



Research and
Development Center

锂在川上，依依东望

—— 威华股份（002240.SZ）深度报告

2020 年 05 月 19 日

娄永刚 首席分析师

黄礼恒 资深分析师

威华股份：锂在川上，依依东望

2020年05月19日

本期内容提要：

- ◆ **始于木材，盛于锂盐。**公司成立于2001年，2008年上市，传统主业为中（高）密度纤维板的生产与销售与林木种植与销售。2016年，公司通过增资控股了致远锂业和万弘高新，业务延伸至锂盐及稀土产品等新能源材料领域。2018年致远锂业一期1.3万吨锂盐产能投产后，公司锂盐业绩占比快速提升（2019年锂盐营收占比22%）。2019年公司收购奥伊诺锂矿，完成上游锂资源布局。公司未来战略重心将聚焦于锂业务之上，木材和稀土业务以维持稳定经营为主。锂业务将成为公司未来业绩主要增长源。
- ◆ **注入锂矿资源，扩张锂盐产能。**2019年公司以9.2亿元收购盛屯锂业100%的股权，盛屯锂业控股子公司奥伊诺矿业拥有四川业隆沟锂辉石矿采矿权，该矿于2019年11月投产，生产规模40.50万吨/年，达产后可满足约1万吨碳酸锂的生产。公司现有锂盐产能2.3万吨/年（包括1.8万吨碳酸锂和0.5万吨氢氧化锂），2020年拟再建设2万吨锂盐产能，预计2020年年末公司将达到4.3万吨的产能规模。另外公司还有1000吨金属锂项目在建，锂盐体系逐步完善。
- ◆ **木材稳健经营，稀土扭亏为盈。**公司中纤板年产能超过100万立方米，是全国大型中纤板生产企业之一。中纤板和林木业务具有稳定的客户源，在房地产、家具行业稳定发展的大背景下，需求较为稳定，公司以稳健经营为主。公司稀土业务拥有年处理废旧磁材6000吨的产能，产品以氧化镨钕为主，2019年公司通过减少稀土贸易，实现了扭亏为盈。
- ◆ **锂价底部，涨价可期。**目前锂价处于行业周期底部，随着特斯拉等欧美龙头车企新车型逐步放量，锂需求将再次恢复高速增长，尤其是三元电池高镍化趋势有望带动高端氢氧化锂价格率先底部上涨。长期来看，随着磷酸铁锂在中低档车型的应用扩大以及在储能领域的大规模应用，将再次带动碳酸锂价格底部上涨。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**结合公司产能释放节奏和行业发展情况，预计公司2020-2022年EPS分别为0.16、0.29、0.48元/股，对应当前股价的PE分别为52x、29x、17x。根据Wind，可比公司2020年PE均值为61x，考虑公司已布局上游锂矿资源并投产，同时不断扩张锂盐产能，我们认为给予公司2020年60倍PE较为合理，对应合理价值为9.73元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**奥伊诺锂矿投产放量、锂下游需求边际改善。
- ◆ **风险因素：**新能源汽车需求增长不及预期或锂市场供给释放超预期导致锂价继续下跌；公司奥伊诺锂矿或新增锂盐产能投放进度低预期。

证券研究报告

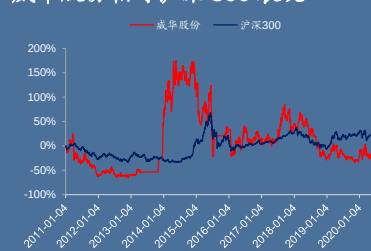
公司研究——深度研究

威华股份（002240.SZ）



首次评级

威华股份相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.5.18）

收盘价（元）	8.41
52周内股价波动区间（元）	6.68-10.88
最近一月涨跌幅（%）	8.08
总股本（亿股）	7.44
流通A股比例（%）	65.99
总市值（亿元）	63.16

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

姜永刚 金属&新材料行业
首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业
资深分析师

执业编号：S1500520040001

邮箱：huangliheng@cindasc.com

联系人：

董明斌

邮箱：dongmingbin@cindasc.com

云琳

邮箱：yunlin@cindasc.com

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,518.27	2,278.79	2,761.56	3,255.02	4,042.63
增长率 YoY %	24.77%	-9.51%	21.19%	17.87%	24.20%
归属母公司净利润(百万元)	108.38	-59.24	120.66	214.97	357.62
增长率 YoY%	312.68%	-154.66%	303.67%	78.17%	66.36%
毛利率%	13.68%	14.46%	19.05%	20.66%	22.92%
净资产收益率 ROE%	5.24%	-2.56%	4.57%	7.54%	11.39%
EPS(摊薄)(元)	0.15	-0.08	0.16	0.29	0.48
市盈率 P/E(倍)	58	-106	52	29	17
市净率 P/B(倍)	2.99	2.47	2.28	2.11	1.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年05月18日收盘价

目 录

始于木材，盛于锂盐	1
盛屯集团为公司控股股东	1
锂业务将成为公司业绩主要增长源	2
注入锂矿资源，扩张锂盐产能	5
奥伊诺锂矿投产，保障部分资源供应	5
碳酸锂和氢氧化锂产能同步扩张	7
公司同时布局了金属锂项目	9
中纤板和林木业务稳定发展	9
稀土业务扭亏为盈	11
锂价底部，涨价可期	12
盈利预测、估值与投资评级	14
盈利预测及假设	14
估值与投资评级	16
风险因素	16

表 目 录

表 1: 奥伊诺矿业资源情况	6
表 2: 业隆沟与国内其他主要开采/拟开采锂矿石矿对比	7
表 3: 公司与巴莫科技签署的供货协议	8
表 4: 碳酸锂成本对锂精矿价格的敏感性测算	14
表 5: 盈利预测关键条件假设	15

图 目 录

图 1: 威华股份股权结构及子公司	2
图 2: 公司营业收入情况	3
图 3: 公司归母净利润情况	3
图 4: 公司经营利润率	3
图 5: 公司各产品毛利率	3
图 6: 公司主营产品营收结构 (万元)	4
图 7: 公司主营产品毛利结构 (万元)	4
图 8: 公司费用率	4
图 9: 公司资产负债率	4
图 10: 奥伊诺矿业股权结构	5
图 11: 致远锂业盈利情况 (万元)	8
图 12: 公司锂盐产销量及价格成本	8
图 13: 公司中纤板产销量情况 (万立方米)	9
图 14: 公司林木产销量情况 (万吨)	9
图 15: 公司中纤板盈利能力 (元/立方米)	10
图 16: 公司林木盈利能力 (元/吨)	10
图 17: 公司中纤板盈利情况 (万元)	10
图 18: 公司林木盈利情况 (万元)	10
图 19: 万弘高新经营业绩 (万元)	11
图 20: 公司稀土产销量及盈利能力 (吨、万元/吨)	11
图 21: 锂价走势	12
图 22: 中国新能源汽车销量 (万辆)	12
图 23: 中国碳酸锂产量 (吨)	13
图 24: 中国碳酸锂销量 (吨)	13
图 25: 中国氢氧化锂产量 (吨)	13
图 26: 中国氢氧化锂销量 (吨)	13

