



日期	行業
2023年12月15日	其他金屬及礦物
前收市價	
HK\$0.38	

## 烯石電動汽車新材料(6128.HK)

未予評級

### 石墨產業鏈的中游企業，基礎紮實

#### 石墨產業鏈的中游企業，基礎紮實

烯石電動汽車新材料(下稱烯石)是一家可再生能源技術和產品開發商，核心業務為產銷天然石墨負極材料，以供應鋰電池使用。處於石墨產業鏈的中游，其球形石墨及包覆球形石墨等深加工業務，具技術含量及附加值。而過去四年，先後於內地及美國建廠，乘電動車高速發展之機，佈局得當，也反映其技術工藝及產品質量獲市場的認可，基礎紮實。

#### 積極計劃擴大產能規模，蓄勢待發

烯石目前在黑龍江雞西市擁有一個生產基地，球形石墨的年產能為1萬噸。過去一年半，烯石新材公布計劃擴大產能規模，包括現有黑龍江項目、山東新項目及美國的業務計劃。若內地計劃如期於2025落實，屆時年產能可增至11萬噸，成為業內重要供應商，業務將蓄勢待發。

#### 美國業務體現價值，具潛在釋放空間

烯石的美國業務包括一家位於底特律沃倫市的包覆碳化工廠，設計年產能1.5萬噸，現時在建當中。就此，烯石於2023年12月6日公布與一家於納斯達克上市的SPAC公司達成意向書，擬以1億美元至2億美元作價出售GRAPHX TECHNOLOGIES LLC經營的美國業務。雖然交易只屬非常初步階段，但也間接體現了烯石的企業價值，有不少可被釋放的潛質。烯石有意將出售美國業務所得SPAC公司的股份全部分配予烯石的股東。如以GRAPHX TECHNOLOGIES的估值為參考，烯石目前的估值嚴重偏低。

資料來源：公司資料、彭博

### 烯石電動汽車新材料股價圖



#### 行業增長穩定，有利業務發展

烯石專精於石墨中游深加工，將鱗片石墨加工為電池負極材料，這是製造鋰電池的關鍵。在「碳中和」政策推動下，中國電動車市場將持續增長，鋰電池及負極材料等產品需求將同步上升。據估計，至2026年，球形石墨在內地銷量將達24萬噸，銷售收益達41億的規模。烯石處於一個政策鼓勵及穩定增長的行業，而電動車及其相關產業也是市場未來的重要投資主題之一，預期烯石可受惠其中，有利業務發展。

#### 財務資料

	2020/12(全年)	2021/12(全年)	2022/12(全年)
收入(百萬港元)	389	391	341
純利(百萬港元)	(91.70)	(53.55)	(69.66)
每股盈利(港元)	(0.194)	(0.110)	(0.122)
每股淨資產(港元)	0.36	0.39	0.65
毛利率 (%)	40.4	37.9	35.2
流動比率(x)	0.83	0.82	0.82

資料來源：公司資料、英皇證券研究部

### 英皇證券研究部

電話：+852 2836 2733

傳真：+852 2831 8089

電郵：esl.research@EmperorGroup.com

## 公司業務及發展

烯石電動汽車新材料控股有限公司(英文名：GRAPHEX GROUP LIMITED)是一家可再生能源技術和產品開發商，專注于開發可再生能源的技術和產品。主營業務為研發、生產和銷售天然石墨負極材料供應鋰電池使用。

公司前身為泛亞環境國際控股有限公司，從事景觀設計以及餐飲業務，2019年8月透過收購奧宇集團在黑龍江雞西市的石墨深加工業務，進入負極材料行業，轉型為可再生能源技術和產品開發商。2021年1月公司在美國成立了全資子公司GRAPHEX TECHNOLOGIES LLC.，部署在美建立天然石墨負極材料生產基地。2022年8月在美國紐交所發行ADS(美國預托證券)上市。

**目前在黑龍江雞西市擁有一個生產基地，球形石墨的年產能為1萬噸。**已公布的發展計劃包括在(1)雞西市麻山石墨工業園建設負極材料工廠，一期產能2萬噸，二期產能3萬噸；(2)山東青島萊西市南墅迴圈工業園建設負極材料工廠，一期產能2萬噸，二期產能3萬噸，三期產能5萬噸；(3)美國密西根州底特律沃倫市建設負極材料工廠，產能1.5萬噸。計劃在2024年內完成一期建設投產，2025年前完成二期建設投產，2030年前完成三期建設投產。

