

# 老牌功能性手套生产商，转型锂矿锂盐业务 打开成长空间

**买入（首次）**

| 盈利预测与估值          | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）       | 1,053  | 3,268 | 5,951 | 6,961 |
| 同比               | 4%     | 210%  | 82%   | 17%   |
| 归属母公司净利润（百万元）    | -154   | 237   | 553   | 859   |
| 同比               | -301%  | 254%  | 133%  | 55%   |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | -0.96  | 1.48  | 3.44  | 5.35  |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | -51.76 | 33.68 | 14.45 | 9.30  |

- 公司简介：**创立于2000年，主要从事特种及普通劳动防护手套的研发、生产和销售，实际控制人是张间芳（直接持股14.94%、间接持股34.10%）。2019-2021年，中国大陆以外地区收入占比分别为84.67%、79.44%、85.73%，2019年开始将产能逐步向越南转移，基地预计于2022年8月开始投产，满产后产值达到20亿元/年、净利润达到2亿元/年。
- 切入锂盐：**收购天成锂业布局云母提锂，资源禀赋+供不应求确保高毛利。1) **布局：**2021年公司通过收购天成锂业33.33%股权(2022年3月签订框架协议，拟将股权比例提升至51%实现控股)切入碳酸锂和氢氧化锂业务领域，天成锂业承诺2022、2023年扣非净利润分别不低于0.97、1.47亿元。2) **禀赋：**天成锂业主采用硫酸盐法进行锂云母提锂，资源方面深耕锂都江西宜春，是宜春五大云母提锂企业之一金辉锂业的第一大供应商。产能方面二期生产线完成后(2022年7月)，天成锂业硫酸锂溶液产能将从3000吨/年提升至5712吨/年。3) **展望：**价格方面，2022年国内维持碳酸锂紧平衡状态，2023年供需缺口扩大，行业盈利能力将进一步提升，硫酸锂溶液价格有望维持高位。**业绩方面**，根据公司对上交所问询函的回复内容，预计2022-2026年，天成锂业收入分别为1.26、5.09、6.41、6.41、6.41亿元，净利润分别为0.98、1.27、1.26、1.26、1.26亿元，经营现金流分别为1.09、1.37、1.37、1.37、1.36亿元。
- 收购锂矿：**持有马里锂辉石项目股权，打通上-中游环节、开启成长空间。1) **行业：**受益于锂电产业的发展，锂盐行业进入高速增长上升期，锂从“小金属”向“大金属”成长，全球锂资源争夺白热化形势下，上下游企业产销绑定+产业垂直一体化发展成为趋势。2) **资源：**2022年6月，公司和全资子公司收购泰安欣昌100%股权，收购完成后持有马里Bougouni锂辉石矿项目7.23%股权，并间接拥有连续3年承购包销该矿不低于80%的锂精矿产品的权利。受益于锂电池需求的大幅增长，锂矿平均价格上涨43%，按照年产量23.8万吨计算(预计2022Q4投产)，该项目IRR从50.9%上涨至91.2%。3) **延伸：**收购锂辉石矿股权后，公司从上游锂矿开采到中游锂盐加工环节全部打通：一方面，国外通过锂辉石矿进口，整体规划锂精矿目标为23.8万吨/年、一期是10万吨/年，2023年二季度能投产，海运过来1-2个月时间；另一方面，国内通过采购当地锂云母+自建选矿厂，保守按照天成锂业的硫酸锂溶液销售量5712吨/年测算，对应净利润为5.71亿元/年。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司22-24年EPS分别为1.48、3.44、5.35元，对应PE分别为34、14、9倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**越南投产不达预期，需求减弱使价格下降；马里锂矿开采、天齐锂业硫酸锂溶液、碳酸锂项目不达预期；硫酸锂等价格大幅波动等。

2022年07月12日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

## 股价走势

康隆达 沪深300



## 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 49.70       |
| 一年最低/最高价      | 11.14/55.95 |
| 市净率(倍)        | 8.41        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,985.95    |
| 总市值(百万元)      | 7,985.95    |

## 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 5.91   |
| 资产负债率(% ,LF) | 67.24  |
| 总股本(百万股)     | 160.68 |
| 流通 A 股(百万股)  | 160.68 |

## 相关研究

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 公司简介：功能性、非功能性劳保手套生产企业，海外业务占据主导地位 .....                | 4  |
| 1.1. 业绩：功能性手套产销量逐年提升，毛利率、销售净利率、ROE 波动较大 .....            | 5  |
| 1.2. 结构：境外收入和毛利占据主导地位，成本上升导致毛利率有所下降 .....                | 6  |
| 2. 切入锂盐：收购天成锂业布局云母提锂，资源禀赋+供不应求确保高毛利 .....                | 7  |
| 2.1. 布局：增资收购天成锂业 33.33% 股权，切入碳酸锂和氢氧化锂业务 .....            | 7  |
| 2.2. 禀赋：稀缺区位优势保证原料有效供应，二期产线建设提升公司产能 .....                | 9  |
| 2.3. 展望：宜春市五大云母提锂企业之一，供不应求形势下盈利能力较强 .....                | 12 |
| 3. 收购锂矿：持有马里锂辉石项目股权，打通上-中游环节、开启成长空间 .....                | 13 |
| 3.1. 行业：锂电产业催生行业高速发展，产销绑定、垂直一体化成为趋势 .....                | 14 |
| 3.2. 资源：收购马里 Bougouni 锂矿项目股权，IRR 从 50.9% 上涨至 91.2% ..... | 16 |
| 3.3. 延伸：打通上游锂矿开采-中游锂盐加工，外有锂辉石、内有锂云母 .....                | 18 |
| 4. 盈利预测与估值 .....   | 19 |
| 5. 风险提示 .....  | 20 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司生产的普通纤维涂层类和特种纤维类劳保手套.....                        | 4  |
| 图 2: 2019-2021 年公司的功能性手套产销量 (万打) .....                  | 5  |
| 图 3: 2019-2021 年公司非功能性手套产销量 (万打) .....                  | 5  |
| 图 4: 2019-2021 年公司的收入和归母净利润情况 (亿元) .....                | 5  |
| 图 5: 2019-2021 年公司的毛利率、销售净利率和 ROE .....                 | 5  |
| 图 6: 2019-2021 年公司的外销业务情况 (亿元) .....                    | 6  |
| 图 7: 2019-2021 年公司内销和外销业务毛利率 .....                      | 6  |
| 图 8: 锂产业链的上游开采、中游提炼及下游应用情况.....                         | 8  |
| 图 9: 2019-2021 年天成锂业的收入和盈利情况 (亿元) .....                 | 8  |
| 图 10: 天成锂业硫酸锂溶液业务的盈利情况 (亿元) .....                       | 8  |
| 图 11: 公司锂盐提取及加工的具体工艺流程.....                             | 11 |
| 图 12: 中国锂资源量的区域分布 (截至 2018 年) .....                     | 12 |
| 图 13: 主要锂云母提锂企业碳酸锂产量预测 (万吨) .....                       | 12 |
| 图 14: 2012-2021 年全球新能源汽车销量和渗透率情况 .....                  | 14 |
| 图 15: 中国 2019-2021 年各月新能源汽车销量 (辆) .....                 | 14 |
| 图 16: 收购完成后 Bougouni 锂矿股权结构图 .....                      | 16 |
| 图 17: Bougouni 锂矿项目的地理位置 .....                          | 16 |
| 图 18: 公司打通上游锂矿开采-中游锂盐加工环节 .....                         | 18 |
| <br>  |    |
| 表 1: 天成锂业 2019 年-2021 年 8 月硫酸锂溶液的销售价格 .....             | 9  |
| 表 2: 天成锂业的硫酸锂溶液按季度毛利率变动情况.....                          | 9  |
| 表 3: 锂云母提锂的几种技术路径对比 .....                               | 10 |
| 表 4: 2020 年和 2021 年 1-8 月天成锂业的主要销售客户 .....              | 10 |
| 表 5: 中瑞世联预计天成锂业 2022-2026 年的销售量、单价和收入 (万元) .....        | 13 |
| 表 6: 中瑞世联预计天成锂业 2022-2026 年的盈利预测 (万元) .....             | 13 |
| 表 7: 全球五大锂盐公司上下游覆盖情况.....                               | 15 |
| 表 8: Bougouni 矿产资源储备评估 (截至 2022 年 6 月) .....            | 17 |
| 表 9: 2022 年 6 月 Bougouni 锂矿可研报告数据 .....                 | 17 |
| 表 10: 公司与 A 股部分转型锂盐行业公司的估值比较 (截至 2022 年 7 月 11 日) ..... | 20 |

