

融捷股份 (002192.SZ) 买入 (首次评级)

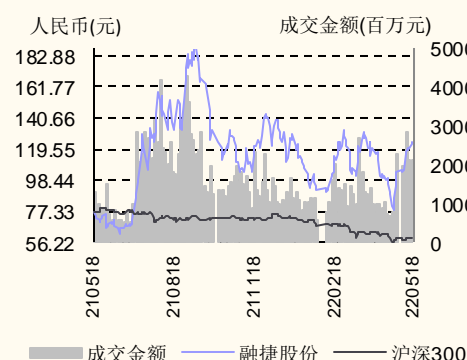
公司深度研究

市场价格 (人民币): 123.70 元

目标价格 (人民币): 174.02 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.60
已上市流通 A 股(亿股)	2.59
总市值(亿元)	321.19
年内股价最高最低(元)	187.80/61.66
沪深 300 指数	3992
深证成指	11208



加速成长中的川矿资源小龙头

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	390	921	3,757	4,989	5,590
营业收入增长率	44.53%	136.09%	308.15%	32.77%	12.05%
归母净利润(百万元)	21	68	2,007	3,012	3,489
归母净利润增长率	-106.45%	224.49%	2838.36%	50.12%	15.82%
摊薄每股收益(元)	0.081	0.263	7.728	11.601	13.436
每股经营性现金流净额	-0.06	0.46	2.25	7.33	9.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.69%	10.75%	109.10%	82.61%	60.78%
P/E	505.87	494.87	16.01	10.66	9.21
P/B	18.69	53.20	17.46	8.81	5.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **聚焦锂产业链发展。**公司 09 年并购进入锂行业, 经历多次转型, 目前全资子公司融达锂业从事锂矿采选业务; 参股 40%成都融捷锂业享受投资收益; 控股 80%长和华锂从事锂盐加工业务; 控股 55%东莞德瑞从事锂电设备业务。受益锂价上涨, 22Q1 公司归母净利润同增 13996%, 盈利大幅改善。
- **全年锂供需紧平衡, 自主可控逻辑再度发酵。**22 年供需紧平衡确定, 预测国内供给 53.3 万吨, 需求 55.9 万吨, 缺口 2.6 万吨, 全年均价 45-50 万元/吨。国内自主可控逻辑持续发酵, 川矿资源禀赋优异, 《甘孜州矿产资源总体规划 (2021 年-2025 年)》征求意见稿等政策推动川矿资源加速开发。
- **锂矿采选: 坐拥甲基卡优质资源, 选矿项目亟待批复。**融达锂业拥有甲基卡 134 号脉采矿权, 其资源储量 2899.5 万吨, 平均品位超过 1.42%。融达锂业此前由于扩产征地受阻等因素导致 14-18 年处于停产状态, 19 年 6 月复产后目前年产能 45 万吨, 折锂精矿 7-8 万吨。公司在鸳鸯坝计划扩建 250 万吨/年选矿产能, 折锂精矿约 47 万吨, 建设周期 1 年, 目前等待上位规划环评批复后向甘孜州生态环境局正式申报, 力争年内开始主体工程建设。
- **锂盐加工: 成都融捷锂业 2 万吨产能将投产, 长和华锂与比亚迪达成合作。**成都融捷锂业一期 2 万吨产能已进入试生产阶段, 22Q2 有望正式投产, 其原料精矿主要来自关联方融达锂业, 22Q1 融捷锂业贡献投资收益 2.06 亿元。长和华锂目前年产能 0.48 万吨, 20 年长和华锂向关联方比亚迪供应锂盐产品, 21 年合同交易额 1.8 亿元, 预计 22 年交易额将达到 4 亿元。
- **锂电设备: 东莞德瑞与比亚迪深度绑定。**14 年公司并购东莞德瑞进入锂电设备领域, 19 年东莞德瑞向关联方比亚迪出售锂电设备, 19-21 年合同交易额分别为 0.82 亿元、0.76 亿元、2.63 亿元, 预计 22 年交易额为 6 亿元。

盈利预测&投资建议

- 预计 22-24 年归母净利润分别为 20.07 亿元、30.12 亿元、34.89 亿元, EPS 分别为 7.73 元、11.60 元、13.44 元, PE 分别为 16 倍、11 倍、9 倍。考虑国内川矿资源稀缺性+公司 23-24 年自有矿增量显著, 给予 23 年 15 倍 PE, 市值 452 亿元, 目标价 174.02 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期; 锂矿外部环境风险; 扩产进度不及预期等。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
 niwenyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、转型一波三折，聚焦锂产业链发展	4
二、全年供需紧平衡，自主可控逻辑再度发酵	5
2.1 全年供需紧平衡确定，锂价高位维持	6
2.2 国内自主可控逻辑持续发酵，川矿资源加速开发	7
三、精矿产能快速扩张，锂盐投资收益显著增长	9
3.1 锂矿采选：坐拥甲基卡锂矿资源，250 万吨选矿项目亟待审批	9
3.2 锂盐加工：成都融捷锂业 2 万吨产能即将投产	13
3.3 锂电设备：东莞德瑞与比亚迪深度绑定	14
四、盈利预测&投资建议	15
五、风险提示	17

图表目录

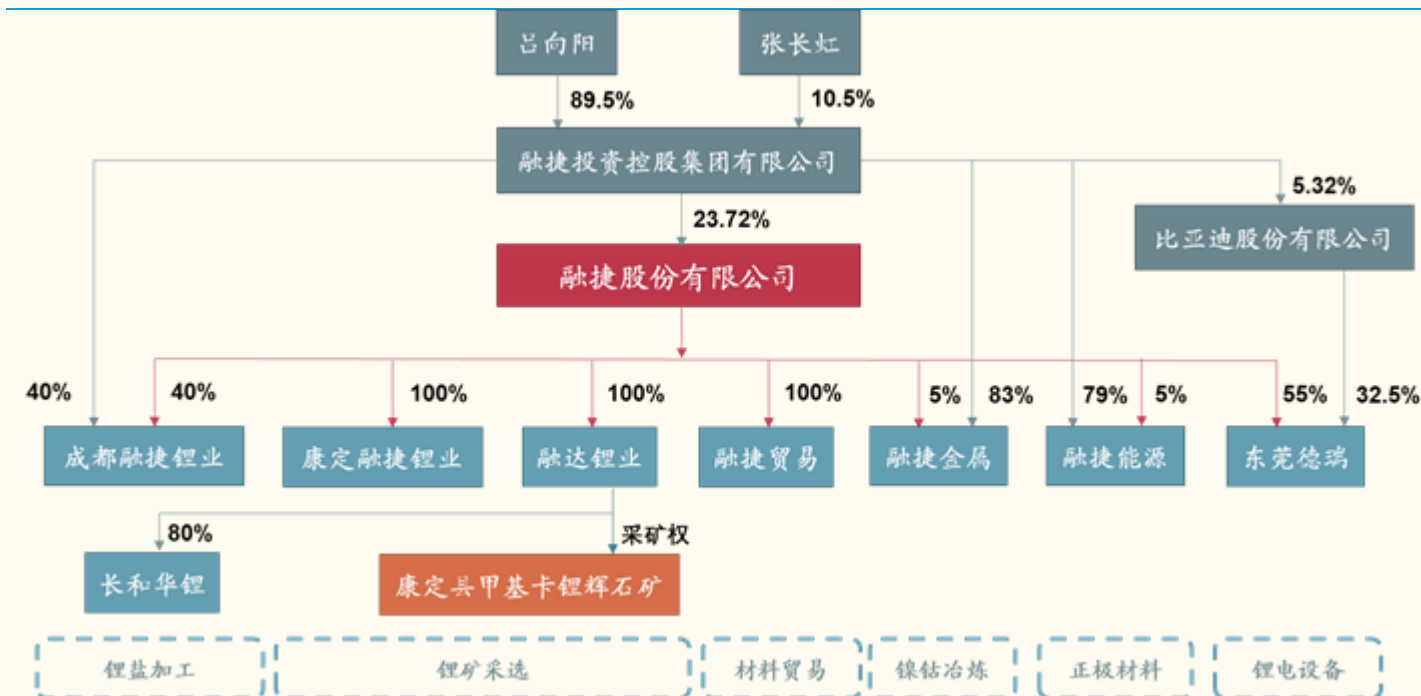
图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司分业务营收（亿元）与总营收增速（%）	5
图表 3：公司分业务毛利（亿元）	5
图表 4：公司归母净利润（亿元）与增速（%）	5
图表 5：公司分业务毛利率（%）	5
图表 6：公司定增项目	5
图表 7：2022 年国内月度锂供需平衡表（折 LCE）	6
图表 8：2022 年国内月度锂盐供应量预测（折 LCE）	6
图表 9：2022 年国内月度锂盐需求量预测（折 LCE）	7
图表 10：我国锂资源按类型分布	8
图表 11：四川锂辉石矿勘探程度不高	8
图表 12：四川主要锂辉石矿资源梳理	8
图表 13：四川锂辉石品位接近澳洲锂辉石品位，但开采规模小	9
图表 14：甲基卡锂矿地理位置	10
图表 15：融达锂业锂精矿产销量（吨）	11
图表 16：250 万吨/年选矿项目区域总平布置图	12
图表 17：融达锂业净利润（万元）与增速（%）	12
图表 18：融达锂业锂矿采选品位	12
图表 19：成都融捷锂业净利润（万元）	13
图表 20：成都融捷锂业项目布置平面图	13
图表 21：公司与成都融捷锂业锂精矿销售关联交易额（万元）	13
图表 22：长和华锂净利润（万元）与增速（%）	14
图表 23：公司锂盐产销量（吨）	14
图表 24：公司锂盐销售关联交易额（万元）	14
图表 25：东莞德瑞净利润（万元）与增速（%）	15

