

锂业新贵 勇立潮头

——永兴材料（002756.SZ）

钢铁/钢铁



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

区域氧化锂资源丰富，云母提锂迎来重要机遇期

- 江西锂云母资源丰富，宜春地区探明的氧化锂可用储量 260 万吨，占全国矿山锂资源量约 60%；云母提锂突破技术瓶颈，公司掌握复合盐低温焙烧技术、固氟技术、隧道窑、一步法沉锂等差异化工工艺；
- 公司资源基本覆盖需求，自给率逐年提升，累计查明控制的经济资源量矿石量 5238 万吨，可供在建二期产能达产后生产 10~15 年，主力矿山仅探明小部分面积，后续资源量储备丰富；

新能源储能黄金赛道，政策市场双重加持

- 到 2025 年中国与世界新能源车销量有望达到 800 万辆与 1800 万辆，叠加单车带电提升趋势，带动锂需求增至 71 万吨（折 LCE）；电化学储能需求高增、3C 消费以及传统需求稳步扩张，到 2025 年全球锂需求将达 100 万吨（折 LCE）以上；
- 前期锂盐产品价格大跌压制锂资源投资端，供给复苏仍需时日，2023 年前锂盐将持续处于供需偏紧阶段，需求高增推动锂盐价格不断走强，同时供给恢复仍受到疫情冲击、有效锂矿资源总量、锂盐产能达产进度受限等因素制约；
- 宜春政府持续推进锂电配套政策，宁德与国轩相继入驻提供政策与市场双重利好；

技术革新降本增效，锂电产能稳步扩张

- 公司云母提锂技术业界领先，受益于转化率提升与工艺成本下降，自 2020Q3 提锂产线正式商业化生产到年底，公司吨碳酸锂不完全成本快速降至 3.5 万元/吨 LCE 以下；2021 年半年度吨碳酸锂不完全平均成本为 3.64 万元，后续长石石英分离后仍有 0.5 万元/吨 LCE 的收益扩展空间，副产品与尾渣的利用有望抵扣全部选矿成本；
- 公司锂电产能稳步扩张，三期规划落地后电池级碳酸锂产能有望逐步扩至 5 万吨；

油气进入复苏周期，不锈钢业务成为盈利压舱石

- 公司为国内不锈钢线棒材龙头，随着油气与制造业景气持续，特钢业务继续稳定贡献高额盈利；
- 公司营收换挡提速，半年报中锂电新能源业务对公司半年度业绩贡献已达到 35.68%，已成为公司新的利润增长点；

投资建议：公司资源高自给率、技术革新以及成本优势构筑坚实壁垒，产能稳步增长与新能源需求的高确定性给予公司长期增长潜力，预计锂盐业务量增价升持续推升业绩高速增长，不锈钢业务提供盈利基石，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 8.8 亿/16.9 亿/21.5 亿，对应 EPS 为 2.18/4.15/5.29 元，2021 年公司业务分部估值加总为 452.96 亿元，对应公司合理股价为 111.58 元/股，对应 2021 年的 PE 为 51.24 倍，目前公司市值并未充分体现其内在价值，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原料价格抬升风险；下游需求增长不及预期；行业需求测算误差；产量扩张不及预期。

财务指标预测

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2021 年 08 月 24 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

高亢

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121010010

交易数据

时间 2021.08.23

总市值/流通市值（亿元）	369.41/240.9
总股本（万股）	40,595.02
资产负债率（%）	20.13
每股净资产（元）	10.83
收盘价（元）	91
一年内最低价/最高价（元）	37.67/102.09

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,909.42	4,973.13	6,573.29	8,551.78	9,715.53
增长率 (%)	2.4%	1.3%	32.18%	30.1%	13.61%
归母净利润 (百万)	343.57	258	884.11	1,686.52	2,148.78
增长率 (%)	-11.29%	-24.91%	242.68%	90.76%	27.41%
净资产收益率 (%)	10.13%	6.41%	21.35%	38.72%	46.43%
每股收益(元)	0.95	0.72	2.18	4.15	5.29
PE	91.19	120.32	39.78	20.85	16.37
PB	9.2	8.47	8.49	8.07	7.6

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 区域氧化锂资源丰富 云母提锂迎来重要机遇期.....	5
1.1 江西宜春氧化锂储量丰富 云母提锂技术成熟.....	5
1.2 公司资源储备充足 自给率逐年上升.....	7
2. 新能源储能黄金赛道 政策市场双重加持.....	8
2.1 新能源汽车渗透率进入高速增长期.....	8
2.2 3C 电池与储能需求稳步回升.....	10
2.3 供给端新增有限 供需缺口持续扩大.....	12
2.4 地方政策扶持+需求方进驻 协作提升效能.....	13
3. 技术革新显著增效 未来仍有降本空间.....	14
3.1 掌握云母提锂核心科技.....	14
3.2 降本措施多管齐下 目标选矿零成本.....	15
3.3 后续成本仍有下降空间.....	16
4. 油气复苏带来不锈钢业务稳步增长.....	17
4.1 不锈钢业务为公司盈利压舱石.....	17
4.2 营收换挡提速 锂电业务已成公司新增长点.....	19
5. 盈利预测与投资建议.....	19
6. 风险提示.....	22

图表目录

图 1: 锂离子电池产业链结构.....	5
图 2: 全球锂矿储量分布.....	6
图 3: 全球锂矿产量分布.....	6
图 4: 宜春市主要矿区示意图.....	6
图 5: 新能源汽车销量及环比变动 (辆).....	8
图 6: 新能源汽车渗透率.....	8
图 7: 美国新能源车销量与渗透率.....	9
图 8: 新能源车产量预估 (万辆).....	9
图 9: 国产手机单月出货量与 5G 手机占比.....	10
图 10: 全球 5G 与非 5G 手机出货量预估.....	10
图 11: 电化学储能装机规模及年增长率 (Mw).....	11
图 12: 储能装机需求总量预估 (Gwh).....	11
图 13: 公司提锂工艺流程.....	15
图 14: 公司主营收入构成 (万元).....	17
图 15: 公司毛利构成 (万元).....	17
图 16: NYMEX 轻质原油活跃合约收盘价 (美元/吨).....	18
图 17: 油气行业投资与制造业投资累计同比.....	18
表 1: 宜春地区四家云母提锂企业产能与工艺对比.....	7
表 2: 公司矿井与产能情况 (平方公里、万吨、万吨/年).....	7
表 3: 选矿与提锂产能情况.....	7
表 4: 动力电池拉动锂需求预估.....	9
表 5: 2021-2025 锂需求预估 (万吨, 折 LCE).....	12
表 6: 锂资源主要供应商产量合计 (万吨, 已折算 LCE 当量).....	12

表 7：供需平衡数据汇总（万吨）	13
表 8：副产品收入情况	16
表 9：单吨碳酸锂生产成本（不含增值税，不含四费）	16
表 10：不锈钢棒线材行业公司产量（万吨）	17
表 11：公司产品认证情况	18
表 12：不锈钢产量快速提升	19
表 13：公司业务拆分与盈利预测	21
表 14：公司黑色金属冶炼及压延加工及锂矿采选及锂盐制造业务的可比公司估值表（截至 2021 年 8 月 20 日）	21
表 15：公司盈利预测表	23

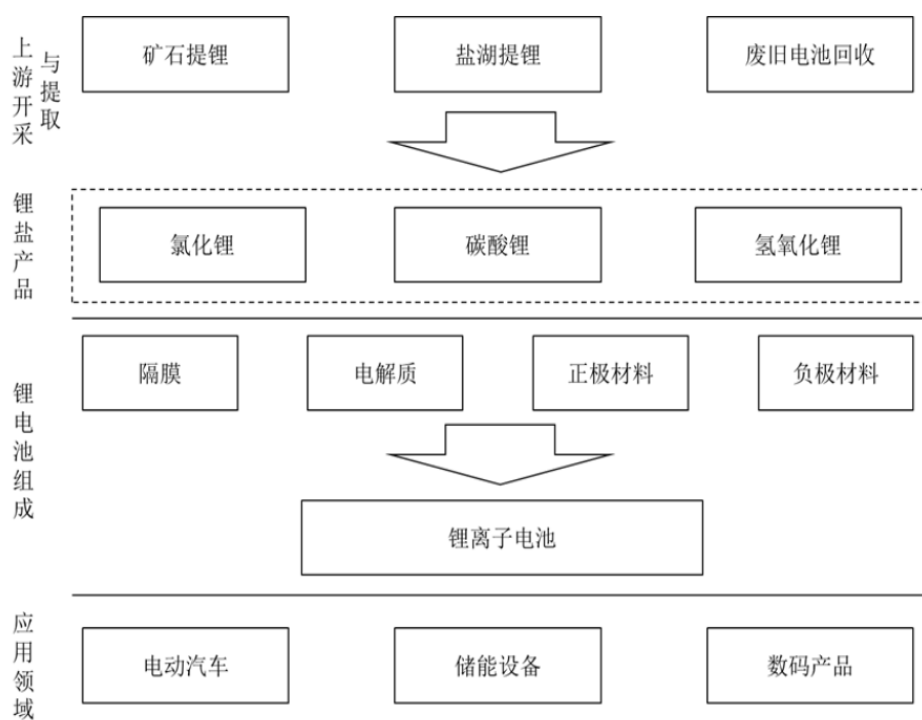
1. 区域氧化锂资源丰富 云母提锂迎来重要机遇期

随着新能源汽车、储能业务前景逐步明朗，锂盐价格受需求带动强势走高，在这一背景下，对澳依存度超四成的锂资源成为下一个战略要地，与传统的锂辉石、盐湖提锂不同，云母提锂工艺在技术瓶颈突破后具备低制造成本、高国内储备特性，同时解决了资源覆盖与供给可控两大问题，有望成为国内锂资源的重要补充，迎来高速发展机遇期。