始于木材，盛于锂盐

盛屯集团为公司控股股东

威华股份成立于 2001 年，总部位于深圳。2008 年 5 月 23 日在深圳证券交易所中小企业板上市。

公司传统主业为中（高）密度纤维板的生产与销售、林木种植与销售。2016 年，公司通过增资控股了致远锂业和万弘高新，公司的业务延伸至锂盐及稀土产品等新能源材料领域，由此形成新能源材料业务和人造板业务并进发展的格局。

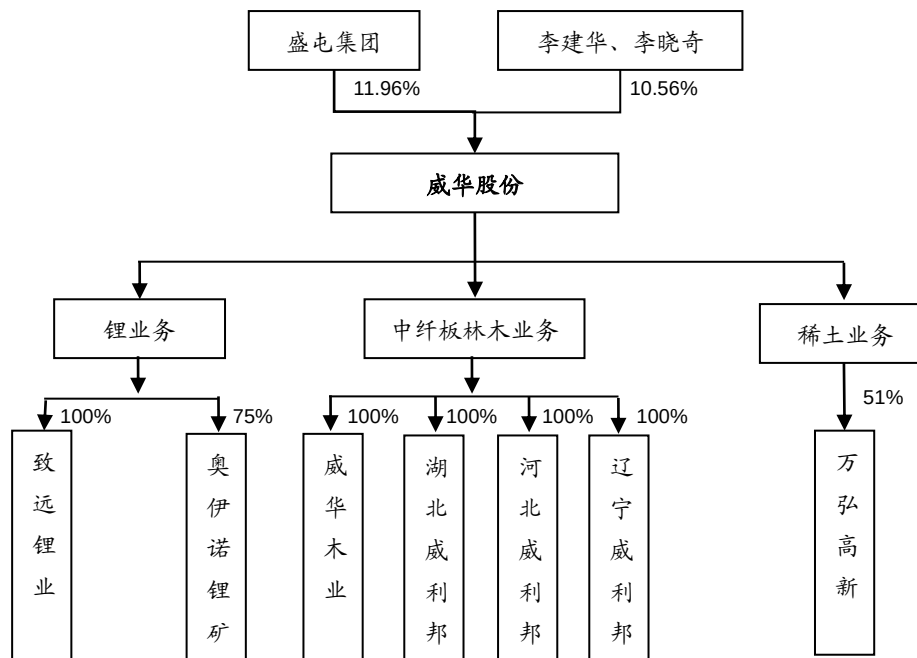
公司锂盐业务由子公司致远锂业实施，设计产能为年产 4 万吨电池级碳酸锂、单水氢氧化锂。**2019 年，公司完成对盛屯锂业 100% 股权的收购，其控股子公司奥伊诺矿业（公司持股 75%）主要从事锂辉石矿的采选和锂精矿的销售业务，其生产的锂精矿销售给致远锂业用于锂盐生产。**另外，据 2019 年报，公司全资子公司盛威锂业金属锂项目目前仍在继续推进，预计 2020 年下半年首期产能将建成并开始投入生产。

公司人造板业务拥有 5 条代表当今国际先进水平的进口中（高）密度纤维板生产线（分别位于广东省的封开县、清远市以及辽宁省台安县、河北省邱县和湖北省南漳县），皆位于国内林木资源较为丰富、靠近市场和交通便利的省市县。主要产品为“威利邦”牌中（高）密度纤维板。**公司中（高）密度纤维板年生产能力超过 100 万立方米，是全国大型中纤板生产企业之一。**

公司稀土业务由子公司万弘高新实施，通过综合回收利用废旧磁性材料生产稀土氧化物，**年处理废旧磁性材料的设计产能为 6,000 吨，产品以氧化镨钕为主**，并涵盖氧化钐、氧化铈、氧化镱、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。

盛屯集团直接持有公司 11.96% 的股权，通过一致行动人合计持有公司 18.43% 的股权，为公司控股股东。公司实际控制人为姚雄杰，持有盛屯集团 70% 股权。

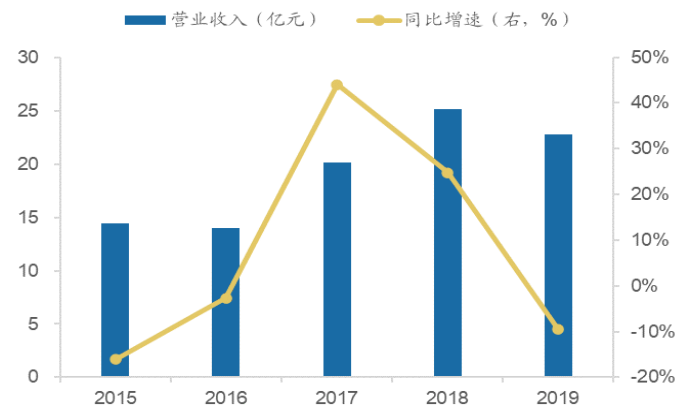
图 1: 威华股份股权结构及子公司 (截止 2020-04-03)



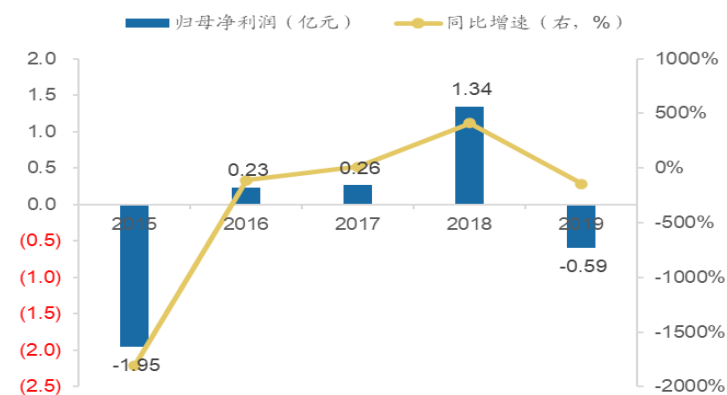
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

锂业务将成为公司业绩主要增长源

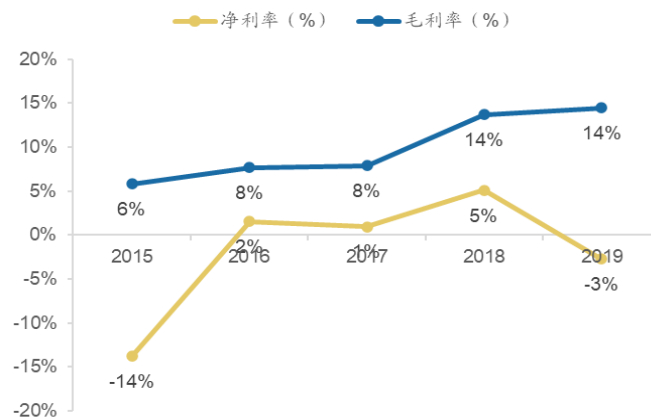
公司传统业务为木材和稀土业务, 2017 年盛屯集团控股后, 加大木材业务改革力度, 降本增效, 并通过投产致远锂业转型锂盐业务, 2018 年公司业绩大幅提升。2019 年受贸易战影响, 木材需求下滑, 同时锂价下跌导致锂盐业绩下滑以及锂矿原料存货减值, 公司业绩出现亏损。由于公司未来重点发展锂业务, 因此锂价波动和锂盐产能扩张都将影响公司业绩增长幅度。目前锂价处于周期底部, 且公司锂盐产能处于快速扩张期, 未来锂业务将成为公司主要业绩增长来源。