图表 26: 公司与比亚迪锂电设备销售关联交易额 (万元)	15
图表 27: 分业务盈利预测.....	16
图表 28: 可比公司估值.....	17

一、转型一波三折，聚焦锂产业链发展

- 公司成立于 98 年，07 年在深交所上市，原名路翔股份，从事改性沥青生产；09 年收购融达锂业 51% 股份，正式进军锂行业；14 年全面剥离沥青业务，收购东莞德瑞，新增锂电设备业务；15 年更名为融捷股份；17 年参股成都融捷锂业、控股长和华锂，拓展锂盐业务；19 年甲基卡锂矿在停产 5 年后逐步复产；20 年投资建设鸳鸯坝 250 万吨/年选矿项目，目前处于环评阶段。公司控股股东为融捷投资集团，持股 23.72%，实际控制人为吕向阳、张长虹夫妇，吕向阳为比亚迪副董事长，公司与比亚迪互为关联方。
- 公司主要从事锂矿采选、锂盐加工及冶炼、锂电设备制造等业务
 - **锂矿采选：**全资子公司融达锂业从事康定市甲基卡锂辉石矿采选业务；全资子公司康定融捷锂业从事鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选厂项目的建设和运营。
 - **锂盐加工：**参股 40% 成都融捷锂业享投资收益；控股 80% 长和华锂从事锂盐加工冶炼业务。
 - **锂电设备制造：**控股 55% 东莞德瑞从事锂电池生产线上偏后端和装配段的设备制造业务。

图表 1：公司股权结构



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

- 受益锂价上涨，盈利能力大幅提升
 - 公司以改性沥青业务起家，因国内沥青市场已进入高度成熟期，竞争加剧，公司自 12 年开始逐步剥离沥青板块，13-14 年沥青业务收入大幅下滑，且 14 年因甲基卡矿山扩产项目征地受阻导致其冬歇期后尚未复工，13-14 年公司分别亏损 0.54 亿元、0.82 亿元，面临退市风险。
 - 14 年 6 月公司收购东莞德瑞后盈利逐渐改善，15 年沥青板块剥离完毕，公司拓展电子书包和锂电池系统领域，15-16 年盈利实现扭亏。17 年公司参股成都融捷锂业、融捷金属获投资收益，控股并表长和华锂，盈利有小幅回升。
 - 18-19 年因锂价持续走低，公司业绩大幅下滑，分别亏损 0.07 亿元、3.26 亿元，再次面临退市风险。19 年 6 月融达锂业正式复产，20 年公司锂矿采选业务利润贡献提升，扭亏为盈。

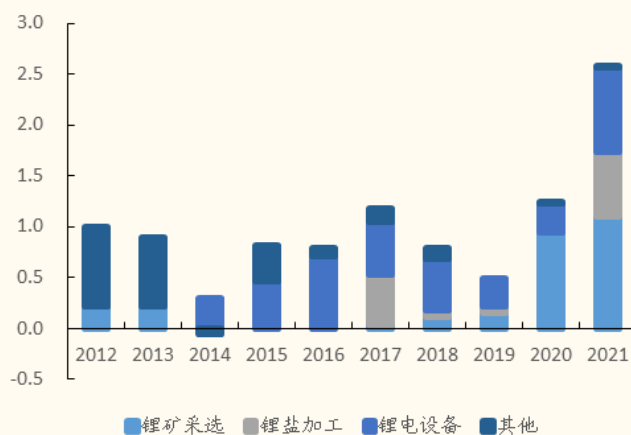
- 21 年受益锂价上涨，公司实现营收 9.21 亿元，同比增长 136.09%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 224.49%。22Q1 碳酸锂均价 42.3 万元/吨，环比上涨 101%，公司锂业务业绩弹性显现，单 22Q1 业绩达到上市以来最高水平，实现营收 4.78 亿元，同比增长 339.46%；实现归母净利润 2.54 亿元，同比增长 13996.26%，盈利大幅改善。

图表 2：公司分业务营收（亿元）与总营收增速（%）



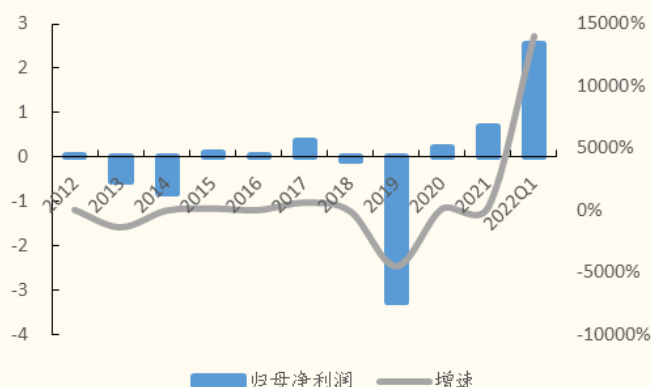
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司分业务毛利（亿元）



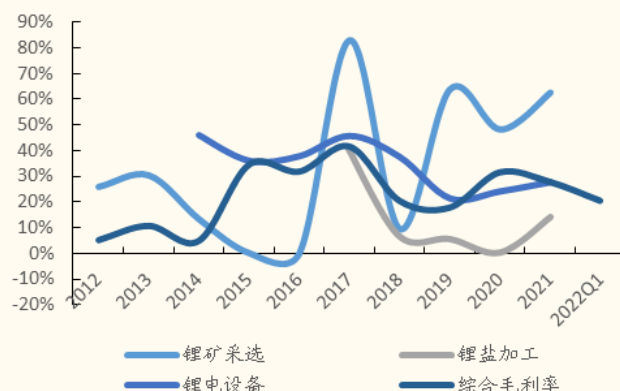
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司归母净利润（亿元）与增速（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：公司分业务毛利率（%）



来源：wind，国金证券研究所

■ 20 年定增项目仍需等待批复

- 20 年 11 月公司拟向实际控制人吕向阳先生非公开发行股份 1761 万股，募集资金 3.3 亿元，用于建设 250 万吨/年锂矿精选项目，项目预计总投资金额 9.9 亿元，拟建设周期 1 年，位于四川省甘孜州康定市规划的绿色锂产业集中加工区园区，目前待上位规划环评批复后正式申报。
- 目前该募投项目立项备案已完成，尚未取得环评批复，非公开发行尚未向证监会申报。经公司 21 年 11 月召开的股东大会审议批准，此次非公开发行决议有效期及股东大会授权董事会全权办理有效期自原有效期届满之日起均延长 12 个月。

图表 6：公司定增项目

项目名称	预计总投资（万元）	拟使用募集资金额（万元）
250 万吨/年锂矿精选项目	99,217.44	33,000.00

来源：公司公告，国金证券研究所

二、全年供需紧平衡，自主可控逻辑再度发酵

2.1 全年供需紧平衡确定，锂价高位维持

- **22 年国内锂供需紧平衡：**供给 53.3 万吨，需求 55.9 万吨，缺口 2.6 万吨。预计锂价上半年走势震荡偏弱，下半年高位维持。
- **1-3 月：供需缺口最大。**受春节、检修、气候等因素影响，2 月供给环比减少 12%，需求仅环比减少 3.2%，供需缺口拉大，锂盐厂去库。3 月开始企业复工复产，供给环比增加 30%，需求环比提升 9.8%。
- **4-5 月：疫情超预期影响需求。**4 月国内盐湖和川矿产量提升，5 月国内云母产量提升，受疫情影响 4 月需求预计下降 1%、5 月锂盐进口量下降 2%。4-5 月供给小幅过剩，需求滞后。
- **6-9 月：供需缺口收窄。**6 月锂盐进口量减少，供给下降 0.2%，7 月国内云母产量提升、澳矿项目投产，缺口收窄，8 月锂盐进口量回升。
- **10-12 月：供需缺口加剧。**国内盐湖川矿冬季产量减少，澳矿对应锂盐产量增加，海外盐湖锂盐进口量增加，需求进入传统旺季，缺口加剧。