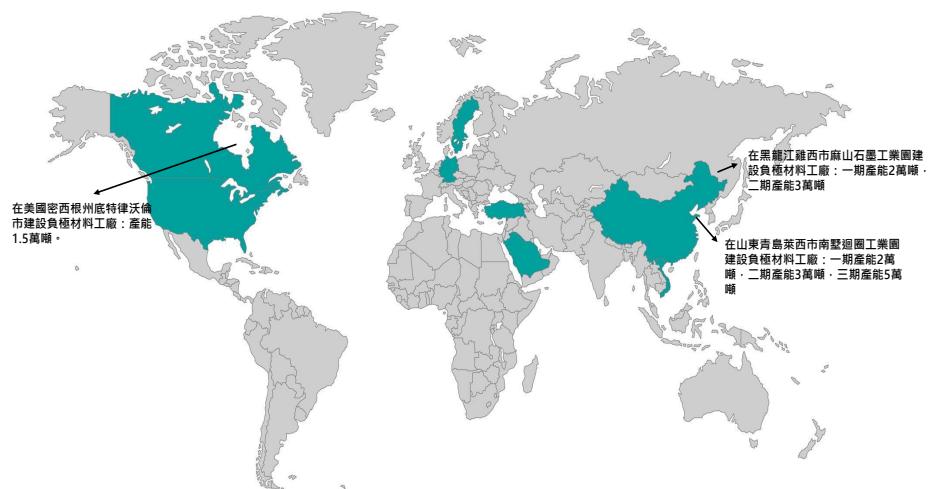
較早前，烯石已獲得一家中國主要銀行對其山東負極材料項目的4億元人民幣融資意向。

### 圖一：發展里程碑



資料來源：公司資料

### 圖二：已公布產能拓展計劃



資料來源：公司資料

## 業務分析

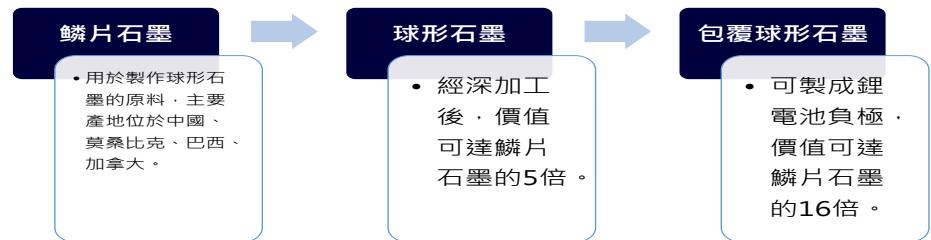
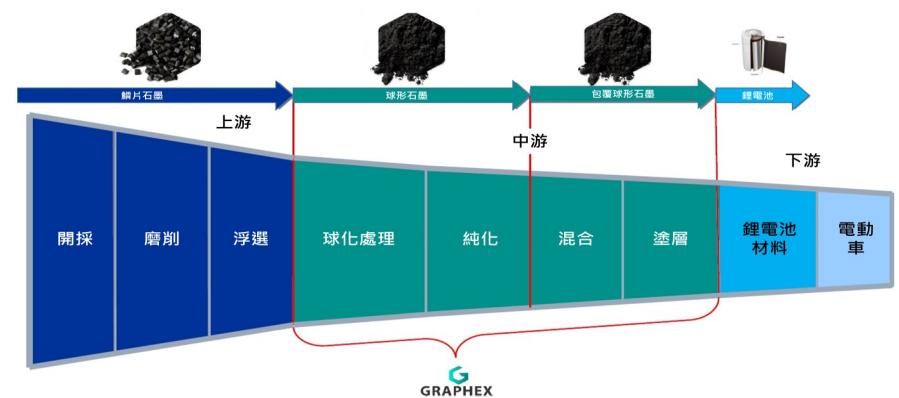
鋰電池是一個能量密度高、相對安全、應用層面廣、技術成熟電池體系，目前被廣泛應用在各類電子設備、EV（電動車）、HEV（油電混合車）的車用電池、住宅用太陽能發電、燃料電池的蓄電系統等。