图 2: 公司营业收入情况


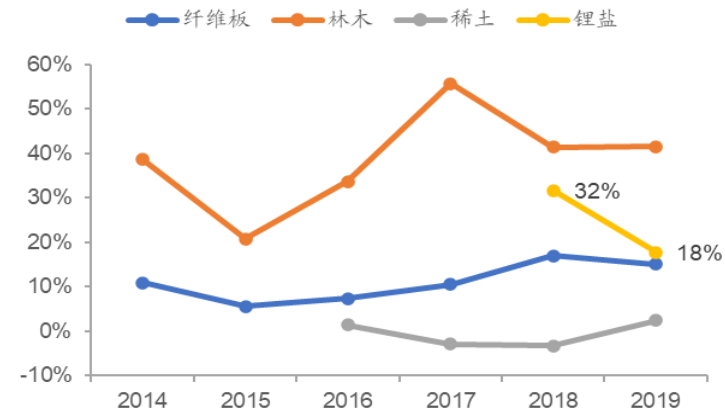
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 公司归母净利润情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

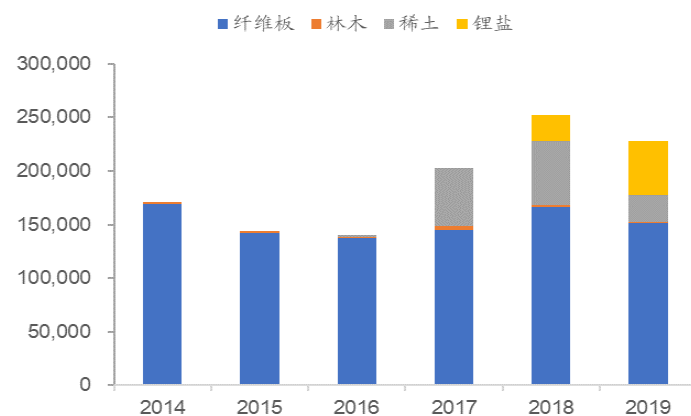
图 4: 公司经营利润率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司各产品毛利率


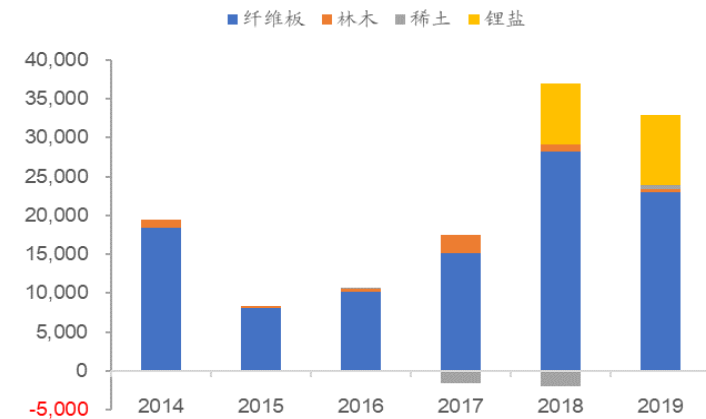
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司主营产品营收结构 (万元)



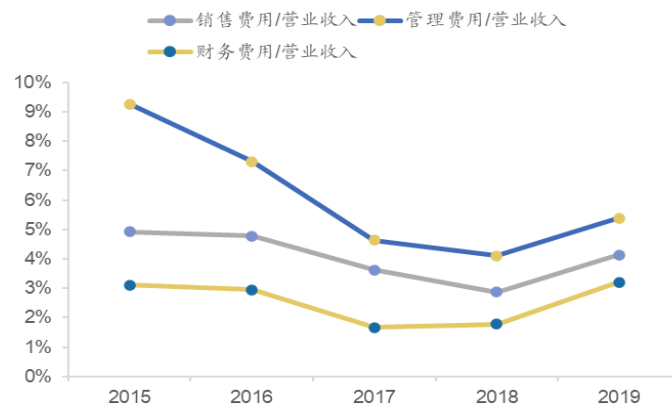
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 公司主营产品毛利结构 (万元)



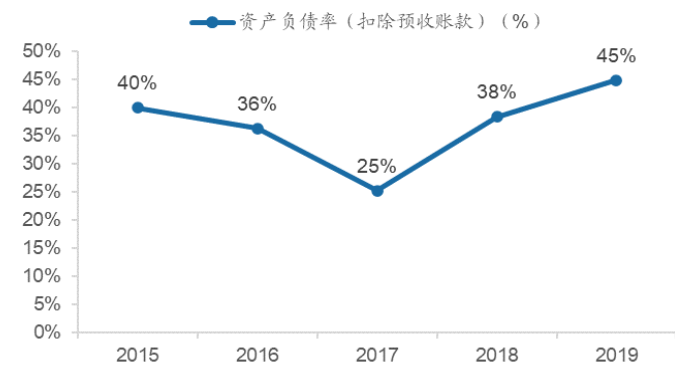
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 公司费用率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

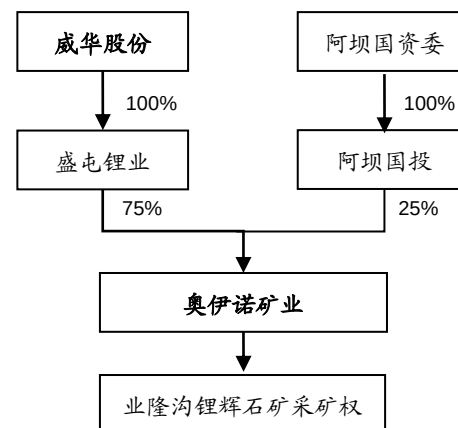
注入锂矿资源，扩张锂盐产能

奥伊诺锂矿投产，保障部分资源供应

2019 年，公司以 9.2 亿元作价收购盛屯锂业 100%的股权，盛屯锂业控股子公司奥伊诺矿业拥有四川省金川县业隆沟锂辉石矿采矿权和四川省金川县太阳河口锂多金属矿详查探矿权，其中业隆沟锂辉石矿已于 2019 年 11 月投产，原矿生产规模 40.50 万吨/年，产出的锂精矿（品位 5.6%）将全部销售给致远锂业用于锂盐生产，能有效保障致远锂业的原材料供应，完成公司业务向新能源材料板块-锂盐产业链上游矿山资源的延伸。

盛屯集团承诺，2020-2022 年盛屯锂业归母净利分别不低于 0.94 亿元、1.15 亿元、1.15 亿元。

图 10：奥伊诺矿业股权结构（2019-12-31）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2016年12月15日，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>评审意见书》，评定探矿权内查明锂矿资源储量为：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%。