1.1 江西宜春氧化锂储量丰富 云母提锂技术成熟

锂具有各种元素中最高的标准氧化电势，因而是电池和电源领域无可争议的最佳元素，故也被称为“能源金属”，锂是自然界最轻的金属元素，是最轻的、最活泼的碱金属，既可用作催化剂、引发剂和添加剂，可以用于直接合成新型材料；锂的来源有盐湖和岩石矿等，盐湖资源多分布于南美洲，锂辉石矿主要分布于澳大利亚、加拿大，锂云母矿主要分布于津巴布韦、加拿大、美国、墨西哥和中国。

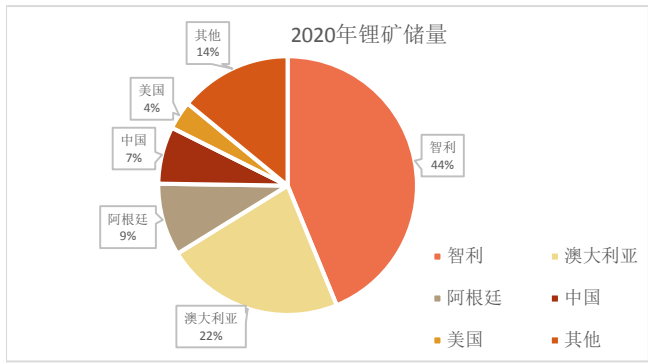
图1：锂离子电池产业链结构



资料来源：永兴材料转债说明书，申港证券研究所

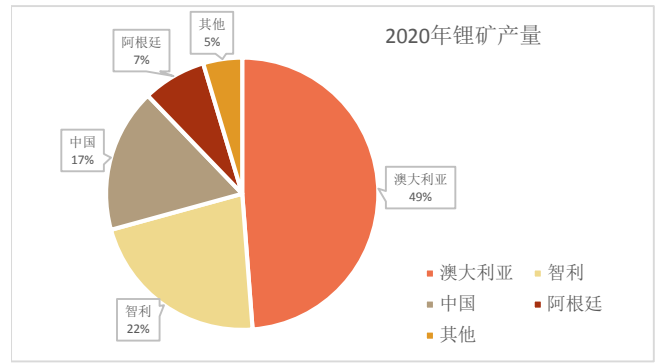
国内锂资源缺乏,供需不匹配:我国锂资源量为 510 万吨,约占全球资源量的 5.94%,锂资源储量为 150 万吨, 占全球总资源储量的 7.12%,与南美 52.8%的占比差距较大,也低于澳大利亚的 22.4%;目前国内锂资源产量为 1.4 万金属吨, 占全球产量的 17%,仅次于澳大利亚（49%）与智利（22%），同时锂盐冶炼产能超过 28 万碳酸锂当量,为全球第一锂盐生产国,占全球总产能的 70%以上,锂矿资源自给率在 30%以下,在当前新能源战略方向的背景下,锂资源的自主供给成为必经之路,国内锂资源企业也迎来重新定价;

图2：全球锂矿储量分布



资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：全球锂矿产量分布

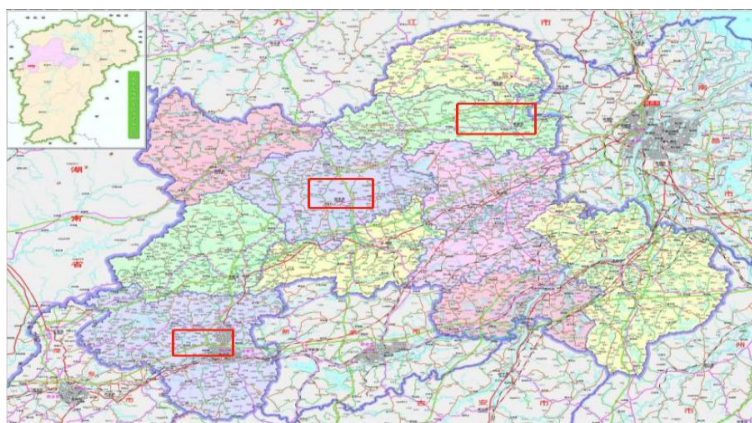


资料来源：Wind，申港证券研究所

锂云母为国内锂资源的重要补充：我国锂资源主要分布于青海、西藏、四川与江西四省，有卤水型和硬岩型两种主要类型，盐湖卤水与地下卤水占比 76.3%，锂辉石与锂云母占比较少，分别分布在四川与江西两省；盐湖卤水由于多处于高海拔寒冷地区，且含镁量较高，实际产量与潜能受限，锂辉石主要位于四川省甘孜/阿坝地区，自然条件恶劣叠加配套设施有限，其开发难度较大，因而即使当地矿石品位与进口矿相当，但国内仍大量进口海外锂矿，2019 年我国共进口 172 万吨锂辉石，主要来自澳大利亚，在这一背景下，原矿品位低、但开采难度小以及资源储备丰富的锂云母成为国内锂资源的重要补充；

江西宜春锂资源储量丰富：中国的锂云母资源主要分布在江西宜春、湖南正冲和尖峰岭等地，宜春市拥有全球最大的锂云母矿，探明的氧化锂可用储量 260 万吨，占全国矿山锂资源量约 60%，具有“亚洲锂都”的美誉，其中宜春钽铌矿区域氧化锂储量 110 万吨，原矿氧化锂品位在 1% 上下，宜丰、奉新及高安区域氧化锂储量约 150 万吨，原矿氧化锂品位在 0.5-1%，另外，矿区存在大量未勘探区域，其储量还有继续增加的潜力；

图4：宜春市主要矿区示意图



资料来源：宜春市政府官网，申港证券研究所

云母提锂技术瓶颈突破：锂云母存在成分复杂、品位低等固有特性，传统硫酸、石灰石烧结等工艺存在耗时长、能耗高以及设备腐蚀等问题，成本居高不下，近年来行业中锂云母酸化焙烧分解置换工艺的突破，较好的解决了石灰石烧结法、盐类焙烧法等传统提锂方式生产电池级碳酸锂时存在的工艺流程长、能耗高、对生产设施

要求高等问题，实现了从锂云母矿中高效、经济提取电池级碳酸锂的目标；

永兴材料引领技术升级：公司在掌握锂云母提锂基本技术与工艺的基础上，创新性地采用了复合盐低温焙烧技术与固氟技术的融合、先成形后隧道窑焙烧的工艺、动力学控制选择性浸出技术等，这些技术与工艺将有效帮助公司在提锂过程中控制总物料量，提高锂的收率，并有效减缓设备腐蚀，降低设备维护成本，在云母提锂技术中处于领先地位。

表1：宜春地区四家云母提锂企业产能与工艺对比

	总产能	火法关键工艺	火湿法关键工艺
南氏锂电	6	复合盐焙烧	回转窑
飞宇新能源	2	复合盐焙烧	回转窑
江特电机	1.5	复合盐焙烧	回转窑
永兴材料	1	复合盐 低温焙烧技术+固氟技术	隧道窑

资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.2 公司资源储备充足 自给率逐年上升

公司现有矿井与产能情况：公司控股子公司花桥矿业拥有的化山瓷石矿矿权面积 1.87 平方公里，累计查明控制的经济资源量矿石量 4507 万吨，是公司锂云母和碳酸锂生产原材料的主要保障渠道；公司的联营公司花锂矿业拥有白水洞高岭土矿矿权面积 0.76 平方公里，累计查明控制的经济资源量矿石量 731 万吨，公司已与花锂矿业签订了《长期合作协议》，也为公司锂电材料业务的长期发展提供了资源保障；

表2：公司矿井与产能情况（平方公里、万吨、万吨/年）

矿山	持有人	持股比例	矿区面积	已探面积	资源储量	可采储量	氧化锂品位	LCE 当量	生产规模	LCE 当量规模
化山瓷石矿	花桥矿业	70%	1.87	0.38	4507	2615	0.39%	43.41	100	0.96
白水洞高岭土矿	花锂矿业	48.97%	0.76		731	601	0.44%	7.86	25	0.27
合计					5238	3216		51.27	125	1.23

资料来源：公司公告，永兴材料转债说明书，申港证券研究所

未来产能稳步扩张，公司自 2017 年开始布局锂相关业务，一期碳酸锂产线于 2020 年 7 月份顺利达产，目前有 3 家子公司布局新能源业务，碳酸锂业务逐步推进，现已达产年产 1 万吨电池级碳酸锂产线加 170 万吨/年选矿产能，计划 22 年新增二期年产 2 万吨云母提锂产线加 180 万吨/年选矿产能，根据规划，三期建设完成后将增至年产 5 万吨（按照二期 2021.2-2022.2 的进度推算，从立项到建成周期约为一年到一年半左右）；按照公司主力化山瓷石矿区的勘探情况推断，在云母提锂经济价值重估后，该矿山资源与可采储量将有较大向上调整空间，按照已有储量情况与选矿能力的扩展，公司目前资源自给率将从 2021 年的 85% 左右逐步提升至 90% 以上，形成较强的同业竞争优势；