石墨作為具有戰略意義的非金屬礦產資源，獨特的原子結構令其具備耐高溫、潤滑、導電、導熱等優質性能。在新能源車行業興起之後，作為鋰電池負極的重要材料，石墨的需求持續走高。目前石墨負極佔鋰電池大概25%的重量。一台電動車大概使用70公斤的石墨負極材料。

當下鋰電池負極材料分為天然石墨和人造石墨兩大類。天然石墨的原材料是礦產，經過複雜的深加工後製成微米級的負極材料。人造石墨的原材料是石油焦、針狀焦，屬於石化燃料的產物，經過3000度極高溫製成人造石墨。目前國內電池廠應用人造石墨和天然石墨的比例是7:3，而日本和韓國電池廠應用的比例是5:5。隨中國「碳達峰」目標制定和「能耗雙控」政策的不斷深化落實，天然石墨的優良加工性能及低碳、低耗能的優勢將不斷顯現，預期未來天然石墨市場份額會進一步提升。

烯石屬於產業鏈的中游供應商，主要產品是天然石墨的加工品，包括球形石墨、包覆球形石墨，為下游電子裝置及電動車供應鋰電池負極材料。

圖三: 石墨產業價值



資料來源：公司資料，Benchmark Mineral Intelligence

## 主要產品

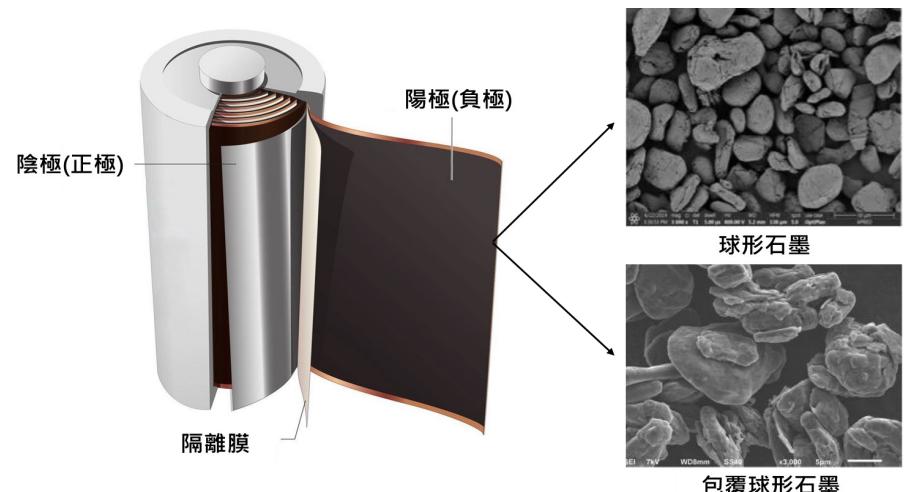
### 球形石墨 Spherical Graphite(SG)

球形石墨由鱗片石墨精礦經過深加工處理製成，是製造鋰電池負極的理想材料。據弗若斯特沙利文報告，2017 年至 2021 年中國球形石墨銷量複合年增長率約 20.8%，由 6.1 萬噸大幅增至 13 萬噸，預期 2026 年有望達到 23.7 萬噸。烯石是球形石墨的主要生產商之一，其位於黑龍江雞西市的生產基地每年有 1 萬噸產能。根據客戶的規格要求，烯石能夠生產粒徑 6 微米至 30 微米的球形石墨。

### 包覆球形石墨 Coated Spherical Graphite (CSG)

包覆球形石墨是經過進一步加工以提高其迴圈率的球形石墨，可用於製造鋰電池負極。該加工過程包括瀝青包覆、碳化和退磁。烯石在包覆球形石墨的生產和分銷方面擁有專業知識。

圖四：石墨在鋰電池負極的應用



資料來源：公司資料

## 美國地區業務

烯石美國子公司 GRAPHEX TECHNOLOGIES LLC(下稱 GT)在 2022 年 5 月和 EMERALD ENERGY SOLUTIONS INC. 成立了一家合資企業 GRAPHEX MICHIGAN I LLC. 並選定位於美國密西根州底特律沃倫市的 EMERALD BUSINESS PARK 建設包覆碳化工廠，設計年產能 1.5 萬噸。