根据《可行性研究报告说明书》，业隆沟锂矿入选矿石品位为 1.16%，选矿回收率为 83%，以生产碳酸锂为例进行测算，生产碳酸锂矿石转化率约为 $1.16\% \times 83\% \times 46.67\% / 18.92\% = 2.37\%$ ，由于原矿生产规模为 40.50 万吨/年，因此，2021 年奥伊诺矿业全面达产后，40.50 万吨原矿石可生产锂盐（以碳酸锂为例）1 万吨左右。

表 1：奥伊诺矿业资源情况

矿权	矿区	矿区范围	矿石资源量 (万吨)	品种	金属氧化物资源 量(吨)	平均品位 (%)	生产规模 (万吨/年)
采矿权	业隆沟锂辉石矿	原矿区	423.7	Li2O	55799	1.32	40.5
				Nb2O5	376	0.0089	
				Ta2O5	298	0.007	
		增扩区	230.3	Li2O	28657	1.24	
				Nb2O5	219	0.0095	
				Ta2O5	153	0.0066	
		全矿区	654	Li2O	84456	1.29	
				Nb2O5	595	0.0091	
				Ta2O5	451	0.0069	
探矿权	太阳河口锂多金属矿详查						

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

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，阿坝、甘孜两州的平均海拔在 3,000 米以上。因此，高海拔开采是国内锂辉石矿较为普遍的情形。

从设计的开采成本来看，四川地区锂辉石矿开采企业的矿山设计开采成本均高于位于江西的河源锂辉石矿的设计开采成本，高海拔地区相较于低海拔地区，冬季为封冻期，气候严寒，基础设施薄弱，交通不便，一定程度上增加了矿山开采成本。四川地区的锂辉石矿开采企业的矿山设计开采总成本费用在 200-300 元/吨左右，经营成本在 170-250 元/吨左右。

国内主要矿山矿石平均品位在 1.03%-1.424%之间，业隆沟锂辉石矿的平均品位为 1.29%，处于平均水平。

表 2：业隆沟与国内其他主要开采/拟开采锂矿石矿对比

企业名称	矿山名称	地区	矿石储量 (万吨)	Li2O 品位 (%)	开采规模 (万吨)	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	2895	1.42%	105	2019 年锂精矿生产成本 1282 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	542	1.17%	40	设计露天单位经营成本 193 元/吨	否
雅化集团	李家沟锂辉石矿	四川阿坝州	4036	1.27%	105	设计单位经营成本 188 元/吨	否
金鑫矿业	马尔康锂辉石矿	四川阿坝州	2199	1.29%	85	设计单位经营成本 192 元/吨	2014-2016 年进行过小规模开采
赣锋锂业	河源锂辉石矿	江西赣州	576	1.03%	40	设计单位经营成本 176 元/吨	2017 年至今少量开采
威华股份	业隆沟锂辉石矿	四川阿坝州	654	1.29%	40.5	设计单位经营成本 231 元/吨	2019 年 11 月投产

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

碳酸锂和氢氧化锂产能同步扩张

公司锂盐业务由全资子公司致远锂业实施，首条 1.3 万吨产能生产线已于 2018 年 3 月底投产，并于 2018 年 10 月达产，2019 年新建成 1 万吨碳酸锂生产线，并迅速顺利达产。公司当前已有锂盐产能为 2.3 万吨/年，其中包括 1.8 万吨碳酸锂和 0.5 万吨氢氧化锂。据 2019 年报，公司将集中力量保障致远锂业在 2020 年再建设 2 万吨锂盐产能，预计在 2020 年年末公司将达到 4.3 万吨的产能规模。

致远锂业一期产能投产初期主要为美国雅宝 (ALB) 做代加工。委托加工协议规定，致远锂业 2018 年向洛克伍德提供 6875-8430 吨锂盐产品（包括碳酸锂和氢氧化锂），2019-2020 年，致远锂业每年向洛克伍德提供至少 1 万吨锂盐产品。同时，根据致远锂业的产品情况以及洛克伍德的需求，洛克伍德拥有一项选择权，即 2018 年要求致远锂业再提供不超过 1570 吨锂盐产品；2019 年及 2020 年在提供 10000 吨锂盐的基础上，最高可以要求致远锂业提供不超过 15000 吨锂盐。对于选择权部分的产量，需由双方协商同意后书面确认。洛克伍德承诺向致远锂业绵竹工厂及时提供相应的锂辉石。协议有效期从 2018 年 2 月 27 日开始至 2020 年 12 月 31 日止。双方同意，双方应最晚于 2020 年 10 月 31 日前就本协议的续期和续期期间的条款和条件进行协商。

公司投产初期即与国际锂业巨头 ALB 签订合同为其进行锂盐进行代加工，彰显公司锂业务团队技术实力。致远锂业年产能 4 万吨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。

公司碳酸锂、氢氧化锂生产线目前生产运行情况良好，产品品质稳定，已满足公司核心客户的要求，并获得越来越多优质客户的认可。公司已经与美国雅保、巴莫科技、厦门钨业、容百科技等行业领先企业建立了稳定的合作关系。2019年6月15日，公司与巴莫科技签署了6年8.43万吨锂盐产品供应的战略合作协议，为锂盐业务的持续稳定发展奠定了良好的基础。公司未来将不断拓展开下游优质客户，扩大市场份额。

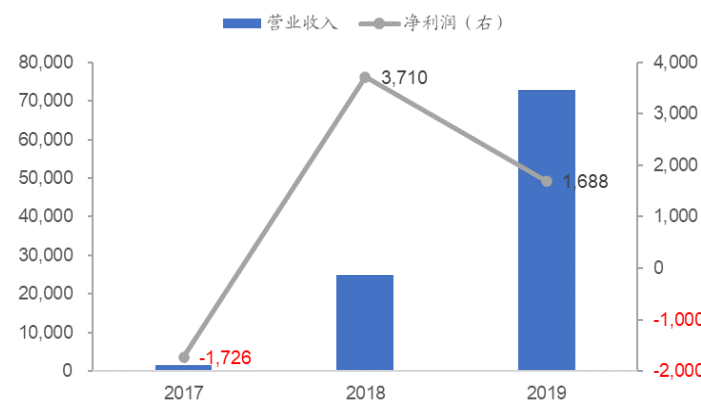
表 3: 公司与巴莫科技签署的供货协议

供货产品	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
碳酸锂和氢氧化锂（吨）	300	10,000	10,000	18,000	21,000	25,000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

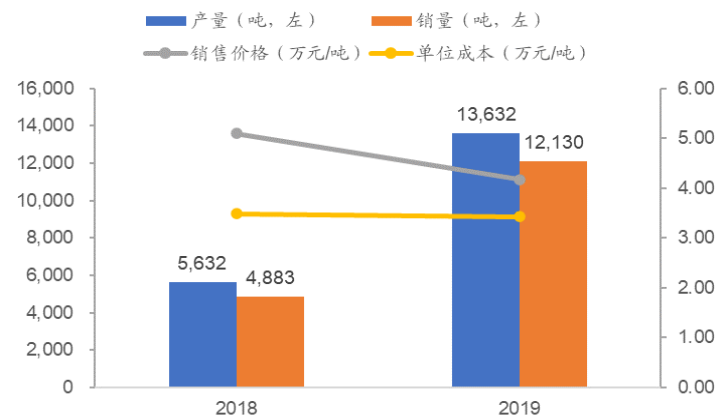
2018年致远锂业一期产能投产后，生产锂盐 5632 吨，主要是为雅宝代加工的量；2019 年产能持续释放，生产锂盐 1.36 万吨，同比增长 142%；实现收入 7.28 亿元，同比增长 199%，净利润 1688 万元。2019 年净利下滑主要因为锂价下跌及综合费用提升。