图表 7：2022 年国内月度锂供需平衡表（折 LCE）

折 LCE	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月 E	6 月 E	7 月 E	8 月 E	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E	累计
国内锂盐供给合计（吨）	35946	31760	41180	42163	42850	42753	46172	47518	49272	50805	51075	51454	532947
环比增速（%）		-11.6%	29.7%	2.4%	1.6%	-0.2%	8.0%	2.9%	3.7%	3.1%	0.5%	0.7%	
国内锂盐需求合计（吨）	39644	38357	42120	41707	42554	45305	47529	49109	50131	52275	54505	55668	558902
环比增速（%）		-3.2%	9.8%	-1.0%	2.0%	6.5%	4.9%	3.3%	2.1%	4.3%	4.3%	2.1%	
供给-需求（吨）	-3697	-6598	-940	455	296	-2552	-1357	-1591	-859	-1470	-3430	-4214	-25956

来源：国金证券研究所测算

- 国内锂盐供应量 53.3 万吨=国内锂盐产量（川矿+云母+盐湖+回收）23.6 万吨+国内锂盐产量（进口精矿）26.2 万吨+国内锂盐进口（海外盐湖）12.2 万吨-国内锂盐出口 8.7 万吨，Q4>Q3>Q2>Q1。碳酸锂和氢氧化锂产能合并；进口锂盐考虑海运 1-2 个月释放节奏滞后，澳洲精矿考虑到海运、生产 2-3 个月的释放节奏滞后。

图表 8：2022 年国内月度锂盐供应量预测（折 LCE）

吨 LCE	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月 E	6 月 E	7 月 E	8 月 E	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E	累计
国内锂盐产量（国内原料）	15025	14325	18303	19964	20214	20414	21164	21564	21914	22064	21055	19994	236000
环比增速（%）		-5%	28%	9%	1%	1%	4%	2%	2%	1%	-5%	-5%	
国内锂盐产量（国外原料）	18252	16575	18012	19040	19120	20160	22160	23360	24560	25760	26960	28320	262279
环比增速（%）		-9%	9%	6%	0%	5%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	
锂盐进口量合计（吨）	10547	5976	11511	10809	10616	9979	9448	10294	10498	10681	10760	10840	121958
环比增速（%）		-43%	93%	-6%	-2%	-6%	-5%	9%	2%	2%	1%	1%	

吨 LCE	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月 E	6 月 E	7 月 E	8 月 E	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E	累计
锂盐出口量合计 (吨)	7878	5116	6646	7650	7100	7800	6600	7700	7700	7700	7700	7700	87290
环比增速 (%)		-35%	30%	15%	-7%	10%	-15%	17%	0%	0%	0%	0%	
国内锂盐供应量 (吨)	35946	31760	41180	42163	42850	42753	46172	47518	49272	50805	51075	51454	532947
环比增速 (%)		-11.6%	29.7%	2.4%	1.6%	-0.2%	8.0%	2.9%	3.7%	3.1%	0.5%	0.7%	

来源：国金证券研究所测算

- 国内锂盐需求量 55.9 万吨=国内正极材料用锂量 46.6 万吨+国内六氟磷酸锂用锂量 3.2 万吨+国内传统工业领域用锂量 6.1 万吨，Q4>Q3>Q2>Q1。22 年 1-2 月因春节影响锂盐需求波动较大，3 月需求回升，4-5 月可能受到国内疫情影响，四季度进入需求旺季，22 年需求整体呈现出前低后高的走势。

图表 9：2022 年国内月度锂盐需求量预测（折 LCE）

折 LCE	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月 E	6 月 E	7 月 E	8 月 E	9 月 E	10 月 E	11 月 E	12 月 E	累计
国内锂盐需求合计 (吨)	39644	38357	42120	41707	42554	45305	47529	49109	50131	52275	54505	55668	558902
环比增速 (%)		-3.2%	9.8%	-1.0%	2.0%	6.5%	4.9%	3.3%	2.1%	4.3%	4.3%	2.1%	
正极材料用锂量 (吨)	33392	32135	34453	34453	35055	37541	39565	41011	41948	43831	45807	46868	466057
六氟磷酸锂用锂量 (吨)	2090	2061	2178	2178	2222	2488	2687	2822	2906	3168	3421	3524	2090
传统领域用锂量 (吨)	4161	4161	5489	5077	5277	5277	5277	5277	5277	5277	5277	5277	61101

来源：国金证券研究所测算

2.2 国内自主可控逻辑持续发酵，川矿资源加速开发

锂资源端由于开发条件各异，产能不具备可复制性，扩张周期长、资本开支大，同时受制于部分国家政策限制，锂资源的获取和控制难度也非常大。我国锂资源高度依赖进口，自主可控具备战略意义。

锂辉石是最优质的锂资源。目前能被工业利用的锂资源主要为盐湖型（锂离子）和硬岩型（锂辉石、锂云母等），其中锂辉石元素含量的一致性最强、杂质含量最少、技术成熟度最高、市场份额最大，对于生产氢氧化锂具有不可替代的优势。

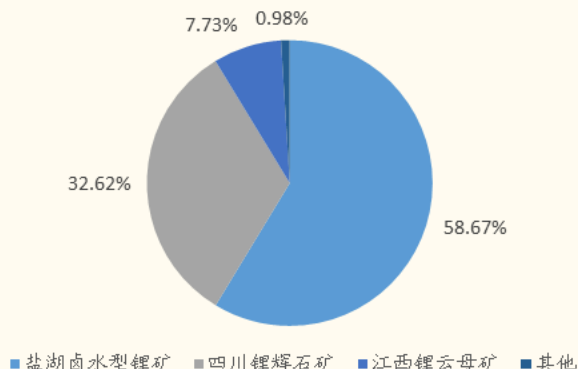
■ 我国锂辉石资源集中于四川，开发程度较低

根据四川省地质调查院数据，截至 19 年，国内锂资源量折金属锂为 659.74 万吨，其中盐湖卤水型锂矿资源量折金属锂为 387 万吨，约占 58.67%，主要集中在青海和西藏地区；硬岩型锂矿资源量折金属锂为 272.62 万吨，约占 41.33%，其中四川锂矿占比近 80%，主要集中于川西甘孜藏族自治州和阿坝藏族自治州，江西宜春云母占比 19%。

- 四川地区锂矿资源开发程度不高，“勘探”指对经过普查、详查已确定具有工业价值的矿床，应用有效的勘查技术手段和方法，为矿山设计

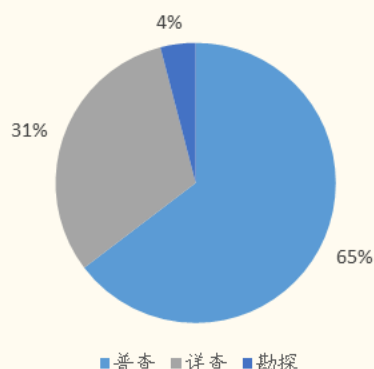
提供可靠的矿石储量和必要的地质、技术和经济资料而进行的地质工作。据统计，四川省锂矿勘探比例仅为 4%，后续发展空间极大。

图表 10：我国锂资源按类型分布



来源：四川省地质调查院，国金证券研究所

图表 11：四川锂辉石矿勘探程度不高



来源：《四川省锂矿资源现状及开发利用场景》，国金证券研究所

四川锂矿资源集中在金川-马尔康成矿区和康定-道孚成矿区。阿坝州的可尔因矿田山地地形较多，大量矿体依存于山脉，大大增加对该地区矿山的勘探和开采难度，该矿田重点矿山为李家沟矿山、马尔康党坝锂矿、业隆沟锂矿。对比下，甘孜州开采条件相对较好，地形多以高原草甸为主，地势平坦易于开采，该矿田重点矿山为康定甲基卡、德扯弄巴锂矿和雅江措拉锂矿。

