成长中的二线锂业新秀，量价齐飞正当时

——盛新锂能（002240.SZ）

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ **剥离木板纤维业务，做强做精稀土锂盐业务。**公司成立于2001年，并于2008年深交所上市，传统主营业务为木材以及纤维板业务。2016年，公司通过增资收购等方式，控股了致远锂业以及奥伊诺矿业，开始涉足锂盐业务。今年9月，公司发布公告称，将剥离旗下传统的木材纤维业务；今年11月，公司名称由威华股份更名为盛新锂能，今后公司将更加专注于锂盐产业链业务的拓展。当前公司上游掌握着奥伊诺矿业公司75%的股权，下游有着致远锂业和盛威致远等公司，预计2020年锂盐产能将达到2.3万吨左右（包括1.8万吨碳酸锂和0.5万吨氢氧化锂）。

❖ **定增、股权激励计划落地，员工积极性得到提高。**今年8月，公司实行了第一期股权激励计划，激励股票总数达到1110万股，激励对象包括了董监高在内的62名高级管理技术人才。**通过此次股权激励、公司进一步建立、健全了长期激励机制**；另一方面，公司于今年8月实施定增计划，非公开募得资金总计9.5亿元，其中控股股东盛屯集团全额出资9.5亿元。

❖ **新能源产业链具有长期确定性，当前锂价处于历史底部，未来涨价可期。**在政府政策和技术创新的推动下，预计中国新能源汽车市场将进入快速增长期，预计2025年新能源汽车占比有望达到20%，年均复合增长率30%以上。随着下游新能源汽车需求得到提振，将带动锂需求得到高速增长，尤其是制作三元电池所需的氢氧化锂以及磷酸铁锂电池所需的碳酸锂，将提振锂价未来走高。

❖ **首次覆盖予以“增持”评级。**预计公司今年年底锂盐产能为2.3万吨左右（包括1.8万吨碳酸锂和0.5万吨氢氧化锂），明年能达到4万吨左右，当前处于产能释放期。目前锂盐价格正处于底部回暖阶段，明年有望达到5万元/吨，参考赣锋锂业10万吨产能对应1069亿元的市值，公司目前处于相对低估阶段。预计公司2020-2022年净利润分别为0.62、2.29、5.3亿元；对应EPS分别为0.08、0.3、0.71元，故给予增持评级。

❖ **风险提示：**公司自身的经营风险;新能源汽车需求增长不及预期；锂市场供给释放超预期；海外疫情反复。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	22.79	21.65	24.45	31.00
+/-%	-10.02%	-4.99%	12.93%	26.79%
归属母公司净利润(亿元)	-0.59	0.62	2.29	5.30
+/-%	-144%	205%	333%	131%
EPS(元)	-0.08	0.08	0.30	0.71
PE（X）	-117.25	150.02	55.88	24.17
PB（X）	2.33	3.97	4.81	4.01

资料来源：公司公告，川财证券研究所，预测截止日期2020/11/24

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	有色金属
报告时间	2020/11/24
前收盘价	19.3元
公司评级	增持评级

分析师

黄博
证书编号：S1100519090001
huangbo@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、极具成长性的锂业二线新秀.....4
1、公司业务布局锂盐产业链，发展迅速.....4
2、公司经营稳定，产销量逐年增长.....5
3、剥离木材纤维业务，做强做精锂盐稀土业务.....7
4、定增、股权激励落地，员工积极性得到提升.....8
二、后发先至，全面布局锂盐产业链.....9
1、收购致远锂业，布局锂盐加工.....9
2、收购奥伊诺锂矿，补充上游资源.....11
三、锂价触底回暖，公司业绩可期.....13
盈利预测.....16

图表目录

图 1： 公司发展历程.....4
图 2： 盛新锂能股权结构.....5
图 3： 公司营收及同比增幅情况.....6
图 4： 公司归母净利润情况.....6
图 5： 公司近年来主营业务变化情况.....6
图 6： 公司主营产品毛利率分析.....6
图 7： 公司资产负债率变化情况.....6
图 8： 公司毛利率净利率变化情况.....6
图 9： 股权交易示意图.....7
图 10： 公司锂业务扩张历程.....9
图 11： 公司锂盐产量（吨）.....10
图 12： 公司锂业务营收情况.....11
图 13： 公司锂盐业务收入占比.....11
图 14： 公司持股奥伊诺矿业 75%股权.....11
图 15： 国内主要锂矿石开采/拟开采企业情况.....12
图 16： 国内主要锂矿石开采/拟开采企业情况.....12
图 17： 锂价历史走势.....14
图 18： 锂产能处于过剩状态.....14
图 19： 2020 年动力电池装机量逐步回升.....14