图 11: 致远锂业盈利情况（万元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 12: 公司锂盐产销量及价格成本



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司同时布局了金属锂项目

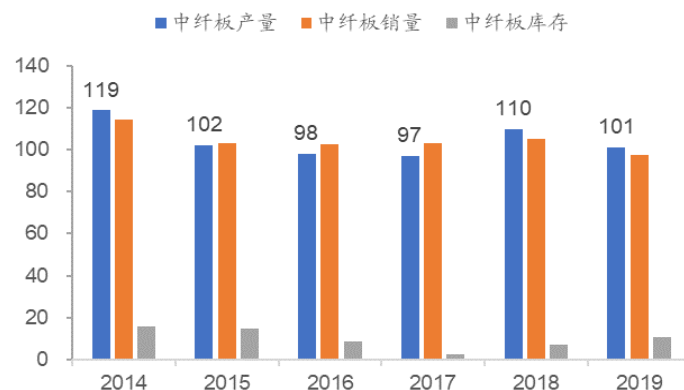
2017 年公司以自有资金在四川省射洪县设立全资子公司“四川盛威锂业有限公司”，注册资本 5,000 万元，主要业务为金属锂的生产，项目全部达产后预计产能规模为年产 1000 吨金属锂，目前项目仍处建设期，公司在 2019 年报中预计，2020 年下半年首期产能将建成并开始投入生产。公司将陆续建成比较完善的基础锂盐产品体系。

中纤板和林木业务稳定发展

公司传统主业为人造板业务，前身为梅州市威华中纤板制造有限公司，成立于 1997 年。目前公司中（高）密度纤维板年生产能力超过 100 万立方米，是全国大型中纤板生产企业之一。2019 年，中美贸易争端升级，公司木材业务也受到一定影响，据 2019 年报，公司中纤板产量 101 万 m³，同比下降 7.81%；销量 97.61 万 m³，同比下降 7.05%；营业收入 15.2 亿元，同比下降 8.81%；净利润 5062 万元，同比下降 72.04%；毛利率为 15.13%，同比下降 1.84%。另外公司林木产销量也下降明显。

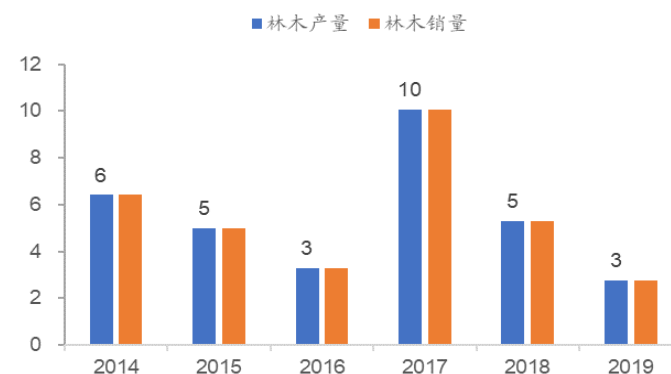
公司未来发展战略为“致力于成为全球锂电新能源材料领先企业”，因此公司未来将集中精力加大锂盐材料领域的投入，预计木材业务不再扩张，主要以维持稳定发展为主。

图 13：公司中纤板产销量情况（万立方米）



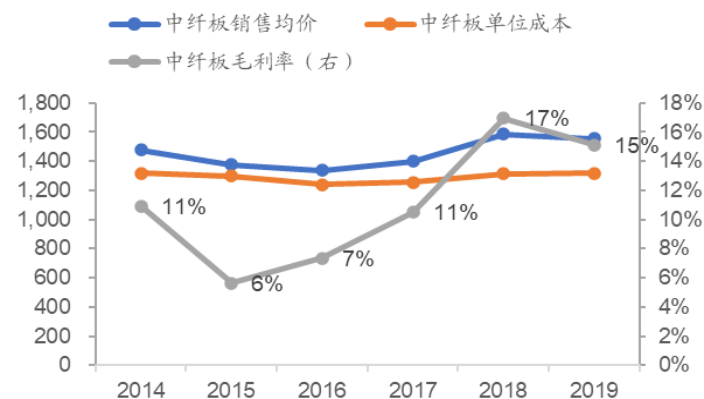
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 14：公司林木产销量情况（万吨）



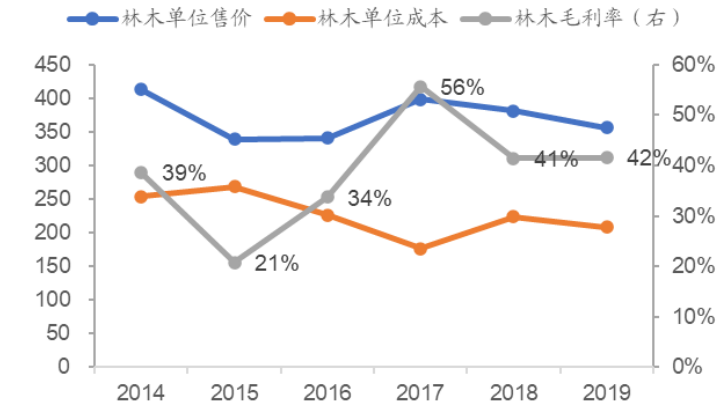
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 15: 公司中纤板盈利能力 (元/立方米)



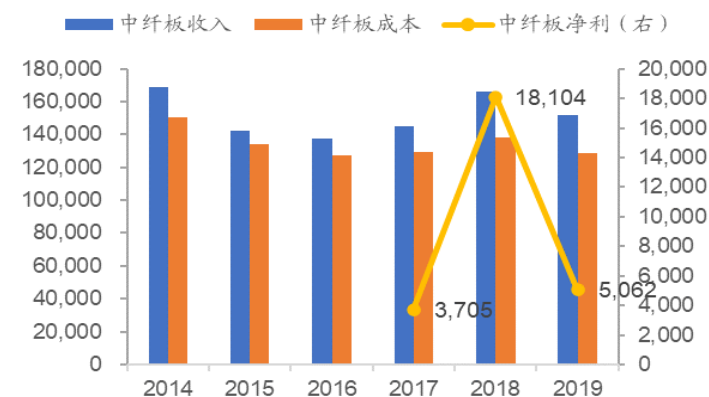
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 16: 公司林木盈利能力 (元/吨)