表3：选矿与提锂产能情况

	子公司	项目情况产能（每年）	投产日期
电池级碳酸锂	永兴新能源	1 万吨	2020Q3
		1 万吨	2022Q1
		1 万吨	2022Q2

选矿	永诚锂业	50 万吨	2020Q3
	永兴新能源	120 万吨	2020Q3
		180 万吨	2021Q2

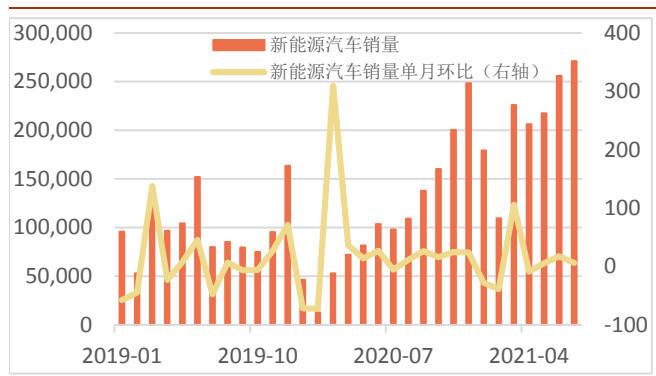
资料来源：公司公告，申港证券研究所

2. 新能源储能黄金赛道 政策市场双重加持

2.1 新能源汽车渗透率进入高速增长期

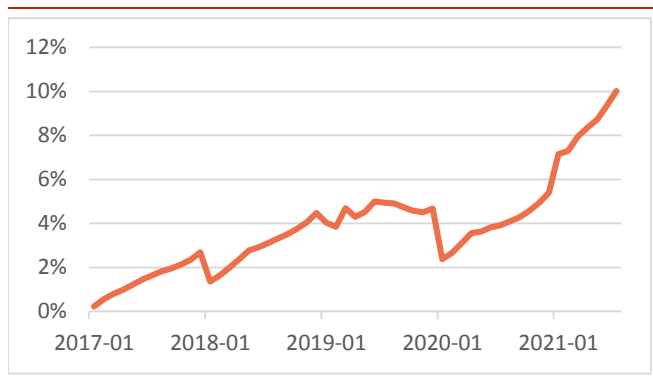
新能源汽车销量占比与渗透率快速提升，作为下游动力电池需求的核心驱动，新能源汽车经过近十年的发展，逐步形成了成熟的市场链条，以特斯拉为代表的新能源汽车销量快速增长，2020 年国内新能源汽车销量为 136.7 万辆，同比增长 9.69%，2021 年 7 月销量为 27.1 万辆，环比增长 5.6%，实现四个月连续加速上行，上半年同比 2019 年增长 95.5%；2020 年以来，国内新能源车渗透率从 4% 左右快速回升，2020 年全年渗透率为 5.8%，而 2021 年 7 月国产新能源车销售端渗透率已快速回升至 10.02%，同比去年同期增长 6.09pct；

图5：新能源汽车销量及环比变动（辆）



资料来源：中汽协、申港证券研究所

图6：新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协、申港证券研究所

国内政策端大力支持新能源汽车发展，国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，明确提出，到 2025 年，我国新能源汽车市场竞争力明显增强，动力电池、驱动电机、车用操作系统等关键技术取得重大突破，安全水平全面提升。纯电动乘用车新车平均电耗降至 12 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用，充换电服务便利性显著提高。

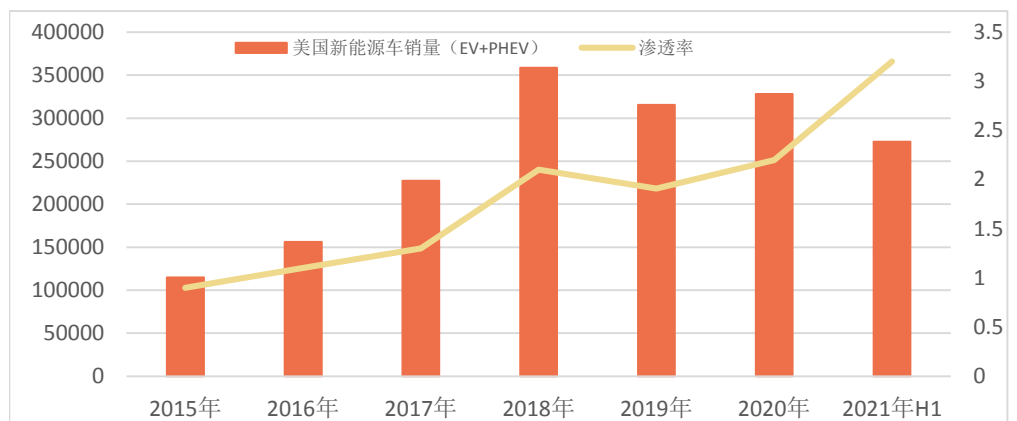
国内新能源汽车销量增速显著超预期，以 2020 年数据为基础，为了达成上述 20% 目标，新能源汽车渗透率年复合增速将达到 29.94% 左右，我们以 2021 年 1-7 月新能源汽车产量数据为基准，参照 2016-2019 年 1-7 月累计产量占全年产量的平均比重 52%，预计 2021 年新能源车销量将达到 280 万辆，同比增长 105%，保守预估 2022-2025 年复合增长率 30%，全国新能源汽车销量在 2025 年增至 800 万辆左右；

欧美与美国设定明确销售目标，与中国相似，美国与欧盟也进一步加大新能源汽车的支持力度，8 月初白宫声明显示，到 2030 年美国新出售的汽车中将有 50% 为零排放，包括电池电动汽车、插入式混合动力电动汽车和燃料电池电动汽车等，2021

年上半年,美国新能源汽车销量 27 万辆,渗透率约 3%,远低于中国和欧洲的新能源渗透率,甚至还低于全球平均渗透率 6%,未来仍有广阔提升空间;欧盟委员会 7 月推出《欧洲绿色新政》,其中首次提出 2035 年新销售汽车均为零排放汽车的目标,这意味着欧盟从 2035 年起禁售燃油车,预计到 2030 年,欧洲会有 350 万个充电站,2050 年充电站数量将达 1630 万个。

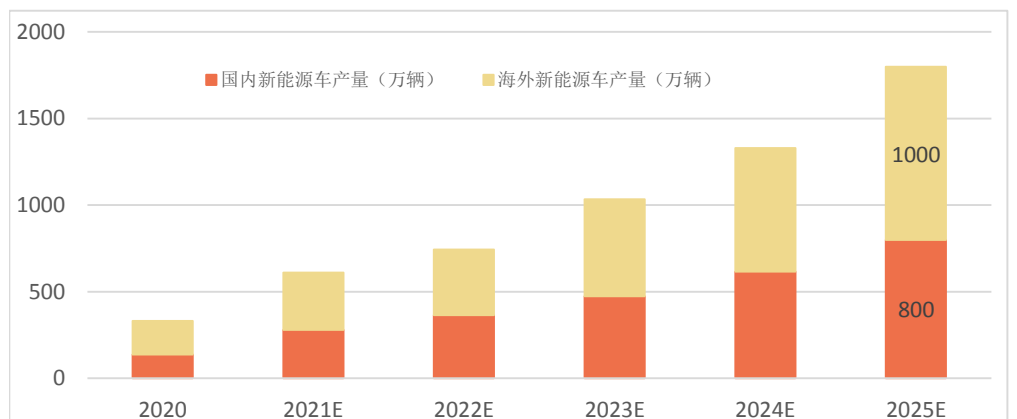
全球新能源汽车销量有望快速上行,根据相关机构预估,海外市场新能源汽车销量将在 2025 年达到 1000 万辆,世界三大新能源消费汽车市场将在 2025 整体迈过 20%的销售渗透率,全球新能源汽车销售量有望在 2025 年达到 1800 万辆水平。

图7: 美国新能源车销量与渗透率 (辆)



资料来源: ev-sales, marklines, 申港证券研究所

图8: 新能源车产量预估 (万辆)



资料来源: 中汽协, 乘联会, EVtank, 申港证券研究所

随着新能源汽车的快速发展,动力电池需求在锂资源需求中的占比逐步提升,其绝对量级将快速增长,同时车企为解决里程焦虑、提升竞争优势,也将持续提升单车带电量,根据综合测算,到 2025 年全球动力电池出货量将超过 850GWh,动力电池将带动锂需求量从 2020 年的 11.7 万吨 LCE 增至 71 万吨 LCE 以上;

表4: 动力电池拉动锂需求预估

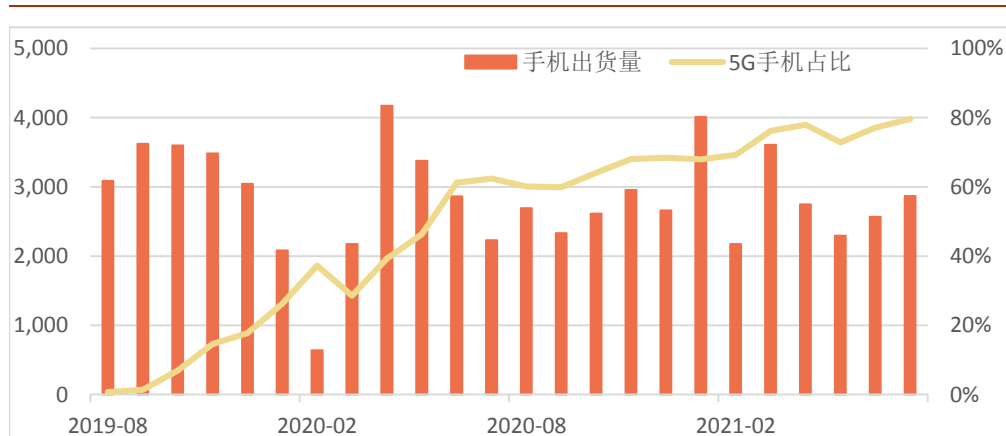
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内新能源车产量 (万辆)	137	280	364	473	615	800
海外新能源车产量 (万辆)	194	330	380	560	715	1000
合计 (万辆)	331	610	744	1033	1330	1800
单车带电量 (KWh)	47	49	51	53	55	57
电池装机量 (GWh)	155.6	298.9	379.4	547.6	731.6	1025.8
锂综合单耗 (万吨/GW)	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07
锂需求合计 (万吨)	11.7	22.6	28	39.6	51.9	71.4