## 1. 公司简介：功能性、非功能性劳保手套生产企业，海外业务占据主导地位

公司创立于 2000 年，主要从事特种及普通劳动防护手套的研发、生产和销售，致力于为客户提供全方位的手部劳动防护解决方案。经过多年发展，公司已形成以功能性劳动防护手套为主、非功能性劳动防护手套为辅的产品结构。公司目前拥有带衬 PU、丁腈、乳胶、水性 PU 胶等浸胶类劳动防护手套和点胶类劳动防护手套四大类、十大系列、200 余个品种，是国内劳动防护手套行业中产品种类/规格最多、最全的专业企业之一。公司的产品主要销往以欧洲、美国和日本为主的境外市场，产品品类以耐磨手套、抗切割手套、抗撕裂手套、抗冲撞手套、防化手套、防静电手套、耐热耐寒手套等功能性劳动防护手套为主，广泛应用于建筑、电力、电子、汽车、机械制造、冶金、石化、采掘等行业。截至 2022 年 Q1 末，公司第一大股东是绍兴上虞东大针织，实际控制人是张间芳（直接持有上市公司股份 14.94%，通过东大针织及一致行动人间接持有上市公司股份 34.10%）。

图1：公司生产的普通纤维涂层类和特种纤维类劳保手套

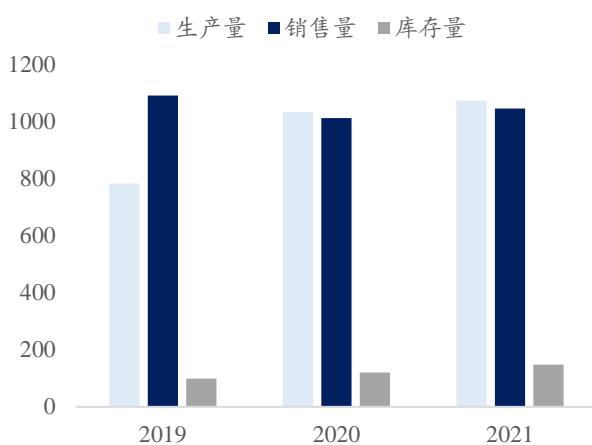


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 1.1. 业绩：功能性手套产销量逐年提升，毛利率、销售净利率、ROE 波动较大

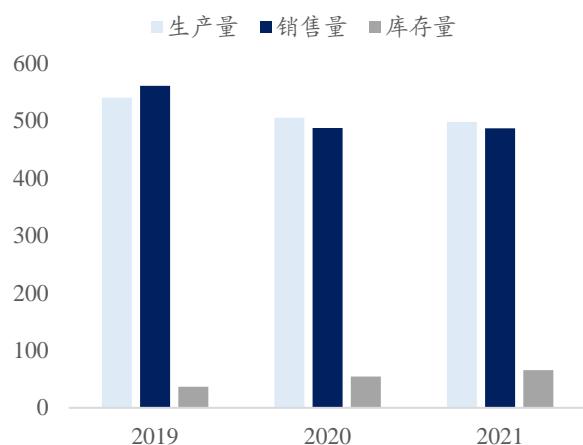
产品方面：2019-2021 年，1) 公司功能性手套的生产量分别为 782.69、1033.43、1072.62 万打，增速分别为-13.75%、32.04%、3.79%；销售量分别为 1090.44、1011.54、1045.02 万打，增速分别为-6.60%、-7.24%、3.33%；库存量分别为 98.26、120.15、147.75 万打，增速分别为-42.93%、22.28%、22.97%。2) 非功能性手套的生产量分别为 540.26、505.56、498.26 万打，增速分别为-7.81%、-6.42%、-1.44%；销售量分别为 561.18、487.76、487.04 万打，增速分别为-9.84%、-13.08%、-0.15%；库存量分别为 36.40、54.20、65.42 万打，增速分别为-38.21%、48.90%、20.70%。业绩方面：2019-2021 年，公司营业收入分别为 9.87、10.14、10.53 亿元，增速分别为 8.99%、2.71%、3.85%；归母净利润分别为 0.50、0.77、-1.54 亿元，增速分别为-40.09%、53.39%、-300.89%；毛利率分别为 28.89%、27.09%、22.75%，销售净利率分别为 5.18%、8.61%、-31.19%，ROE(平均)分别为 4.94%、7.22%、-15.15%。

图2：2019-2021 年公司的功能性手套产销量（万打）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

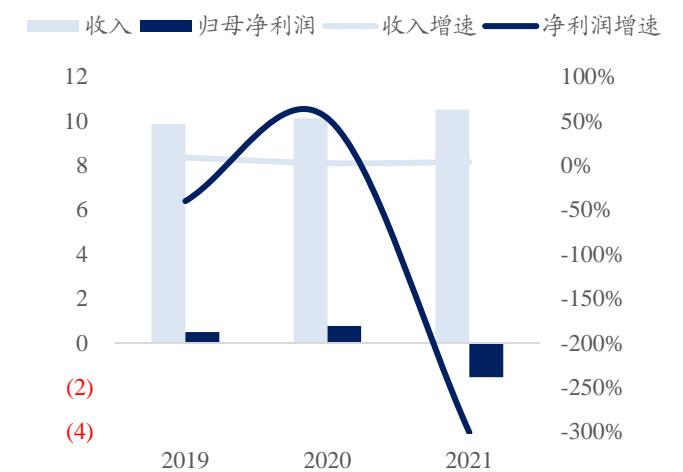
图3：2019-2021 年公司非功能性手套产销量（万打）



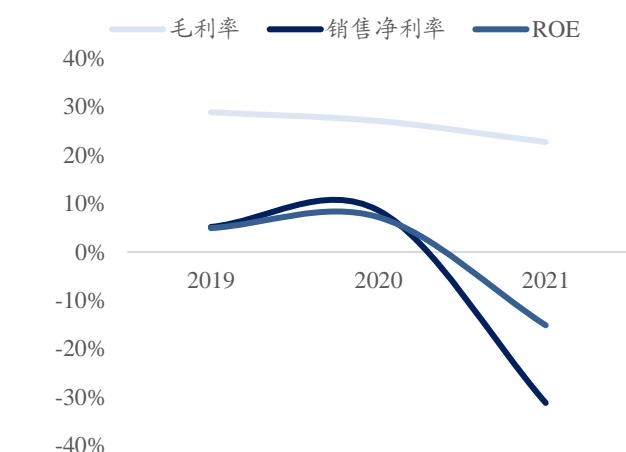
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图4：2019-2021 年公司的收入和归母净利润情况（亿元）

图5：2019-2021 年公司的毛利率、销售净利率和 ROE



数据来源: wind、东吴证券研究所



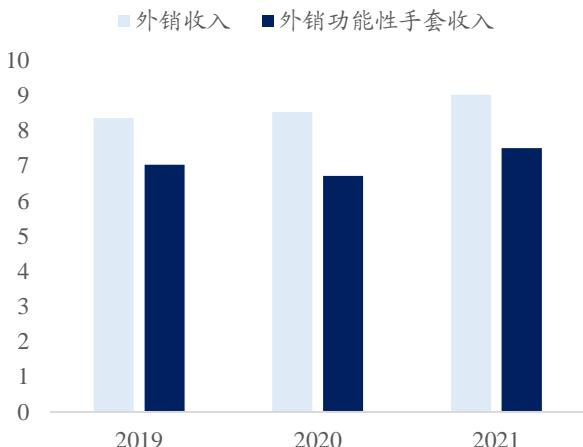
数据来源: wind、东吴证券研究所

## 1.2. 结构: 境外收入和毛利占据主导地位, 成本上升导致毛利率有所下降

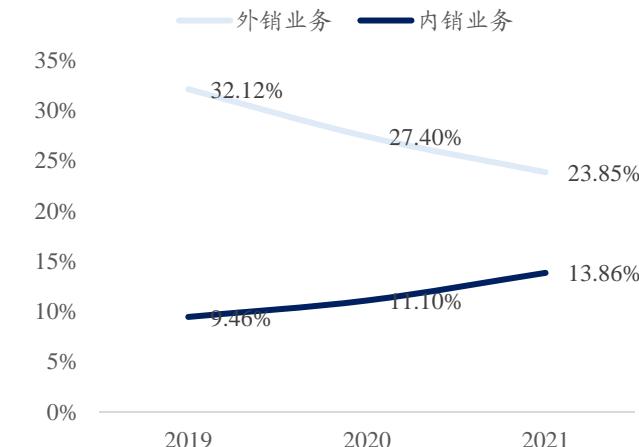
收入: 2019-2021年, 中国大陆以外地区收入分别为8.36、8.53、9.02亿元, 占比总收入分别为84.67%、79.44%、85.73%, 外销产品主要是功能性手套。2019-2021年, 外销功能性手套收入分别为7.03、6.71、7.50亿元, 占比外销收入分别为84.17%、78.63%、83.12%。价格: 2019-2021年, 外销单价分别为49.59、57.28、59.54元/打, 涨幅分别为15.17%、15.51%、3.95%; 平均成本分别为33.66、41.59、45.34元/打, 涨幅分别为15.31%、23.54%、9.03%, 成本上升拖累公司外销业务毛利率表现, 2019-2021年, 分别为32.12%、27.40%、23.85%。根据公司公告内容, 2019年起公司将产能逐步向越南转移, 2020年在越南中部顺化省丰田县工业区开始建立海外基地, 该项目投资总额为7.61亿元, 产能为504万箱一次性丁腈胶手套和年产400吨高强高模聚乙烯纤维(UHMWPE纤维)。该项目预计于2022年8月份开始投产, 满产后产值达到20亿元/年、净利润达到2亿元/年, 有望贡献稳定现金流。