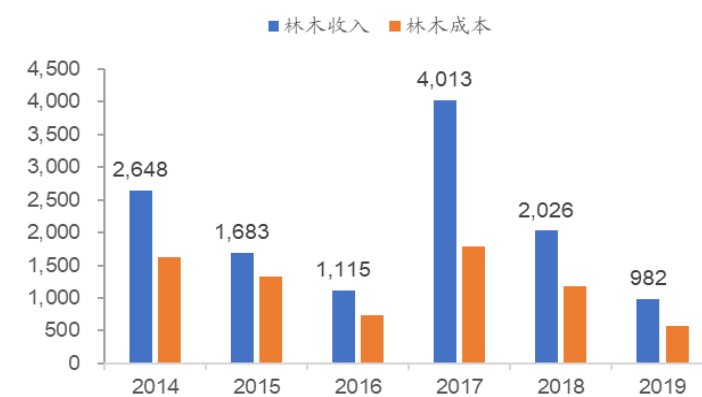
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 17: 公司中纤板盈利情况 (万元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 18: 公司林木盈利情况 (万元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

稀土业务扭亏为盈

公司稀土业务由子公司万弘高新实施，通过综合回收利用废旧磁性材料生产稀土氧化物，年处理废旧磁性材料的设计产能为6,000吨，产品以氧化镨钕为主，并涵盖氧化钐、氧化铈、氧化镱、氧化铥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。

2019年，万弘高新根据公司制定的稀土业务经营方针，主动控制稀土贸易业务，避免稀土产品过大的价格波动增加经营风险；更加专注于稀土综合回收利用业务，加强成本控制，提升工艺水平，降低市场价格波动的影响，稳健经营，实现了稀土业务扭亏为盈。2019年万弘高新实现营业收入2.2亿元，同比下降62.5%，实现净利润135.9万元；稀土销量为1162吨，同比下降38%，主要系公司稀土贸易减少所致。

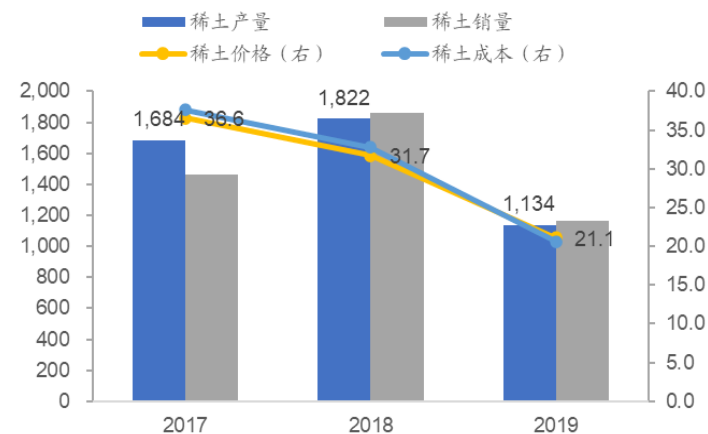
考虑到公司的战略重心倾向于锂盐和锂矿业务，因此预计稀土业务与木材业务一样，不再是公司重点的发展方向，未来主要保证经营不发生亏损即可。

图 19：万弘高新经营业绩（万元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 20：公司稀土产销量及盈利能力（吨、万元/吨）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

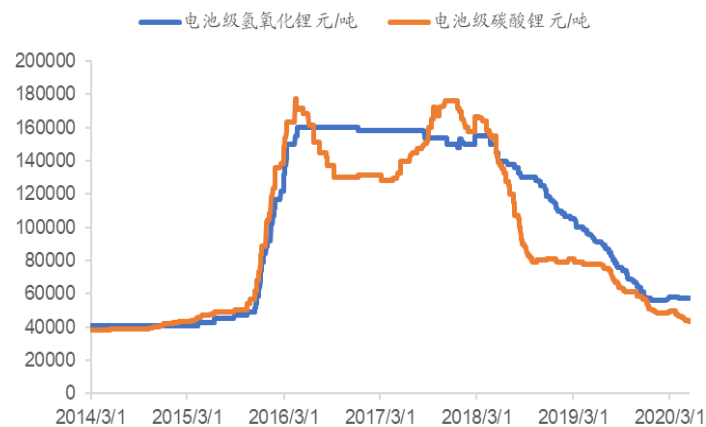
锂价底部，涨价可期

锂辉石价格下跌导致锂盐生产成本再度下行，锂盐企业在资金回笼压力下以量补价，导致锂盐价格继续探底（根据百川报价，目前 5% 锂辉石价格下跌至 440 元/吨，电池级碳酸锂价格下跌至 4.33 万元/吨），但是锂辉石价格已经跌破大部分锂矿企业的成本线，因此锂辉石价格下跌空间有限，我们认为碳酸锂价格基本触底。另外，氢氧化锂受动力电池高镍化趋势带动，需求较好，价格持稳运行，目前价格为 5.75 万元/吨。

3 月份随着中国疫情缓和，锂盐企业积极生产，4、5 月份累库较快，企业开始主动减产，但是下游需求逐步恢复，4 月份中国新能源车销量和手机出货量环比均大幅提升，带动碳酸锂和氢氧化锂销量快速提升（据亚金网，4 月中国碳酸锂销量环比增长 38%、氢氧化锂销量环比增长 41%）。未来随着全球疫情缓和，锂下游需求也将快速恢复，锂价有望止跌企稳。

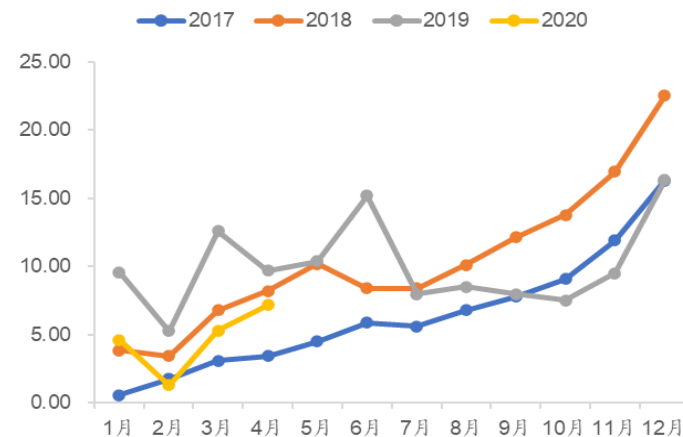
目前锂价处于行业周期底部，随着特斯拉等欧美龙头车企新车型逐步放量，锂需求将再次恢复高速增长，尤其是三元电池高镍化趋势有望带动高端氢氧化锂价格率先底部上涨。长期来看，随着磷酸铁锂在中低档车型的应用扩大以及在储能领域的大规模应用，将再次带动碳酸锂价格底部上涨。

图 21：锂价走势



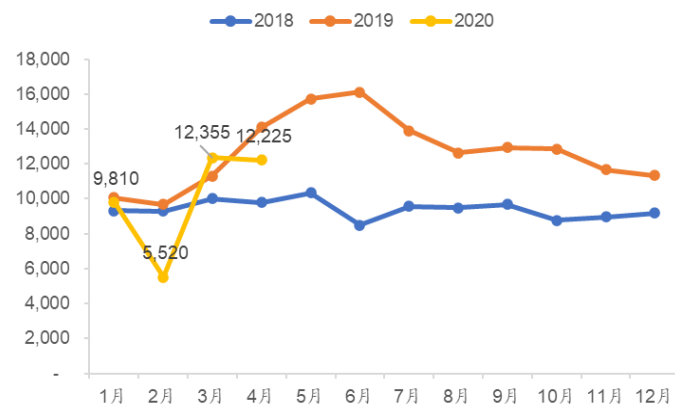
资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 22：中国新能源汽车销量（万辆）



