



2020 年 07 月 21 日

买入(首次评级)

当前价：7.29 元

目标价：

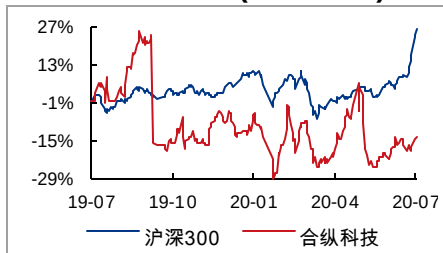
分析师：韩晨 CFA

执业编号：S0300518070003

电话：021-51759955

邮箱：hanchen@yqzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1,894	2,219	3,558	4,034
(+/-)	(5.6)	17.1	60.3	13.4
归母净利润	63	104	263	371
(+/-)	(11.1)	56.8	151.8	40.9
EPS(元)	0.08	0.13	0.32	0.45
P/E	113.1	54.7	21.7	15.4

资料来源：粤开证券研究院

近期报告

合纵科技(300477.SZ)

【粤开电新公司深度】合纵科技：深耕锂电材料获钴矿资源，双主业顺利发展

投资要点

积极深入锂电材料业务，新业务营收占比提升明显

公司是从事配电及控制设备制造及相关技术服务的高科技企业，业务专注于户外配电产品市场，经过十多年的发展。目前公司正在转型到国内新能源汽车上游的锂电材料领域，力图实现双主业发展。收购的湖南雅城为国内磷酸铁的龙头企业，另外公司投资的天津茂联拥有从矿渣冶炼铜、钴等金属的能力，公司刚从茂联手中收购了赞比亚的钴矿，如果钴矿正式投产将成为未来业绩最大增长点。

公司新业务营收增长迅速，营收占比提升明显，达到 37%，未来毛利率有望从低谷反弹，带来业绩快速增长。近期公司公布非公开增发预案，拟用募集资金发展配网设备业务及拓展新业务。

磷酸铁锂需求再起，湖南雅城渐入佳境

公司 2017 年收购了湖南雅城，正式进入锂电池材料领域。2019 年，公司锂电池材料产销量分别为 1.11 万吨和 1.12 万吨，分别较 2018 年增加 8832 吨和 6613 吨。同比较 2018 年增长 146%和 381%。

湖南雅城作为国内磷酸铁锂前驱体龙头，目前拥有 3 万吨产能，未来可以扩产到 10 万吨以上。磷酸铁锂相比三元拥有安全及成本优势，未来市场份额有望扭转。除了新能源车，5G 基站，储能等也是磷酸铁锂的下游市场，未来需求有望保持增长。公司产能扩产顺利投产，下游客户陆续签约，保证释放产能销售。据此我们进行测算，满产状态下，磷酸铁业务有望贡献 5 亿元营收，公司整体净利润达到 0.5-1 亿元。

湖南雅城目前还拥有四氧化三钴产能 6000 吨（预计今年三季度可以达到 8000 吨），及氢氧化亚钴 1000 吨产能。钴酸锂产品通常用于 3C 产品，所以公司产品下游需求稳定，预计湖南雅城钴产品满产后，每年将能实现 15 亿元左右的营收，如果净利润率能够在 5%左右，则公司将实现 1 亿元左右的净利润。

继续向上游深入，掌握稀缺钴资源

2017 年公司进入锂电池材料领域后，继续挖掘锂电池材料板块机会，在 2018 年投资了天津茂联。天津茂联主营为铜、钴、镍等金属，未来有望继续深入开发锂电池相关的前驱体等业务。天津茂联主要优势是其具有从低品位矿冶炼金属的能力。公司原有的钴矿资源计划转让合纵科技。

茂联拥有赞比亚恩卡纳铜钴矿 90%的产权，约 1640 万吨，其中铜含量为 1.12%，约为 18 万吨，钴含量为 0.73%，约为 12 万吨，尾矿无需开采，直接进入冶炼环节。未来合纵科技的业绩将充分受益于钴渣矿资源，钴资源开发销售将成为公司又一业绩支持点。



公司赞比亚铜钴渣堆矿对应冶炼厂有望在 2020 年下半年投产。预计一期项目实现 50 万吨矿渣的年处理量,年产粗制氢氧化钴约 3000 金吨、电解铜 5000 吨。按照铜价 4 万元/吨,钴价 25 万元/吨进行计算,一期项目(50 万吨矿渣处理量)对应利润约 3 亿元。长期看,新能源车发展趋势不变,需求将长期增长,未来钴价在下游带动下有望回升,钴价每上涨 1 万元/吨,项目利润(100 万吨处理量)增加 0.6 亿元。根据矿山投产进度,预计 2021 年二期可以完成,矿山冶炼产能达到 100 万吨。我们预计钴矿 2021 年的净利润约为 3 亿元,后续有望随矿山二期投产,及钴价上涨逐渐增长。

配网设备业务稳定发展,发力二次设备业务

目前公司传统配网业务主要集中于电网市场,遍及我国 29 个省市自治区,在江苏、山东、广东、河南、河北等区域拥有较为雄厚的市场基础。这些市场由于经济相对富足,电网投资需求保持稳定。公司通过传统业务,逐渐开始切入其他新兴配电业务。收购江苏鹏创,成功转型全产业链配电综合服务商。

公司目前在传统业务上进行稳扎稳打的战略,继续维持了配网业务的体量,并进行一定的增量业务探索。此次新增发项目,公司力图在二次设备上发力,将部分自己用于二次设备产线投资,进行一定的电网业务拓展,由于公司的电网业务销售能力较强,这块业务有希望发展起来。我们预计公司配网业务将给公司带来稳定的现金流,每年净利润 0.5-1 亿元之间。

投资建议

公司传统配电业务表现平稳,后续将给公司带来稳定的现金流,并且公司将继续深耕电网业务,后续有望开拓二次设备业务。

近两年来,公司不断增加锂电池材料的投入。2017 年收购湖南雅城,2018 年参股天津茂联,今年又收购赞比亚钴渣矿。目前公司相关锂电材料业务(还未完全并表)可支持未来产值规模达到 100 亿元。

根据市场相同业务公司估值,平均 2020 年 PE 为 47x,钴渣矿一期投产后将有 3 亿利润,此业务可以给予 140 亿市值。预计公司 2021 年实现一期钴矿满产,保守按 30 倍 pe 给予估值 90 亿元。

在不考虑公司钴矿利润的情况下,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润,分别为 1.04/2.63/3.71 亿元, EPS 为 0.13/0.32/0.45 元,对应 PE 为 55X/22X/15X 给予“买入”评级。

风险提示

公司现金流出现问题,无法保证新业务的发展;锂电材料由于行业变化,继续跌价;无钴化动力电池的技术变革带来钴价值的下降



目 录

一、积极深入锂电材料业务，新业务营收占比提升明显	5
二、锂电材料业务逐步向上游扩展，获得稀缺钴资源	7
（一）磷酸铁锂需求再起，湖南雅城渐入佳境	7
（二）继续向上游深入，掌握稀缺钴资源	10
（三）新能源车增长趋势不变，锂电池需求增长	14
三、配网设备业务稳定发展，发力二次设备业务	21
四、投资建议	23
五、风险提示	24

图表目录

图表 1：公司前十大股东	5
图表 2：公司近年来营收（万元）	6
图表 3：公司近来来部分产品毛利率变化（%）	6
图表 4：锂电材料营收及占比	6
图表 5：湖南雅城钴产品	7
图表 6：湖南雅城磷酸铁产品	7
图表 7：磷酸铁锂和三元电池比较	8
图表 8：磷酸铁锂电池总装机量及占比	9
图表 9：磷酸铁锂电池乘用车装机量及占比	10
图表 10：湖南雅城产能情况	10
图表 11：天津茂联公司股东占比	11
图表 12：天津茂联产品	11
图表 13：天津茂联产能情况	12
图表 14：赞比亚钴渣矿	12
图表 15：赞比亚钴渣矿厂房	13
图表 16：矿山满产后利润敏感性分析（万元）	14
图表 17：2019-2020 年新能源汽车产量（辆）	14
图表 18：新能源乘用车产量（辆）	15
图表 19：新能源商用车产量（辆）	15
图表 20：新能源车单车带电量（Wh）	16
图表 21：2020 年电动乘用车补贴方案	17
图表 22：2019 年电动乘用车补贴方案	17
图表 23：2021、2022 年电动乘用车补贴推测	17
图表 24：2020 年新能源客车补贴调整方案	18
图表 25：2019 年新能源客车补贴调整方案	18
图表 26：2020 年新能源货车、专用车补贴调整方案	19