图6: 2019-2021年公司的外销业务情况(亿元)

图7: 2019-2021年公司内销和外销业务毛利率



数据来源：Wind、东吴证券研究所



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 2. 切入锂盐：收购天成锂业布局云母提锂，资源禀赋+供不应求确保高毛利

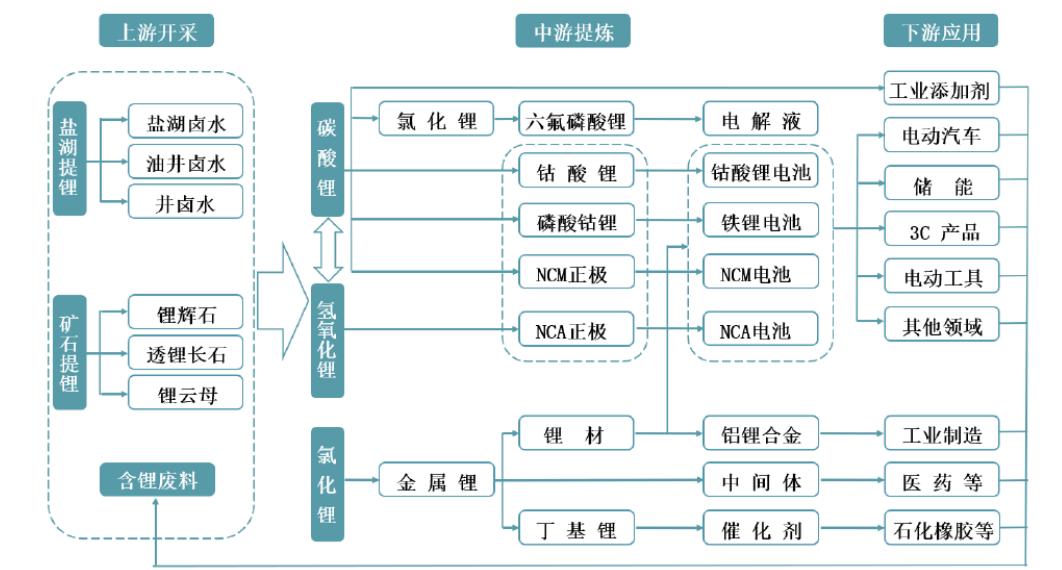
1) 布局: 2021 年公司通过收购天成锂业 33.33% 股权 (2022 年 3 月签订框架协议，拟将股权比例进一步提升至 51% 实现控股) 切入碳酸锂和氢氧化锂业务领域，天成锂业承诺 2022、2023 年扣非净利润分别不低于 0.97、1.47 亿元。2) 禀赋: 天成锂业主要采用硫酸盐法进行锂云母提锂，资源方面深耕锂都江西宜春、保障原料有效供应，是宜春五大云母提锂企业之一金辉锂业的第一大供应商。产能方面二期生产线建设完成后 (2022 年 7 月)，天成锂业的硫酸锂溶液产能将从 3000 吨/年提升到约 5712 吨/年。3) 展望: 根据公司公告，价格方面，2022 年国内仍然维持碳酸锂紧平衡状态，2023 年供需缺口开始扩大，行业盈利能力将进一步提升，硫酸锂溶液价格有望维持高位。业绩方面，根据公司对上交所问询函的回复内容，预计 2022-2026 年，天成锂业收入分别为 1.26、5.09、6.41、6.41、6.41 亿元，净利润分别为 0.98、1.27、1.26、1.26、1.26 亿元，经营性净现金流分别为 1.09、1.37、1.37、1.37、1.36 亿元。

### 2.1. 布局：增资收购天成锂业 33.33% 股权，切入碳酸锂和氢氧化锂业务

2021 年 10 月，公司公告，拟以自有或自筹资金 1 亿元，收购丙戌天成 16.67% 股权，并以 1.5 亿元对丙戌天成增资，交易完成后公司持有丙戌天成 33.33% 股权，后丙戌天成更名为天成锂业。天成锂业承诺 2021-2023 年扣非净利润分别不低于 0.46、0.97、1.47 亿元，其中 2021 年实际完成 0.50 亿元，是承诺金额的 107.88%。2022 年 3 月，公司公告，已与天成锂业股东就股权转让达成初步意向协议 (转让金额及转让股份比例以最终签署生效的股权转让协议为准)，公司拟收购天成锂业原股东持有的 17.67% 股权，如果收购完成，则公司持有天成锂业 51.00% 股权，成为天成锂业的控股股东。根据公

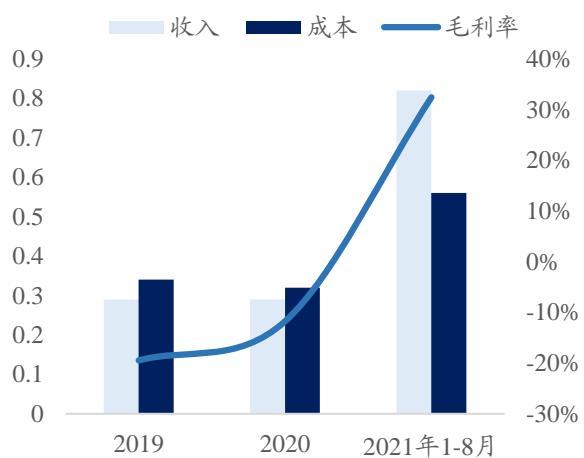
司披露的投资者关系活动记录，目前天成锂业硫酸锂溶液（碳酸锂当量）产能为1万吨/年，还处于产能爬坡阶段，预计7月初可达到800吨/月。原天成锂业拥有年产6000吨碳酸锂、6000吨氢氧化锂项目相关批文已转移至子公司协成锂业，其中碳酸锂生产线正在建设中，预计7月底投产；氢氧化锂生产线正在规划，计划2023年中期建成试产。协成锂业碳酸锂生产线投产后，天成锂业的硫酸锂溶液将会供给协成锂业做碳酸锂生产。天成锂业采用锂云母精矿制备硫酸锂溶液，目前原料主要从当地采购，主要定价依据为参考碳酸锂市场价格，扣除“沉锂”环节相应的加工费用。

图8：锂产业链的上游开采、中游提炼及下游应用情况



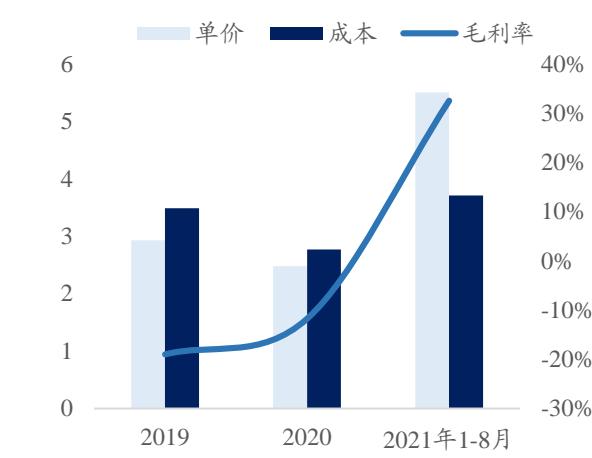
数据来源：九岭锂业招股说明书、东吴证券研究所

图9：2019-2021年天成锂业的收入和盈利情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：天成锂业硫酸锂溶液业务的盈利情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021年以来硫酸锂溶液供不应求，价格上涨带动收入、毛利率显著提升。根据公司公告，天成锂业 2019、2020、2021 年 1-8 月的收入分别为 0.29、0.29、0.82 亿元，其中 2021 年收入大幅增长的主要原因系市场上硫酸锂溶液供不应求，2021 年 2 月起电池级碳酸锂的销售价格持续上涨（2021 年 10 月 26 日上海有色金属网公布的电池级碳酸锂均价为 19.25 万元/吨），带动上游原材料硫酸锂溶液售价上涨，公司随之提升产量，满负荷生产所致。2019、2020、2021 年 1-8 月的毛利率分别为 -19.45%、-11.73%、32.43%，其中硫酸锂溶液的毛利率分别为 -19.04%、-11.77%、32.56%，销售单价分别为 2.93、2.48、5.51 万元/吨。天成锂业 2021 年 1-8 月毛利率由负转正，并且较上两年增幅较高，主要系产品销售和原料采购的价差扩大及 2019 年-2020 年产能利用率不足。