资料来源: 中汽协, 中国产业信息网, 乘联会, EVtank, 申港证券研究所

2.2 3C 电池与储能需求稳步回升

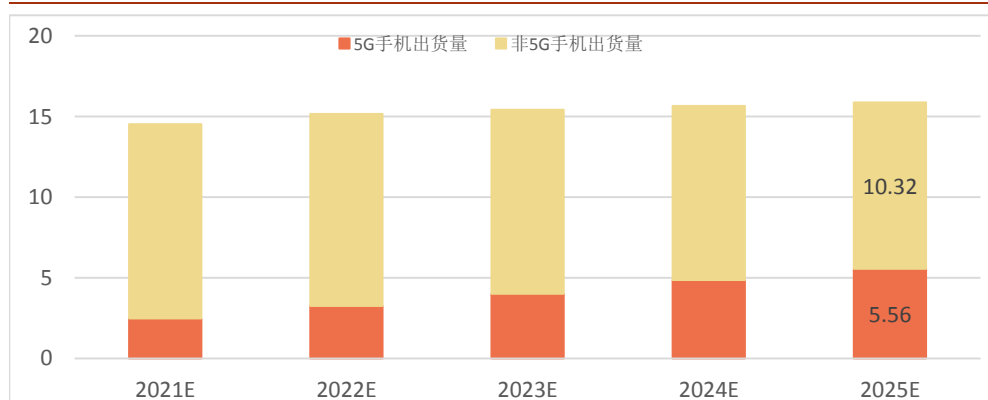
5G 换机驱动手机出货加速增长, 单部带电量同步提升, 根据中国信通院, 7 月份国内手机出货量 2867.6 万部, 同比增长 28.6%, 环比增长 11.7%, 5G 手机加速渗透, 出货量 2283.4 万部, 占比提升至 79.6%, 为市场增长主要驱动力, 2021 年 1-7 月国内手机出货量 2.03 亿部, 同比增长 15.6%, 而根据中国产业研究院发布的预期电池配置水平来看, 5G 手机平均比非 5G 手机带电量整体提升 22%-25%。根据 IDC 最新预估, 2021 年全球智能手机出货量预计将达到 13.8 亿台, 比 2020 年增长 7.7%, 这一趋势预计将持续到 2025 年, 出货量达到 15.88 亿台;

图9: 国产手机单月出货量与 5G 手机占比 (万部)



资料来源: 中国信通院, 工信部, 申港证券研究所

图10: 全球 5G 与非 5G 手机出货量预估 (亿台)

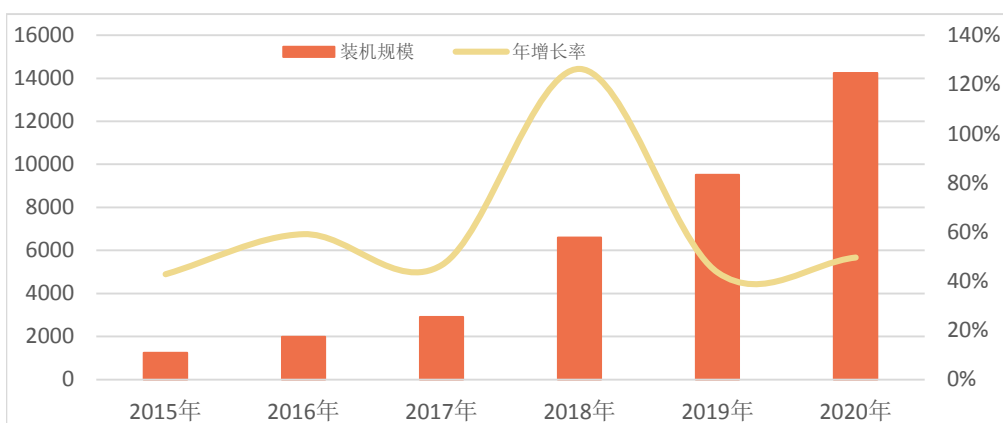


资料来源: IDC, 申港证券研究所

储能需求或将成为下一个高增领域，在电化学储能应用方面，由于锂离子电池具有安全性高、储能效率高、较高的能量保持与恢复能力、环境适用性较强、无重金属污染等特点，在化学储能领域有着显著优势：

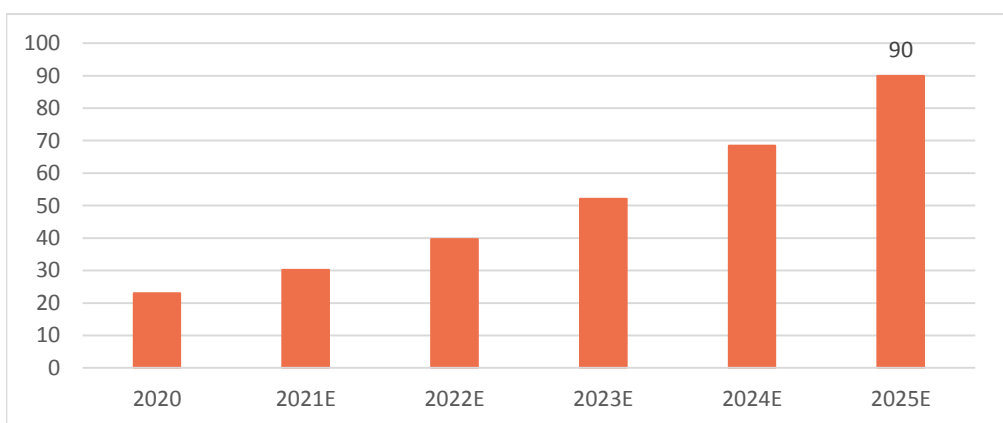
- ◆ 储能产业技术联盟发布的《储能产业研究白皮书 2021》数据显示，截至 2020 年底，全球投运储能项目累计装机规模 191.1GW，同比增长 3.4%，其中抽水蓄能的累计装机规模最大，为 172.5 GW，同比增长 0.9%，电化学储能的累计装机规模紧随其后，为 14.2 GW，同比去年新增将近 5 GW，相当于上一年新增量的 2 倍，实现了爆发式的增长，而在各类电化学储能技术中，锂离子电池的累计装机规模最大，为 13.1 GW (92%)；
- ◆ 随着中国宣布 2030 年风电、光伏发电总容量达到 1.2Twh 以上，宁德时代及 GGII 预计，全球配套储能需求量有望从 2020 年的 23GW 逐步提升至 2025 年的 90Gwh，年复合增速 31.37%。

图11：电化学储能装机规模及年增长率（Mw）



资料来源：CNESA，申港证券研究所

图12：储能装机需求总量预估（Gwh）



资料来源：宁德时代，GGII，申港证券研究所

预计 3C 消费、储能等非动力电池以及传统工业需求将持续推动锂需求回升，到 2025 年，分别拉动消费量 8.4、8.8、13 万吨碳酸锂当量，根据综合测算，2025 年全球锂需求有望突破 100 万吨碳酸锂当量。

表5：2021-2025 锂需求预估（万吨，折 LCE）

分类	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池	22.6	28.0	39.6	51.9	71.4
消费电池	7.3	7.7	8.1	8.3	8.4
储能电池	3	3.9	5.1	6.8	8.8
传统工业	12	12.2	12.5	12.7	13
锂需求总计	44.8	51.9	65.3	79.7	101.6

资料来源：中汽协，IEA，NADA，塔坚研究，GGII，CNESA，申港证券研究所

2.3 供给端新增有限 供需缺口持续扩大

锂资源供给端集中度较高，目前全球锂资源供给掌握在泰利森、SQM、ALB 等国际巨头手上，前五名供应量为 77%，而下游碳酸锂、氢氧化锂等锂的化合物等产品，供应前五名是 ALB、SQM、天齐锂业、赣峰锂业和 FMC，前五名占比约为 73%；

锂矿投资金额大、开发周期长，行业周期的变动对投资端的影响更加钝化：

- ◆ 经过 2019 年以来行业周期下行带来的并购和合并，澳洲锂资源供给方主要为泰利森、MRL、Pilbara Minerals、银河资源等公司，合计产量在 2021 年略有回落，但随着锂精矿价格持续走高，新项目投产与前期停产项目的复产有望推升 2023 年后的资源供给规模；
- ◆ 南美盐湖方面，锂资源供给方主要为 SQM、Livent、雅宝、Orocobre 以及美洲锂业，在上一轮锂资源价格回落以及疫情冲击的影响下，南美盐湖产能投放二度延后，新增产能投放不及预期，在建产能多数延后至 2022 年及以后投放，加上盐湖提锂开发与达产周期较长，对近几年锂资源供给的影响有限；

国内产能方面锂矿增幅大于盐湖，四川的锂辉石资源与江西的锂云母资源均稳步推进开发，川能动力新增产能、融捷股份以及永兴材料的扩产贡献了锂精矿供给的主要部分，产能增速较快；而锂资源储量占比高的盐湖产能复苏进度不及精矿，主因在于国内盐湖处于自然环境恶劣地区，同时含镁比例较高，工艺过程所需材料价格昂贵，盐湖锂企业基本处于稳定产出状态；