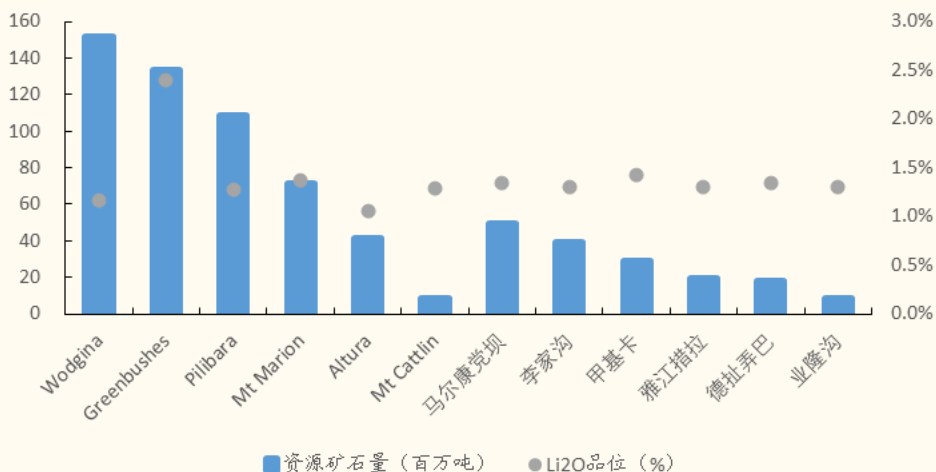
图表 12：四川主要锂辉石矿资源梳理

锂矿名称	矿石资源量 (万吨)	折 Li ₂ O 储量 (万吨)	品位 (%)	矿权情况	上市公司/归属公司	采矿(探矿)权人	现有产能(万吨/年)
四川省康定县甲基卡锂辉石矿 No134#脉	2899.5	41.2273	>1.42	采矿权 (2013.5.23-2041.5.23)	融捷股份 (100%)	甘孜州融达锂业有限公司	105 万吨/年露天采矿能力, 45 万吨/年矿石处理的采选能力
四川省雅江县措拉锂辉石矿	1971.4	25.5744	1.3	采矿权 (2012.4.6-2032.4.6)	天齐锂业 (100%)	四川天齐盛合锂业有限公司	
四川省雅江县烧炭沟锂矿	3930	47.1999		探矿权		雅江县润丰矿业有限责任公司	
四川省雅江县德扯弄巴锂矿	1814.3	21.3194	1.34	采矿权 探矿权 (2019.6.30-2021.6.30)	兴能集团 (100%)	雅江斯诺威矿业发展有限公司	
四川省甘孜州麦基坦矿区 X03 锂辉石矿	6321.03	89.49	1.5				
四川省雅江县木绒锂矿	3943.60	64.30	1.63	探矿权	盛新锂能 (25.19%)	雅江县惠绒矿业有限责任公司	
四川省金川县李家沟锂辉石矿	3881.2	50.2215	1.3	采矿权 (2013.6.26-2043.6.26)	川能动力 (62.75%) 雅化集团 (37.25%)	四川德鑫矿业资源有限公司	规划日处理 4 四川 200 吨原矿, 年处理原矿 105 万吨, 年生产精矿 18 万吨
四川省马尔康县党坝锂矿	4919	66.087	1.34	采矿权 探矿权 (2008.12.16-2023.12.16)	众和股份	马尔康金鑫矿业有限责任公司	许可生产规模 85 万吨/年
四川省金川县业隆沟锂多金属矿	857.9	11.15	1.3	采矿权 (2018.11.7-2036.11.7)	盛新锂能 (75%)	金川县奥伊诺矿业有限责任公司	原矿生产规模 40.5 万吨/年, 2020 年奥伊诺矿业产出锂精矿 1.07 万吨, 可供致远锂业用于锂盐生产

来源：各公司公告，国金证券研究所

- **四川锂矿资源禀赋较好，平均品位约 1.30%-1.42%。**四川锂辉石矿山平均氧化锂品位在 1.30%-1.42%，与澳洲主要锂辉石矿山品位接近，但由于其地理位置处于高海拔地区，前期基础建设投入大且时间长，导致目前开采规模暂时不足，其现有规模远不及澳洲锂矿。

图表 13：四川锂辉石品位接近澳洲锂辉石品位，但开采规模小



来源：各公司公告，国金证券研究所

政策支持加大川矿开发力度，保障国内资源供给

- 21 年 7 月《四川省矿产资源总体规划（2021-2025 年）》征求意见稿：建设国家级能源资源基地 2 个：（1）四川康定甲基卡-雅江德扯弄巴锂铍钽矿。包括康定甲基卡、雅江县德扯弄巴、雅江县措拉等锂矿区。（2）四川马尔康可尔因-金川李家沟锂铍矿。包括马尔康可尔因、党坝、地拉秋，金川县李家沟、业隆沟等锂矿区。四川省重点矿种矿山最低开采规模规划：锂矿最低资源量规模 50 万吨 Li₂O，最低设计开采规模为 100 万吨/年矿石量。
- 21 年 12 月《甘孜州矿产资源总体规划（2021 年-2025 年）》征求意见稿：锂矿立足现有矿业权，加快已设探矿权的地质勘查，尽快实现探转采，推动生产矿山技术升级改造，提高矿山建设标准，逐步提高锂矿产量，到 2025 年，矿山总数力争达到 7 个（甲基卡 134#脉、措拉、德扯弄巴、烧炭沟、麦基坦、打枪沟、木绒），年开采矿石量力争达到 200 万吨。
- 22 年 5 月《甘孜州自然资源和规划局 2022 年部门预算》：提升矿产资源保障能力，印发《甘孜州矿产资源总体规划（2021 年-2025 年）》。抓好重大项目推进，加快推进甘孜州麦基坦锂矿探矿权出让工作。

三、精矿产能快速扩张，锂盐投资收益显著增长

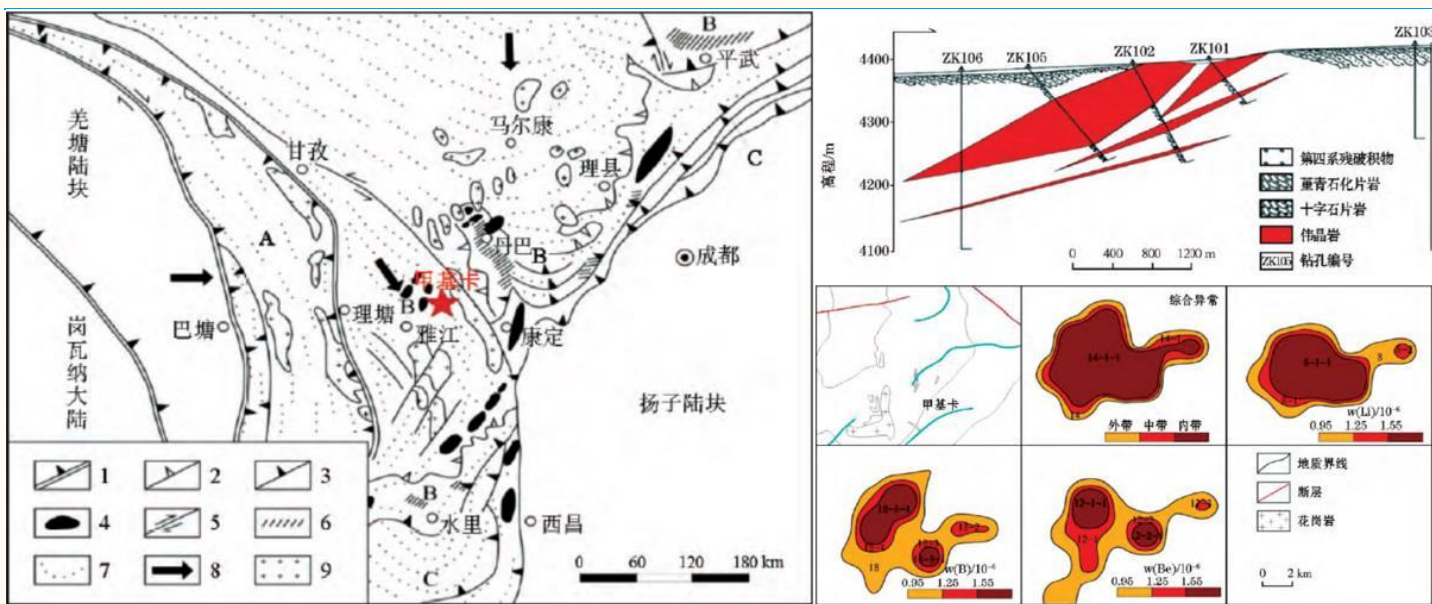
3.1 锂矿采选：坐拥甲基卡锂矿资源，250 万吨选矿项目亟待审批

- **甲基卡资源禀赋优异，融达锂业拥有 134 号脉采矿权**
 - **资源禀赋：**甲基卡锂辉石矿位于甘孜州康定、雅江、道孚三县（市）交界处，海拔 4300m-4500m，位于亚洲最大的伟晶岩性锂辉石矿区，该矿具有矿脉数量多、埋藏浅、集中成群分布、矿石品位高、易采易选等优势。矿区面积 1.1419 平方公里，矿山保有矿石资源储量 2899.50 万吨，折合氧化锂储量 41.23 万吨，平均品位超过 1.42%，并伴生有钽、铌、铍等稀有金属，资源禀赋优良。
 - **开采条件：**甲基卡锂辉石矿氧化锂含量高，矿脉集中，开采条件优越，部分矿体呈正地形裸露地表，其本身南高北低，相对高差 90 米，适宜

于采用露天开采。矿区位于川藏高原东南缘，地势平坦，一般坡度 5-20 度。矿区东侧有川藏公路，为该区交通要塞。矿区距塔公寺 36 公里，有简易公路相通。矿区附近水资源比较丰富，虽然没有大的河流、湖泊等大规模的地表水体，但小规模的季节性沟溪、高原湖泊分布较多。矿区附近主要的地表水体是矿床以西 2.25km 处的甲基卡海子，其分布面积较大，动储量 24.69L/s，净储量 62 万 m³，可作为企业生产水源。