图表 27：2019 年新能源货车、专用车补贴调整方案.....	19
图表 28：新能源车各车型产量（辆）.....	20
图表 29：动力电池装机量（GWh）.....	20
图表 30：公司配网产品.....	21
图表 31：公司农村配网产品.....	21
图表 32：公司配网业务覆盖区域.....	22
图表 33：公司配网产品行业排名.....	22
图表 34：公司锂电业务产能.....	23
图表 35：同业务公司估值比较.....	24
附录：公司财务预测表（百万元）.....	25



一、积极深入锂电材料业务，新业务营收占比提升明显

公司是从事配电及控制设备制造及相关技术服务的高科技企业，主营面向国内电力网络、市政建设、铁路、城市轨道交通等诸多领域，生产和销售户外中高压配电和控制设备，产品主要包括环网柜、箱式变电站、柱上开关、变压器、故障指示器及智能配电终端、电缆附件、其他开关等。业务专注于户外配电产品市场，经过十多年的发展，积累了丰富的户外配电产品制造经验，逐步形成了技术创新优势、市场优势和团队管理优势。

公司研发的电网用指示器系列、预铸式电缆连接件、全绝缘户外环网开关柜等产品，获多项国家专利，被国家经贸委认定为国家重点新产品，获得科技部中小企业创新基金及地方匹配资金支持；全绝缘户外环网开关柜被认定为国家发改委产业化项目。公司拥有多项专利权，并先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证、中国国家强制性产品“CCC”认证、CQC、PCCC、AAA 资信等级认证，获得多项荣誉证书。

目前公司正在转型到国内新能源车上游的锂电材料领域，力图实现双主业发展。收购的湖南雅城为国内磷酸铁的龙头企业，另外公司投资的天津茂联拥有从矿渣冶炼铜、钴等金属的能力，公司刚从茂联手中收购赞比亚钴矿，如果钴矿正式投产将成为未来业绩最大增长点。

公司第一大股东为刘泽刚，持股比例 19.52%，同时为天津茂联法定代表人及董事长。

图表1：公司前十大股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	刘泽刚	19.5200
2	韦强	9.8100
3	张仁增	4.4900
4	何昀	3.7500
5	赣州合纵投资管理合伙企业(有限合伙)	2.9000
6	北京合纵科技股份有限公司-第一期员工持股计划	2.8200
7	高星	1.7800
8	李智军	1.3700
9	江门市科恒实业股份有限公司	1.0600
10	王维平	1.0000
合计		48.5000

资料来源：wind、粤开证券研究院

公司目前主要业务为公司传统业务配网设备业务和公司的新主业业务锂电材料业务。配网设备业务由于国网投资稳中有降，行业竞争加剧，所以公司营收保持稳定，毛利率略微下滑。新业务营收增长迅速，营收占比提升明显，未来毛利率有望从低谷反弹，带来业绩快速增长。


图表2：公司近年来营收（万元）

		2019	2018	2017
产品	细分			
锂电材料	四氧化三钴	46,099.09	24,390.02	42,447.54
	磷酸铁	10,295.24	1,370.79	6,262.93
	氢氧化亚钴	13,266.41	20,858.54	5,473.27
	合计	69,660.74	46,619.35	54,183.74
配网设备	环网柜	33,982.85	85,848.53	63,161.65
	箱式变电站	19,119.48	17,967.02	25,102.92
	变压器	12,456.04	12,858.39	20,552.48
	柱上开关	7,171.29	8,076.95	9,521.75
	电缆附件	783.56	104.73	99.65
	合计	73,513.22	124,855.62	118,438.45
其他		46,256.46	29,276.52	38,312.40
营业收入		189,430.42	200,751.49	210,934.59

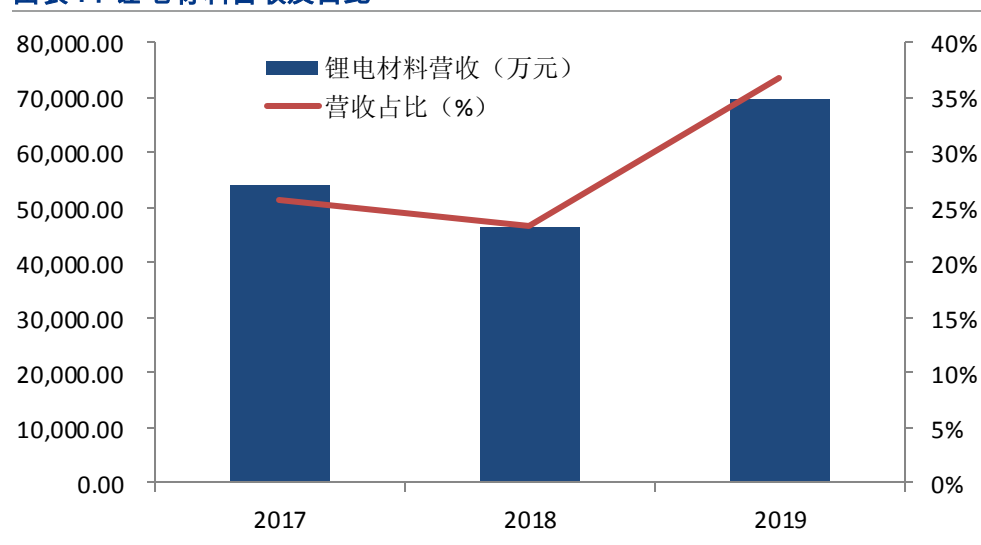
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：公司近来来部分产品毛利率变化（%）

	2019	2018	2017
四氧化三钴	9.77	22.68	13.57
环网柜	28.45	27.04	33.40

资料来源：wind、粤开证券研究院

公司目前正从一个传统配电设备企业转型成为一家新能源汽车锂电材料供应商。其锂电材料营收从 2017 年的 5.4 亿增加到 2019 年的 7 亿元，占比提高 11 个百分点，达到 37%。未来锂电材料营收占比仍将继续提升。

图表4：锂电材料营收及占比


资料来源：wind、粤开证券研究院



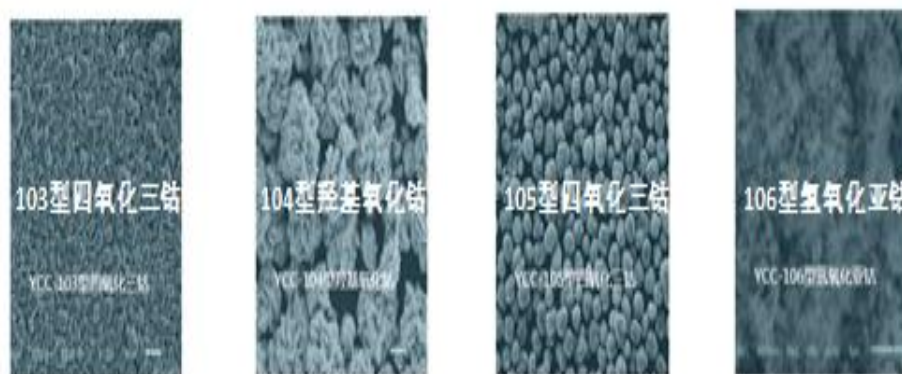
近期公司公布非公开增发预案，拟用募集资金发展配网设备业务及拓展新业务。公司本次非公开发行募集资金总额预计不超过 100,600.00 万元（含本数），扣除本次发行费用后的净额将全部用于：“配用电自动化终端产业化项目”、“新能源汽车充电桩设备制造项目”、“配电物联网研发中心建设项目”和“补充流动资金”。

二、锂电材料业务逐步向上游扩展，获得稀缺钴资源

（一）磷酸铁锂需求再起，湖南雅城渐入佳境

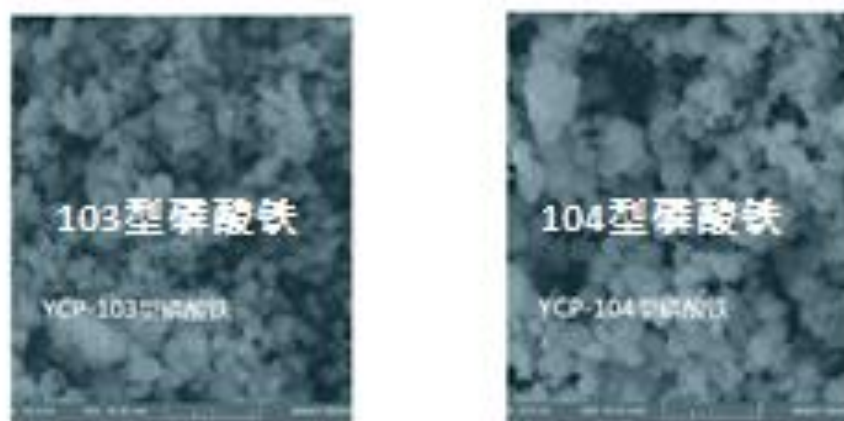
公司 2017 年收购了湖南雅城，正式进入锂电池材料领域。全资子公司湖南雅城新材料有限公司的主营业务为锂电池正极材料前驱体的研发、制造和销售，主要产品包括四氧化三钴、氢氧化亚钴、磷酸铁等。