表1：天成锂业 2019 年-2021 年 8 月硫酸锂溶液的销售价格

| 时间           | 数量（碳酸锂当量吨） | 销售收入（万元） | 销售单价（元/吨） |
|--------------|------------|----------|-----------|
| 2019         | 974.26     | 2852.96  | 29283.46  |
| 2020         | 1157.41    | 2872.37  | 24817.27  |
| 2021 年 1-8 月 | 1491.35    | 8213.77  | 55076.08  |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：天成锂业的硫酸锂溶液按季度毛利率变动情况

| 季度           | 产量（碳酸锂当量吨） | 销量（碳酸锂当量吨） | 单价（元/吨）  | 收入(万元)  | 成本（万元）  | 毛利率     |
|--------------|------------|------------|----------|---------|---------|---------|
| 2019Q1       | 296.46     | 296.46     | 22146.52 | 656.55  | 785.07  | -19.58% |
| 2019Q2       | 485.33     | 485.33     | 36643.57 | 1778.42 | 2109.82 | -18.63% |
| 2019Q3       | 108.35     | 108.35     | 21574.54 | 233.76  | 281.69  | -20.50% |
| 2019Q4       | 96.6       | 84.12      | 21900.81 | 184.23  | 219.68  | -19.25% |
| 2020Q1       | -          | 12.48      | 29964.59 | 37.39   | 50.81   | -35.89% |
| 2020Q2       | 24.16      | -          | -        | -       | -       | -       |
| 2020Q3       | 454.48     | 478.64     | 18969.63 | 907.96  | 1208.01 | -33.05% |
| 2020Q4       | 670.37     | 666.29     | 28921.61 | 1927.02 | 1951.54 | -1.27%  |
| 2021Q1       | 521.01     | 523.11     | 45668.33 | 2388.96 | 1644.22 | 31.17%  |
| 2021Q2       | 530.22     | 530.73     | 57111.56 | 3031.08 | 2073.17 | 31.60%  |
| 2021 年 7-8 月 | 441.46     | 437.51     | 63855.29 | 2793.73 | 1822.25 | 34.77%  |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 2.2. 禀赋：稀缺区位优势保证原料有效供应，二期产线建设提升公司产能

根据锂资源的存在形态，提锂技术主要可分为矿石提锂和盐湖提锂，其中矿石提锂又主要分为锂辉石提锂和锂云母提锂。锂辉石锂含量通常高于锂云母，但我国锂辉石矿资源少，主要依赖澳洲等地进口，供应保障稳定性不足。我国拥有亚洲储量最大的锂云母矿，因此从资源禀赋、开发成本和资源可控的角度，锂云母提锂具有一定优势。锂云母提锂技术路径主要有石灰焙烧法、硫酸焙烧法、硫酸盐焙烧法、氯化焙烧法和压煮法，经过多年的反复尝试，主流生产企业多数使用硫酸盐焙烧法。天成锂业采用硫酸盐法，利用碱金属硫酸盐与锂云母中的锂发生离子交换反应，从而使锂从锂云母中分离出来，通过采用比较廉价的钙盐代替了部分硫酸钾进行配料焙烧，降低了原料成本，并且浸出由水浸代替了酸浸，使浸出渣由原来的酸性渣改进为中性渣，设备使用年限更长，生产更加连贯持久。随着生产工艺的日渐成熟和生产经验的不断积累，天成锂业的产品质量日趋稳定，产能利用率也处于逐步提升阶段，为后续的二期生产线的建设打好基础。2021年1-8月天成锂业是金辉锂业的第一大供应商，占其同类产品采购比例40%左右，产品质量得到客户肯定。

表3：锂云母提锂的几种技术路径对比

| 原料  | 提锂技术   | 优点                                   | 缺点                             |
|-----|--------|--------------------------------------|--------------------------------|
| 锂云母 | 石灰石焙烧法 | 工艺简单，原料价格低廉，较为环保                     | 浸出液中锂含量低，锂回收率<70%，石灰石配比高，蒸发能耗高 |
|     | 硫酸焙烧法  | 工艺成熟，能耗低，锂回收率达80%以上，其他有价金属的回收率达90%以上 | 易产生有毒的含氯气体，易形成有腐蚀性的氟硅酸         |
|     | 硫酸盐焙烧法 | 流程简单，焙烧和浸出时间短，锂转化率达95%，能耗低           | 硫酸钠在高温下烧结成玻璃状，使反应进行困难          |
|     | 氯化焙烧法  | 能耗低，锂提取率达92.86%，有价金属回收率高             | 混合酸的使用对设备的耐腐蚀性要求较高，采用碳酸钠沉锂成本高  |
|     | 压煮法    | 工艺流程短，成本低，Li <sub>2</sub> O溶出率达92%   | 前期需要高温焙烧脱氟，能耗高，对矿物种类要求苛刻       |

数据来源：九岭锂业招股说明书、东吴证券研究所

表4：2020年和2021年1-8月天成锂业的主要销售客户

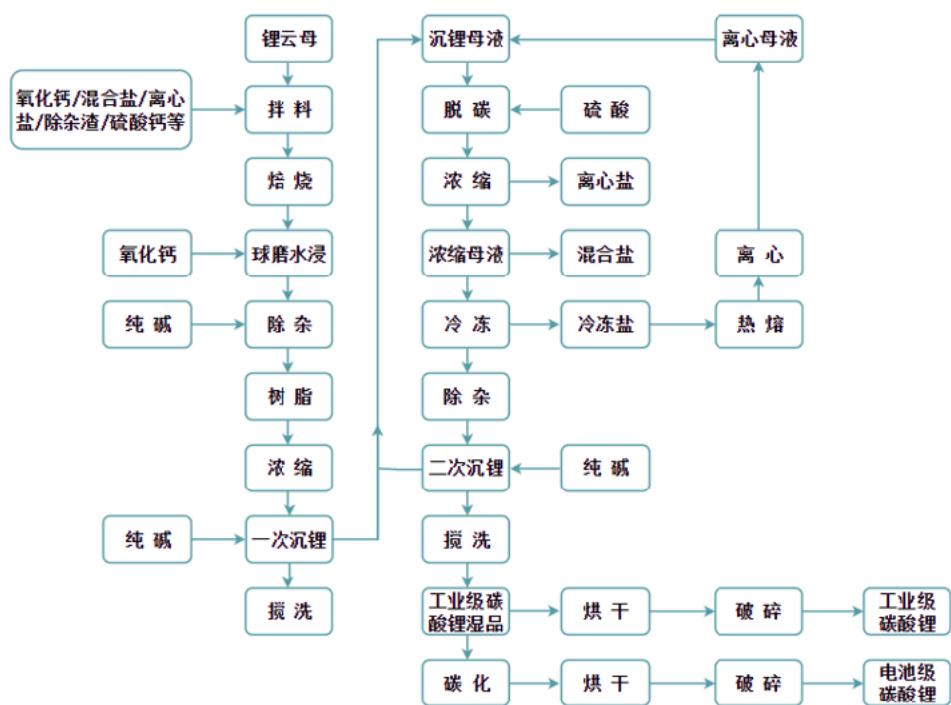
|           | 单位              | 数量(吨)   | 金额(万元)  | 公司处于客户同类原材料供应商中的地位 |
|-----------|-----------------|---------|---------|--------------------|
| 2021年1-8月 | 江西金辉锂业有限公司      | 1360.76 | 7590.85 | 第一大供应商             |
|           | 江西南氏锂电新材料有限公司   | 90.98   | 507.25  | 小型供应商              |
|           | 江西永兴特钢新能源科技有限公司 | 39.61   | 115.67  | 小型供应商              |
|           | 合计              | 1491.35 | 8213.77 |                    |
| 2020年度    | 江西永兴特钢新能源科技有限公司 | 1008.69 | 2383.97 | 小型供应商              |
|           | 江西南氏锂电新材料有限公司   | 136.24  | 451.01  | 小型供应商              |
|           | 江西泰品新能源有限责任公司   | 12.48   | 37.39   | 小型供应商              |

|    |         |         |  |
|----|---------|---------|--|
| 合计 | 1157.41 | 2872.37 |  |
|----|---------|---------|--|

