA/营业收入	8.3%	11.4%	9.4%	11.7%	14.7%
						EBIT/营业收入	5.8%	8.5%	6.6%	9.4%	12.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	302	161	177	238	305	固定资产周转天数	115	121	101	73	54
交易性金融资产	-	22	7	10	13	流动营业资本周转天数	136	139	20	63	69
应收帐款	1,223	1,275	257	1,729	813	流动资产周转天数	462	480	299	282	272
应收票据	100	134	552	325	734	应收帐款周转天数	227	237	125	120	120
预付帐款	208	35	71	61	101	存货周转天数	105	136	65	61	59
存货	755	674	119	896	349	总资产周转天数	774	884	761	707	625
其他流动资产	110	54	133	99	95	投资资本周转天数	422	515	351	301	262
可供出售金融资产	-	-	300	300	300	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	2.6%	3.1%	5.2%	8.4%	13.7%
长期股权投资	489	618	692	774	869	ROA	1.1%	1.3%	2.7%	3.1%	6.4%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	4.2%	4.3%	4.6%	14.9%	12.2%
固定资产	647	626	611	591	560	<b>费用率</b>					
在建工程	152	293	393	493	583	销售费用率	8.4%	7.4%	2.5%	2.6%	2.7%
无形资产	204	255	256	257	261	管理费用率	4.9%	5.8%	3.5%	4.5%	5.0%
其他非流动资产	490	475	1,104	1,168	1,169	财务费用率	2.6%	3.3%	1.6%	2.4%	2.3%
<b>资产总额</b>	<b>4,680</b>	<b>4,622</b>	<b>4,703</b>	<b>7,001</b>	<b>6,244</b>	三费/营业收入	15.9%	16.4%	7.6%	9.5%	10.0%
短期债务	1,063	909	391	507	687	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,128	1,002	486	557	723	资产负债率	58.5%	56.6%	47.8%	62.5%	53.0%
应付票据	272	403	164	253	258	负债权益比	141.2%	130.5%	91.4%	166.6%	112.6%
其他流动负债	167	225	856	964	1,059	流动比率	1.03	0.93	0.69	1.47	0.88
长期借款	41	5	-	1,744	229	速动比率	0.74	0.66	0.63	1.08	0.76
其他非流动负债	69	71	350	350	350	利息保障倍数	2.22	2.60	4.14	3.88	5.65
<b>负债总额</b>	<b>2,740</b>	<b>2,617</b>	<b>2,246</b>	<b>4,375</b>	<b>3,306</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	1	2	1	-1	-5	DPS(元)	0.01	0.02	0.04	0.06	0.11
股本	582	833	833	833	833	分红比率	22.8%	21.3%	22.9%	22.3%	22.2%
留存收益	1,359	1,223	1,623	1,795	2,109	股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.8%	1.4%
<b>股东权益</b>	<b>1,941</b>	<b>2,005</b>	<b>2,456</b>	<b>2,626</b>	<b>2,938</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EPS(元)	0.06	0.08	0.15	0.27	0.49
净利润	50	62	129	222	404	BVPS(元)	2.33	2.41	2.95	3.15	3.53
加: 折旧和摊销	52	58	62	67	71	PE(X)	122.1	99.5	48.4	28.1	15.4
资产减值准备	32	11	21	22	26	PB(X)	3.2	3.1	2.5	2.4	2.1
公允价值变动损失	-	-	-15	2	3	P/FCF	11,171.0	-45.9	8.8	21.3	21.5
财务费用	57	58	35	72	86	P/S	3.1	3.3	2.8	2.1	1.6
投资收益	-2	-6	-20	-50	-80	EV/EBITDA	30.7	32.0	25.9	20.1	9.8
少数股东损益	-1	-0	-1	-2	-3	CAGR(%)	63.4%	86.1%	-0.9%	63.4%	86.1%
营运资金的变动	-317	222	476	-1,861	1,190	PEG	1.9	1.2	-52.9	0.4	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-182</b>	<b>209</b>	<b>687</b>	<b>-1,528</b>	<b>1,698</b>	ROIC/WACC	0.4	0.4	0.5	1.5	1.2
投资活动产生现金流量	-371	-214	-451	-155	-116	REP	4.6	6.0	7.5	1.4	2.1
融资活动产生现金流量	563	-168	-221	1,744	-1,515						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。