表6：锂资源主要供应商产量合计（万吨，折 LCE）

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
澳洲锂矿	21.4	20.6	22.1	32.0	53.6	57.7
Greenbushes-Talison	8.8	9.0	9.0	16.8	24.3	24.3
MT Marion-MRL	6.2	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
Wodgina-ALB	3.1	0	0	0	8.9	8.9
MT Cattlin-Galaxy Resources	1.3	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9
Pilgangoora(PLS)-Pilbara	2.1	3.7	4.9	5.9	7.7	9.5
MT Holland-SQM	0	0	0	0	2.3	4.7
Finniss-CORE	0	0	0	1.1	2.2	2.2
南美盐湖	16.5	16.5	23.0	32.2	37.2	40.9
Atcama-ALB,SQM	11.4	11.4	15.9	20.4	23.4	26.4
Hombre Muerto-Livent	3.9	3.9	3.9	4.8	5.7	5.7
Cauchari Olaroz-Orocobre	1.2	1.2	1.2	2.5	3	3.7

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Olaroz-赣锋锂业	0	0	2	4	4	4
Sal de Vida-Galaxy Resources	0.0	0.0	0.0	0.6	1.1	1.1
中国锂矿	3	4.6	5.9	8.8	11.1	11.1
业隆沟-盛新锂能	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
甲基卡-融捷股份	1	1	1	2	4.1	4.1
李家沟-川能动力	0	1.1	1.1	2.3	2.3	2.3
狮子岭-江特电机	0.8	1	1	1	1	1
化山瓷石-永兴材料	0.9	1	2.3	3	3.2	3.2
中国盐湖	6	7	8	8.2	9.1	9.3
察尔汗盐湖-蓝科锂业等	1.7	2.7	3.7	3.7	3.7	3.7
东台吉乃尔-青海锂资源	1.2	1.2	1.2	1.2	1.7	1.7
西台吉乃尔-中信国安	1.1	1.1	1.1	1.3	1.7	1.9
一里坪盐湖-赣锋锂业	1	1	1	1	1	1
其他盐湖	1	1	1	1	1	1
中国合计	9	11.6	13.9	17	20.2	20.4
锂主要供应量合计	46.9	48.7	59.0	81.2	111	119

资料来源：公司公告，申港证券研究所

综合来看，锂盐供需形势仍在剧烈变动，主要需求端动力电池部分经历了自年初以来不断大幅上修的过程，新能源汽车补贴退坡并未影响终端需求的旺盛复苏势头，目前需求端快速增长，同时前期锂盐产品价格大跌压制锂资源投资端，供给复苏仍需时日，我们判断 **2023 年前锂盐有望持续处于阶段性错配阶段，推动锂盐价格不断走强，同时供给端仍有疫情冲击、有效锂矿资源总量、锂盐产能达产进度受限等实际因素的制约，需求高增将成为推动锂价长期上涨过程的关键因素，同时价格波动节奏受到投产进度的影响有所调整。**

表7：全球锂资源供需平衡数据汇总（万吨，折 LCE）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
供给：合计	48.7	59.1	81.2	111	119
需求：合计	44.8	51.9	65.3	79.7	101.6
供需缺口（供给-需求）	3.9	7.2	15.9	31.3	17.4

资料来源：公司公告，中汽协，GGII，CNESA，申港证券研究所

2.4 地方政策扶持+需求方进驻 协作提升效能

江西宜春持续推动锂电池、新能源车产业链加速布局，宜春市作为落地锂资源开发的关键主体，自 2009 年起大力发展锂电新能源产业，推动产业优化升级，先后编制了《宜春市锂电新能源产业发展规划》，制定了《关于加快锂电新能源产业发展的决定》，建立了总规划面积达 20 平方公里的全国第一个锂电产业园。同时，江西省政府将“清洁汽车及动力电池”列为 10 个优势高新技术产业之一，将锂电产业列为 10 个国家级高新技术产业特色基地的培育对象之一。该市提出，力争用 5 年左右时间，使整个锂电新能源产业的产值达到 1000 亿元以上，把宜春打造成名副其实的“亚洲锂都”。

宁德时代积极布局宜春锂资源，作为全球动力电池的绝对龙头，宁德时代在此前对

澳洲、加拿大锂矿企业投资增资的基础上，与主要的资源供应商开展大范围的资本合作，保障资源的有效供应，7月30日，江西省政府与宁德时代新能源科技股份有限公司在南昌签署战略合作框架协议，该项目不仅是迄今为止宜春总投资额最大、一次性固投最多的项目。也是江西省有史以来单体投资最大的高科技新能源产业招商项目，宁德时代新能源科技股份有限公司将在宜春经济技术开发区和相关县市区建设新型锂电池生产制造基地及**相应碳酸锂等上游材料**生产基地，带动上下游产业链企业落户宜春。

- ◆ 在与宁德时代签约仪式上，省长易炼红表示希望宁德时代加快在江西的锂电池生产制造基地建设，协调推动产业链相关企业来江西投资，加强双方在可再生能源发电、新能源汽车、智慧交通、先进储能等领域的战略合作，助力江西**尽早实现锂电新能源产业规模超千亿元目标，成为全国新能源新材料产业重要基地，打造全国零碳产业集聚高地和全国碳达峰碳中和先行示范省。**

国轩高科也加快布局宜春锂云母资源，8月3日国轩高科股份有限公司在宜春市分别与宜丰县人民政府、奉新县人民政府正式签约，标志着国轩高科在宜丰、奉新两地投资建设的碳酸锂项目正式启航，预计项目全部达产后，预计年产碳酸锂 10 万吨，年产值过 100 亿元，详情如下：

- ◆ 根据协议，宜丰县锂电材料综合开发项目位于宜丰工业园区，占地 600 亩，分两期建设，一期主要包括年产 2 万吨锂电材料制备及其年产 300 万吨采选矿综合开发利用，二期主要包括年产 3 万吨锂电材料制备及其年产 500 万吨采选矿综合开发利用。项目全部达产后，预计实现年产值 50 亿元。项目一期将于今年第三季度动工，2022 年底前投产。
- ◆ 奉新县新能源材料综合开发项目位于奉新高新技术产业园区，项目占地 600 亩，分两期建设，一期主要包括年产 2 万吨锂电材料制备及其年产 300 万吨采选矿综合开发利用，二期主要包括年产 3 万吨锂电材料制备及其年产 500 万吨采选矿综合开发利用。项目全部达产后，预计实现年产值 50 亿元。一期项目计划年内动工，18 个月竣工投产。

宁德与国轩的持续投资，一方面是对云母提锂产品品质的认可，另一方面电池厂扩建将增加对碳酸锂需求，也有利于区域内公司云母提锂技术及管理水平的进一步提升，随着下游电池产业链的协作推进，后续需求拉动下的矿端勘测、采选以及锂盐产能有望加速扩张，结合公司矿区未勘探区域多，未来市场想象空间巨大。

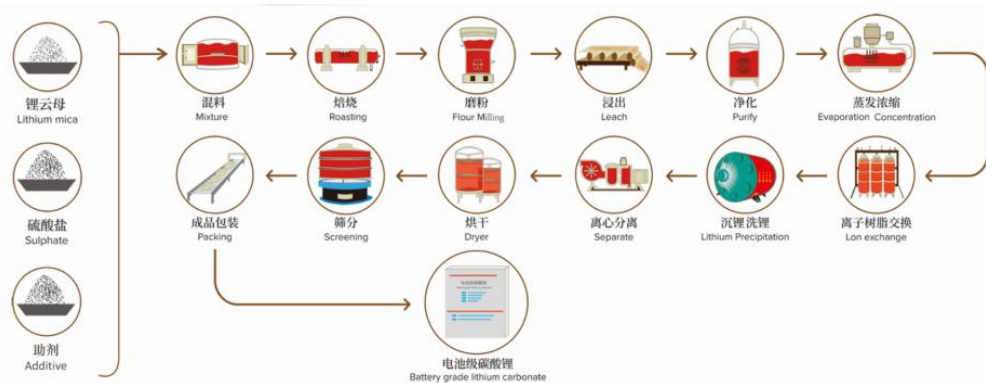
3. 技术革新显著增效 未来仍有降本空间

3.1 掌握云母提锂核心科技

公司提锂产线自 2020 年第三季度正式商业化生产到年底，吨碳酸锂成本快速降至 3.5 万元/吨以下，展现出较强的成本压缩能力，根据公司财报，2021H1 碳酸锂业务单吨营业成本为 36355.46 元/吨(不含增值税、不含四费)，虽然受能源、纯碱以及外购锂矿涨价影响，成本略有回升，但仍位于行业绝对低位，究其原因，主要在于公司已掌握锂云母提锂的核心技术与工艺，包括复合盐低温焙烧技术与固氟技术的融合、先成形后隧道窑焙烧的工艺、优化燃烧工艺、改进沉锂工艺等，这些技术与工艺将有效帮助公司在提锂过程中控制总物料量，提高锂的收率，并有效减缓设备腐蚀，降低设备维护成本，具体如下所示：