- **产能产量：**公司全资子公司融达锂业拥有的甲基卡锂辉石矿 134 号脉采矿权，采矿许可证有效期限为 2013 年 5 月 23 日至 2041 年 5 月 23 日，开采深度为 4480 米至 4164 米标高，目前具有 105 万吨/年露天开采原矿石能力及 45 万吨/年矿石处理的精选能力，锂精矿产能约 7-8 万吨/年。

图表 14：甲基卡锂矿地理位置



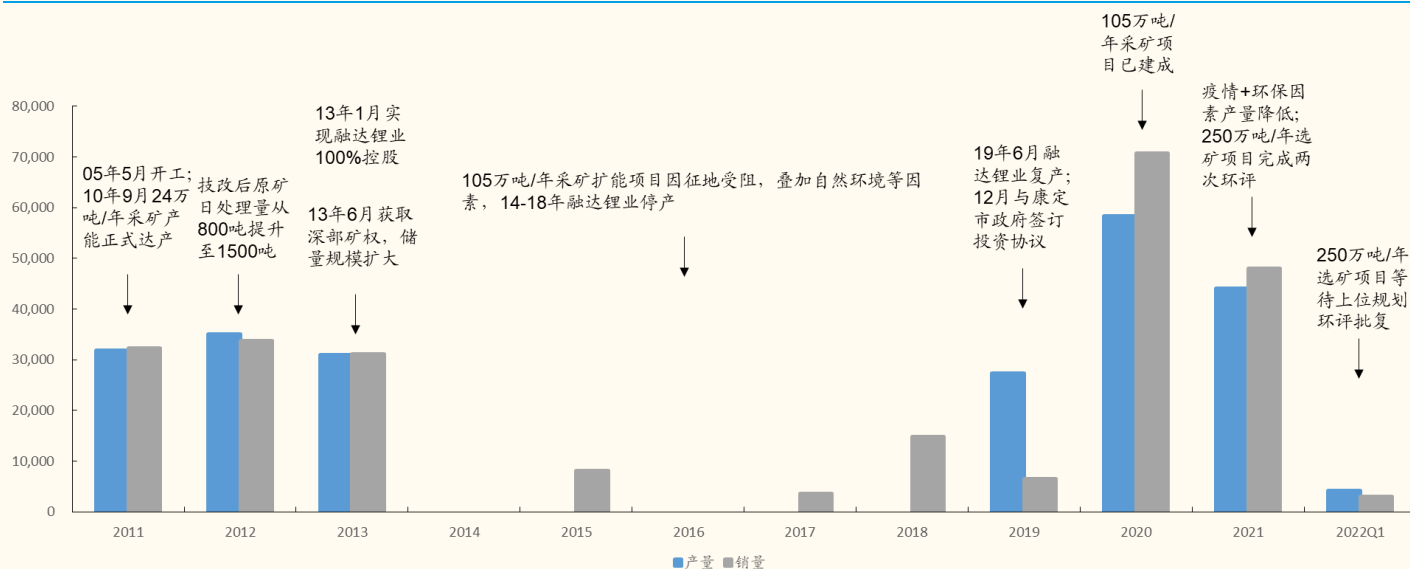
来源：中国地质科学院矿产资源研究所，国金证券研究所

融达锂业停产 5 年后复产，目前经营稳定

- **公司锂矿采选业务依靠全资子公司融达锂业实施。**09 年 9 月公司收购融达锂业 51% 股权进入锂行业，13 年 1 月收购其剩余股权实现 100% 控股。融达锂业经过爆破—采剥—二次破碎后运到选矿厂的采矿流程，采用磨矿—浮选联合工艺流程为主线的选矿新工艺生产出锂精矿，该工艺技术为成熟技术，处于大批量生产阶段。
- **2005-2010 年：24 万吨/年采矿产能达产。**05 年 5 月，融达锂业 24 万吨/年采矿项目正式开工；10 年 3 月，已完成了与环保、安全验收有关的工程共计 14 项，形成 800 吨/天的采选规模，10 年 4 月开机进行生产调试；10 年 9 月成功通过专家组综合竣工验收，正式达产。
- **2011-2013 年：储量规模扩大。**由于甲基卡露采冬歇期，融达锂业 11 年于 3 月正式开机，12 年于 4 月正式开机，技改后原矿日处理量从 800 吨提升至 1500 吨；13 年 6 月获得深部矿权批复，甲基卡 134 号脉保有储量由 511 万吨增加至 2899.5 万吨，采选规模为 105 万吨/年。
- **2014-2018 年：扩产征地受阻，全面停产。**融达锂业 13 年对采矿区域重新规划，105 万吨/年的技改项目需新征地建设新的排土场，但由于群众利益诉求等原因征地推进不理想，并先后受芦山“4·20”地震、康定“11·22”地震的影响，导致融达锂业自 14 年冬歇期结束后扩产进度停滞，同时现有产能生产经营全面停顿，15-18 年仍未恢复。

- **2019 年至今：恢复生产，扩产项目持续推进。**19 年 2 月公司与甘孜州政府签署利益共享协议，工程验收后融达锂业于 19 年 6 月正式复产。19 年 12 月公司与康定市政府签署康定绿色锂产业投资协议，将逐步推进 105 万吨/年采矿扩能项目（塔公矿区）和 250 万吨/年锂矿精选项目（鸳鸯坝）等系列项目。20 年甲基卡 105 万吨/年采矿项目已建成，并取得《安全生产许可证》，塔公村至甲基卡 134 号脉拐点全长约 30 公里的矿山公路竣工。

图表 15：融达锂业锂精矿产销量（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 鸳鸯坝 250 万吨/年选矿项目需等待上位规划环评批复

- 20 年 3 月公司投资 1 亿元成立全资子公司康定融捷锂业，具体承担 250 万吨/年锂矿精选厂项目的建设运营。康定融捷锂业锂矿精选项目选址在康定市姑咱镇鸳鸯坝地块，分为两期建设，第一期建设 105 万吨/年，第二期建设 145 万吨/年。根据可研报告，项目投产后，可年供应锂精矿约 47 万吨，折 LCE 约 6 万吨。
- 康定融捷锂业已于 20 年 3 月取得建设用地，21 年取得建设用地不动产权证、完成项目备案立项手续、取得项目水土保持方案的批复，并完成了可研报告的编制、环境影响报告书的编制、项目初步设计方案等，完成了环境影响评价两次公示。
- 根据公司投资者交流纪要，项目环评后续还有申报、受理后公示、批前公示、批复等流程。待上位规划康-泸产业集中区总体规划（2021-2035）环评取得批复后，公司项目可以向甘孜州生态环境局正式申报，正式受理后进行公示 15 天，然后进入审批流程，批准前需要批前公示 5 天，最后取得批复，顺利情况下预计 1 个月可以完成。公司力争 22 年中启动主体工程建设。
- 根据可研报告，项目启动建设后，建设周期为一年，公司目前已启动建设前的准备工作，辅助设施如仓库、维修车间等都在建设中。