图表5：湖南雅城钴产品



资料来源:公司网站、粤开证券研究院

图表6：湖南雅城磷酸铁产品



资料来源:公司网站、粤开证券研究院



2019 年，湖南雅城营收 7.35 亿元，净利润为 0.2 亿元。公司锂电池材料产销量分别为 1.11 万吨和 1.12 万吨，分别较 2018 年增加 8832 吨和 6613 吨。同比较 2018 年增长 146%和 381%。锂电池材料生产量的变化是因为四氧化三钴增加了 1157 吨，磷酸铁增加了 5416 吨。销量的增加也主要是四氧化三钴增加 1800 吨，磷酸铁增加 6685 吨，四氧化三钴的增加主要因为 2018 年公司境外销售向境内销售的一个转型，2019 年开始国内客户开发完成，实现陆续供货状态。磷酸铁增加是因为新产品的开发认证基本完成，国内大客户开始供货。

目前公司具备 3 万吨磷酸铁产能，磷酸铁是磷酸铁锂的前驱体。经过 2018 年政策影响以及公司自身产品的调整，现公司高压实磷酸铁产品的研发已经顺利通过了客户的认证，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。公司坚守龙头客户战略，北大先行和贝特瑞均属于磷酸铁锂行业规模前五的龙头企业，2019 年两大客户扩张产能，分别增加产能 1 万吨和 1.5 万吨。

2019 年 11-12 月，湖南雅城与贝特瑞签订了 2019-2021 年度 3 万吨磷酸铁战略采购协议，与北大先行签订了 2020-2022 年度 6.93 万吨磷酸铁、1.87 万吨四氧化三钴战略采购协议，切实保障湖南雅城主要产品的销售目标。

湖南雅城新厂具有 4 条全国最先进的智能产线（项目分为三期），未来可以实现总年产磷酸铁 12 万吨，全部投产后将成为国内最大的磷酸铁生产基地。

磷酸铁锂电池相比三元电池拥有较明显的成本优势。随着国内补贴下降，国内主机厂从关注销量增长逐渐转到关注利润增长，车厂降成本的过程中，价格较低的磷酸铁锂电池重新回到了市场热点。加之特斯拉之前宣布考虑运用宁德时代提供的磷酸铁锂电池，比亚迪的刀片电池的横空出世，都给磷酸铁锂电池未来的发展带来了希望。

300KM 续航里程的纯电动乘用车中，采用磷酸铁锂电池在不考虑补贴的情况下，单车成本下降约 5000 元。目前新补贴政策调整中，对于参数的要求没有进一步提高，因此采用磷酸铁锂和三元电池所获补贴相差不大。因此在 400KM 以上车型的两种电池选择中，磷酸铁锂电池甚至可以节省近 1 万元的成本，对于主机厂的吸引力较大。

图表 7：磷酸铁锂和三元电池比较

以 250-300km 类别纯电动乘用车为例，看两种锂电方案经济性对比 (根据 2019 年新能源汽车补贴新政估算)			
	LFP 电池	NCM 电池	差额
可能对应的补贴标准	440 元 /kWh (补贴系数 0.8)	495 元 /kWh (补贴系数 0.9)、 550 元 /kWh (补贴系数 1)	
可能获得的补贴额度	12074 元	13079 元或 14532 元	NCM 多出 1004 元 或 2458 元
可能的每度电成本	800 元 /kWh	1000 元 /kWh	
250-300km 类别平均带电量	27.4 kWh	26.4 kWh	
电池包成本	21920 元	26400 元	NCM 多出 4480 元
结论：250-300km 纯电动乘用车，搭载 NCM 只比 LFP 多出 3476 元或 2022 元			

资料来源:真锂研究、粤开证券研究院

此外磷酸铁锂电池的安全性相比三元电池是一大优势。三元锂电池正极材料的分解温度在 200℃左右，磷酸铁锂电池正极材料的分解温度在 700℃左右。实验室测试环境



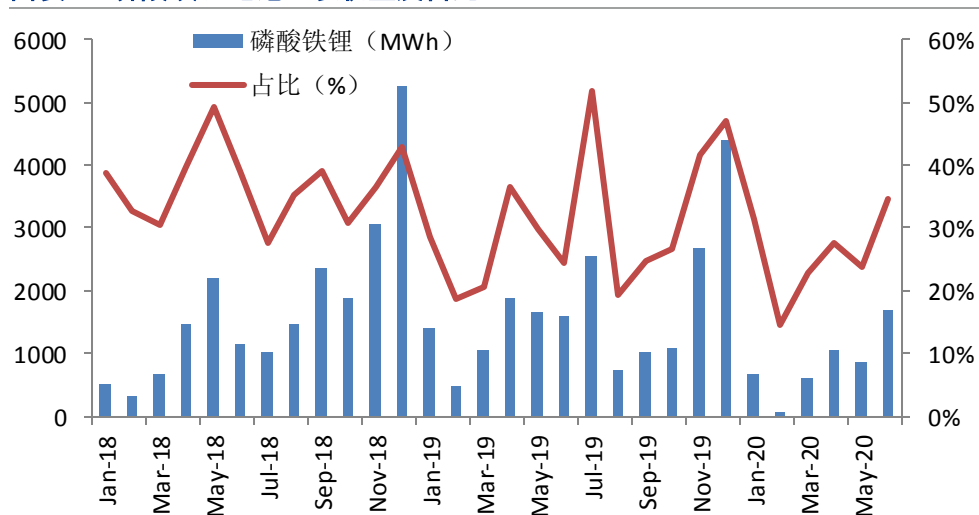
下短路磷酸铁锂电池单体，基本不出现着火的情况。三元锂电池则不然，在使用三元锂电池时尤其要对热管理提出较高的要求。对于整车电池包来讲，安全措施需要更加完善与科学，通过 BMS 有效对锂电池进行管理，电池才可以工作在安全的状态下。

据统计 2018 年我国新能源汽车安全事故中，乘用车占比较大，为 57%，客车占比 24%，专用车占比 19%。在安全事故占比较大的新能源乘用车领域，由于大多数车辆配套的是三元锂电池，也由此引发业内专家对三元锂电池安全性的质疑。

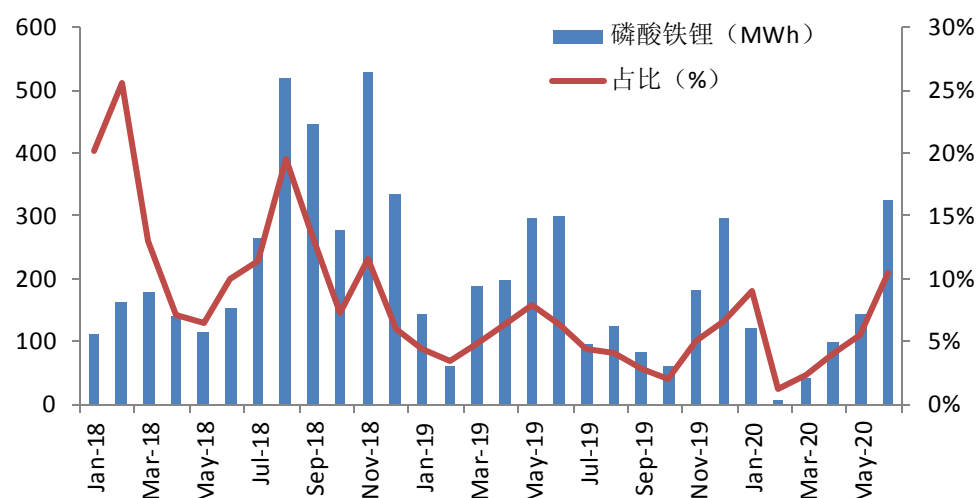
磷酸铁锂电池目前主要搭载于新能源专用车和客车，乘用车领域的磷酸铁锂装机量比例较少，车企出于成本考虑，及磷酸铁锂电池通过 PACK 端技术的改进，使得未来乘用车市场磷酸铁锂的占比有望提升，尤其在 A 级车中的低价网约车将是磷酸铁锂电池增长的一个方向。