2022 年底美國通過了《通脹削減法案》，意圖打擊產自中國的電動車關鍵材料。為減少該法案的影響，GT 與多家非中國的石墨礦公司簽訂意向購買合同，包括 NORTHERN GRAPHITE, GRATOMIC, VOLT RESOURCES, SOUTH STAR, SYRAH RESOURCES。目前工廠仍在建設中，已接觸多家美國的鋰離子電池生產商和電動車生產商，處於材料驗證階段。基於上述業務的開展，雖然工廠仍在建設中，但 GT 的價值已在不斷上升。

為使 GT 的業務完全獨立避免受地緣政治因素影響，而有更多機會獲取美國政府和加拿大政府的補貼或貸款，烯石於 2023 年 12 月 6 日公布與一家於納斯達克上市的 SPAC 公司達成意向書，擬以 1 億美元至 2 億美元作價出售美國子公司 GT。買家將以其於納斯達克交易所上市的代價股份進行結算。若交易落實，烯石會建議將代價股份派送予公司全部股東。

烯石透過派送股份予股東，可釋放 GT 的價值。烯石的股東將同時持有 GT 的美國 NASDAQ 上市的控股公司股份，等於是一變為二。

圖五：位於美國密西根州底特律沃倫市的包覆碳化工廠，設計年產能 1.5 萬噸



圖六：已與 DTE Energy 合作安裝專用於該工廠的 15MW 變電站



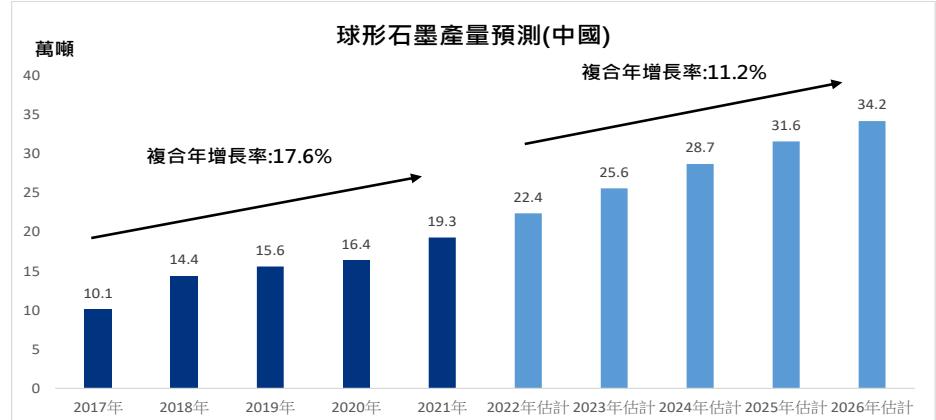
資料來源：公司資料

## 中國球形石墨市場持續穩定增長

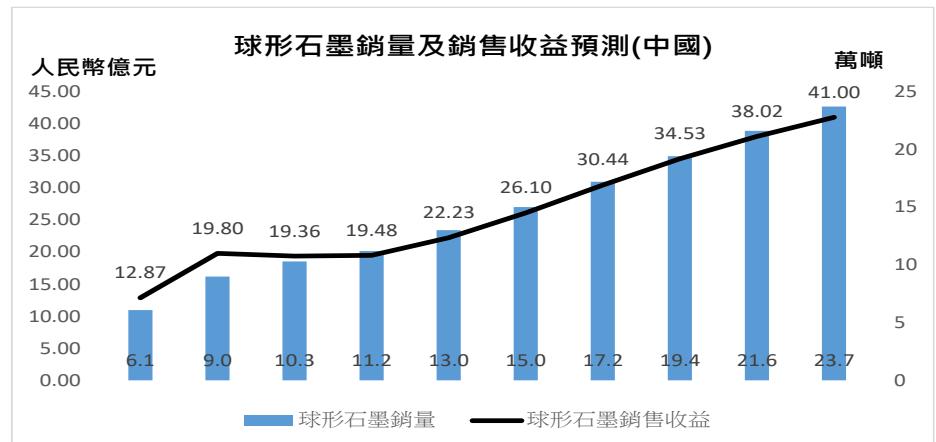
據弗若斯特沙利文報告，在「碳中和」政策推動下，中國電動車市場將持續增長，預計於 2026 年銷量將達 960 萬輛。這將推動鋰離子電池的需求，進一步促進球形石墨市場的增長。自 2017 年至 2021 年，中國球形石墨產量以 17.6% 的複合年增長率穩步向上，隨技術改進，料國內產量將從 2022 年的 22.4 萬噸穩步上升至 2026 年 34.2 萬噸，複合年增長率約 11.2%。