图表 16: 250 万吨/年选矿项目区域总平布置图

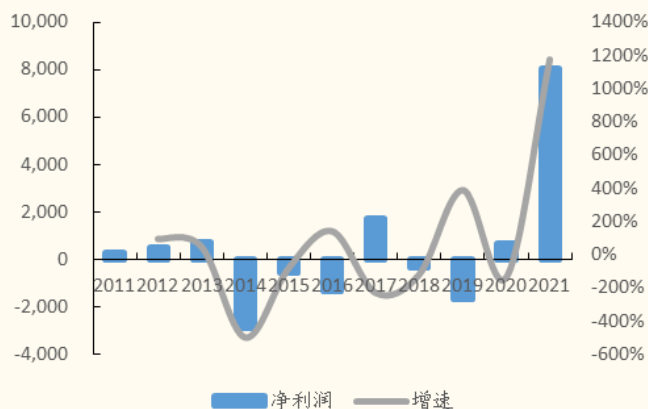


来源:《康定市融捷锂业有限公司 250 万吨/年锂矿选矿项目建设项目环境影响报告书》, 国金证券研究所

■ 锂矿采选盈利能力大幅提升, 与成都融捷锂业达成关联交易

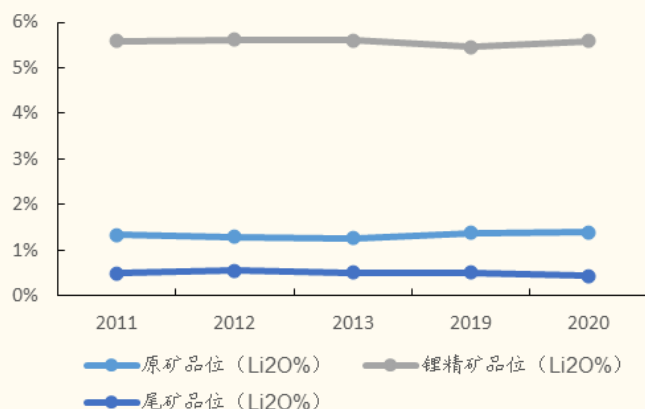
- 融达锂业 14 年因冬歇期后尚未复工, 主要按计划销售库存产品, 全年利润大幅下滑, 亏损 2920 万元; 17 年将库存锂精矿委托加工成碳酸锂销售, 增加利润来源; 18 年因锂价持续回落, 导致委托加工利润下滑; 19 年复产后受天气影响, 其自产锂精矿运输受阻, 销售未达预期。
- 19 年融达锂业根据调整后的销售模式, 将其自产锂精矿销售给公司, 再由公司统一协调对外销售。20 年公司锂矿采选业务净利润 630 万元, 实现扭亏为盈。21 年因疫情和环保治理统一停产影响, 公司有效生产时间仅 180 天, 生产锂精矿 4.4 万吨, 同比减少 25%, 但受益锂价上涨, 融达锂业实现净利润 8052 万元, 同比增加 1178%。22 年公司力争有效生产时间 240 天, Q1 抵销与联营企业的未实现内部交易利润后, 融达锂业营收约 1773 万元。
- 21 年开始公司锂精矿优先向联营企业成都融捷锂业出售, 融捷锂业生产锂盐后再对外销售, 公司按持股比例确认投资收益。公司锂精矿交易价格会参考上海有色金属网、亚洲金属网等第三方平台的价格, 并结合公司产品的品位、含水量、杂质含量等进行定价。

图表 17: 融达锂业净利润 (万元) 与增速 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 融达锂业锂矿采选品位



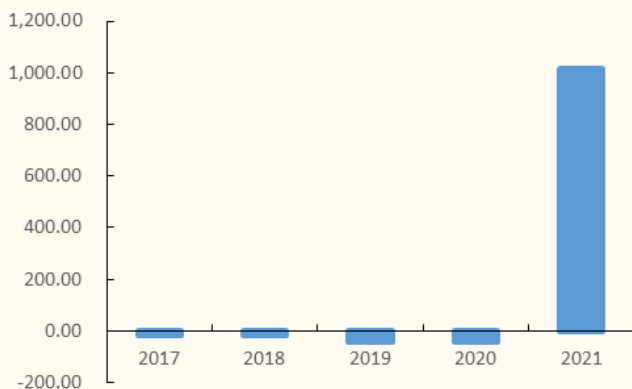
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 锂盐加工：成都融捷锂业 2 万吨产能即将投产

■ 成都融捷锂业 2 万吨/年锂盐项目投产在即，公司参股 40% 享投资收益

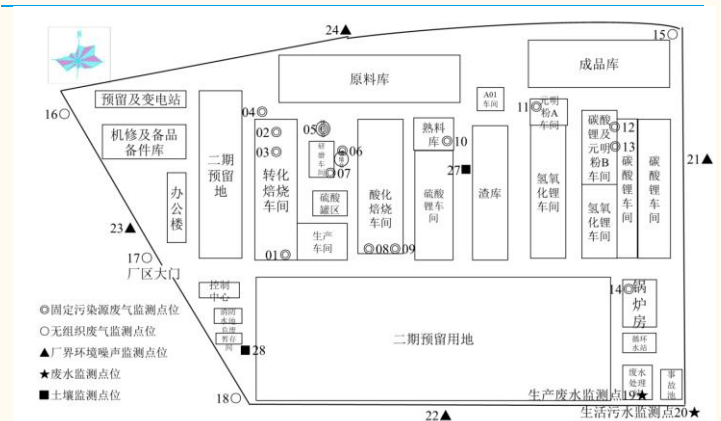
- 17 年 3 月，公司与控股股东融捷集团共同投资设立成都融捷锂业，其坐落于成都市天府新区邛崃产业园，公司占地 400 亩，主营碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂等锂盐系列产品的研发、生产和销售。融捷锂业的锂盐技术路径规划包括矿石提锂、卤水提锂以及废旧锂电池回收利用提锂。目前公司持有融捷锂业 40% 股权，享投资收益。
- 融捷锂业锂盐规划产能为 4 万吨/年，其中一期 2 万吨项目以锂辉矿为生产原料，采用硫酸转化法生产电池级碳酸锂和氢氧化锂，项目建成后实现年产电池级碳酸锂 1.2 万吨、电池级氢氧化锂 0.8 万吨的生产能力。一期项目已于 18 年 5 月取得环评批复并启动建设，21 年已完成土建工程建设、设备安装及带料联动调试工作，成功产出高品质电池级碳酸锂和氢氧化锂约 1100 吨。
- 22 年 1 月融捷锂业进入试生产阶段，22Q1 实现锂盐产量 3100 吨、锂盐销量 2400 吨左右，同时进行各项要件验收工作和申请必要的许可，力争 Q2 正式投产。22Q1 公司归母净利润 2.54 亿元中 2.06 亿元投资收益来自融捷锂业。
- 21 年 8 月，融捷锂业将锂盐业务委托给公司经营，托管费用为 60 万元/年，21 年公司向融捷锂业销售锂精矿交易额 2.77 亿元，根据公司公告，预计 22 年关联交易额 7 亿元。目前融捷锂业锂精矿无法满足融捷锂业满产需求，融捷锂业仍需外购锂精矿或者寻求委托加工的机会。

图表 19：成都融捷锂业净利润（万元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 20：成都融捷锂业项目布置平面图



来源：《成都融捷锂业一期项目竣工环境保护验收报告》，国金证券研究所

图表 21：公司与成都融捷锂业锂精矿销售关联交易额（万元）

关联人	关联交易内容	关联交易定价原则	22 年合同预计金额	21 年合同签订金额
成都融捷锂业	销售锂精矿	以市场化为原则	70,000	27,745.63

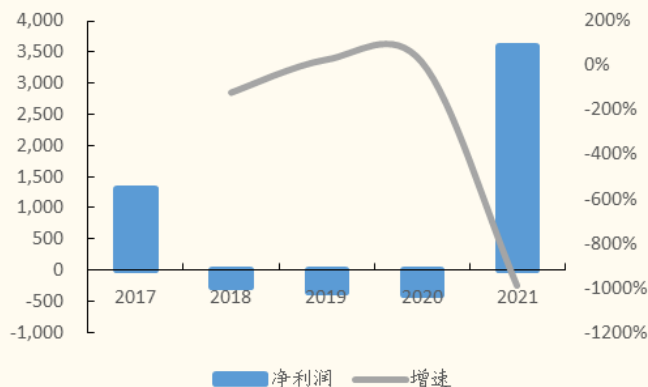
来源：公司公告，国金证券研究所

■ 长和华锂锂盐深加工业务与比亚迪达成合作

- 17 年 5 月公司全资子公司融达锂业收购长和华锂 80% 股权，完善锂盐业务布局。长和华锂成立于 07 年，坐落于都江堰市川苏科技产业园，占地 60 亩，主要通过外购粗制碳酸锂，经过除杂-过滤-沉锂-提纯分离-烘干-粉碎等工序，加工成电池级碳酸锂或氢氧化锂。
- 长和华锂目前拥有电池级碳酸锂产能 3000 吨/年，氢氧化锂产能 1800 吨/年。18-20 年因锂盐价格低迷，长和华锂处于亏损状态；21 年受益锂价上涨扭亏为盈，净利润 3599 万元，同比增加 990%，锂盐产量 3564 吨、销量 4433 吨；22Q1 锂盐产量约 1000 吨、销量约 1300 吨，实现营收 3.82 亿元，同比增长 477%。长和华锂不断提高原材料采购中回收料比例，并持续改进生产工艺，降低生产成本。

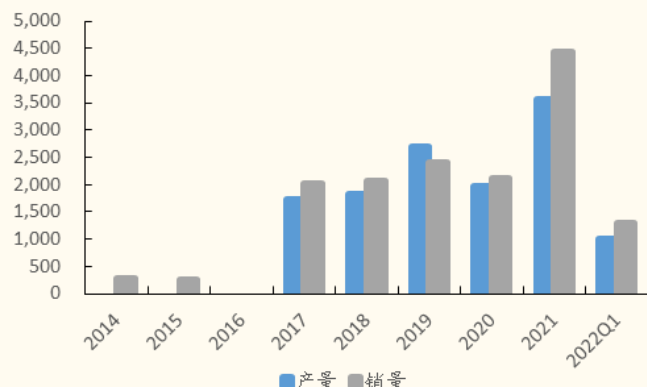
- 20 年长和华锂与关联方比亚迪达成合作，向其供应锂盐产品，20 年公司确认收入 95.53 万元，21 年达到 1.8 亿元。根据公司公告，22 年公司预计向比亚迪销售锂盐的交易额为 4 亿元。