表格 1. 盛新锂能第一期股权激励对象.....8
表格 2. 盛新锂能非公开发行股票认购对象.....8
表格 3. 可比公司估值.....15

一、极具成长性的锂业二线新秀

1、公司业务布局锂盐产业链，发展迅速

公司成立于 2001 年，总部位于深圳市福田区，2008 年 5 月在深交所成功上市。2016 年之前，公司的主营业务为中国（高）密度纤维板的生产与销售，林木种植与销售。2016 年随着公司通过增资控股了致远锂业何万弘高新，公司将主营业务逐渐衍生到了锂盐和稀土产品等新能源材料领域。

锂盐业务方面，公司于 2019 年全资收购了盛屯锂业，盛屯锂业和阿坝州国资委分别持有 75%和 25%的金川奥伊诺矿业股权，金川奥伊诺矿业有限公司旗下有着业隆沟锂辉石矿的开采权，其生产的锂精矿则直接销售给了公司位于四川省射洪市的全资子公司致远锂业。当前致远锂业位于四川射洪经开区的金属锂项目仍处于推进过程中，其设计产能为年产高达 4 万吨的电池及碳酸锂、单水氢氧化锂和氯化锂。

公司另一个子公司万弘高新主要从事稀土有关业务，其通过综合回收利用废旧磁性材料以生产、销售稀土产品，产品以氧化镨钕为主，并涵盖氧化钆、氧化钬、氧化镝、氧化铽以及其他含稀土元素氧化物，主要应用于永磁材料、催化剂、玻璃、陶瓷、硬质合金等领域，产能规模、技术水平和产品线丰富程度在国内均居于前列。

图 1：公司发展历程

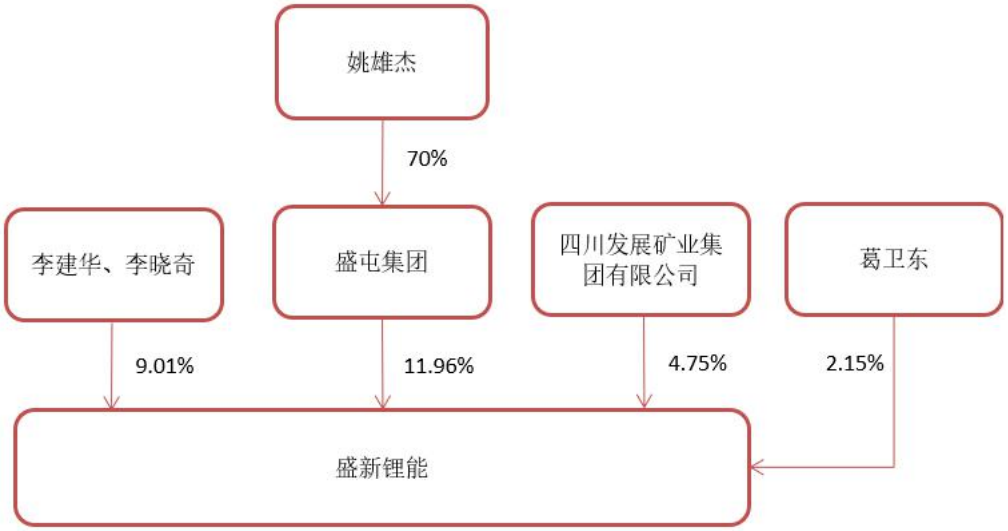


资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司当前控股股东为盛屯集团，通过一致行动人控股比例达到 18.43%。除了盛新锂能，盛屯集团还控股另一家上市公司盛屯矿业。当前公司实控人为姚雄

杰，总计持有盛屯集团 70%股权。

图 2：盛新锂能股权结构



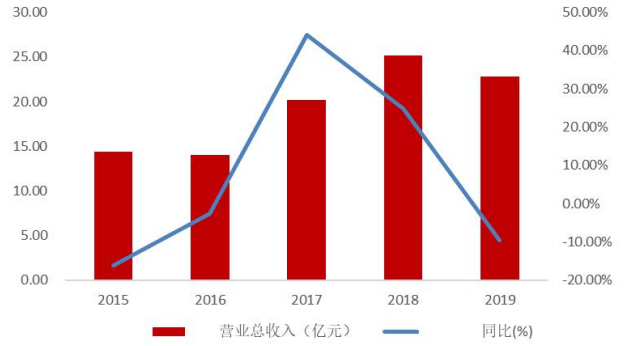
资料来源：公司官网，川财证券研究所

2、公司经营稳定，产销量逐年增长

公司在 2019 年业绩出现下滑，营收由 2018 年的 25.18 亿元下降到了 22.79 亿元，同比下跌 9.51%；净利润由 2018 年的 1.28 亿元下降到了-0.62 亿元，同比下跌-163.84%。主要原因为 2019 年贸易战导致木材需求下降，另一方面，2019 年以来锂盐价格一路下跌，由 16 万元/吨跌到了 4-5 万元/吨，因此在 2019 年公司业绩出现了亏损。