今年 1-6 月份，磷酸铁锂电池装机占比逐步走高，6 月份，磷酸铁锂电池装机占比达到近期高点，达到 35%。纯电动乘用车装机量也有明显好转，从去年底的 2%，上升到 6 月份的 10%，未来在特斯拉采用宁德时代磷酸铁锂电池后，预计这一数据还将继续提升。

图表 8：磷酸铁锂电池总装机量及占比



资料来源:真锂研究、粤开证券研究院


图表9：磷酸铁锂电池乘用车装机量及占比


资料来源:真锂研究、粤开证券研究院

此外，在基站、电网等诸多储能细分领域，磷酸铁锂电池的应用也日益广泛。由于磷酸铁锂相比三元电池有着更优异的循环使用次数，及相对低的价格。在基站储能领域，截至 2018 年底，全国 31 个省市约 12 万个基站在使用梯次电池约 1.5GWh，替代铅酸电池约 4.5 万吨，都以磷酸铁锂电池为主。江苏镇江、河南平高、湖南长沙等地几个较大的电网侧储能示范运营项目相继招标，也都以磷酸铁锂电池为主。

公司新产能成本较低，如果磷酸铁锂市场回暖，价格回复至 1.5 万元/吨，净利率达到 10%-15%。预计磷酸铁业务有望贡献 5 亿元营收，净利润达到 0.5-1 亿元。

湖南雅城目前还拥有四氧化三钴产能 6000 吨(预计今年三季度可以达到 8000 吨)，及氢氧化亚钴 1000 吨产能。公司可以生产钴酸锂前驱体全系列产品、及三元前驱体全系列产品的技术储备。

钴酸锂产品通常用于 3C 产品，所以公司产品下游需求稳定，预计湖南雅城钴产品满产后，每年将能实现 15 亿元左右的营收，如果净利率能够在 5%左右，则公司将实现 1 亿元左右的净利润。

图表10：湖南雅城产能情况

	产品	现有产能	未来产能目标
		实物吨	实物吨
湖南雅城	四氧化三钴	6000	8000
	磷酸铁	30000	120000
	氢氧化亚钴	1000	1000

资料来源：公司公告，粤开证券研究院

(二) 继续向上游深入，掌握稀缺钴资源

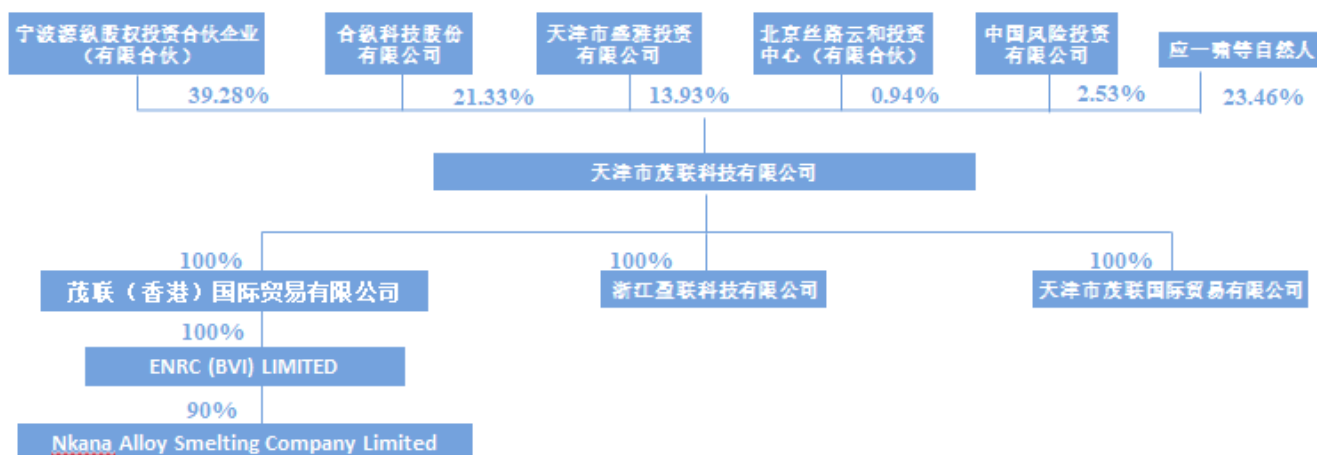
2017 年公司进入锂电池材料领域后，继续挖掘锂电池材料板块机会，在 2018 年投资了天津茂联。目前，公司另一个锂电池材料的实施主体主要是天津茂联，公司通过并购基金宁波源纵在 2018 年对天津茂联进行投资，目前天津茂联法人代表及董事长为公司董事长刘泽刚。

天津茂联成立于 2010 年 3 月，注册资本 8.83 亿元。是专注于镍钴铜新材料研发制



造的高科技企业。天津茂联主营为铜、钴、镍等金属，未来有望继续深入开发锂电池相关的前驱体等业务。公司原有的钴矿资源计划转让给合纵科技。

图表11：天津茂联公司股东占比



资料来源:粤开证券研究院

公司主要生产阴极铜、氯化钴、电解镍及硫酸镍等产品，已批量生产，具备国内先进水平。公司目前拥有镍产品产能 16000 金属吨，铜产品产能 25000 金属吨，钴产品产能 8000 金属吨。

未来，公司拟在原有的产品基础上进一步开发粗制氢氧化钴、三元正极材料前驱体等产品。依托赞比亚钴矿资源，粗制氢氧化钴的加工将大幅降低钴盐系列产品成本。

图表12：天津茂联产品



资料来源:公司网站，粤开证券研究院

天津茂联主要优势是其具有从低品位矿冶炼金属的能力，并且公司在 2014 年成功收购了赞比亚的恩卡纳铜钴渣堆矿。天津茂联拥有赞比亚恩卡纳铜钴矿 90% 的产权，约 1640 万吨，其中铜含量为 1.12%，约为 18 万吨，钴含量为 0.73%，约为 12 万吨，尾矿无需开采，直接进入冶炼环节。


图表13：天津茂联产能情况

	产品	现有产能		未来产能目标	
		实物吨	金属吨	实物吨	金属吨
天津茂联	三元前驱体	0		30000	
	硫酸镍		10000		10000
	电解镍		6000		6000
	电解铜		25000		25000
	硫酸钴		8000		8000
赞比亚钴渣堆矿	氢氧化钴		0		6000
	电积铜		0		10000

资料来源：公司公告、粤开证券研究院

目前该钴矿资源已经计划原价转让给合纵科技，我们认为，未来合纵科技将充分受益于钴渣矿资源，钴资源开发销售将成为公司又一业绩支持点。

图表14：赞比亚钴渣矿


资料来源：公司资料、粤开证券研究院

公司赞比亚铜钴渣堆矿对应冶炼厂有望在 2020 年下半年投产。公司在赞比亚建设的冶炼厂建于基特韦市的赞比亚中国经济贸易合作区主园区内，水电路基础设施完备，园区由中国有色集团管理，距离渣堆矿 29 公里，二者之间道路情况良好，能够获得所需要的生产资料。预计一期项目实现 50 万吨矿渣的年处理量，年产粗制氢氧化钴约 3000 金吨、电解铜 5000 吨。


图表15：赞比亚钴渣矿厂房


资料来源:公司资料、粤开证券研究院

2019年11月28日,合纵科技公告《赞比亚铜带省恩卡纳炉渣铜钴矿资源量核实报告》,该报告由中矿资源集团股份公司实施。报告显示,恩卡纳炉渣铜钴矿90%部分的矿石量1642.21万吨,铜品位1.12%,铜金属量184620吨;钴品位0.73%,钴金属量120067吨。凭借天津茂联的技术能力,公司的冶炼成本也处于行业前列,未来将获得成本低廉的钴资源,公司的钴产品单位成本预计可以控制在15万元以内,相应的铜产品单位成本预计可以控制在4万元以内。

2018年之前,由于新能源汽车迅速放量带来的电池材料需求猛增,钴价一度涨超过60万元/吨,但是由于新能源车需求增速不及预期,钴价开始下跌,最低至2019年7月的22.3万元/吨。紧接着嘉能可宣布减产,关闭了Mutanda铜钴矿,钴价开始反弹,2019年10月涨至近期高点31万/吨,较低点反弹40%。目前维持在25万元/吨左右。