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

目前公司锂云母供应商均集中在宜春当地，不仅能降低原材料运输费用，更能够有效地避免矿石进口所面临的不确定因素。主要供应商为江西省远方矿业有限公司、宜春市恒荣矿业有限公司、宜春市金地锂业有限公司等选矿企业，一般采用预付款模式结算，天成锂业适时根据未来锂云母价格看涨预期实施提前备货，锁定锂云母的采购价格，进而适当控制锂云母原料成本并有效地保证原料供应及生产的稳定。2020年和2021年1-8月前五大锂云母供应商占当年锂云母采购比例分别为57.62%和75.76%。经过多年发展，天成锂业工艺技术已经成熟，并实现了连续化生产，公司二期生产线自2021年9月开始正式建设，引入公司战略投资1.5亿元，其中1.2亿元用于建设二期生产线，预计将于2022年7月份完工投产，届时主要产品硫酸锂溶液（碳酸锂当量）产能将从3000吨/年提升到约5712吨/年，未来将一定程度提升公司产能规模，保障业绩承诺的完成，将为业绩的可实现性奠定产能基础。因此，天成锂业形成的以产品质量、区位和产能规模为核心的竞争优势，已为其稳定的持续经营和业绩承诺的实现奠定了供、产、销的基础，为其未来实现产量快速增长提供保障。

图11：公司锂盐提取及加工的具体工艺流程

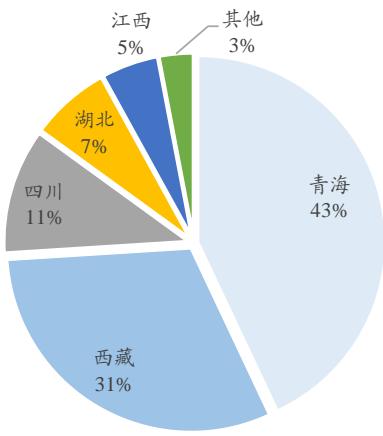


数据来源：九岭锂业招股说明书、东吴证券研究所

### 2.3. 展望：宜春市五大云母提锂企业之一，供不应求形势下盈利能力较强

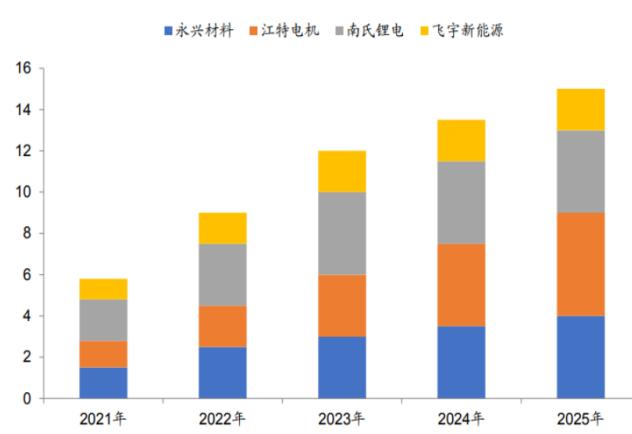
我国的锂云母资源主要分布在江西宜春，根据《宜春地区锂资源类型及工业应用报告》等政府资料，宜春市及其下属管辖地拥有探明可利用氧化锂储量逾 258 万吨，折碳酸锂当量约 636 万吨，随着新能源产业快速发展、勘探工作的不断深入，宜春地区锂云母矿石的实际储量规模可能进一步增长。根据公司公告，江西宜春目前有五家主要企业具备云母提锂碳酸锂加工技术工艺和生产设施，其中：1) 永兴材料已有 1 万吨云母提锂碳酸锂加工产能（正在办理新建 2 万吨云母提锂碳酸锂加工产能的环评工作）；2) 南氏锂电已建成 6 万吨云母提锂碳酸锂加工产能；3) 江特电机已有 1.5 万吨云母提锂碳酸锂加工产能；4) 飞宇新能源已有 2 万吨云母提锂碳酸锂加工产能；5) 金辉锂业已有 8000 吨云母提锂碳酸锂加工产能（正在建设第二期产能设施）。永兴材料、南氏锂电等五家主流公司现有云母提锂碳酸锂加工产能（不含正在扩建产能），合计可制备约 11.3 万电池级碳酸锂。根据企业生产经验每 17.5 吨 3.0 品位锂云母可制备约 19 吨硫酸锂溶液，约 19 吨硫酸锂溶液可制备 1 吨碳酸锂推算，制备 11.3 万吨电池级碳酸锂，硫酸锂溶液需求量约为 215 万吨 ( $11.3 \text{ 万} \times 19 \text{ 吨} \approx 215 \text{ 万吨}$ )，即 3.0 品位锂云母年处理规模约高至 198 万吨 ( $11.3 \text{ 万} \times 17.5 \text{ 吨} \approx 198 \text{ 万吨}$ )，远高于天成锂业年制备硫酸锂溶液 10.86 万吨、年加工锂云母 10 万吨。由于碳酸锂的供不应求状况，加之部分下游碳酸锂生产企业仍有部分富余的沉锂环节产能，市场上对硫酸锂溶液的需求较大，天成锂业的产品销售压力较小。

图12：中国锂资源量的区域分布（截至 2018 年）



数据来源：知乎网、东吴证券研究所

图13：主要锂云母提锂企业碳酸锂产量预测（万吨）



数据来源：知乎网、东吴证券研究所

根据公司对上交所问询函的回复内容：1) 价格方面，2021 年开始，伴随着恢复正常生产下游需求逐步释放，以及新能源汽车的快速上升，拉动碳酸锂消费需求行情，导致供求之间存在缺口，2021 年下半年碳酸锂售价销售大幅回升，一度出现供不应求的局

面。中瑞世联预计 2022 年国内仍然维持碳酸锂紧平衡状态，需求带动行业最高生产成本进一步提升，而碳酸锂供需数量基本一致使得行业盈利能力将得到保障，2023 年国内碳酸锂供需开始反转，供需缺口开始扩大，行业盈利能力将进一步提升。在此行业形势下，由于下游碳酸锂的带动，制备碳酸锂所需的硫酸锂溶液需求将进一步扩大，价格有望维持高位。2) 产量方面，公司二期生产线建设完成后，年处理锂云母量规模高达 10 万余吨。考虑到二期建设完成后需要进行安装、调试、预生产，中瑞世联预计 2022 年 7 月开始正式生产，年生产规模约为 5712 吨碳酸锂当量的硫酸锂溶液（根据企业生产经验，每 17-18 吨 3.0 品位锂云母可生产 1 吨碳酸锂当量的硫酸锂溶液），自 2023 年及以后年预测产量约为 5712 吨（10 万吨/17.5）碳酸锂当量的硫酸锂溶液。3) 业绩方面，中瑞世联预计 2022-2026 年，天成锂业硫酸锂溶液的销售量分别为 1120、4536、5712、5712、5712 吨，销售单价均为 11.23 万元/吨，对应销售收入分别为 12577.70、50939.68、64146.27、64146.27、64146.27 万元；成本分别为 37294.61、46642.28、46672.42、46704.04、46737.21 万元，净利润分别为 9767.91、12657.68、12618.77、12578.05、12535.42 万元，经营性净现金流分别为 10855.31、13745.07、13706.16、13665.44、13622.81 万元。

表5：中瑞世联预计天成锂业 2022-2026 年的销售量、单价和收入（万元）

| 硫酸锂溶液      | 2022E    | 2023E    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售量（吨）     | 1120.00  | 4536.00  | 5712.00  | 5712.00  | 5712.00  |
| 销售单价（万元/吨） | 11.23    | 11.23    | 11.23    | 11.23    | 11.23    |
| 销售金额（万元）   | 12577.70 | 50939.68 | 64146.27 | 64146.27 | 64146.27 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表6：中瑞世联预计天成锂业 2022-2026 年的盈利预测（万元）

| 项目    | 2022E    | 2023E    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入  | 50939.68 | 64146.27 | 64146.27 | 64146.27 | 64146.27 |
| 营业成本  | 37294.61 | 46642.28 | 46672.42 | 46704.04 | 46737.21 |
| 营业利润  | 11210.36 | 14543.66 | 14496.67 | 14447.49 | 14396.01 |
| 利润总额  | 11210.36 | 14543.66 | 14496.67 | 14447.49 | 14396.01 |
| 所得税费用 | 1442.45  | 1885.99  | 1877.90  | 1869.44  | 1860.59  |
| 净利润   | 9767.91  | 12657.68 | 12618.77 | 12578.05 | 12535.42 |
| 折旧摊销  | 981.43   | 981.43   | 981.43   | 981.43   | 981.43   |
| 经营现金流 | 10855.31 | 13745.07 | 13706.16 | 13665.44 | 13622.81 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 3. 收购锂矿：持有马里锂辉石项目股权，打通上-中游环节、开启成长空间