公司未来战略的重点方向为锂业务，因此未来行业锂价的波动和公司锂盐的产能都将对公司未来的业绩产生较大的影响。当前锂盐需求筑底，供应端高位成本挤出，锂盐和上游锂矿正在经历周期性洗牌。但下游新能源需求确定性回升，从未来来看具有较大的成长空间，并且公司锂盐产能处于快速扩张期，因此我们认为公司仍有较大的上行空间。

图 3：公司营收及同比增幅情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

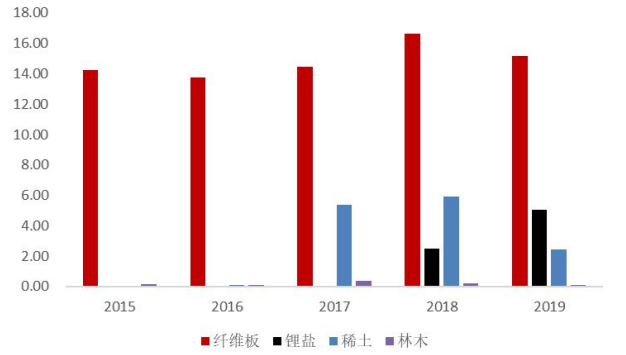
图 4：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

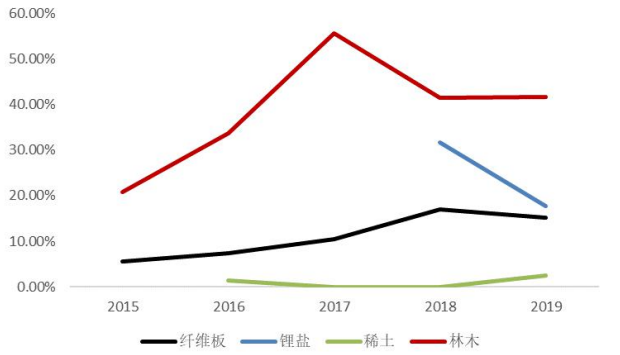
从公司产品的盈利来看，2019 年公司主营产品前三项分别是纤维板、锂盐和稀土，分别为 15.18 亿、5.06 亿和 2.45 亿元，分别占比公司总收入 66.6%、22.2%和 10.75%。从公司产品毛利率来看，2019 年公司纤维板、锂盐和稀土毛利率分别为 15.13%、17.79%和 2.42%。可以看出，即使在锂盐的周期底部，锂盐依然是公司毛利率最高的业务。

图 5：公司近年来主营业务变化情况



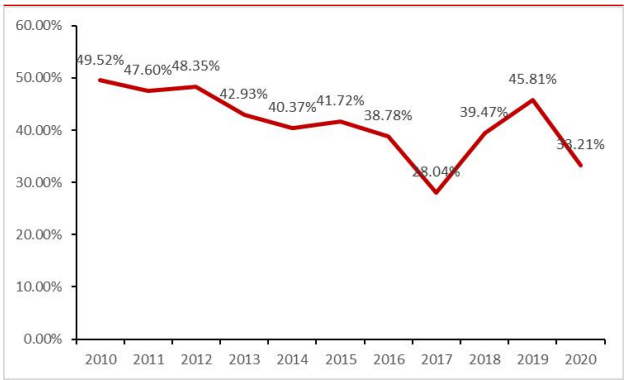
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：公司主营产品毛利率分析



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：公司资产负债率变化情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：公司毛利率净利率变化情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