按照铜价4万元/吨,钴价25万元/吨进行计算,一期项目(50万吨矿渣处理量)对应利润约3亿元。长期看,新能源车发展趋势不变,需求将长期增长,未来钴价在下游带动下有望回升,钴价每上涨1万元/吨,项目利润(100万吨处理量)增加0.6亿元。根据矿山投产进度,预计2021年二期可以完成,矿山冶炼产能达到100万吨。我们预计钴矿2021年的净利润约为3亿元,后续有望随矿山二期投产,及钴价上涨逐渐增长。


图表16：矿山满产后利润敏感性分析（万元）

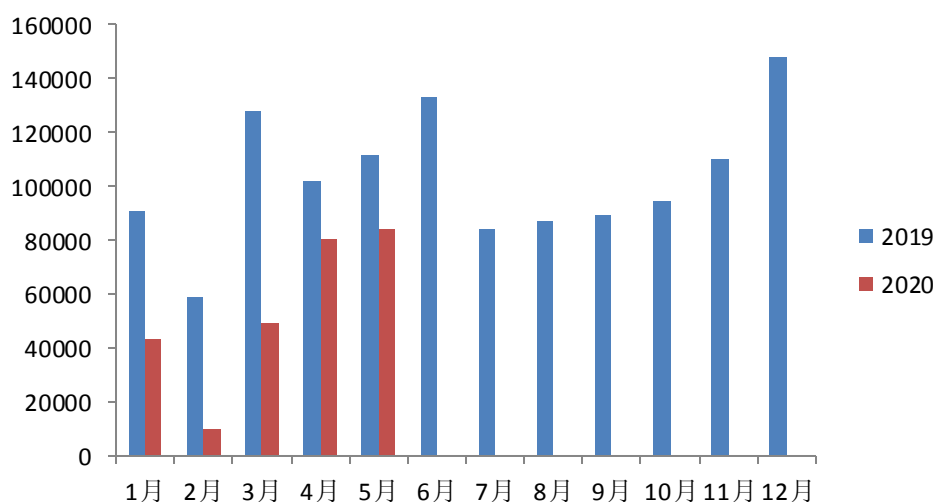
	铜价（万元/吨）				
钴价（万元/吨）	4	5	6	7	8
25	60000	70000	80000	90000	100000
26	66000	76000	86000	96000	106000
27	72000	82000	92000	102000	112000
28	78000	88000	98000	108000	118000
29	84000	94000	104000	114000	124000
30	90000	100000	110000	120000	130000
31	96000	106000	116000	126000	136000
32	102000	112000	122000	132000	142000
33	108000	118000	128000	138000	148000
34	114000	124000	134000	144000	154000
35	120000	130000	140000	150000	160000

资料来源：粤开证券研究院

（三）新能源车增长趋势不变，锂电池需求增长

2020年1-5月，新能源汽车产销分别完成29.5万辆和28.9万辆，同比分别下降39.7%和38.7%。其中纯电动汽车产销均完成22.2万辆，同比分别下降42.8%和39.8%；插电式混合动力汽车产销分别完成7.2万辆和6.7万辆，同比分别下降27.5%和35.0%；燃料电池汽车产销分别完成309辆和322辆，同比分别下降44.1%和40.9%。

5月单月，新能源汽车产销分别完成8.4万辆和8.2万辆，同比分别下降25.8%和23.5%。5月的8.4万辆产量基本达到了2019年第三季度的产量月平均水平，并且今年连续2个月产量达到8万辆，趋势向好。

图表17：2019-2020年新能源汽车产量（辆）


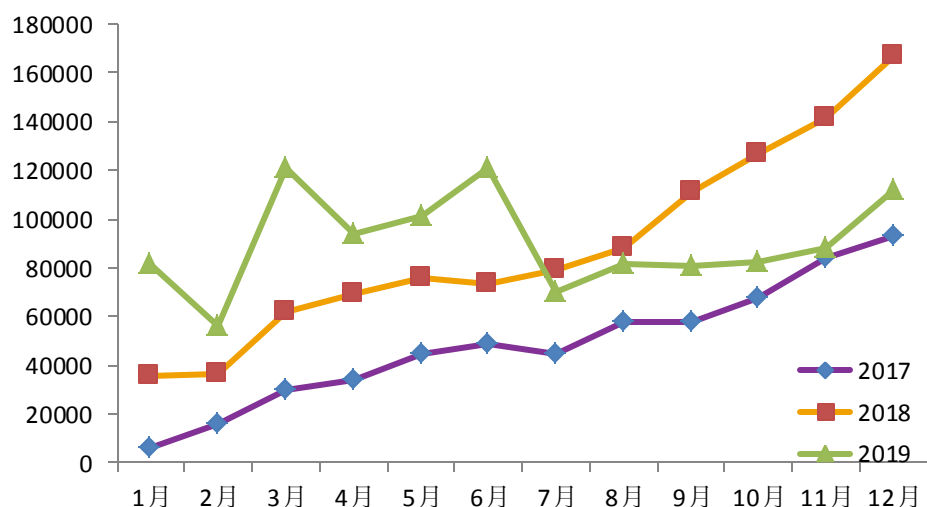
资料来源:wind、粤开证券研究院

2019年全年，中国新能源汽车产销分别完成124.2万辆和120.6万辆，同比分别下降2.3%和4.0%。其中纯电动汽车生产完成102万辆，同比增长3.4%；销售完成97.2万辆，同比下降1.2%；插电式混合动力汽车产销分别完成22.0万辆和23.2万辆，同比分别下降22.5%和14.5%；燃料电池汽车产销分别完成2833辆和2737辆，同比分别增



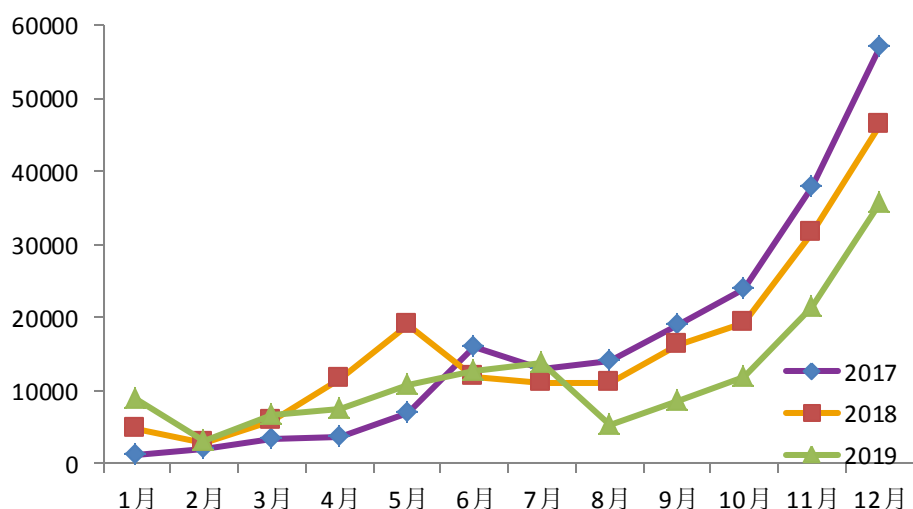
长 85.5%和 79.2%。

图表18：新能源乘用车产量（辆）



资料来源:wind、粤开证券研究院

图表19：新能源商用车产量（辆）

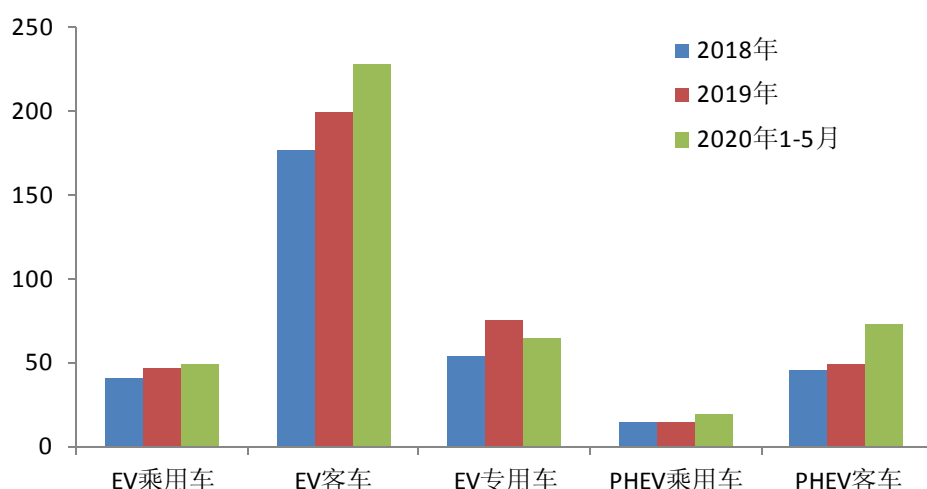


资料来源:wind、粤开证券研究院

我们认为，2019 年上半年新能源车销量情况较好主要原因是由于补贴调整刺激的抢装需求。下半年新能源车销量走弱，主要是国内车市整体表现不佳，及上半年透支了下半年的消费需求。