- ◆ **复合盐低温焙烧技术与固氟技术**: 由于锂云母含钾、铝、硅、氟等杂质含量较高, 除杂过程复杂、渣量产出大, 同时与锂辉石相比其原矿品位低, 选矿后氧化铝含量也偏低, 因而长期未能实现量产, 在 2018-2019 年硫酸盐焙烧法解决了上述问题后, 云母提锂公司均转向使用该工艺, 与其他三家主要的云母提锂公司相比, 永兴材料利用了低温技术降低能耗, 同时助剂的使用改善固氟效率, 固氟率达 99.5% 以上, 大大减少设备腐蚀;
- ◆ **隧道窑焙烧**: 公司火法段采用先成型后隧道窑焙烧工艺, 与回转窑相比, 隧道窑能够提供更长的反应区域, 同时由于隧道相对固定, 对长反应区域的温度控制更精准稳定, 有利于锂的转化反应的同时, 进一步降低能耗, 另外, 由于反应更为充分, 隧道窑工艺可以大幅提升锂的浸出率, 目前区域内部分公司也在逐步跟进, 而永兴材料仍然是技术引领者;
- ◆ **优化燃烧工艺**: 在焙烧过程中, 调整优化燃烧工艺, 配合 MVR 节能蒸发浓缩装置, 实现了母液蒸发浓缩自产混合盐循环利用, 使辅料成本大幅下降, 湿法段过程中硫酸盐成本折算后一般在 1000-3000 元/吨 LCE, 而通过对混合盐的循环利用, 可以实现循环生产, 不再外购硫酸盐;
- ◆ **改进沉锂工艺**: 在冶炼碳酸锂工艺的湿法段, 公司进一步改进沉锂工艺流程, 跳过碳化过程, 一步法得到电池级碳酸锂, 缩短了工艺流程, 促进电池级碳酸锂综合成本进一步下降;

图13: 公司提锂工艺流程



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

3.2 降本措施多管齐下 目标选矿零成本

公司依托于自有的采矿、选矿到碳酸锂深加工的全产业链, 原材料成本较为固定, 整体降本目标为锂精矿选矿零成本, 即副产品收入抵消选矿成本:

- ◆ 锂电新能源与特钢新材料均属于制造业, 公司在特钢新材料领域具有的丰富经验及长期积淀, 为锂电新能源业务在能耗、成本管控、工艺研发、内部管理、设备维护等方面提供帮助;
- ◆ 公司采用的工艺路线有利于实现锂云母资源的综合利用, 在提锂过程中可以同时生产出长石、钽铌精矿、冶炼渣等可出售的副产品, 最大限度降低生产成本, 进一步提升经济效益, 具体来看, 吨碳酸锂可对应产出 90 吨左右的长石, 目前均价为 45 元/吨左右, 将其中含量 30% 的石英分离后, 石英部分售价可提升至 200 元/吨水平, 同时分离后的长石售价也将提升至 80-90 元/吨, 实现整体副产品收

益增厚，目前钽铌精矿对应原矿的实际产出在万分之二左右，而冶炼渣目前仍未实现有效销售，暂不计入；

表8：副产品收入情况

品类	用途	预估成本贡献（吨碳酸锂）
钽铌锡	电子、化学、合金	产值较小
长石/石英	玻陶原料，宜春地区是中国第二大陶瓷基地	由 4500 元/吨 LCE 提升至 10755 元/吨 LCE
冶炼渣	水泥添加剂以及制砖	待发掘

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.3 后续成本仍有下降空间

从技术突破、试运行到最终的量产，云母提锂成本持续回落，考虑到副产品收益情况，目前公司成本已经进入行业偏低成本区：

表9：单吨碳酸锂生产成本（不含增值税，不含四费）

项目	2020Q3	2020Q4	2021H1
产量（吨）	2,776	3,224	5448
碳酸锂生产成本（万元）	9,967	10,673	19,806
单吨碳酸锂生产成本（元）	35,905	33,109	36,355

资料来源：公司公告，申港证券研究所

后续公司提锂成本仍有继续下降的空间，主要原因有以下几方面：

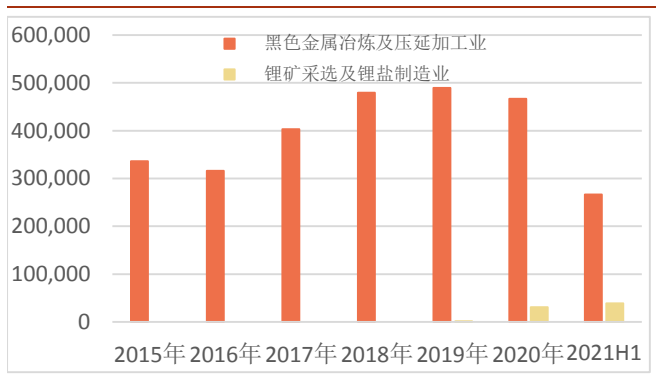
- ◆ **规模效应：**根据公司持续扩产计划，在选矿产能匹配的同时，碳酸锂年产能将由 1 万吨逐步增至 3-5 万吨（公司表示待二期项目建设基本完成，锂盐市场处于比较稳定的情况下，会着手三期规划），规模的快速提升有望摊薄单吨成本；以现有项目为例，公司年产 1 万吨电池级碳酸锂项目投资超过 5 亿，而二期年产 2 万吨电池级碳酸锂项目投资也基本相当，在年产 2 万吨电池级碳酸锂项目达产后单吨折旧成本会下降。
- ◆ **产线革新与技术进步：**现有 1 万吨电池级碳酸锂项目包括一条 5000 吨的隧道窑和一条 5000 吨的回转窑，按照运行情况来看隧道窑在成本方面相比回转窑有优势，二期年产 2 万吨电池级碳酸锂项目为两条 10000 吨的隧道窑，投产后成本也会有降低；从过往三年的技术进步情况可以看出，公司仍在提锂工艺、浸出效率以及副产品利用方面进行拓展，对稀有伴生金属的进一步利用有望持续削减综合成本，例如选矿环节对长石产品的分离开发以及对冶炼环节的铷铯等副产品的生产；
- ◆ **资源自给率提升：**随着效益的提升，后续公司有更多的资源用于勘探开发，待开发区域的储量释放以及选矿产能的进一步提升将显著降低公司外购精矿的比例，自给率的提升将显著降低原料成本；

4. 油气复苏带来不锈钢业务稳步增长

4.1 不锈钢业务为公司盈利压舱石

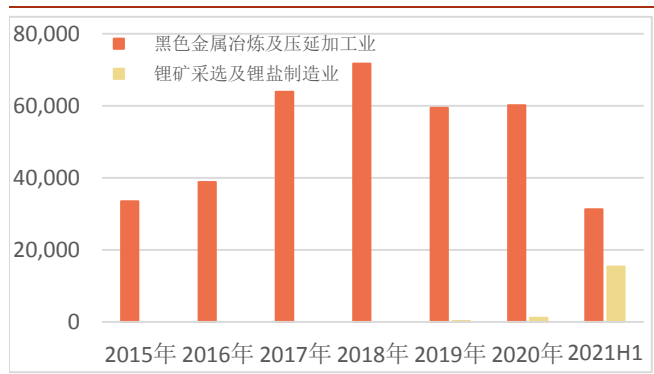
公司目前主营业务仍然为特钢新材料，产品为不锈钢线棒材，粗钢产能为 35 万吨/年，采取以销定产的经营模式，产销量基本一致，主要产品包括奥氏体不锈钢棒线材、超级奥氏体不锈钢棒材、双相不锈钢棒线材、镍基铁镍基棒线材，广泛应用于油气开采与炼化、电力装备制造（火电、核电）、交通装备制造（汽车、船舶、高铁、航天）、国防军工等高端装备制造领域；从过往财报可以看出，黑色金属冶炼及压延加工业仍是公司营收与利润的主要来源，2021 年半年报中该业务营收占比为 87.4%，毛利占比为 67%；

图14：公司主营收入构成（万元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图15：公司毛利构成（万元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司为国内不锈钢线棒材龙头，目前我国不锈钢产能占全球产能 50% 以上，行业集中度较高，总体竞争较为激烈，头部企业包括青山集团、太钢不锈等。国内规模以上不锈钢企业中，板材生产企业居多，产能占比约 90%，长材生产企业产能占比约为 10%；在棒线材领域公司国内市场占有率长期稳居第二；

表10：不锈钢棒线材行业公司产量（万吨）

公司名称	2019 年度产量	产量占比
青山集团	219.3	53.5%
永兴材料	29.7	7.2%
福建吴航	27.1	6.6%
东北特钢	13.6	3.3%
华新丽华	12.6	3.1%
合计	302.3	73.7%

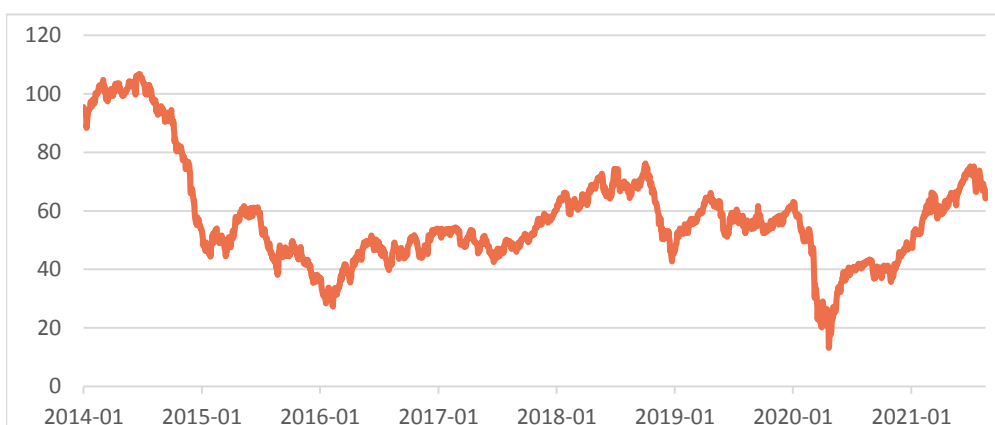
资料来源：永兴材料转债说明书，申港证券研究所

我国不锈钢供应端快速增长，根据中国特钢协会的统计数据，我国不锈钢粗钢产量自 2013 年的 1898.4 万吨增长到 2020 年的 3013.9 万吨，占世界不锈钢粗钢总产量的比重由 2013 年的 49.30% 上升到 2020 年的 59.22%；未来仍有较多不锈钢新增产能逐步投产，据 Mysteel 统计，2021、2022 年我国预计分别新增不锈钢粗钢产能 356 万吨、219 万吨，公司主营产品主要为中高端不锈钢长材，壁垒较高，棒线材细分领域新增产能主要为福建青拓的 130 万吨产能释放，行业整体供给处于稳定回升状态；