3、剥离木材纤维业务，做强做精锂盐稀土业务

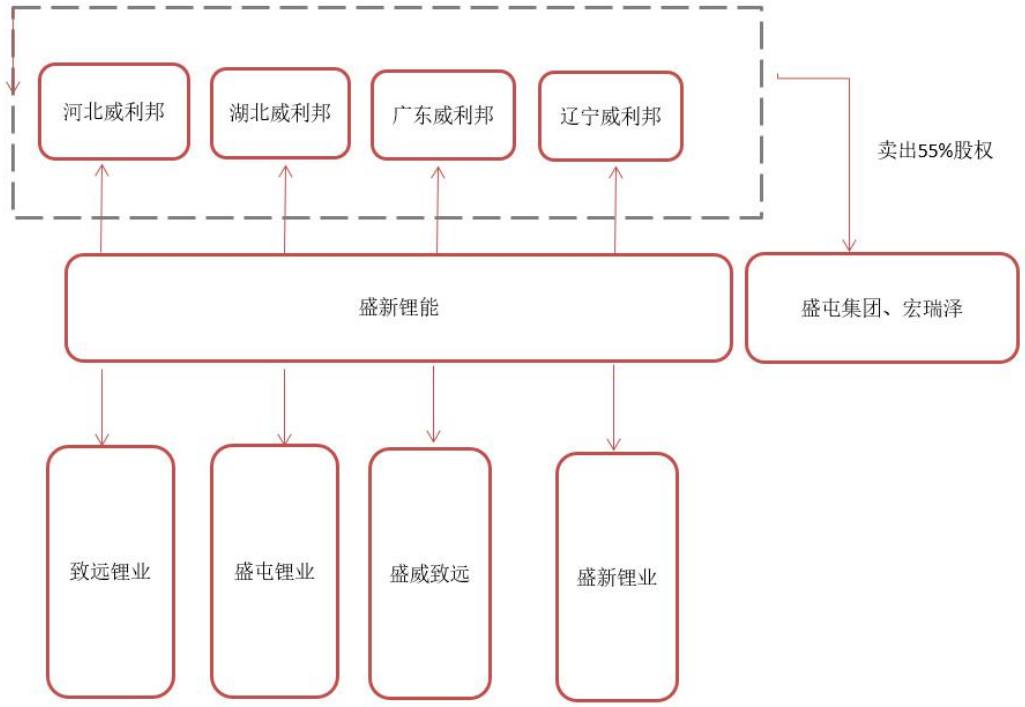
公司当前主营业务主要分为两个部分，稀土业务和近年来新增的锂盐业务。2017 年之前，公司主营收入很大一部分来自于木板纤维，自从 2017 年盛屯集团控股公司以后，公司的经营方向出现了一个转变，将逐渐剥离原来的传统业务而专注于当前的锂盐业务。

今年 9 月 12 日，公司发布公告称，将剥离旗下传统的木材纤维业务，将旗下子公司河北威利邦木业有限公司、辽宁台安威利邦木业有限公司、湖北威利邦木业有限公司以及广东威利邦木业有限公司 55%的股权转让给盛屯集团和厦门盛宏瑞泽实业有限公司。

具体方案为宏瑞泽实业将得到河北威利邦 55%股权、湖北威利邦 55%股权、广东威利邦 55%股权，交易总价格为 82379 万元；盛屯集团将得到辽宁威利邦 55%股权，交易价格为 9700.04 万元，交易对方以现金作为交易对价。

交易完成后，盛新锂能继续持有河北威利邦、湖北威利邦、广东威利邦、辽宁威利邦各 45%的股权。从下图我们可以看出，剥离标的公司纤维业务在资产总额、营业收入和资产净额几个指标上均在公司占有接近 50%的占比，因此从另一方面，也能看出公司管理层转型专注于锂盐业务的决心。

图 9：股权交易示意图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

4、定增、股权激励落地，员工积极性得到提升

今年 8 月，为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，公司实行了第一期股权激励计划。股权激励的股票总数为 1110 万股，占公司总股本的 1.49%，其中首次授予 999 万股，占公司总股本的 1.34%。激励对象总计 62 人，主要包括董监高在内的管理层以及核心技术骨干人才。通过股权激励计划，公司有效地将股东利益、公司利益结合在一起，共同促进了公司的长远发展。

表格 1. 盛新锂能第一期股权激励对象

激励对象	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本计划限制性股票总数的比例
周祎	董事长	130	11.71%
邓伟军	董事、总经理	105	9.46%
方秩	董事、常务副总经理	65	5.86%
姚开林	副总经理	65	5.86%
王琪	财务总监	65	5.86%
其余工作人员（57 人）	核心管理人员及其技术骨干	569	51.26%

资料来源：Wind，川财证券研究所

此外，公司于今年 8 月发布公告称，将非公开发行股票，募集金额为不超过 9.5 亿元人民币，发行的股票数量不超过 138，732，349 股，认购对象为盛屯益兴、盛屯汇泽和厦门屯澧。其中盛屯益兴、盛屯汇泽为盛屯集团的全资子公司，厦门屯澧的出资人为盛屯集团，为非公开发行方式，盛屯集团出资总计 9.5 亿元。