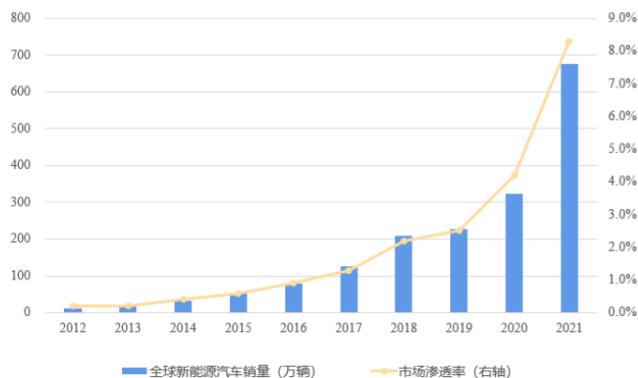
1) 行业: 受益于锂电产业的发展, 锂盐行业进入高速增长上升期, 锂从“小金属”向“大金属”成长, 全球锂资源争夺白热化形势下, 上下游企业产销绑定+产业垂直一体化发展成为趋势。2) 资源: 2022年6月, 公司和全资子公司收购泰安欣昌100%股权, 收购完成后持有马里Bougouni锂辉石矿项目7.23%股权, 并间接拥有连续3年承购包销该矿不低于80%的锂精矿产品的权利。受益于锂电池需求的大幅增长, 锂矿平均价格上涨43%, 按照年产量23.8万吨计算(预计2022Q4投产), 该项目IRR从50.9%上涨至91.2%。3) 延伸: 收购锂辉石矿股权后, 公司从上游锂矿开采到中游锂盐加工环节全部打通: 一方面, 国外通过锂辉石矿进口, 整体规划锂精矿目标为23.8万吨/年、一期是10万吨/年, 2023年二季度能投产, 海运过来1-2个月时间; 另一方面, 国内通过采购当地锂云母+自建选矿厂, 保守按照天成锂业的硫酸锂溶液销售量5712吨/年测算, 对应净利润为5.71亿元/年。

### 3.1. 行业: 锂电产业催生行业高速发展, 产销绑定、垂直一体化成为趋势

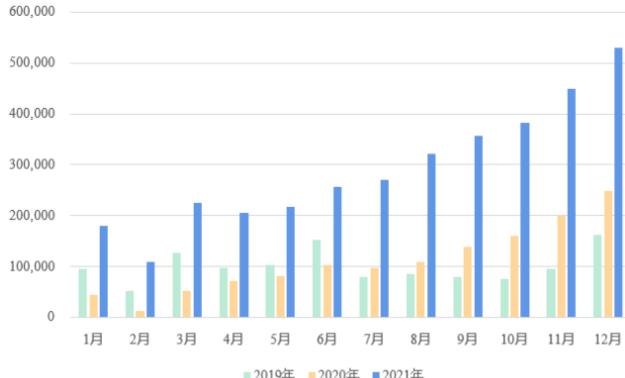
受益于锂电产业的发展, 锂盐行业进入高速增长上升期, 锂从“小金属”向“大金属”成长。在全球碳中和的大背景下, 受益于绿色低碳发展、能源结构变革、产业智能化发展, 锂电池新的应用场景不断显现, 尤其在新能源汽车电池以及储能电池领域, 将推动锂从“小金属”向“大金属”的方向发展。1) 在新能源电池领域, 锂离子电池在续航里程及稳定性需求下快速开发迭代, 得益于能量比的攀升及电池价格持续下降, 电动汽车相较于传统燃料汽车的市场竞争实力持续提升, 到2025年, 全球锂盐行业市场规模将超过150万吨的LCE(对应电动车渗透率20%)。2) 在储能领域, 锂盐产品未来的前景更为广阔。电量储能对于社会电力资源错峰供应, 缓解电力设备投入具有深远意义, 储能设备推广也是可再生能源发电并入电网系统的技术基础。5G基站建设、电网辅助服务、电网协调输配、分布式微网等功能为储能设备赋能, 储能设备建设周期加速推进。当前储能电池优质选择为磷酸铁锂电池, 假设全球建设储能设备容量占全球每日能源消耗10%, 则将催生6122GWh的锂电池市场, 折合550万吨LCE消耗, 为当前年消耗量10倍以上。随着未来可再生能源发电占比的持续快速增长, 锂盐产品的市场需求也将显著提升。

图14: 2012-2021年全球新能源汽车销量和渗透率情况

图15: 中国2019-2021年各月新能源汽车销量(辆)



数据来源：九岭锂业招股说明书、东吴证券研究所



数据来源：九岭锂业招股说明书、东吴证券研究所

**全球锂资源争夺白热化形势下，上下游企业产销绑定+产业垂直一体化发展成为趋势。**1) **上下游企业产销绑定：**锂盐的供应紧张凸显锂矿资源的战略重要性，中游锂盐厂商和下游电池和新能源汽车企业通过包销方式直接锁定上游锂矿资源。目前放量的西澳矿山所产锂精矿已全部包销给其股东、其他锂盐企业和汽车厂家。其中 Greenbushes 包销给其股东天齐锂业与美国雅保；Mt.Marion 全部包销给其股东赣锋锂业，2020 年每年包销不少于 19.2 万吨锂精矿；Mt.Cattlin 年产 18 万吨锂精矿中 12 万吨包销给美国雅保，6 万吨包销给盛新锂能；Pilgangoora 年产 33 万吨锂精矿分别包销给赣锋、容汇锂业、天宜锂业和长城汽车。南美盐湖中 Olaroz Orocobre 年产 1.75 万吨 LCE 全部包销给汽车企业 Toyota。中游生产出的锂盐也被下游新能源汽车直接锁定。以行业龙头赣锋锂业为例，其生产出的锂盐产品供应给德国宝马、德国大众、特斯拉与韩国 LG 化学。雅化集团公司雅安锂业在 2021-2025 年将给特斯拉提供 6.3 亿元-8.8 亿美元的电池级氢氧化锂。天齐锂业的公司客户则以锂电池正极材料厂商为主，客户已进入特斯拉、宝马、比亚迪等新能源汽车厂商的供应链。2) **产业垂直一体化发展：**因全球锂资源供给偏紧，锂盐行业龙头企业均在整合上下游资源，包括上游锂资源开发、中游锂盐产品生产、下游锂电池制造和锂电池回收利用等，旨在发挥协同效应，增加竞争优势，提升营运效率和盈利能力，巩固市场地位。当前的锂盐龙头企业均已布局上游锂资源开发和中游锂产品生产，其中赣锋锂业已率先布局全产业链业务。此外，依托盐湖资源的美国 ALB 和智利 SQM 还布局溴、碘、钾等其他化合物生产。

表7：全球五大锂盐公司上下游覆盖情况

| 公司   | 锂资源开发 | 锂产品生产   | 锂电池制造 | 电池回收 | 其他业务      |
|------|-------|---|-------|------|-----------|
| 美国雅保 | 已布局   | 智利 La Negra、澳洲 Kemerton、美国 Sliver Peak/Kings Mountain、中国四川新余、中国委外代工 | 布局中   |      | 特种化学品、催化剂 |

|            |     |   |                            |                                |
|------------|-----|---|----------------------------|--------------------------------|
| 赣锋锂业       | 已布局 | 宜春赣锋、宁都赣锋、奉新赣<br>锋、Mariana、Cauchari-Olariz      | 锂离子电池、固<br>态电池             | 锂回收溶液、<br>三元前驱体                |
| SQM 公<br>司 | 已布局 | 智利 Salar del Carmen、澳洲<br>Mt.Holland            |                            | 化肥、碘化<br>合物、钾化<br>合物、工业<br>化学品 |
| 天齐锂业       | 已布局 | 射洪天齐、江苏天齐、重庆天<br>齐、澳洲 Kwinana                   | 投资参股固态电<br>池（北京卫蓝、<br>SES） |                                |
| Allkem     | 已布局 | 阿根廷 Olaroz-Orocobre、日本<br>Naraha、智利 Sal de Vida |                            |                                |

数据来源：九岭锂业招股说明书、东吴证券研究所

### 3.2. 资源：收购马里 Bougouni 锂矿项目股权，IRR 从 50.9% 上涨至 91.2%

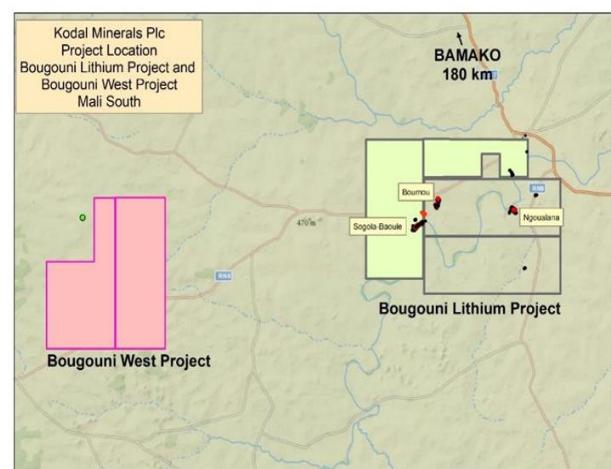
2022 年 6 月，公司公告，与全资子公司金昊新材料以自有或自筹资金 0.95 亿元收购泰安欣昌 100% 股权。泰安欣昌持有 Suay Chin 的 51% 股权，Suay Chin 持有 KODAL 的 14.18% 股权。KODAL 的全资子公司 Future Minerals SARL 拥有位于非洲马里 Bougouni 的锂辉石矿的采矿许可，并且 Suay Chin 与 KODAL 已达成了具有约束力的承购框架协议，约定由 Suay Chin 包销 KODAL 不低于 80% 的锂精矿产品，价格参考同等物理化学特性的产品市场价格确定，包销时间为 3 年，且 Suay Chin 拥有期满后的优先续约权利。收购完成后，公司将持有马里 Bougouni 锂矿项目 7.23% 股权，同时通过控股 Suay Chin，公司将可间接拥有承购框架协议中约定的权利。