由于上半年的疫情影响，新能源车产销量在一季度表现不佳，但二季度开始快速反弹至 2019 年下半年的水平，我们认为，在补贴政策温和退坡的背景下，下半年新能源车产销趋势有望继续保持较好态势。

我们分别分析了各个车型的单车带电量，发现尽管补贴逐年下降，但是单车带电量都逐渐提升。2018 年、2019 年及 2020 年前 5 月，纯电动新能源乘用车单车带电量分别为 40.21Wh、47.18Wh 和 49.52Wh，纯电动新能源客车单车带电量分别为 177.34Wh、199.72Wh 和 228.09Wh。我们认为，高端车型的占比提升将是一个必然趋势，因此单车带电量未来仍将逐渐上升，从而利好下游动力电池行业。


图表20：新能源车单车带电量 (Wh)


资料来源:真锂研究、粤开证券研究院

2020年4月23日,财政部、工信部、科技部、发改委发布了《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》。此次通知综合技术进步、规模效应等因素,将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底。平缓补贴退坡力度和节奏,原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%。原则上每年补贴规模上限约200万辆。

为加快公共交通等领域汽车电动化,城市公交、道路客运、出租(含网约车)、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆,2020年补贴标准不退坡,2021-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%。

在技术指标部分,2020年,保持动力电池系统能量密度等技术指标不作调整,适度提高新能源汽车整车能耗、纯电动乘用车纯电续驶里程门槛。2021-2022年,原则上保持技术指标总体稳定。支持“车电分离”等新型商业模式发展。

在清算制度上,从2020年起,新能源乘用车、商用车企业单车申报清算车辆数量应分别达到10000辆、1000辆。新能源乘用车补贴前售价须在30万元以下(含30万元),为鼓励“换电”新型商业模式发展,加快新能源汽车推广,“换电模式”车辆不受此规定。

此次,燃料电池部分的补贴方式调整较大。将当前对燃料电池汽车的购置补贴,调整为选择有基础、有积极性、有特色的城市或区域,重点围绕关键零部件的技术攻关和产业化应用开展示范,中央财政将采取“以奖代补”方式对示范城市给予奖励。争取通过4年左右时间,建立氢能和燃料电池汽车产业链。相关细则将另行通知。

本通知从2020年4月23日起实施,2020年4月23日至2020年7月22日为过渡期。过渡期期间,符合2019年技术指标要求但不符合2020年技术指标要求的销售上牌车辆,按照《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》(财建〔2019〕138号)对应标准的0.5倍补贴,符合2020年技术指标要求的销售上牌车辆按2020年标准补贴。我们认为,2020年补贴对于技术指标上的调整不大,对于同档次车型的补贴变化不大,所以过渡期不会发生抢装。参考之前的补贴调整情况,我们可以进一步推算下游需求的变化。

从2020年的乘用车补贴调整方案来看,新的补贴方案对整车的续航里程、能量消耗等指标提出了更高的要求。相比2019年纯电动乘用车补贴方案,2020年方案续航里程最低档从250公里调整为300公里。



根据纯电动乘用车能耗水平设置调整系数。按整车整备质量 (m) 不同, 工况条件下百公里耗电量 (Y) 应满足以下门槛条件: 当 $m \leq 1000$ 时, $Y = 0.0112 \times m + 0.4$; $1000 < m \leq 1600$ 时, $Y = 0.0078 \times m + 3.8$; $m > 1600$ 时, $Y = 0.0044 \times m + 9.24$ 。

比门槛提高 0% (含) -10% 的车型按 0.8 倍补贴, 提高 10% (含) -25% 的车型按 1 倍补贴, 提高 25% (含) 以上的车型按 1.1 倍补贴。

与 2019 年相比, 由于耗电量公式略有调整, 考虑调整因素, 我们计算指标要求略上升了 5% 左右。可以说变化不大。

其他参数要求与 2019 年相同。补贴额度上, 调整幅度与《通知》要求的退坡 10% 相仿。

图表21：2020 年电动乘用车补贴方案

车辆类型	纯电动续驶里程 R(工况法、公里)		
纯电动乘用车	$300 \leq R < 400$	$R \geq 400$	$R \geq 50$
	1.62	2.25	/
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	/		0.85

资料来源：工信部

图表22：2019 年电动乘用车补贴方案

车辆类型	纯电动续驶里程 R(工况法、公里)		
纯电动乘用车	$250 \leq R < 400$	$R \geq 400$	$R \geq 50$
	1.8	2.5	/
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	/		1

资料来源：工信部

我们同时依据 20%、30% 的退坡力度, 推测后两年的大致补贴金额。在 2022 年时, 新能源乘用车的补贴金额将在万元左右。

图表23：2021、2022 年电动乘用车补贴推测

车辆类型	纯电动续驶里程 R(工况法、公里)		
纯电动乘用车 (2020 年)	$300 \leq R < 400$	$R \geq 400$	$R \geq 50$
	1.62	2.25	/
插电式混合动力乘用车 (含增程式) (2020 年)	/		0.85
2021 年	1.3	1.8	0.68
2022 年	0.9	1.25	0.45

资料来源：粤开证券研究院

从 2020 年客车补贴调整方案来看, 新能源客车三个类别 (非快充类纯电动客车、快充类纯电动客车、插电混动客车) 的中央财政补贴标准不变。

调整系数要求也几乎没有变化。只有 Ekg 要求从不低于 0.19 Wh/km·kg 调整为不



高于 0.18 Wh/km·kg。其他参数完全参照 2019 年补贴标准。

我们认为，由于新能源客车 2019 年下调幅度过大，单位电量的补贴目前刚刚能够覆盖电池成本，所以对于新能源客车来说，只有通过高效的运营才能体现出相比传统燃油客车的经济性，今年下游需求仍旧需要公交车等财政支持提振。我们预计未来几年，新能源客车仍将保持平稳的态势。

图表24：2020 年新能源客车补贴调整方案

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)		
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	500	单位载质量能量消耗量 (Wh/km·kg)			2.5	5.5	9
		0.18 (含) -0.17	0.17 (含) -0.15	0.15 及以下			
		0.8	0.9	1			
快充类纯电动客车	900	快充倍率			2	4	6.5
		3C - 5C (含)	5C - 15C (含)	15C 以上			
		0.8	0.9	1			
插电式混合动力 (含增程式) 客车	600	节油率水平			1	2	3.8
		60% - 65% (含)	65% - 70% (含)	70%以上			
		0.8	0.9	1			

资料来源：工信部

图表25：2019 年新能源客车补贴调整方案

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政补贴调整系数			中央财政单车补贴上限 (万元)		
					6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
非快充类纯电动客车	500	单位载质量能量消耗量 (Wh/km·kg)			2.5	5.5	9
		0.19 (含) -0.17	0.17 (含) -0.15	0.15 及以下			
		0.8	0.9	1			
快充类纯电动客车	900	快充倍率			2	4	6.5
		3C—5C (含)	5C—15C (含)	15C 以上			
		0.8	0.9	1			
插电式混合动力 (含增程式) 客车	600	节油率水平			1	2	3.8
		60%—65% (含)	65%—70% (含)	70%以上			
		0.8	0.9	1			

资料来源：工信部

从 2020 年专用车补贴调整方案来看，新能源货车中央财政补贴标准统一调整为：纯电动货车度电补贴 315 元，插电式混合动力货车 450 元，其中纯电动货车中央财政单车补贴上限设置为 N1 类不超过 1.8 万元，N2 类不超过 3.5 万元，N3 类不超过 5 万元，插混货车 N2 类上限为 2 万元，N3 类上限为 3.15 万元。基本符合 10% 的调整幅度

调整系数要求也几乎没有变化。只有 Ekg 要求从不低于 0.3 Wh/km·kg 调整为不低于 0.29 Wh/km·kg。其他参数完全参照 2019 年补贴标准。