此次非公开发行后，公司将此募集资金用于补充流动资金，可进一步满足公司经营规模扩大后带来的营运资金需求，缓解公司的资金压力，增加公司的抗风险能力和盈利能力。

表格 2. 盛新锂能非公开发行股票认购对象

发行对象	认购股数（股）	认购金额（万）
盛屯益兴	36，188，178	30，000

盛屯汇泽	54，282，267	45，000
厦门屯澄	24，125，452	20，000
合计	114，595，897	95，000

资料来源：Wind，川财证券研究所

二、后发先至，全面布局锂盐产业链

2016 年公司通过增资控股万弘高新、致远锂业，并投资年产 2 万吨氯化锂、1 万吨电池级单水氢氧化锂及 1 万吨电池级碳酸锂项目，公司的主营业务延伸至稀土产品、氯化锂、电池级单水氢氧化锂、电池级碳酸锂的生产销售等新能源、新材料领域。2017 年公司设立盛威致远锂能，并投资建设 1000 吨金属锂项目，2019 年完成对盛屯锂业 100%股权收购，盛屯锂业拥有奥伊诺矿业 75%股权，年产锂辉石原矿 40.5 万吨/年，实现对上游资源的掌控，打造了从资源到加工的锂盐产业链。

图 10：公司锂业务扩张历程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

1、收购致远锂业，布局锂盐加工

公司 2016 年开始布局锂盐加工业务，投资建设 4 万吨锂盐项目，其中 1.3 万吨产能的锂盐生产线于 2018 年 3 月投产，2017 年公司设立盛威致远锂能，并投资建设 1000 吨金属锂项目，目前已经进入设备安装阶段，预计今年三季度投产；2019 年度，致远锂业在原有 1.3 万吨碳酸锂、氢氧化锂产能的基础

上，新建成 1 万吨碳酸锂生产线，并迅速顺利达产，使公司的锂盐总产能规模达到 2.3 万吨/年，居于国内前列。

图 11：公司锂盐项目情况

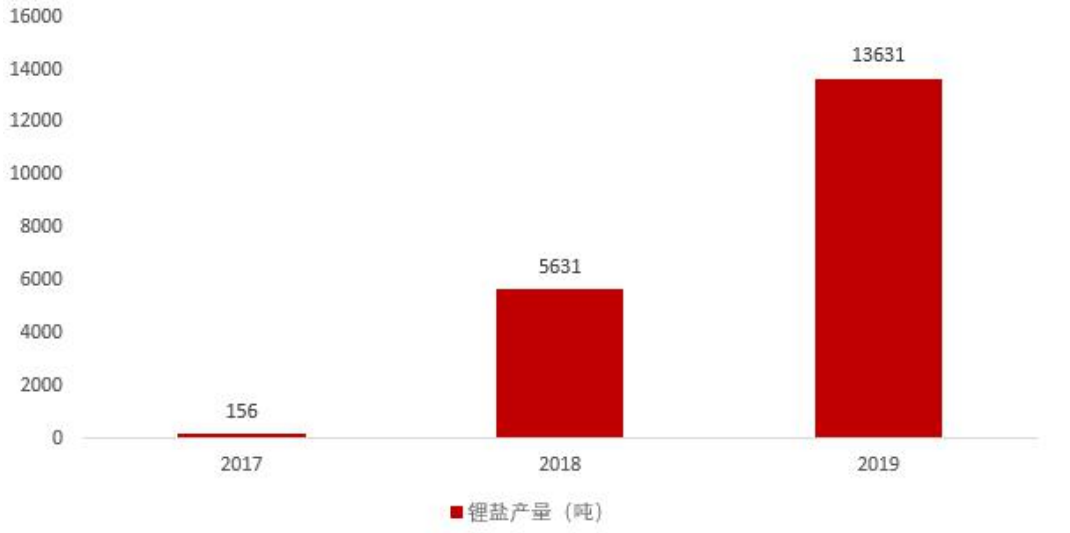
年份	项目进度
2016 年 7 月	投资 2 万吨氯化锂、1 万吨电池级氢氧化锂及 1 万吨电池级碳酸锂项目。
2017 年 6 月	建设产能规模为年产 1000 吨金属锂项目。
2018 年 3 月	1.3 万吨锂盐产能投入生产。
2019 年	新建成 1 万吨碳酸锂生产线，并迅速顺利达产。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