图表 22：长和华锂净利润（万元）与增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司锂盐产销量（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：公司锂盐销售关联交易额（万元）

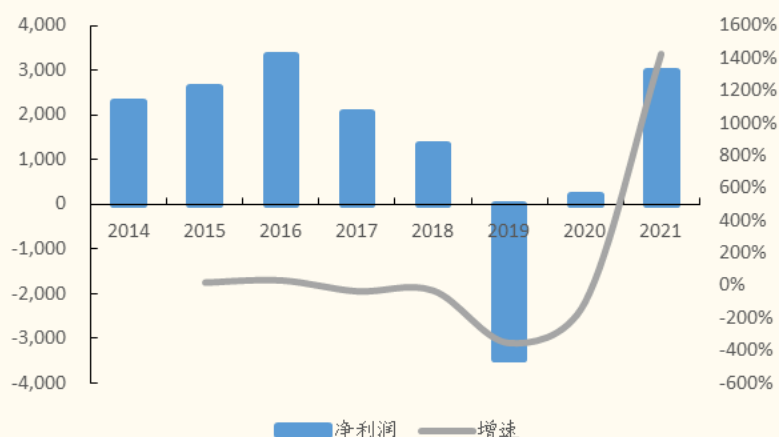
关联人	关联交易内容	关联交易定价原则	22 年合同预计金额	21 年合同签订金额	20 年合同签订金额
比亚迪及其控股子公司	销售锂盐产品	以市场化为原则	40,000	18,030.43	95.53
融捷能源			10,000	925.27	

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 锂电设备：东莞德瑞与比亚迪深度绑定

- 14 年 6 月，公司并购东莞德瑞进入锂电设备领域，目前公司持股东莞德瑞 55% 权益，比亚迪子公司持股其 32.5% 权益。东莞德瑞成立于 11 年，位于东莞市东城街道同沙东城科技工业园，占地面积 1.3 万平方米，厂房面积 2 万平方米，主营用于锂电池生产线上偏后端和装配段的设备制造与销售，主要产品包括移动仓储式烘烤生产线、全自动注液机、全自动化成机等。
- 19 年开始东莞德瑞向关联方比亚迪出售锂电设备，19-21 年合同交易额分别为 0.82 亿元、0.76 亿元、2.63 亿元，根据公司公告，预计 22 年销售锂电设备交易额为 6 亿元，参与竞标或以市场化定价为原则。
- 19 年因对个别经营困难客户应收款计提了全额坏账准备，导致东莞德瑞亏损 3459 万元。20 年东莞德瑞加强成本、费用的控制和应收账款回收力度，同时受益新能源设备业务景气度提升，实现扭亏为盈。21 年东莞德瑞满负荷生产，并扩充了新厂区，主要保障战略客户比亚迪的交货需求。22Q1 公司锂电设备业务实现营收 7695 万元，同比增长 165%。

图表 25: 东莞德瑞净利润(万元)与增速(%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 公司与比亚迪锂电设备销售关联交易额(万元)

关联人	关联交易内容	关联交易定价原则	22 年预计金额	21 年合同签订金额	20 年合同签订金额	19 年合同签订金额
比亚迪及其控股子公司	销售锂电设备	参与竞标或以市场化为原则	60,000	26,317.95	7617.82	8213.43

来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测&投资建议

- **锂矿采选业务预计 22-24 年营收分别为 17.50 亿元、30.80 亿元、37.80 亿元，毛利率分别为 93.60%、92.73%、91.11%**
 - **量:** 融达锂业目前采选矿产能 45 万吨/年，折合锂精矿 7-8 万吨/年，预计 22 年满产。选矿项目一期 105 万吨/年有望今年年底建成投产，折合锂精矿约 19 万吨/年，明后年产能爬坡。预计 22-24 年融达锂业锂精矿销量分别为 7 万吨、14 万吨、21 万吨。
 - **价:** 根据投资者调研纪要，融达锂业锂精矿交易价格参考国际市场定价作为标准价，将充分受益国内外锂价上涨，预计 22-24 年融达锂业锂精矿销售均价分别为 2.5 万元/吨、2.2 万元/吨、1.8 万元/吨。
 - **关联交易:** 21 年开始融达锂业锂精矿优先销售给成都融捷锂业，满足其锂盐生产。融捷锂业预计 22Q2 投产 2 万吨锂盐，扣除 21 年融捷锂业试生产消耗的精矿，22 年融捷锂业精矿原料为 1.28 万吨 LCE，假设其全年锂盐销量 1.6 万吨，仍需外购 0.32 万吨 LCE 所需的精矿。23 年融达锂业精矿销量折 LCE 为 1.65 万吨，预计融捷锂业锂盐销量为 2 万吨，仍需外购 0.35 万吨 LCE 所需的精矿。24 年预计融捷锂业锂盐销量为 2.3 万吨，融达锂业精矿扣除销售给融捷锂业生产后仍有 0.17 万吨 LCE 的余量可以对外出售或代加工。
 - **成本:** 预计融达锂业 22-24 年精矿吨成本维持 1600 元/吨，吨毛利分别为 2.34 万元、2.04 万元、1.64 万元。
- **锂盐加工业务预计 22-24 年营收分别为 16 亿元、14 亿元、12 亿元，毛利率分别为 7.50%、7.14%、6.67%** 公司锂盐加工业务依托子公司长和华锂，但长和华锂主要外购粗制碳酸锂生产电池级碳酸锂或氢氧化锂，利润水平较低。目前长和华锂锂盐产能为 0.48 万吨/年，预计 22-24 年其锂盐产量均为 0.4 万吨，锂盐售价分别为 40 万元/吨、35 万元/吨、30 万元/吨，吨毛利分别为 3 万元、2.5 万元、2 万元。
- **成都融捷锂业(持股 40%) 预计 22-24 年贡献投资收益分别为 8.84 亿元、9.38 亿元、9.54 亿元。**

- **量价：**根据前面对融达锂业关联交易分析，预计 22-24 年成都融捷锂业锂盐销量分别为 1.6 万吨、2.2 万吨、2.3 万吨。预计 22-24 年锂盐销售均价分别为 40 万元/吨、35 万元/吨、30 万元/吨。
- **成本：**预计 22-24 年成都融捷锂业锂盐完全成本根据 22-24 年融达锂业精矿销售均价+加工等费用（因融达锂业市场化定价因此外购矿成本也一样），分别为 23.75 万元/吨、21.20 万元/吨、17.80 万元/吨。
- **锂电设备业务**预计 22-24 年营收分别为 4.05 亿元、5.06 亿元、6.07 亿元，毛利率均为 25%。预计 22-24 年营收增速分别为 35%、25%、20%，毛利率参考可比公司。

图表 27：分业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（亿元）	2.70	3.90	9.21	37.57	49.89	55.90
Yoy（%）	-29.53%	44.53%	136.09%	308.14%	32.77%	12.05%
毛利（亿元）	0.49	1.24	2.58	18.60	30.84	36.77
毛利率（%）	18.01%	31.73%	28.01%	49.51%	61.81%	65.78%
锂矿采选（融达锂业）						
营收（亿元）	0.23	1.95	1.75	17.50	30.80	37.80
yoy（%）	-79.34%	738.05%	-10.02%	897.72%	76.00%	22.73%
毛利（亿元）	0.15	0.94	1.10	16.38	28.56	34.44
毛利率（%）	63.93%	48.21%	62.60%	93.60%	92.73%	91.11%
产量（万吨）	2.73	5.84	4.40	7.00	14.00	21.00
销量（万吨）	0.65	7.07	4.80	7.00	14.00	21.00
价格（万元/吨）	0.36	0.28	0.37	2.50	2.20	1.80
吨成本（万元/吨）	0.13	0.14	0.14	0.16	0.16	0.16
吨毛利（万元/吨）	0.23	0.13	0.23	2.34	2.04	1.64
锂盐加工（长和华锂）						
营收（亿元）	1.21	0.76	4.43	16.00	14.00	12.00
yoy（%）	13.03%	-37.17%	481.36%	261.37%	-12.50%	-14.29%
毛利（亿元）	0.07	0.00	0.63	1.20	1.00	0.80
毛利率（%）	5.78%	0.47%	14.34%	7.50%	7.14%	6.67%
产量（万吨）	0.27	0.20	0.36	0.40	0.40	0.40
销量（万吨）	0.24	0.21	0.44	0.40	0.40	0.40
价格（万元/吨）	5.03	3.61	9.99	40.00	35.00	30.00
吨成本（万元/吨）	4.74	3.59	8.55	37.00	32.50	28.00
吨毛利（万元/吨）	0.29	0.02	1.43	3.00	2.50	2.00
融捷锂业投资收益（40%权益）				8.84	9.38	9.54
融捷锂业净利润（亿元）				22.10	23.46	23.85
销量（万吨）				1.60	2.00	2.30
价格（万元/吨）				40.00	35.00	30.00
完全成本（万元/吨）				23.75	21.20	17.80
锂电设备						
营收（亿元）	1.25	1.18	3.00	4.05	5.06	6.07
yoy（%）	-6.48%	-5.49%	154.53%	35.00%	25.00%	20.00%
毛利（亿元）	0.27	0.29	0.83	1.01	1.26	1.52
毛利率（%）	21.51%	24.26%	27.83%	25.00%	25.00%	25.00%
其他						
营收（亿元）	0.01	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
yoy（%）	-97.65%	50.00%	150.48%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利（亿元）	-0.08	0.83	1.14	1.14	1.14	1.14
毛利率（%）	-11.43%	79.05%	43.35%	43.35%	43.35%	43.35%