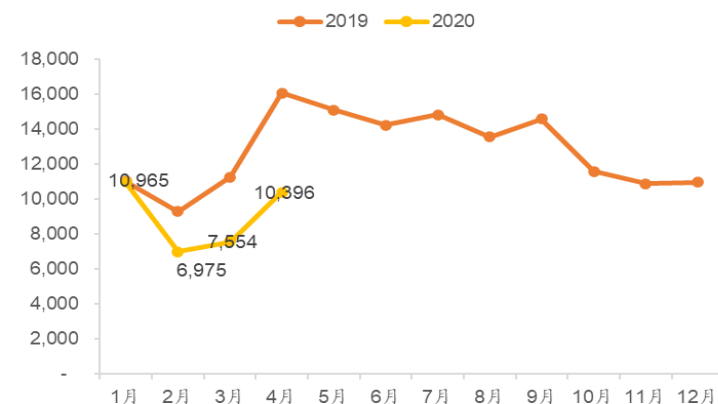
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 23: 中国碳酸锂产量(吨)



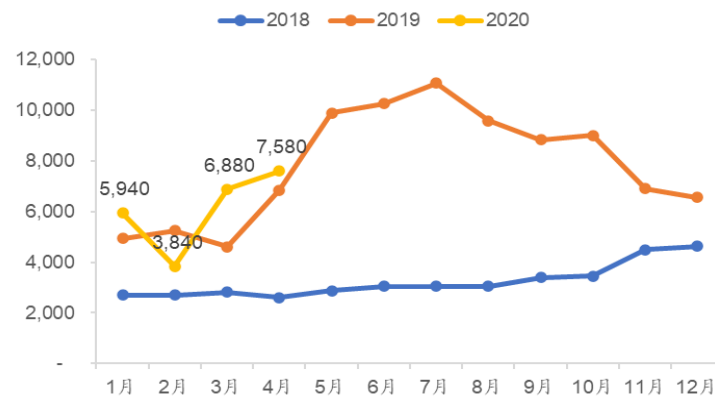
资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 24: 中国碳酸锂销量(吨)



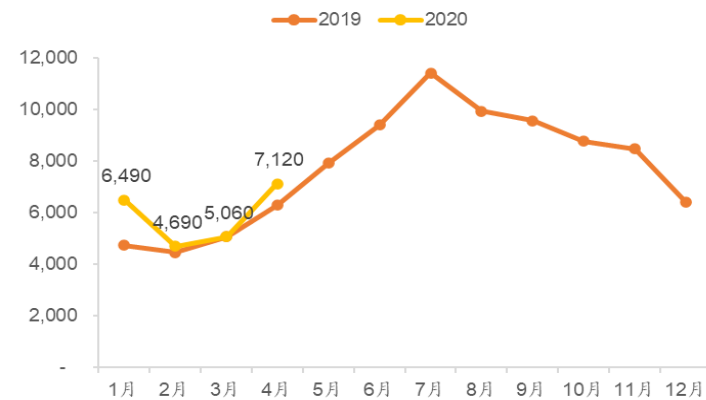
资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 25: 中国氢氧化锂产量(吨)



资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

图 26: 中国氢氧化锂销量(吨)



资料来源: 亚洲金属网, 信达证券研发中心

表 4: 碳酸锂成本对锂精矿价格的敏感性测算

6%锂精矿价格 (美元/吨)	200	300	400	500	600	700	800	900	1000
单位碳酸锂所需锂精矿 (吨)	8	8	8	8	8	8	8	8	8
人民币汇率 (人民币/美元)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
锂矿原料成本 (万元/吨)	1.12	1.68	2.24	2.80	3.36	3.92	4.48	5.04	5.60
其他成本 (辅料、能源、人工折旧等)	2	2	2	2	2	2	2	2	2
碳酸锂生产成本 (万元/吨)	3.12	3.68	4.24	4.80	5.36	5.92	6.48	7.04	7.60

资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

锂矿业务: 奥伊诺矿业锂矿采选规模为 40.5 万吨/年, 根据平均品位 1.29%、选矿回收率 83%计算出锂精矿产能为 7.7 万吨/年, 锂矿投产日期为 2019 年 11 月, 考虑 1 年的产能爬坡期, 预计 2021 年可达产。因此我们预计 2020-2022 年锂精矿产量分别为 4、7.7、7.7 万吨。销售价格参考锂精矿市场价、生产成本参考融捷股份甲基卡锂矿成本及公司设计成本。

锂盐业务: 公司 2018 年 3 月 29 日锂盐一期 1.3 万吨年产能投产, 2019 年新建成 1 万吨碳酸锂生产线, 并迅速顺利达产, 根据公司年报, 2020 年拟再建设 2 万吨锂盐产能, 预计在 2020 年年末公司将达到 4.3 万吨的锂盐产能规模, 我们假设其中包括 2.8 万吨的碳酸锂和 1.5 万吨的氢氧化锂。公司 2019 年锂盐销量为 1.21 万吨, 2020-2022 年随着产能不断扩张产销量将持续提升, 预计销量分别为 2.44、3.38、4.56 万吨, 其中包括代加工量分别为 1.5、1.5、1.5 万吨。

目前碳酸锂和氢氧化锂价格处于周期底部, 预计未来几年随着新能源汽车需求的提升, 价格有望底部上涨, 我们假设 2020-2022 年碳酸锂税后价格分别为 4.1、4.4、4.4 万元/吨, 氢氧化锂税后价格分别为 5、5.3、6.2 万元/吨。销售成本主要受锂精矿价格波动影响较大, 目前锂精矿市场价基本触及大部分矿山成本线, 预计下行空间有限, 我们假设 2020-2022 年锂精矿售价维持 450 美元/吨, 对应当前人民币汇率, 碳酸锂生产成本约为 4.5 万元/吨。

中纤板和林木业务: 公司中纤板和林木业务具有稳定的客户源, 在房地产、家具行业稳定发展的大背景下, 需求较为稳定;

同时中纤板和林木行业具有一定的运输半径，容易形成区域垄断，公司产能大，议价能力强，因此我们假设 2020-2022 年公司中纤板和林木业务销量、价格和成本均保持与 2019 年一致。