团队与技术优势。公司致远锂业锂盐项目由姚开林先生带领的团队负责实施，该团队具有丰富的锂盐产品研发、生产管理经验和深厚的专业功底，曾主导参与了“电池级单水氢氧化锂的制备方法”、“硫酸锂溶液生产低镁电池级碳酸锂的方法”等五项发明专利的研发，是“中国有色金属行业电池级碳酸锂标准”的主要起草人之一。

公司与宁德时代、厦门钨业、杉杉能源等行业领先企业签署了长期供货协议，进一步推动了公司锂盐业务持续稳定发展。公司随着锂盐产能投产，锂盐产量稳步增加，2019 年公司实现了锂盐产量 13631 吨，随着新建 1 万吨锂盐产能达产，锂盐产量有望进一步增加。

图 11：公司锂盐产量（吨）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司锂盐业务收入稳步增长，2018 年公司锂盐业务收入 2.48 亿元，毛利率水

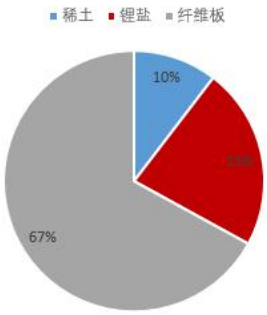
平达到 32%，2019 年公司锂盐业务收入大幅增加增加至 5.06 亿元，但由于锂盐价格大幅下跌，公司毛利率水平下滑至 18%，2020 年上半年毛利率水平进一步下滑至-9%，锂盐收入占公司营业总收入 23%。

图 12：公司锂业务营收情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 13：公司锂盐业务收入占比

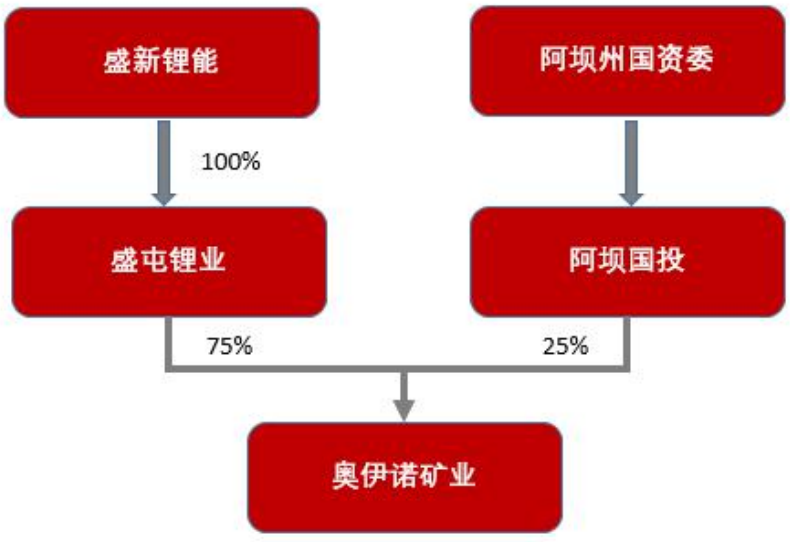


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2、收购奥伊诺锂矿，补充上游资源

2019 年公司以发行股份的方式购买盛屯集团、盛屯贸易、福建华闽、前海睿泽、四川国瑞、东方长丰持有的盛屯锂业 100%的股权，从而间接控制奥伊诺矿业 75%的股权，奥伊诺矿业拥有业隆沟锂辉石矿采矿权，以及太阳河锂多金属矿项探矿权，公司从而切入上游锂资源端，保障公司原料供应。

图 14：公司持股奥伊诺矿业 75%股权



资料来源：公司公告，川财证券研究所

根据四川省矿产资源储量评审中心出具《四川省金川县业隆沟矿区锂矿勘探报告》显示，业隆沟锂矿合计含有矿石量 654.0 万吨，含 Li2O 资源量 84,456 吨，伴生 Nb2O5 资源量 595 吨、Ta2O5 资源量 451 吨，矿石平均品位 Li2O 1.29%、Nb2O5 0.0091%、Ta2O5 0.0069%。

图 15：国内主要锂矿石开采/拟开采企业情况

矿区范围	矿石资源量（万吨）	Li2O	平均品位（%）	Nb2O5	平均品位（%）	Ta2O5	平均品位(%)
原矿区	423.7	55,799	1.32	376	0.0089	298	0.007
增扩区	230.3	28,657	1.24	219	0.0095	153	0.0066
全矿区	654	84,456	1.29	595	0.0091	451	0.0069

资料来源：公司公告，川财证券研究所

国内锂辉石矿主要集中在四川地区，四川锂矿成矿条件优越，资源丰富，在全国乃至全世界都占有重要地位，其中阿坝、甘孜两州探明储量大，具备大规模开发的条件，业隆沟锂矿开采总成本费用大概在 325 元/吨，经营成本费用约 231 元/吨。