在銷量方面，中國球形石墨銷量按複合年增長率約 20.8% 高速上升，由 2017 年的約 6.1 萬噸大幅增至 2021 年的 13 萬噸。銷售收益由 2017 年的 12.87 億元人民幣升至 2021 年的 22.23 億元人民幣，同期複合年增長率約為 14.6%。基於下游市場的巨大需求，球形石墨的精加工技術將不斷提高。中國的球形石墨銷量估計將從 2022 年的 15 萬噸大增至 2026 年的約 23.7 萬噸，複合年增長率約為 12.1%。銷售收益預計將由 2022 年的約人民幣 26.1 億元增至至 2026 年的 41 億元，複合年增長率約為 12.0%。

圖七：中國過往及預測球形石墨產量



圖八：中國球形石墨過往及預測銷量及銷售收益



資料來源：弗若斯特沙利文報告、英皇證券整理

## 風險

- 石墨產品市場價格和供求波動
- 未能獲得充足資金資助未來擴張計劃；負債增加影響流動資金狀況
- 美國項目發展未及預期

## 損益表

港元(千) 財務年度截至12月底	2020	2021	2022
收入來自石墨烯	215,462	242,921	214,614
收入來自景觀設計	149,160	130,149	122,856
收入來自餐飲	24,230	17,965	3,771
總收入	388,852	391,035	341,241
銷售成本	(231,834)	(242,690)	(221,279)
毛利	157,018	148,345	119,962
其他收入及收益	12,335	72,478	33,686
其他淨開支	(220,152)	(210,531)	(179,961)
經營溢利	(50,799)	10,292	(26,313)
財務費用	(51,565)	(59,710)	(45,409)
合營公司的溢利或(虧損)	(114)	0	0
聯營公司的溢利或(虧損)	(419)	(356)	(249)
除稅前利潤或(虧損)	(102,897)	(49,774)	(71,971)
所得稅抵免或(開支)	6,905	(1,253)	2,321
年內利潤	(95,992)	(51,027)	(69,650)
股東應占溢利或(虧損)	(91,696)	(53,546)	(69,663)
每股盈利或(虧損)	(0.194)	(0.110)	(0.122)

資料來源：公司資料

## 財務比率

財務年度截至12月底	2020	2021	2022
盈利能力(%)			
毛利率	40.4%	37.9%	35.2%
除稅前利潤率	NA	NA	NA
純利率	NA	NA	NA
股本回報率	NA	NA	NA
資產回報率	NA	NA	NA
增長幅度(%)			
收入來自石墨烯	74.5%	12.7%	-11.7%
收入來自景觀設計	-3.2%	-12.7%	-5.6%
收入來餐飲	-33.3%	-25.9%	-79.0%
總收入	23.9%	0.6%	-12.7%
股東應占溢利	NA	NA	NA
其他比率(%)			
流動比率	82.8%	82.0%	81.6%
淨負債比率	78.5%	70.8%	25.5%
派息比率	NA	NA	NA

資料來源：公司資料

## 資產負債表

港元(千) 財務年度截至12月底	2020	2021	2022
現金及現金等價物	37,709	30,240	31,470
貿易及其他應收款	69,808	123,520	103,019
其他	154,989	152,728	100,630
總流動資產	262,506	306,488	235,119
非流動資產總值	841,733	790,417	659,557
總資產	1,104,239	1,096,905	894,676
貿易及其他應付款	99,123	156,331	102,604
計息借款	172,274	169,876	128,450
其他	45,543	47,658	57,140
總短期負債	316,940	373,865	288,194
總長期負債	618,769	532,028	236,640
總負債	935,709	905,893	524,834
權益總額	168,530	191,012	369,842
非控股權益	(2,987)	(6,294)	(10,742)
股東資金	171,517	197,306	380,584