需求端来看，油价回升与行业复苏持续，2020年初疫情对工业品需求形成全面压制，油气行业受制于交运全面停摆，油价大幅回落，自2020年四季度起，随着疫情形势逐步好转以及防控政策边际放松，油价开始显著反弹，由于欧美服务业复苏普遍晚于耐用品及非耐用品消费，油价的反弹时点以及反弹幅度均有所延后，但行业复苏态势仍在持续；

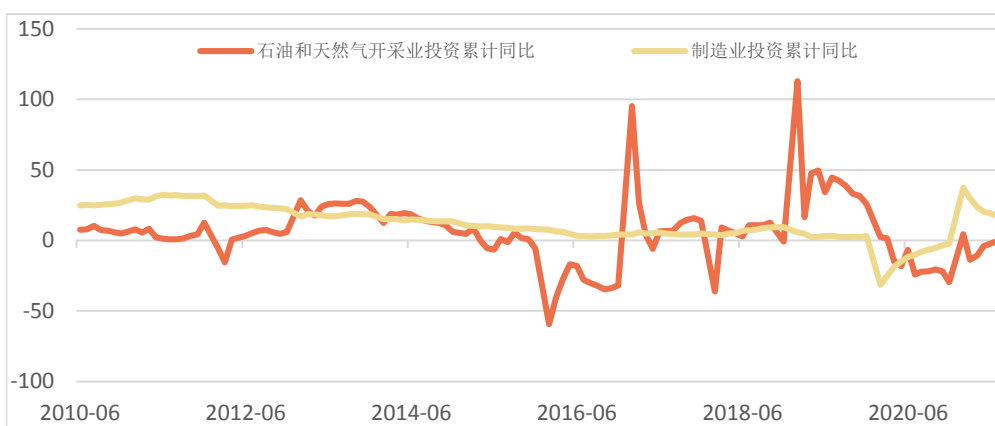
随着油价的不断回升，行业企业资本开支意愿逐步增强，国内油气行业固定资产投资自底部反弹，提振下游不锈钢长材需求的回升；另外，制造业投资增速的逐步回升以及相关政策呵护态度也支撑下游机械装备、电力制造等领域需求持续上行；

图16：NYMEX 轻质原油活跃合约收盘价（美元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图17：油气行业投资与制造业投资累计同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

特钢品种对产品质量的要求高，公司竞争壁垒强，公司生产的不锈钢及特殊合金棒线材，主要应用于装备制造领域的关键部件，由于应用领域的特殊性，终端用户对采购产品的材质、性能和质量稳定性有很高要求。公司在终端行业核心用户往往需要通过合格供应商认证的形式确保采购来源的可靠性和稳定性，这种认证不仅直接对其上游产品提出要求，而且对其上游企业产品使用的基础材料提出明确指定要求。合格供应商一旦确定，新的供应商短期内较难进入，从而在一定程度上形成了供应商认证壁垒；

表11：公司产品认证情况

公司产品已获认证列表

中国方圆标志认证集团认证的质量、环境、职业健康、能源四体系认证

德国莱茵 (TÜV)、中国船级社 (CCS)、挪威船级社 (DNV)、英国劳氏船级社 (LR)、美国船级社 (ABS) 认证

中国石油化工集团公司、东方电气集团东方锅炉股份有限公司、哈尔滨锅炉厂有限责任公司、上海锅炉厂有限公司等终端行业核心用户对原材料供应商认证

汽车行业 TS16949 和 APISPECQ1 美国石油协会质量体系等认证

资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司积极提升产量与产品附加值，专注推进高端制造项目：

- ◆ 2020 年高性能不锈钢连铸系统升级改造项目顺利投产达产，月均产量相比技改前提升约 50%，并与后道轧钢形成联动，有效促进了年产 25 万吨高品质不锈钢和特种合金棒线项目生产效率和轧制量的提升；
- ◆ 公司通过新增 VD 炉及完善相应工艺，有效提升部分特殊钢种产品品质，并实现非电渣料替代电渣料，降低生产成本；改进 321 钢种连浇工艺，实现多炉连浇，提升生产效率并降低成本；对线材表面质量开展专项攻关，303 系列、314 系列等钢种首检合格率明显提升。

表12：不锈钢产量快速提升（吨）

		第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
产量	2020 年	54,294	78,550	84,317	78,329
	2019 年	71,850	76,070	74,463	74,546
销量	2020 年	55,868	77,188	81,347	76,776
	2019 年	70,563	75,217	72,660	71,651

资料来源：公司公告，申港证券研究所

4.2 营收换挡提速 锂电业务已成公司新增长点

根据公司公告，2021 年以来公司围绕“特钢新材料做精做强、锂电新能源形成规模”的目标，坚持“特钢新材料+锂电新能源”双主业发展战略，**锂电新能源业务已成为公司新的利润增长点**，双轮驱动优势逐步显现：

- ◆ 根据公司最新财报，2021 年上半年公司实现营业收入 30.47 亿元，同比增长 36.39%，实现归属于上市公司股东净利润 3.03 亿元，同比增长 85.31%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.43 亿元，同比增长 136.31%。
- ◆ 其中特钢新材料业务实现销量 15.19 万吨，同比增长 14.16%；实现营业收入 26.62 亿元，同比增长 23.80%；归属于上市公司股东净利润 1.95 亿元，同比增长 19.19%；锂电新能源业务实现碳酸锂销量 5448 吨，实现营业收入 3.85 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.08 亿元。**锂电新能源业务对公司半年度业绩贡献已达到 35.68%。**

5. 盈利预测与投资建议

基于以下主要假设条件进行盈利预测，对公司主要产品销量、单价、毛利的预测如

下:

特钢新材料业务方面:

- ◆ 公司依托新建高性能不锈钢连铸系统升级改造项目及年产 25 万吨高品质不锈钢及特种合金棒线项目, 自 2020 年 Q2 开始不锈钢棒线材销量逐级提升, 根据公司半年报, 2021H1 实现销量 15.19 万吨, 同比增长 14.16%, 根据公司“特钢业务维持基本稳定、目标定位于结构调整”的战略, 综合考虑 2020Q1 的疫情影响因素, 给予 2021、2022、2023 年不锈钢棒线材产量预估分别为 31 万吨、31 万吨、32 万吨;
- ◆ 2021 年不锈钢整体售价大幅上涨, 截至 8 月 20 日青山集团不锈钢棒材售价均价同比 2021 年全年均价上涨 15%, 考虑到碳政策对供给端的压缩以及短流程企业的利好, 保守预估 2021 年不锈钢棒线材整体均价同比上涨 15%, 后续产线革新与产品附加值的提升将持续, 给予 2022-2023 年各 2% 的价格涨幅;
- ◆ 相对于自铁矿开始的长流程不锈钢生产企业, 公司采用的短流程工艺产品对价格的反应更加敏感, 同时其毛利相对稳定, 2021 年铁矿价格持续大幅回落, 镍价回升, 废不锈钢价格温和上涨, 预计公司 2021-2023 年不锈钢产品毛利由 2020 年的 13% 左右提升至 15-16% 区间;

锂电新能源业务方面:

- ◆ 根据公司定期财报与公开披露信息, 在已有 1 万吨电池级碳酸锂产能的基础上, 2022Q1、Q2 各建成 1 万吨产线并快速达产, 公司 2021H1 产量为 5448 吨, 下半年产出节奏略加速 10%, 2021 年产量预估为 1.14 万吨, 在 2022 年新产线建成投产后, 预计在已有 3 万吨产能的背景下, 2022 年、2023 年分别产出 2.5 万吨、3 万吨电池级碳酸锂; 事实上公司公开披露信息显示在一、二期产能投产顺利及产品价格基本稳定的背景下, 公司将继续推进三期项目实施, 以二期项目为例, 2021 年 2 月立项到 2022 年一季度开始投产, 整体投产周期在一年到一年半左右, 上述产量为保守估计, 未纳入后续有望立项的三期 2 万吨产能;
- ◆ 锂盐供需形势仍在剧烈变动, 主要需求端动力电池部分自年初以来不断大幅上修, 国内新能源汽车补贴退坡并未影响到终端需求的旺盛复苏势头, 目前需求端快速增长, 同时前期锂盐产品价格大跌压制锂资源投资端, 供给复苏仍需时日, 我们判断 2023 年前锂盐有望持续处于阶段性错配阶段, 推动锂盐价格不断走强, 2021 年电池级碳酸锂价格保守预估为当前八月均价持续至年底条件下的年度均值, 均价同比上涨 171%, 2022、2023 年均价分别上涨 10%、5%;
- ◆ 公司 2021H1 矿端对外依存度在 15% 左右, 预计下半年该比例将随着选矿能力提升回落至 10%, 但由于 2022 年上半年新产线投产与选矿产能或将出现短时不匹配现象, 依存度将略有回升, 下半年进入正轨, 预估公司 2021-2023 年矿石自给率分别为 87.5%、90%、100%, 随着自给率的提升、新产能对折旧的摊薄以及先进工艺占比的提升, 成本端有望继续下降; 根据我们对 2020 年 Q3、Q4 以及 2021 年 H1 吨碳酸锂成本的跟踪, 预估 2021 年吨碳酸锂成本 (不含增值税、不含四费) 为 3.7 万/吨, 较上半年的 3.64 万/吨有所提升, 主因为纯碱下半年或将继续上涨, 以 8 月最高价为年度均价测算, 拉动全年生产成本较上半年继续提升 600 元/吨; 在锂矿石自给率提升, 以及能耗、纯碱等原料端小幅回升的综合影响下, 预估 2022-2023 年成本保持基本稳定; 碳酸锂业务毛利将自 2021 年的 50% 左右