图 16：国内主要锂矿石开采/拟开采企业情况

企业名称	矿山名称	地区	矿石储量（万吨）	品位%	开采规模	开采成本	是否正常生产
融捷股份	康定甲基卡锂辉石矿	四川甘孜州	2,895	1.42	改扩建后105万吨/年	一期单位总成本为236.14元/吨，单位经营成本为201.15元/吨；二期单位总成本195.25元/吨，单位经营成本176.35元/吨	2019年6月10日正式投产
天齐锂业	雅江措拉锂辉石矿	四川甘孜州	541	1.17	40万吨/年	露采单位总成本费用为224.96元/吨，单位经营成本为192.68元/吨；地采单位总成本费用为244.65元/吨，单位经营成本为211.43元/吨	否
雅化集团	李家沟锂辉石	四川阿坝州	4,036	1.27	105万吨/年	单位总成本费用为204.61元/吨，单位经营成本为187.56	否

	矿				元/吨	
金鑫矿业	马尔康党坝锂辉石矿	四川阿坝州	2,198	1.29	85万吨/年	单位总成本费用为211.17元/吨,单位经营成本为192.14元/吨	2014-2016年进行小规模开采
赣锋锂业	河源锂辉石矿	江西省赣州市	575	1.03	40万吨/年	总成本费用为196.17元/吨,经营成本为175.93元/吨	2017-2018年开采量6万吨、8.5万吨
盛新锂能	业隆沟锂辉石矿	四川阿坝州	654	1.29	40.5万吨/年	总成本费用325.44元/吨，经营成本231.10元/吨	2019年11月投产

资料来源：公司公告，川财证券研究所

业隆沟锂矿于2019年11月正式投产，总生产规模40.5万吨/年，主要供应子公司致远锂业进行锂盐加工。根据《可行性研究说明书》，业隆沟锂矿入选矿石品位为1.16%，选矿回收率为83%，生产碳酸锂锂矿石转化率约为2.37%，奥伊诺矿业全面达产后，40.5万吨原矿石可生产碳酸锂1万吨左右。

三、锂价触底回暖，公司业绩可期

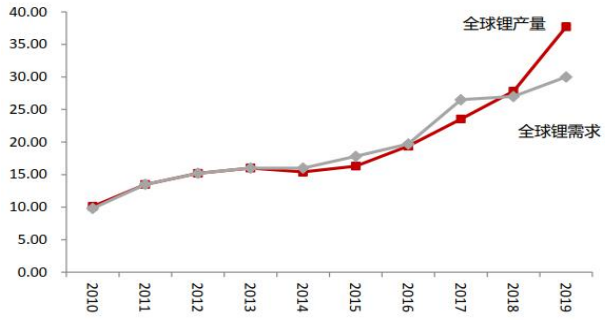
锂价格跌至成本线附近。2016年锂盐价格从5万元/吨大幅飚涨至16万元/吨且持续至2018年年中。需求激增刺激上游开采热情，2015-2017年，全球锂矿和锂盐投资大幅扩张，并于2017-2019年持续释放产量。2018-2019年，锂盐供应开始过剩，锂盐价格由16万元/吨跌回至4-5万元/吨，目前矿石提锂大部分处于亏损状态。

图 17：锂价历史走势



资料来源：wind，川财证券研究所

图 18：锂产能处于过剩状态



资料来源：wind，川财证券研究所

目前下游订单旺盛，锂盐价格逐步反弹。2020 下半年开始，随着欧洲新能源汽车销量大幅提升，以及国内新能源汽车销量回暖，锂盐下游需求逐步回暖，价格小幅上涨 4.2 万元/吨。虽然全球锂盐产能仍处于过剩阶段，但是绝大部分企业都处于亏损阶段，锂盐价格存在利润修复空间，预计锂盐价格将逐步修复至 5-6 万元/吨。

图 19：2020 年动力电池装机量逐步回升



资料来源：wind，川财证券研究所

根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》发布，到 2025 年，新能源汽车新车销量占比达到 20%，未来 5 年新能源汽车将继续保持 30%以上的增速，锂盐作为锂电池不可替代的原材料需求将保持高速增长态势，锂盐价格长期向上趋势较为明朗，公司作为国内具备资源优势的锂盐加工企业将持续受益。