图16：收购完成后 Bougouni 锂矿股权结构图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图17：Bougouni 锂矿项目的地理位置



数据来源：Kodal Minerals 年报、东吴证券研究所

Bougouni 锂矿项目地处西非马里南部，距离马里首都巴马科南部约 180 公里，相较于战乱的马里中北部地区，南部地区有尼日尔河流径流，自然条件、经济条件相对优渥，是马里重要的贸易中心、交通要塞。同时，马里南部地区锂矿资源丰富，赣锋锂业和 Firefinch 持有年均产能 72.6 万吨锂辉石精矿的 Goulamina 锂矿项目也位于马里南部地区。根据 2022 年 6 月 15 日发布的最新可研报告，Bougouni 锂辉石项目目前持有 1 个采矿许可证和 4 个勘探许可证，主要产品为锂辉石，是基础锂盐产品（工业级/电池级碳酸锂、工业级/电池级氯化锂、工业级/电池级氢氧化锂等）的重要原材料。Bougouni 锂矿项目包括 Ngoualana、Sogola-Baoule、Boumou 三个主要矿区，截至 2022 年 6 月，资源量总计 2131 万吨，平均品位为 1.11% Li<sub>2</sub>O，对应 Li<sub>2</sub>O 含量 23.65 万吨，锂金属 12.79 万吨。受益于锂电池需求的大幅增长，锂矿平均价格上涨 43%，按照年产量 23.8 万吨计算（预计 2022Q4 投产），IRR 从 50.9% 上涨至 91.2%，项目投资回报期从 1.8 年缩短至 0.8 年。

表8：Bougouni 矿产资源储备评估（截至 2022 年 6 月）

| 矿区            | 分类  | 矿产资源总量 |        |                       |         |
|---------------|-----|--------|--------|-----------------------|---------|
|               |     | 吨（百万吨） | 氧化锂（%） | Li <sub>2</sub> O（千吨） | 锂金属（千吨） |
| Ngoualana     | 已指示 | 3.14   | 1.25   | 39.20                 | 18.20   |
|               | 推断  | 1.97   | 1.12   | 22.10                 | 28.50   |
|               | 小计  | 5.11   | 1.20   | 61.30                 | 46.70   |
| Sogola-Baoulé | 已指示 | 7.44   | 1.09   | 91.90                 | 42.70   |
|               | 推断  | 3.78   | 1.13   | 42.80                 | 19.90   |
|               | 小计  | 12.22  | 1.10   | 134.80                | 62.50   |
| Boumou        | 已指示 | 0.00   | 0.00   | 0.00                  | 0.00    |
|               | 推断  | 3.98   | 1.02   | 40.40                 | 18.70   |
|               | 小计  | 3.98   | 1.02   | 40.40                 | 18.70   |
| 总计            |     | 21.31  | 1.11   | 236.50                | 127.90  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表9：2022 年 6 月 Bougouni 锂矿可研报告数据

|                  | 2020 年 1 月可研 | 2022 年 6 月可研 | 变动比例    |
|------------------|--------------|--------------|---------|
| 平均销售价格（美元/吨 SC6） | 738          | 1060         | 43.63%  |
| 税前现金流            | 395,766      | 1,067,679    | 169.78% |
| 税前净现值（r=7%）      | 293,460      | 759,839      | 158.92% |
| 税后现金流            | 306,186      | 773,634      | 152.67% |
| 税后净现值（r=7%）      | 200,769      | 567,231      | 182.53% |
| 内部收益率（IRR）       | 50.90%       | 91.20%       | -       |
| 投资回收期            | 1.8 年        | 0.8 年        | -       |
| 全寿命周期收入          | 1,432,907    | 2,145,062    | 49.70%  |

数据来源：Kodal Minerals plc 可研报告，东吴证券研究所

### 3.3. 延伸：打通上游锂矿开采-中游锂盐加工，外有锂辉石、内有锂云母

结合我们在前文中的介绍：

1) 公司增资收购锂盐加工企业天成锂业 33.33%股权，并与天成锂业股东达成初步意向协议，拟进一步收购 17.67%股权，如果收购完成，则公司持有天成锂业 51.00%股权，成为控股股东。

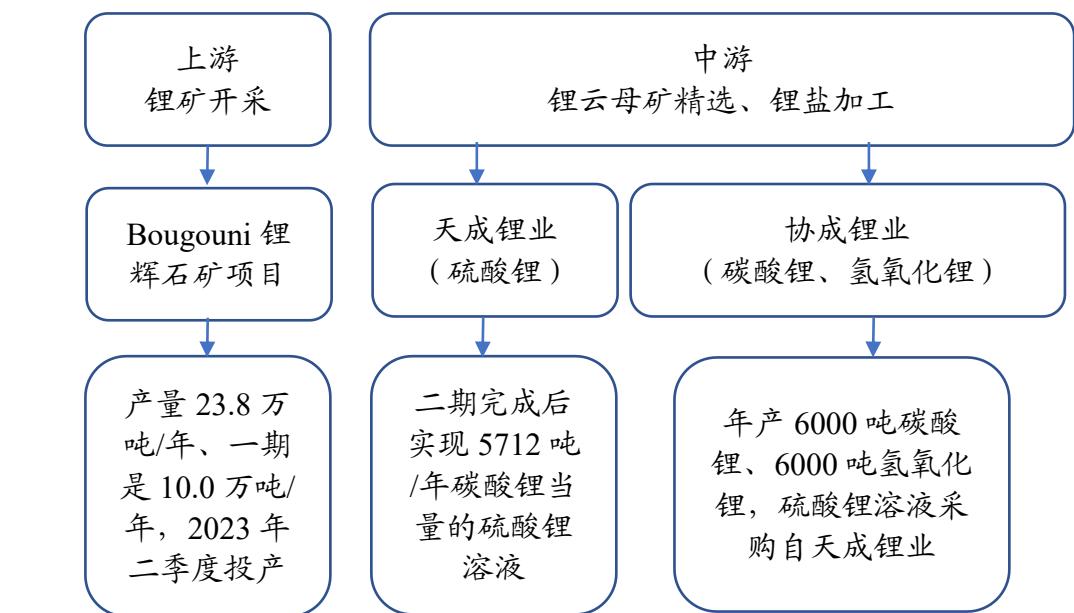
2) 原天成锂业拥有年产 6000 吨碳酸锂、6000 吨氢氧化锂项目相关批文已转移至子公司协成锂业，其中碳酸锂生产线正在建设中，预计 7 月底投产；氢氧化锂生产线正在规划，计划 2023 年中期建成试产；协成锂业碳酸锂生产线投产后，天成锂业的硫酸锂溶液将会供给协成锂业做碳酸锂生产。

3) 根据公司公开交流信息，天成锂业在宜春布局了 100 万吨/年锂矿选矿厂项目，建设选矿厂是往上游延伸的重要布局，有利于增强公司原材料的供应保障，且天成锂业的团队具有选矿经验，熟悉选矿厂的运营模式，该项目预计于 2023 年中期建成投产，可对公司业绩增厚起到积极作用。

4) 盈利方面，天成锂业目前的原料主要是从宜春当地采矿场采购的云母精矿，品味在 2.5%-3.0%、价格是 1.2 万元/吨，每 20 吨云母精矿产出 1 吨硫酸锂溶液，按照原材料成本 24 万、加工费 3.5 万计算，每生产 1 吨硫酸锂溶液，成本为 27.5 万元左右，按照目前硫酸锂的价格，吨净利润大约为 6-10 万元。

5) 公司此次收购马里 Bougouni 锂辉石矿股权后，从上游锂矿开采到中游锂盐加工环节全部打通：一方面，国外通过锂辉石矿进口，整体规划锂精矿目标为 23.8 万吨/年、一期是 10 万吨/年，2023 年二季度能投产，海运过来 1-2 个月时间；另一方面，国内通过采购当地锂云母+自建选矿厂，保守按照天成锂业的硫酸锂溶液销售量 5712 吨/年测算，对应净利润为 5.71 亿元/年。