我们认为，政策延续了 2019 年倾向于轻货或重卡层面的补贴。新能源专用车和客车一样，电池补贴难以覆盖成本，未来专用车要靠运营来提高经济性，或依靠限行政策改善，才能达到与传统燃油车的竞争优势。


图表26：2020 年新能源货车、专用车补贴调整方案

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政单车补贴上限(万元)		
		N1 类	N2 类	N3 类
纯电动货车	315	1.8	3.5	5
插电式混合动力 (含增程式)货车	450	—	2	3.15

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表27：2019 年新能源货车、专用车补贴调整方案

车辆类型	中央财政补贴标准 (元/kWh)	中央财政单车补贴上限(万元)		
		N1 类	N2 类	N3 类
纯电动货车	350	2	5.5	
插电式混合动力 (含增程式)货车	500	—	—	3.5

根据 GB/T 15089-2001, N1 类指最大设计总质量不超过 3500kg 的载货汽车;N2 类指最大设计总质量超过 3500kg,但不超过 12000kg 的载货汽车; N3 类指最大设计总质量超过 12000kg 的载货汽车。

资料来源：工信部

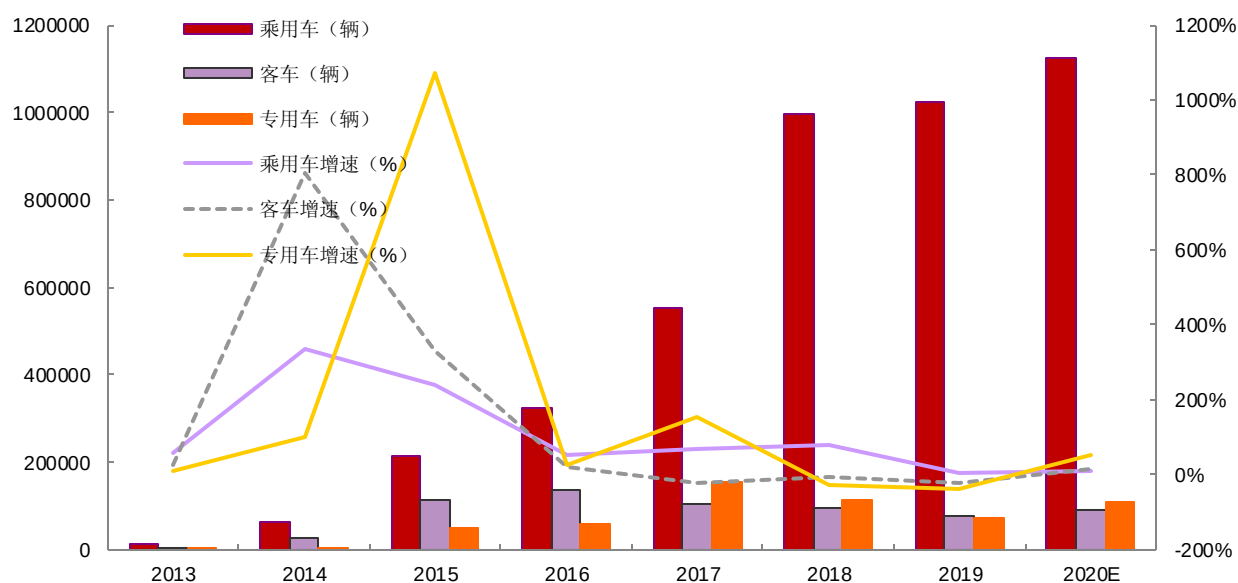
从之前补贴调整后的新能源车销量数据中可以发现，补贴对全年的新能源车销量有着明显的影响，并且一年中各月的销量分布也会受到补贴政策中过渡期的影响。

新能源乘用车 2018 年的补贴政策在高端车型部分调整幅度不大，所以全年都有了较好的表现。而 2019 年由于调整幅度较大，所以出现了前高后低的产量分布。2019 年全年新能源乘用车产量 109.1 万辆，比 2018 年的 106.5 万辆微增。由于补贴调整，抢装等原因，全年最高产量点在 3 月和 6 月，为 12.1 万辆。

新能源商用车 由于 2018 年，2019 年过渡期前后的补贴差额较大，所以当年上半年都有一波抢装行情。但全年的销量由于补贴调整过大而并没有很好的表现。2019 年新能源商用车产量 14.6 万辆，比 2018 年新能源商用车 20 万辆的产量下滑明显。

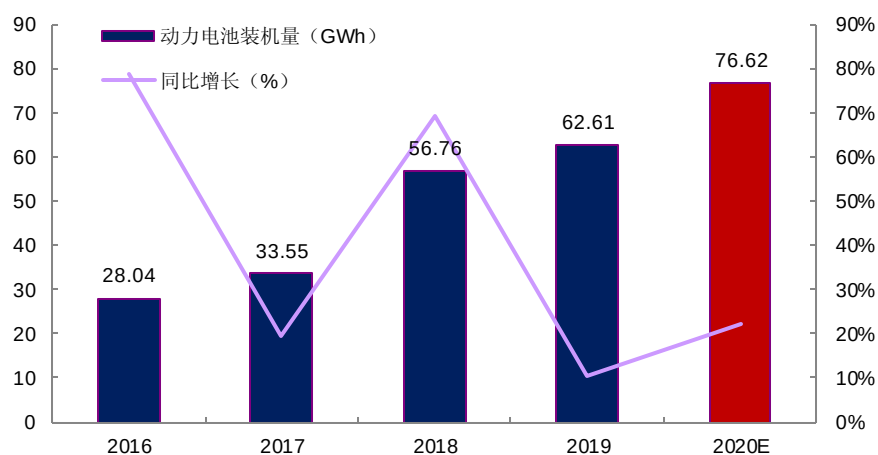
目前情况看，单从购买成本分析，新能源车还无法和传统燃油车在同一水平竞争。未来新能源车的主要增长的需求，我们认为，对于乘用车来说还是在于限购地区的可以免费获得牌照的刺激需求，及一些专车、运营车辆的需求。对于商用车来说，主要是运营车辆的需求。这将是未来政策可以做出激励的方向。

考虑到 2020 年补贴政策调整幅度不大，产业链有能力消化 10%的补贴下降。我们预计 2020 年全年销量保持增长，行业出现底部反转。2020 年新能源乘用车市场在补贴调整不多，汽车消费需求反转的大背景下，保持 5%以上的增速，全年产量为 115 万辆。新能源商用车市场恢复到 2018 年水平，达到 20 万辆。预计 2020 年全年新能源车产量达到 135 万辆，增速为 10%左右。


图表28：新能源车各车型产量（辆）


资料来源:wind、粤开证券研究院

目前新能源车的单车带电量逐渐增大，动力电池的装机量增长将比新能源车的产量增长快。我们预测 2020 年动力电池的装机量将达到 77GWh，增速超过 20%。锂电池行业将充分受益。

图表29：动力电池装机量（GWh）


资料来源:真锂研究、粤开证券研究院



三、配网设备业务稳定发展，发力二次设备业务

公司传统业务为配网设备业务，是配电及控制设备制造及相关技术服务的高科技企业，主营面向国内电力网络、市政建设、铁路、城市轨道交通等诸多领域，生产和销售户外中高压配电和控制设备，产品主要包括环网柜、箱式变电站、柱上开关、变压器、故障指示器及智能配电终端、电缆附件、其他开关等。

图表30：公司配网产品



资料来源:公司网站、粤开证券研究院

图表31：公司农村配网产品



资料来源:公司网站、粤开证券研究院



公司通过传统业务，逐渐开始切入其他新兴配电业务。收购江苏鹏创，成功转型全产业链**配电综合服务商**，全资子公司江苏鹏创电力设计公司主营电力工程设计、咨询等设计业务。此外，公司还积极参与增量配网业务，通过投资产业基金，公司参与了中山翠亨、咸阳新区、贵州万峰等配网项目。

目前公司业务主要集中于电网市场，遍及我国 29 个省市自治区，在江苏、山东、广东、河南、河北等区域拥有较为雄厚的市场基础。这些市场由于经济相对富足，电网投资需求保持稳定

图表32：公司配网业务覆盖区域



资料来源:公司公告、粤开证券研究院

根据公司统计的数据，在近几年国家电网年度招投标的中标企业排名中，公司都保持前三名的水平。环网柜产/销市场排名多年第一。

图表33：公司配网产品行业排名

产品名称	单位	2018年		2017年		2016年	
		行业排名	产量	行业排名	产量	行业排名	产量
12kV环网柜	回路	5	29775	1	32,362	2	26,296
12kV真空断路器	台	43	5995	33	6056	38	4,734
12kV箱式变电站	台	8	1322	8	1954	9	1,529