表 5：盈利预测关键条件假设

产品	项目	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
锂精矿	产能	万吨	7.7	7.7	7.7	7.7
	产量	万吨		4	7.7	7.7
	销售均价	元/吨（不含税）		3,150	3,500	3,500
	单位成本	元/吨（不含税）		1,800	1,800	1,800
	产能	万吨	2.3	4.3	4.3	4.3
锂盐	其中：碳酸锂	万吨	1.8	2.8	2.8	2.8
	其中：氢氧化锂	万吨	0.5	1.5	1.5	1.5
	销量	万吨 LCE	1.21	2.44	3.38	4.56
	其中：代加工量	万吨 LCE	0.70	1.50	1.50	1.50
	其中：外销量	万吨 LCE	0.51	0.94	1.88	3.06
	碳酸锂售价	万元/吨（不含税）	6.2	4.1	4.4	4.4
	氢氧化锂售价	万元/吨（不含税）	7.5	5.0	5.3	6.2
	LCE 吨成本	万元/吨（不含税）	5.4	4.5	4.5	4.5
	销量	万立方米	98	100	100	100
	售价	元/立方米，不含税	1,555	1,555	1,555	1,555
中纤板	成本	元/立方米，不含税	1,320	1,320	1,320	1,320
	销量	万吨	3	3	3	3
	售价	元/吨，不含税	356	356	356	356
林木	成本	元/吨，不含税	208	208	208	208
合计	营业收入	万元	227,879	276,156	325,501	404,262

营业成本	万元	194,918	223,537	258,261	311,597
毛利	万元	32,961	52,619	67,240	92,665

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

估值与投资评级

结合公司产能释放节奏和行业发展情况, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.16、0.29、0.48 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 52x、29x、17x。考虑公司未来主营业务集中在锂盐, 我们选取赣锋锂业和雅化集团为可比公司, 根据 Wind, 可比公司 2020 年 PE 均值为 61x, 考虑公司已布局上游锂矿资源并投产, 同时不断扩张锂盐产能, 我们认为给予公司 2020 年 60 倍 PE 较为合理, 对应合理价值为 9.73 元/股, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 6: 可比公司估值比较表 (2020-05-18)

公司名称	公司代码	主营业务	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE (x)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
赣锋锂业	002460.SZ	锂盐	598	358	731	1195	167	82	50
雅化集团	002497.SZ	锂盐	72	72	184	282	100	39	26

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

新冠疫情持续时间以及对经济的影响程度超预期, 导致全球经济下滑, 公司产品需求受到较大影响, 从而导致产销量下滑。

新能源汽车需求增长不及预期或锂市场供给释放超预期导致锂价继续下跌。

公司奥伊诺锂矿或新增锂盐产能投放进度低预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,676.38	1,973.18	1,972.25	2,131.53	2,544.00
货币资金	305.55	399.79	457.69	469.01	703.87
应收票据	42.02	165.43	33.14	39.06	48.51
应收账款	143.53	214.11	259.46	305.83	379.83
预付账款	90.49	36.34	41.67	48.14	58.09
存货	958.95	1,050.20	1,072.98	1,162.18	1,246.39
其他	135.83	107.31	107.31	107.31	107.31
非流动资产	1,920.47	2,910.22	3,240.37	3,454.05	3,647.34
长期股权投资	52.55	45.53	45.53	45.53	45.53
固定资产(合计)	1,486.30	1,937.36	2,112.42	2,264.73	2,384.24
无形资产	142.70	382.47	367.79	353.00	338.56
其他	238.93	544.86	714.63	790.79	879.02
资产总计	3,596.84	4,883.40	5,212.63	5,585.58	6,191.34
流动负债	1,231.37	1,986.63	2,087.17	2,207.22	2,392.25
短期借款	561.00	920.74	920.74	920.74	920.74
应付票据	118.87	30.01	34.42	39.76	47.98
应付账款	303.62	585.63	671.62	775.94	936.19
其他	247.89	450.24	460.40	470.78	487.34
非流动负债	188.25	250.27	250.27	250.27	250.27
长期借款	134.05	189.97	189.97	189.97	189.97
其他	54.20	60.30	60.30	60.30	60.30
负债合计	1,419.62	2,236.89	2,337.44	2,457.49	2,642.52
少数股东权益	82.38	108.56	129.85	167.79	230.90
归属母公司股东权益	2,094.84	2,537.95	2,745.33	2,960.30	3,317.93
负债和股东权益	3,596.84	4,883.40	5,212.63	5,585.58	6,191.34

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,518.27	2,278.79	2,761.56	3,255.02	4,042.63
同比(%)	24.77%	-9.51%	21.19%	17.87%	24.20%
归属母公司净利润	108.38	-59.24	120.66	214.97	357.62
同比(%)	312.68%	-154.66%	303.67%	78.17%	66.36%
毛利率(%)	13.68%	14.46%	19.05%	20.66%	22.92%
ROE%	5.24%	-2.56%	4.57%	7.54%	11.39%
EPS(摊薄)(元)	0.15	-0.08	0.16	0.29	0.48
P/E	58	-106	52	29	17
P/B	2.99	2.47	2.28	2.11	1.89
EV/EBITDA	16.84	41.00	14.72	11.58	8.82

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,518.27	2,278.79	2,761.56	3,255.02	4,042.63
营业成本	2,173.77	1,949.19	2,235.37	2,582.61	3,115.97
营业税金及附加	27.70	20.92	25.68	30.27	37.60
销售费用	72.27	94.36	114.35	134.78	167.39
管理费用	103.46	122.69	129.99	154.06	199.76
研发费用	0.00	21.48	22.09	26.04	32.34
财务费用	44.92	72.93	78.63	68.31	65.72
减值损失合计	51.36	-112.38	-41.42	-40.61	-44.82
投资净收益	-7.80	-7.55	-7.55	-7.55	-7.55
其他	83.17	-167.04	-36.62	-25.77	-17.56
营业利润	120.16	-64.98	152.71	266.24	443.57
营业外收支	6.44	-1.79	-3.29	-0.02	-0.69
利润总额	126.60	-66.76	149.42	266.21	442.88
所得税	-1.18	-4.38	7.47	13.31	22.14
净利润	127.78	-62.38	141.95	252.90	420.73
少数股东损益	-6.64	-3.14	21.29	37.94	63.11
归属母公司净利润	108.38	-59.24	120.66	214.97	357.62
EBITDA	314.61	166.41	513.08	652.02	855.87
EPS(当年)(元)	0.20	-0.09	0.16	0.29	0.48

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1.42	10.45	139.58	88.91	320.37
净利润	153.38	-62.38	141.95	252.90	420.73
折旧摊销	142.79	156.02	283.24	315.53	345.95
财务费用	45.21	77.15	80.42	70.27	67.04
投资损失	7.80	7.55	7.55	7.55	7.55
营运资金变动	-367.58	-269.79	-339.13	-522.03	-487.55
其它	16.98	101.90	-34.45	-35.32	-33.35
投资活动现金流	-227.64	-397.99	-269.92	-287.50	-291.48
资本支出	-325.54	-395.07	-326.68	-361.61	-359.77
长期投资	1.73	0.11	-7.55	-7.55	-7.55
其他	96.17	-3.03	64.30	81.66	75.84
筹资活动现金流	81.91	287.07	188.68	210.21	206.37
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	373.07	383.80	391.99	420.65	379.96
支付利息或股息	50.17	39.66	79.97	69.97	66.64
现金流净增加额	-147.15	-92.13	57.90	11.32	234.86

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色金属行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。