图18：公司打通上游锂矿开采-中游锂盐加工环节



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

核心假设：

1) **公司本部手套业务**: 考虑到公司新增产能主要来自于越南基地，根据公司公开交流内容，越南人工约为 2000-3000 元/月，电价为 0.04 元/千瓦时，项目投产后毛利率会有所抬升，因此我们预计 2022-2024 年收入分别为 11.08、11.51、12.01 亿元，增速分别为 5.19%、3.92%、4.32%，毛利率分别为 26.26%、26.26%、26.26%。

2) **天成锂业并表业务**: 根据公司公开交流内容，天成锂业目前的原料主要是从宜春当地采矿场采购的云母精矿，品味在 2.5%-3.0%，价格是 1.2 万元/吨，每 20 吨云母精矿产出 1 吨硫酸锂溶液，按照原材料成本 24 万、加工费 3.5 万计算，每生产 1 吨硫酸锂溶液，成本为 27.5 万元左右，按照目前硫酸锂的价格，吨净利润大约为 6-10 万元。我们预计 2022-2024 年收入分别为 21.60、48.00、57.60 亿元，按照 51% 股权测算，贡献公司净利润分别为 2.04、5.10、8.16 亿元。

**盈利预测**：2022-2024 年公司营收分别为 32.68、59.51、69.61 亿元，增速分别为 210.44%、82.12%、16.97%；归母净利润分别为 2.37、5.53、8.59 亿元，增速分别为 253.69%、133.07%、55.42%，EPS 分别为 1.48、3.44、5.35 元。

**估值及投资建议**：我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.48、3.44、5.35 元，对应 PE 分别为 34、14、9 倍，考虑到：公司增资收购锂盐加工企业天成锂业 33.33% 股权，收购锂辉石矿股权后，公司从上游锂矿开采到中游锂盐加工环节全部打通，因此，我们首次覆盖给予公司“买入”评级。可比公司估值上，我们选取了同样转型至锂盐业的金

圆股份和中铁股份进行比较，2022 年平均 PE 为 35 倍，公司 PE 为 34 倍，公司当前估值水平偏低。

**表10：公司与 A 股部分转型锂盐行业公司的估值比较（截至 2022 年 7 月 11 日）**

| 证券代码            | 公司   | 市值（亿元） | 归母净利润（亿元） |       |       | 2022PE | 2023PE | 2024PE |
|-----------------|------|--------|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
|                 |      |        | 2022年     | 2023年 | 2024年 |        |        |        |
| 000546.SZ       | 金圆股份 | 156.5  | 4.3       | 18.3  | 19.44 | 36     | 9      | 8      |
| 300587.SZ       | 天铁股份 | 153.4  | 4.7       | 7.1   | 10.5  | 33     | 22     | 15     |
| <b>可比公司平均估值</b> |      |        |           |       |       | 35     | 16     | 12     |
| 603665.SH       | 康隆达  | 79.9   | 2.37      | 5.53  | 8.59  | 34     | 14     | 9      |

数据来源：金圆股份盈利预测来自于 Wind 一致预期、东吴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 传统业务方面，越南基地投产进度不达预期，宏观经济下行使得终端需求减弱，价格大幅下降；
- 2) 锂矿锂盐业务方面，马里锂辉石矿开采不达预期，天齐锂业的硫酸锂溶液项目进展不达预期，碳酸锂项目进展不达预期；
- 3) 硫酸锂、碳酸锂、氢氧化锂价格大幅波动等。

## 康隆达三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 利润表(百万元)        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>889</b>   | <b>2,246</b> | <b>4,058</b> | <b>5,282</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,053</b> | <b>3,268</b> | <b>5,951</b> | <b>6,961</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 167          | 1,122        | 1,920        | 3,605        | 营业成本(含金融类)      | 813          | 2,083        | 3,793        | 4,437        |
| 经营性应收款项          | 131          | 356          | 538          | 528          | 税金及附加           | 7            | 22           | 39           | 46           |
| 存货               | 511          | 646          | 1,461        | 1,004        | 销售费用            | 50           | 155          | 282          | 330          |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 102          | 316          | 576          | 530          |
| 其他流动资产           | 81           | 123          | 139          | 145          | 研发费用            | 45           | 139          | 253          | 296          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,382</b> | <b>1,374</b> | <b>1,360</b> | <b>1,341</b> | <b>财务费用</b>     | <b>41</b>    | <b>294</b>   | <b>408</b>   | <b>342</b>   |
| 长期股权投资           | 177          | 177          | 177          | 177          | 加:其他收益          | 8            | 32           | 59           | 69           |
| 固定资产及使用权资产       | 421          | 433          | 437          | 436          | 投资净收益           | 15           | 48           | 87           | 102          |
| 在建工程             | 535          | 519          | 504          | 489          | 公允价值变动          | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 122          | 119          | 116          | 112          | 减值损失            | -377         | -26          | -19          | -23          |
| 商誉               | 51           | 51           | 51           | 51           | 资产处置收益          | 42           | 0            | 1            | 1            |
| 长期待摊费用           | 12           | 12           | 12           | 12           | <b>营业利润</b>     | <b>-318</b>  | <b>313</b>   | <b>727</b>   | <b>1,128</b> |
| 其他非流动资产          | 64           | 64           | 64           | 64           | 营业外净收支          | 0            | -2           | -2           | -2           |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,271</b> | <b>3,621</b> | <b>5,418</b> | <b>6,622</b> | <b>利润总额</b>     | <b>-318</b>  | <b>311</b>   | <b>725</b>   | <b>1,126</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,427</b> | <b>2,500</b> | <b>3,684</b> | <b>3,940</b> | 减:所得税           | 11           | 42           | 97           | 151          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 758          | 758          | 758          | 758          | <b>净利润</b>      | <b>-328</b>  | <b>269</b>   | <b>628</b>   | <b>975</b>   |
| 经营性应付款项          | 270          | 728          | 1,090        | 1,036        | 减:少数股东损益        | -174         | 32           | 75           | 117          |
| 合同负债             | 93           | 238          | 433          | 507          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>-154</b>  | <b>237</b>   | <b>553</b>   | <b>859</b>   |
| 其他流动负债           | 305          | 776          | 1,403        | 1,639        |                 |              |              |              |              |
| 非流动负债            | 61           | 61           | 61           | 61           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | -0.96        | 1.48         | 3.44         | 5.35         |
| 长期借款             | 37           | 37           | 37           | 37           | EBIT            | -291         | 593          | 1,072        | 1,397        |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | -240         | 637          | 1,119        | 1,446        |
| 租赁负债             | 3            | 3            | 3            | 3            |                 |              |              |              |              |
| 其他非流动负债          | 21           | 21           | 21           | 21           |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,487</b> | <b>2,560</b> | <b>3,745</b> | <b>4,000</b> | 毛利率(%)          | 22.75        | 36.26        | 36.26        | 36.26        |
| 归属母公司股东权益        | 939          | 1,183        | 1,721        | 2,553        | 归母净利率(%)        | -14.66       | 7.26         | 9.29         | 12.34        |
| 少数股东权益           | -155         | -122         | -47          | 69           |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>784</b>   | <b>1,060</b> | <b>1,673</b> | <b>2,622</b> | 收入增长率(%)        | 3.85         | 210.44       | 82.12        | 16.97        |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>2,271</b> | <b>3,621</b> | <b>5,418</b> | <b>6,622</b> | 归母净利润增长率(%)     | -300.89      | 253.69       | 133.07       | 55.42        |

| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 重要财务与估值指标      | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 19    | 958   | 773   | 1,657 | 每股净资产(元)       | 5.84   | 7.36  | 10.71 | 15.89 |
| 投资活动现金流    | -385  | 9     | 53    | 71    | 最新发行在外股份(百万股)  | 161    | 161   | 161   | 161   |
| 筹资活动现金流    | 215   | -12   | -28   | -43   | ROIC(%)        | -17.70 | 29.82 | 42.87 | 41.06 |
| 现金净增加额     | -159  | 955   | 798   | 1,685 | ROE-摊薄(%)      | -16.43 | 20.05 | 32.11 | 33.65 |
| 折旧和摊销      | 51    | 45    | 47    | 49    | 资产负债率(%)       | 65.47  | 70.71 | 69.11 | 60.41 |
| 资本开支       | -294  | -38   | -34   | -31   | P/E(现价&最新股本摊薄) | -51.76 | 33.68 | 14.45 | 9.30  |
| 营运资本变动     | -60   | 664   | 165   | 710   | P/B(现价)        | 8.51   | 6.75  | 4.64  | 3.13  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>