来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- 预计公司 22-24 年营收分别为 37.57 亿元、49.89 亿元、55.90 亿元，归母净利润分别为 20.07 亿元、30.12 亿元、34.89 亿元，对应 EPS 分别为 7.73 元、11.60 元、13.44 元，对应 PE 分别为 16 倍、11 倍、9 倍。
- 估值采用 PE 法，根据可比公司均值，考虑国内川矿资源稀缺性+公司 23-24 年自有矿增量显著，给予 23 年 15 倍 PE，市值 452 亿元，目标价 174.02 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
002460	赣锋锂业	117.51	0.77	3.64	9.06	9.14	10.99	132.34	39.27	12.97	12.85	10.69
002466	天齐锂业	86.91	-1.24	1.41	10.32	10.80	10.90	-31.63	76.03	8.42	8.04	7.97
002240	盛新锂能	46.45	0.04	0.98	5.89	7.57	9.28	674.26	58.95	7.89	6.14	5.01
002756	永兴材料	112.75	0.66	2.19	12.56	12.12	12.16	82.75	67.74	8.98	9.30	9.27
中位数										8.70	8.67	8.62
平均数										9.57	9.08	8.24
002192	融捷股份	123.70	0.08	0.26	7.73	11.60	13.44	505.87	494.87	15.89	10.58	9.14

来源：wind，国金证券研究所

注：股价截至 22 年 5 月 18 日

五、风险提示

- **提锂新技术出现，带动供应大幅释放。**目前主流提锂技术为矿石提锂、盐湖提锂和云母提锂，新技术黏土提锂的发展将有可能带动供应大幅释放，Sonora 项目位于墨西哥的索诺拉州，其提锂工艺兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点，既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。
- **新矿山加速勘探开采，加速供应释放。**锂产业链利润向上游转移，驱动矿企加速矿山的勘探、建设与开采，投产进度可能提前，加速供给释放。
- **高价格反噬需求，电车等下游需求不达预期等。**当前锂盐价格达到 45w 左右，对应不同下游成本抬升幅度不同，部分下游对价格敏感度高，持续高价格将有可能平抑需求。
- **锂矿外部环境风险。**公司锂矿位于四川省甘孜藏族自治州高原高寒的少数民族地区，社会外部环境较为复杂，公司锂矿的生产和扩能建设可能会面临一定的外部环境风险。自然灾害、设备故障、人为失误等都有可能对安全生产构成威胁。随着国家对环保要求的不断提高，公司矿山采选的环保成本可能增加。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	270	390	921	3,757	4,989	5,590
增长率		44.5%	136.1%	308.1%	32.8%	12.1%
主营业务成本	-221	-266	-663	-1,897	-1,905	-1,913
%销售收入	82.0%	68.3%	72.0%	50.5%	38.2%	34.2%
毛利	49	124	258	1,860	3,084	3,677
%销售收入	18.0%	31.7%	28.0%	49.5%	61.8%	65.8%
营业税金及附加	-4	-7	-16	-56	-75	-84
%销售收入	1.4%	1.9%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	-22	-12	-14	-38	-50	-56
%销售收入	8.0%	3.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-64	-67	-79	-150	-200	-224
%销售收入	23.7%	17.3%	8.6%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-28	-13	-35	-34	-35	-36
%销售收入	10.2%	3.3%	3.8%	0.9%	0.7%	0.7%
息税前利润 (EBIT)	-68	24	113	1,582	2,724	3,277
%销售收入	n.a	6.2%	12.3%	42.1%	54.6%	58.6%
财务费用	-7	-6	-10	-41	-60	-68
%销售收入	2.8%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
资产减值损失	-159	-3	-7	-6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-86	0	4	884	938	954
%税前利润	n.a	n.a	3.5%	36.5%	26.0%	22.9%
营业利润	-319	20	108	2,420	3,603	4,163
营业利润率	n.a	5.1%	11.7%	64.4%	72.2%	74.5%
营业外收支	1	3	0	0	0	0
税前利润	-318	23	108	2,420	3,603	4,163
利润率	n.a	6.0%	11.7%	64.4%	72.2%	74.5%
所得税	-21	-2	-20	-363	-540	-624
所得税率	n.a	10.1%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-339	21	88	2,057	3,062	3,539
少数股东损益	-13	0	20	50	50	50
归属于母公司的净利润	-326	21	68	2,007	3,012	3,489
净利率	n.a	5.4%	7.4%	53.4%	60.4%	62.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-339	21	88	2,057	3,062	3,539
少数股东损益	-13	0	20	50	50	50
非现金支出	176	34	44	41	53	71
非经营收益	114	9	24	-879	-937	-953
营运资金变动	20	-78	-36	-636	-274	-134
经营活动现金净流	-29	-15	120	583	1,904	2,522
资本开支	-27	-88	-91	-300	-300	-300
投资	39	23	10	0	0	0
其他	0	0	0	884	938	954
投资活动现金净流	12	-65	-81	584	638	654
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-13	100	18	-120	0	0
其他	5	-3	16	-808	-1,206	-1,397
筹资活动现金净流	-8	97	34	-928	-1,206	-1,397
现金净流量	-25	17	74	239	1,336	1,780

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	44	34	107	346	1,681	3,460
应收款项	188	240	363	1,103	1,464	1,640
存货	75	65	148	306	307	308
其他流动资产	13	15	46	63	63	63
流动资产	320	353	664	1,817	3,515	5,472
%总资产	39.5%	34.7%	49.3%	65.7%	74.6%	79.3%
长期投资	22	44	35	35	35	35
固定资产	159	244	254	477	685	876
%总资产	19.6%	24.0%	18.8%	17.3%	14.5%	12.7%
无形资产	268	344	363	405	446	485
非流动资产	490	664	683	948	1,195	1,425
%总资产	60.5%	65.3%	50.7%	34.3%	25.4%	20.7%
资产总计	810	1,017	1,347	2,765	4,710	6,897
短期借款	40	93	146	26	26	26
应付款项	134	210	226	458	466	471
其他流动负债	17	27	183	232	310	348
流动负债	191	331	556	716	803	846
长期贷款	0	47	15	15	15	15
其他长期负债	28	25	66	70	71	72
负债	219	403	637	801	889	932
普通股股东权益	547	570	635	1,839	3,646	5,740
其中：股本	260	260	260	260	260	260
未分配利润	-350	-329	-260	944	2,751	4,844
少数股东权益	45	44	75	125	175	225
负债股东权益合计	810	1,017	1,347	2,765	4,710	6,897

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	-1.256	0.081	0.263	7.728	11.601	13.436
每股净资产	2.106	2.194	2.446	7.083	14.043	22.105
每股经营现金净流	-0.111	-0.056	0.464	2.246	7.332	9.714
每股股利	0.000	0.000	0.000	3.091	4.640	5.375
回报率						
净资产收益率	-59.65%	3.69%	10.75%	109.10%	82.61%	60.78%
总资产收益率	-40.25%	2.07%	5.07%	72.58%	63.95%	50.59%
投入资本收益率	-11.42%	2.85%	10.52%	66.74%	59.80%	46.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-29.53%	44.53%	136.09%	308.15%	32.77%	12.05%
EBIT增长率	878.88%	-135.37%	369.33%	1294.80%	72.18%	20.29%
净利润增长率	4534.98%	-106.45%	224.49%	2838.36%	50.12%	15.82%
总资产增长率	-24.82%	25.51%	32.48%	105.21%	70.37%	46.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	199.0	122.2	94.2	94.2	94.2	94.2
存货周转天数	106.9	96.0	58.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	106.6	102.7	47.3	47.3	47.3	47.3
固定资产周转天数	192.1	209.6	87.8	38.4	40.4	45.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.81%	17.38%	7.60%	-15.50%	-42.91%	-57.32%
EBIT利息保障倍数	-9.1	4.1	11.5	39.0	45.2	48.2
资产负债率	27.03%	39.63%	47.31%	28.97%	18.88%	13.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	7	7	7	7
增持	1	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.22	1.30	1.30	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402