资料来源:公司公告、粤开证券研究院

2015 年 9 月，国家能源局发布了《配电网建设改造行动计划（2015~2020 年）》，明确了未来 5 年内我国配电网的建设投资不低于 2 万亿元，这一规划的出台，比较有力地推动了行业的业务增长。从细分市场看，农村电网的相关设备增长明显高于其他市场，这与国家发改委《关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程的意见》提出的十三五期间，农村电网投资将达到 7000 亿元相印证。



国家电网 2019 年电网投资 4473 亿元，同比下降 8.52%，近三年电网整体投资稳中有降。但是，2019 年国家电网完成农网投资 1590 亿元，同比增加 6.35%，近三年农网投资保持稳定增长。配电网投资仍将是未来几年的重点发展方向，变压器、柱上开关、低压配电柜等产品将是公司业务保持增长的一个主要动力来源。

公司目前在传统业务上进行稳扎稳打的战略，继续维持了配网业务的体量，并进行一定的增量业务探索。此次新增发项目，公司力图在二次设备上发力，将部分自己用于二次设备产线投资，进行一定的电网业务拓展，由于公司的电网业务销售能力较强，这块业务有望发展起来。我们预计公司配网业务将给公司带来稳定的现金流，每年净利润 0.5-1 亿元之间。

四、投资建议

公司传统配电业务表现平稳，后续将给公司带来稳定的现金流，并且公司将继续深耕电网业务，后续有望开拓二次设备业务。

近两年来，公司不断增加锂电池材料的投入。2017 年收购湖南雅城，2018 年参股天津茂联，今年又收购赞比亚钴渣矿。目前公司相关锂电材料业务（还未完全并表）可支持未来产值规模达到 100 亿元。

图表34：公司锂电业务产能

	产品	现有产能		未来产能目标	
		实物吨	金属吨	实物吨	金属吨
湖南雅城	四氧化三钴	6000		8000	
	磷酸铁	30000		120000	
	氢氧化亚钴	1000		1000	
天津茂联	三元前驱体	0		30000	
	硫酸镍		10000		10000
	电解镍		6000		6000
	电解铜		25000		25000
赞比亚钴渣堆矿	硫酸钴		8000		8000
	氢氧化钴		0		6000
	电积铜		0		10000

资料来源：wind、粤开证券研究院

公司近期公布收购的钴矿资源，正是处于钴价底部，未来业绩有较大增长空间。受新能源车、5G 基站，储能等新兴下游领域发展带动，近几年需求量将会高速增长。公司的冶金能力较适合渣堆矿，所以公司的钴矿成本较低，可以做到 15 万元/吨以内，未来有很强的市场竞争力。

公司钴矿投产后，预计一期项目（50 万吨矿渣处理量）对应利润约 3 亿元。加上湖南雅城净利润 0.5-1 亿元，在不考虑天津茂联并表的情况下，公司锂电池材料业务的净利润可以达到 3.5 亿元以上。

根据市场相同业务公司估值，平均 2020 年 PE 为 47x，一期投产后将有 3 亿利润，此业务可以给予 140 亿市值。预计公司 2021 年实现一期钴矿满产，保守按 30 倍 pe 给予估值 90 亿元。


图表35：同业务公司估值比较

代码	名称	股价	营收 (million)			净利 (million)			PER(x)		
			2018	2019	2020(E)	2018	2019	2020(E)	2018	2019	2020(E)
603799.SH	华友钴业	35.51	14,451	18,853	21,359	1,528	120	708	19.30	322.82	57.21
300618.SZ	寒锐钴业	51.57	2,782	1,779	2,630	708	14	309	13.98	1,031.40	44.98
603993.SH	洛阳钼业	3.71	25,963	68,677	86,451	4,636	1,857	2,091	17.26	41.22	38.33
	平均								16.84	465.15	46.84

资料来源：wind、粤开证券研究院

在不考虑公司钴矿利润的情况下，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润，分别为 1.04/2.63/3.71 亿元，EPS 为 0.13/0.32/0.45 元，对应 PE 为 55X/22X/15X 给予“买入”评级。

五、风险提示

- 1、公司现金流出现问题，无法保证新业务的发展
- 2、锂电材料由于行业变化，继续跌价
- 3、无钴化动力电池的技术变革带来钴价值的下降


附录：公司财务预测表 (百万元)

合并利润表					资产负债表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,894	2,219	3,558	4,034	货币资金	41	555	889	1,008
营业成本	1,478	1,730	2,679	2,968	银行存款	22	22	22	22
营业毛利	416	489	879	1,066	应收款项	1,410	1,364	3,083	1,959
营业税金及附加	12	14	23	26	存货	674	339	1,229	508
营业费用	139	172	276	313	其他流动资产	61	125	158	156
管理费用	110	122	196	223	流动资产	2,207	2,404	5,382	3,653
财务费用	62	44	72	79	长期投资	618	628	648	678
资产减值损失	0	0	0	0	固定资产	626	890	861	831
联营公司收益	4	10	20	30	其他长期资产	1,001	694	680	680
其他投资收益	(42)	(25)	(25)	(25)	总资产	4,451	4,616	7,571	5,842
营业外收入	0	0	0	0	短期借款	909	947	2,212	1,300
EBITDA	167	208	421	540	应付款项	1,405	1,434	2,964	1,908
税前净利	70	121	306	431	预收帐款	10	44	43	56
所得税	8	17	43	60	其他流动负债	146	146	146	146
税后净利	62	104	263	371	流动负债	2,471	2,572	5,365	3,409
归属母公司股东净利	63	104	263	371	长期借款	5	5	5	5
基本 EPS (RMB)	0.08	0.13	0.32	0.45	其他长期负债	-0	-0	0	0
完全稀释 EPS (RMB)	0.08	0.13	0.32	0.45	总负债	2,476	2,577	5,370	3,414
现金股利 (RMB)	0.00	0.05	0.12	0.17	普通股股本	833	833	833	833
					公积	573	573	573	573
年成长率(%)					股东权益	2,005	2,069	2,230	2,458
营业收入	(5.6)	17.1	60.3	13.4	负债加股东权益	4,481	4,646	7,601	5,872
营业毛利	(2.5)	17.5	79.7	21.4					
税前净利	6.8	72.2	152.6	40.8	现金流量表				
税后净利	22.7	66.8	151.8	40.9		2019	2020E	2021E	2022E
基本 EPS	(11.1)	56.8	151.8	40.9	税后净利	62	104	263	371
获利能力(%)					折旧与摊提	58	43	43	30
毛利率	22.0	22.0	24.7	26.4	营运资金增减	30	379	(1,115)	805
税前净利率	3.7	5.5	8.6	10.7	其他	66	34	52	49
税后净利率	3.3	4.7	7.4	9.2	来自营运之现金流量	216	561	(757)	1,254
EBITDA 率	8.8	9.4	11.8	13.4	资本支出	(138)	0	0	0
					投资收益	3	0	0	0
比率分析	2019	2020E	2021E	2022E	其他	(79)	0	0	0
ROE (%)	2.5	5.1	11.8	15.1	来自投资之现金流量	(214)	0	0	0
ROA (%)	2.5	3.6	5.0	8.7	自由现金流量	78	561	(757)	1,254
ROIC (%)	3.2	4.9	10.8	9.9	借款增(减)	0	38	1,265	(913)
P/E (x)	113.1	54.7	21.7	15.4	现金股利与利息支出	0	(84)	(174)	(222)
P/S (x)	3.0	2.6	1.6	1.4	现金增资	0	0	0	0
P/B (x)	2.9	2.8	2.6	2.3	其他	(168)	0	(0)	(0)
EV/EBITDA (x)	39.5	32.0	18.8	13.0	来自融资之现金流量	(168)	(47)	1,091	(1,135)
股息率 (%)	0.0	0.7	1.8	2.5	汇率调整	0	0	0	0
					本期产生之现金流量	(165)	514	335	119

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

韩晨，同济大学工学硕士，2018 年 5 月加入粤开证券，现任电力设备与新能源行业首席分析师，证书编号：S0300518070003。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@y kzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,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。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,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。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道60号开发区金控中心21-23层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园6号楼2层

上海市浦东新区源深路1088号平安财富大厦20层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦10层

网址: www.ykzq.com