❖ **盈利预测：**公司今年年底产能为 2.3 万吨，预计明年能达到 4 万吨，当前处于产能释放期。目前锂盐价格正处于底部回暖阶段，明年有望达到 5 万元/吨，参考赣锋锂业 10 万吨产能对应 1069 亿元的市值，公司目前处于严重低估阶段。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 0.62、2.29、5.3 亿元；对应 EPS 分别为 0.08、0.3、0.71 元，故给予增持评级

表格 3. 可比公司估值

公司名称	公司产能	当前市值	估值
天齐锂业	预计 4 万吨碳酸锂+3 万吨氢氧化锂	398 亿	亏损
赣锋锂业	4.05 万吨碳酸锂+3.1 万吨氢氧化锂	1069 亿	297
雅化集团	0.6 万吨碳酸锂+3.2 万吨氢氧化锂	157 亿	96
ST 融捷	0.3 万吨碳酸锂+0.18 万吨氢氧化锂	77 亿	亏损
盛新锂能	1.8 万吨碳酸锂+0.5 万吨氢氧化锂	137 亿	亏损

资料来源：Wind，川财证券研究所

❖ **风险提示：**

1、公司自身的经营风险，公司去年净利润为亏损，如果今年不能扭亏为盈，可能会被 ST。

2、锂矿产能达产不及预期。公司目前有业隆沟锂辉石矿项目，如果项目建设进度不达预期，公司存在盈利水平不及预期风险。

3、地方政府政策性风险。公司锂矿和锂盐加工地方政府政策变动，可能对公司经营生产造成影响。

4、随着锂盐价格跌至 4 万元/吨，锂盐和上游锂矿已经开始触及边际高位成本线。长期来看，锂电行业需求高增长确定性强，但短期 1-2 年内周期复苏节奏仍有较大不确定性。

盈利预测

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1973	675	1764	1998
现金	400	21	413	1076
应收账款	214	194	294	304
其他应收款	13	0	0	0
预付账款	43	0	0	0
存货	1050	366	963	524
其他流动资产	296	94	94	94
非流动资产	2910	2320	1978	1590
长期投资	46	45	45	45
固定资产	1937	1932	1585	1239
无形资产	386	343	301	259
其他非流动资产	542	86	47	47
资产总计	4883	3087	3748	3594
流动负债	1987	566	1001	325
短期借款	921	293	0	0
应付账款	616	-77	651	-25
其他流动负债	408	350	350	350
非流动负债	250	189	189	189
长期借款	190	189	189	189
其他非流动负债	60	0	0	0
负债合计	2237	756	1192	515
少数股东权益	109	110	106	98
股本	657	657	657	657
资本公积	1888	1887	1887	1887
留存收益	-7	-105	124	654
归属母公司股东权益	2538	2439	2669	3199
负债和股东权益	4883	3305	3967	3813

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19	324	701	659
净利润	-59	-96	225	522
投资损失	8	0	0	0
营运资金变动	-154	0	0	0
其他经营现金流	-9	0	0	0
投资活动现金流	-398	-2.46	-2.27	-2.27
筹资活动现金流	287	-665	-307	5.83
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-65	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-92	-344	392	663

利润表				单位:百万元
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2279	2165	2445	3100
营业成本	1949	1992	1832	2050
营业税金及附加	21	23.27	26.28	33.32
营业费用	94	76.79	86.72	109.95
管理费用	123	101.91	115.09	145.92
财务费用	73	39.4	14.5	-5
资产减值损失	-112	-13.22	-13.22	-13.22
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-8	200	0	0
营业利润	-65	65.55	304.34	699.73
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	-67	65.55	303.55	698.95
所得税	-4	1.68	77.56	176.41
净利润	-63	63.87	225.99	522.53
少数股东损益	-3	1.51	-3.52	-8.14
归属母公司净利润	-59	62.36	229	530
EBITDA	73.7	384	758	1095
EPS（元）	-0.09	0.085	0.30	0.71

主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-10%	-4.99%	12.93%	26.79%
营业利润	-154%	-45%	423%	129%
归属于母公司净利润	-144%	10.02%	333.1%	131.2%
获利能力				
毛利率(%)	14.5%	9.84%	25.07%	33.87%
净利率(%)	4.48%	4.48%	9.24%	16.86%
ROE(%)	-2.3%	4.03%	8.60%	16.58%
ROIC(%)	0.2%	-1.97%	7.81%	20.14%
偿债能力				
流动比率	1	1.27	1.83	6.89
速动比率	0.5	0.41	0.73	4.76
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.7	0.65	0.86
每股收益(最新摊薄)	-0.09	0.21	0.28	0.35
估值比率				
P/E	/	150	55	24
P/B	3.7	3.97	4.8	4.0
EV/EBITDA	73.7	31.01	14.82	9.65

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399