提升至 55% 以上；

表13：公司业务拆分与盈利预测

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
营收（百万元）	4,794.35	4,909.42	4,973.13	6,573.29	8,551.78	9,715.53
营收增长率		2.4%	1.3%	32.2%	30.1%	13.6%
其中，黑色金属冶炼及压延加工业	4,794.35	4,893.86	4,666.12	5,712.88	5,827.14	6,135.41
其中，锂矿采选及锂盐制造业	-	15.56	307.01	932.55	2,282.90	2,872.22
成本（百万元）	4,077.44	4,312.15	4,360.06	5,077.17	5,954.63	6,474.94
其中，黑色金属冶炼及压延加工业	4,077.44	4,299.29	4,064.82	4,760.31	4,903.12	5,213.13
其中，锂矿采选及锂盐制造业	-	12.86	295.24	477.28	1,066.51	1,279.81
毛利（百万元）	716.91	597.28	613.06	1,496.12	2,597.15	3,240.59
其中，黑色金属冶炼及压延加工业	716.91	594.57	601.3	952.57	924.01	922.28
其中，锂矿采选及锂盐制造业	-	2.7	11.76	455.28	1,216.39	1,592.41
毛利率（%）		12.2%	12.3%	22.8%	30.4%	33.4%
其中，黑色金属冶炼及压延加工业	14.95%	12.15%	12.89%	16.67%	15.86%	15.03%
其中，锂矿采选及锂盐制造业	-	17.37%	3.83%	48.82%	53.28%	55.44%

资料来源：Wind，申港证券研究所

由于公司两大主业所处赛道显著不同，且业务增速与市场空间也有较大差别，我们使用分部估值法对公司合理价值进行预估：

黑色金属冶炼及压延加工业部分主要产品为不锈钢棒线材，属于黑色金属冶炼及延展加工行业，根据上述估算，该业务 2021 年对应的归母净利为 5.98 亿元，参照甬金股份、久立特材两家特钢企业在 2021 年 WIND 一致性预期 PE 18.64、18.16 的市值加权后均值作为参考，给予 18.35 倍估值，对应不锈钢业务价值为 109.76 亿元；

锂矿采选及锂盐制造业务主要产品为碳酸锂，根据我们预估，该业务 2021 年对应的归母净利为 2.86 亿元，目前电池级碳酸锂价格已经回升至 10 万元/吨上方，行业呈现出高景气特征，参照可比锂矿提锂公司江特电机、赣锋锂业、天齐锂业在 2021 年 WIND 一致性预期 PE 72.29、118.38、290.17，鉴于公司产能扩张的同时，资源自给率也在逐步提升，业绩弹性更高，因而参照龙头赣锋锂业给予 120 倍估值，对应锂电新能源业务的价值为 343.2 亿元；

表14：公司黑色金属冶炼及压延加工及锂矿采选及锂盐制造业务的可比公司估值表（截至 2021 年 8 月 23 日）

证券代码	证券简称	参考总市值 (亿元)	一致性预期 PE			一致性预期 EPS			最新收盘价 (元/股)
			2021 年	2022 年	2023 年	2021 年	2022 年	2023 年	
002756.SZ	永兴材料	369.41	48.31	30.48	24.26	1.83	2.91	3.51	91
603995.SH	甬金股份	105.89	18.64	13.21	9.98	2.5	3.48	4.6	45.42
002318.SZ	久立特材	157.32	18.16	16.03	14.29	0.87	1.01	1.09	16.1
002176.SZ	江特电机	414.98	72.29	27.96	19.99	0.34	0.87	1.22	24.32
002460.SZ	赣锋锂业	2659.34	118.38	81.62	62.08	1.52	2.04	2.53	185
002466.SZ	天齐锂业	1,760.7	290.17	125.58	85.66	0.43	1.01	1.53	119.20

资料来源：Wind，申港证券研究所

预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 8.8 亿/16.9 亿/21.5 亿，对应 EPS 为 2.18/4.15/5.29 元，结合上述预估，2021 年公司业务分部估值加总为 452.96 亿元，对应公司合理股价为 111.58 元/股，对应 2021 年的 PE 为 51.24 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

锂盐产能扩建项目投放不及预期，锂盐需求扩张有限，不锈钢价格不及预期；

表15: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元				资产负债表		单位:百万元			
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4909	4973	6573	8552	9716	流动资产合计	2162	2980	3574	4307	4743
营业成本	4312	4360	5077	5955	6475	货币资金	652	1417	1872	2436	2767
营业税金及附加	48	36	48	62	71	应收账款	164	121	160	208	236
营业费用	46	47	62	81	92	其他应收款	7	0	0	0	1
管理费用	73	80	105	137	155	预付款项	22	29	36	45	55
研发费用	162	161	177	194	214	存货	448	557	648	760	827
财务费用	-8	-5	1	19	28	其他流动资产	58	75	75	75	75
资产减值损失	-46.53	-29.42	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	2380	2381	2284	2188	2093
公允价值变动收益	-0.11	0.98	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	264	263	263	263	263
投资净收益	-6.68	-9.50	0.00	0.00	0.00	固定资产	980.95	1700.39	1664.74	1609.04	1543.54
营业利润	415	326	1103	2104	2680	无形资产	242	241	217	195	176
营业外收入	0.35	0.49	0.00	0.00	0.00	商誉	103	73	73	73	73
营业外支出	2.13	5.02	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	8	12	12	12	12
利润总额	413	321	1103	2104	2680	资产总计	4542	5362	5858	6495	6836
所得税	73	64	219	417	532	流动负债合计	777	1119	1455	1858	1915
净利润	340	257	884	1687	2149	短期借款	50	0	267	576	595
少数股东损益	-3	-1	0	0	0	应付账款	507	629	723	848	922
归属母公司净利润	344	258	884	1687	2149	预收款项	32	4	-20	-52	-87
EBITDA	754	691	1211	2228	2813	一年内到期的非流动负债	74	171	171	171	171
EPS（元）	0.95	0.72	2.18	4.15	5.29	非流动负债合计	308	149	136	155	167
主要财务比率						长期借款	164	0	0	0	0
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	1085	1267	1590	2013	2082
营业收入增长	2.40%	1.30%	32.18%	30.10%	13.61%	少数股东权益	66	66	66	66	66
营业利润增长	-7.84%	-21.48%	238.66%	90.76%	27.41%	实收资本（或股本）	360	394	406	406	406
归属于母公司净利润增长	242.68%	90.76%	242.68%	90.76%	27.41%	资本公积	825	1340	1340	1340	1340
获利能力						未分配利润	1854	1915	966	-845	-3152
毛利率(%)	12.17%	12.33%	22.76%	30.37%	33.35%	归属母公司股东权益合计	3391	4028	4141	4355	4628
净利率(%)	6.93%	5.18%	13.45%	19.72%	22.12%	负债和所有者权益	4542	5362	5858	6495	6836
总资产净利润(%)	7.56%	4.81%	15.09%	25.97%	31.43%	现金流量表		单位:百万元			
ROE(%)	10.13%	6.41%	21.35%	38.72%	46.43%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
偿债能力						经营活动现金流	345	549	913	1736	2215
资产负债率(%)	24%	24%	27%	31%	30%	净利润	340	257	884	1687	2149
流动比率						折旧摊销	347.29	369.84	0.00	84.38	84.84
速动比率						财务费用	-8	-5	1	19	28
营运能力						应付帐款减少	0	0	-39	-48	-28
总资产周转率	1.10	1.00	1.17	1.38	1.46	预收帐款增加	0	0	-24	-31	-36
应收账款周转率	30	35	47	46	44	投资活动现金流	38	-51	-10	-10	-10
应付账款周转率	10.95	8.75	9.72	10.89	10.98	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.95	0.72	2.18	4.15	5.29	投资收益	-7	-10	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.58	1.95	1.12	1.39	0.82	筹资活动现金流	-176	270	-447	-1162	-1874
每股净资产(最新摊薄)	9.42	10.23	10.20	10.73	11.40	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	91.19	120.32	39.78	20.85	16.37	普通股增加	0	34	12	0	0
P/B	9.20	8.47	8.49	8.07	7.60	资本公积增加	0	515	0	0	0
EV/EBITDA	40.89	47.57	27.85	15.02	11.79	现金净增加额	207	768	456	564	331

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

高亢，上海交通大学硕士，曾就职于多家期货公司负责黑色金属产业链分析工作，擅长从产业细节研究中发掘投资机会，2021年1月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上