資料來源：公司資料

## 現金流量表

港元(千) 財務年度截至12月底	2020	2021	2022
除稅前盈利	(102,897)	(49,774)	(71,971)
折舊	67,614	66,947	59,959
其他	62,147	(30,023)	76,954
運營性現金流	26,864	(12,850)	64,942
投資性現金流	(10,539)	2,181	(88,101)
貸款增加	(17,447)	411	8,553
已付利息	(25,327)	(17,398)	(23,280)
其他	10,093	18,180	43,829
融資性現金流	(32,681)	1,193	29,102
現金變化	(16,356)	(9,476)	5,943
期初持有現金(未計入銀行透支)	53,882	37,709	30,240
外匯變動淨額	183	2,007	(4,713)
期末持有現金(未計入銀行透支)	37,709	30,240	31,470

資料來源：公司資料

## 免責聲明及披露

編寫報告/評論的分析員(們)特此證明, 本報告/評論中所表達的意見準確地反映了分析員(們)對此公司及其證券的個人意見。分析員(們)亦證明他(們)沒有, 也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到直接或間接的報酬。

本報告/評論所載之資料和意見乃根據英皇證券有限公司(「英皇證券」)及英皇資本集團及/或其他任何成員(「英皇資本集團」)認為可靠之資料來源及以高度誠信來編制, 惟英皇證券或英皇資本集團並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告/評論內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告/評論的作用純粹為提供資訊。本報告/評論對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述, 本報告/評論亦並非, 及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出證券的要約, 亦不代表英皇證券及英皇資本集團之立場。英皇證券及英皇資本在法律上均不負責任何人因使用本報告/評論內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。英皇證券、英皇資本或其各自的董事, 管理人員, 合夥人, 代表或雇員可能在本報告/評論中提到的公司或其證券擁有權益或其他方式直接或間接利害關係, 或可能不時購買, 出售, 或交易或提供購買, 出售, 或交易此類證券或與此類證券交易, 無論是以其或其各自的帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。

本刊物之版權及所有權利均受保護及歸於英皇證券, 在未經英皇證券明確指示及同意下, 任何人仕或團體均不得將本刊物之任何部份以任何形式發放、使用或轉載。

## 聯絡資料

## 香港總行及分行

## 總行

## 灣仔

## 地址

香港灣仔軒尼詩道 288 號英皇集團中心 23-24 樓

## 客戶服務熱線

(852) 2919 2919

## WhatsApp 即時通訊

(852) 666 18 717

## 中國內地聯絡熱線

4001 208 717

## 傳真號碼

(852) 2893 1540

## 分行

## 旺角

## 地址

九龍旺角上海街 525 號東海閣地下 2-6 號舖

## 客戶服務熱線

(852) 2371 3263

## 傳真號碼

(852) 2625 1919

## 沙頭角

## 地址

沙頭角順隆街 7 號錦和樓地下 2 號舖

## 客戶服務熱線

(852) 2659 7668

## 傳真號碼

(852) 2659 7381

## 中國諮詢中心

## 上海

## 地址

上海市虹橋路 500 號中城國際大廈 1106B

## 客戶服務熱線

(86) 21 5396 6228 / (86) 21 5396 6218

## 傳真號碼

(86) 21 6386 6280

## 北京

## 地址

北京市朝陽區建外大街丁 12 號英皇集團中心 2702A

## 客戶服務熱線

(86) 010 5901 6688

## 廣州

## 地址

廣州市天河區華夏路 30 號富力盈通大廈 2111 房

## 客戶服務熱線

(86) 10 3836 9380

## 傳真號碼

(86) 10 3836 9856

## 聯絡電郵

## 英皇證券有限公司

esl.cs@EmperorGroup.com

## 英皇期貨有限公司

efl.cs@EmperorGroup.com

## 英皇財富管理有限公司

wealthmanagement@EmperorGroup.com