

双主业驱动发展，云母提锂龙头大有可为

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 公司是中国不锈钢棒线材龙头和云母提锂龙头企业，棒线产品市场占有率连续多年位居全国前三，云母提锂产量全国第二；2) 锂资源供需紧张，预计 2022-2023 年会出现 4.73、2.36 万吨 LCE 的供给缺口，锂价有望维持高位；3) 募投项目投产在即，2 万吨电池级碳酸锂项目已进入投料测试及产能爬坡阶段，公司业绩将迎来爆发期。
- **“新材料+新能源”双主业发展格局，业绩步入爆发式增长期。**截止 2022 年半年度，公司营业收入为 64.14 亿元，同比增长 110.51%；归母净利润为 22.63 亿元，同比增长 647.64%，主要受益于下游需求激增导致的碳酸锂产品量价齐升，公司盈利能力大幅提高。
- **我国中高端不锈钢占比持续提升，助力公司增厚业绩。**我国 400 系及双相不锈钢占比不断提升，高位油价以及制造业景气度复苏带动下下游不锈钢需求持续增加。2020 年公司单吨大于 300 元的高毛利产品占营收比例为 29.37%，较 2019 年提升了 10.28 个百分点。
- **锂资源供不应求，锂价高位运行。**受疫情影响，南美盐湖新增产能投产不及预期，澳矿短期内停产项目难以复产，我们预计 2022-2023 年锂行业出现 4.73、2.36 万吨 LCE 的供给缺口，短期内供不应求局面难以改善。截止目前，电池级碳酸锂报价一度突破 50 万元/吨，公司单吨碳酸锂生产成本仅不到 4 万元，盈利空间非常可观。
- **锂电全产业链布局，产能集中放量。**依托于自有采矿、选矿到成熟的碳酸锂深加工技术，公司原料成本可控，并且项目一经投产可迅速达产。根据 2022 年中报，公司年产 2 万吨电池级碳酸锂二期项目已开始投料测试及产能爬坡进程，公司业绩将迎来爆发增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 13.61/15.84/16.28 元，对应动态 PE 分别为 11/10/10 倍，2022-2024 年归母净利润增速分别为 552.83%/16.41%/2.77%。参考同行业公司 2023 年平均 PE13 倍，公司作为云母提锂龙头，锂电产业链一体化布局且产能即将释放，给予公司 2023 年 12 倍估值，对应目标价 190.08 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动，项目投产不达预期，新能源汽车产销量不及预期。

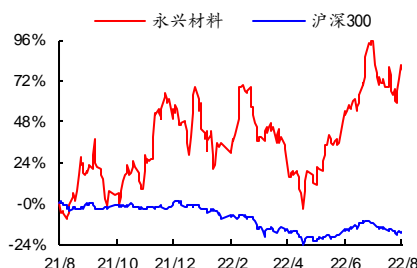
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7199.26	14649.95	15889.77	16380.63
增长率	44.76%	103.49%	8.46%	3.09%
归属母公司净利润（百万元）	887.08	5524.99	6431.51	6609.72
增长率	243.83%	522.83%	16.41%	2.77%
每股收益 EPS（元）	2.19	13.61	15.84	16.28
净资产收益率 ROE	17.59%	52.26%	40.41%	31.09%
PE	71	11	10	10
PB	12.56	5.99	3.98	2.98

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn
联系人：黄腾飞
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.06
流通 A 股(亿股)	2.75
52 周内股价区间(元)	79.58-171.2
总市值(亿元)	632.47
总资产(亿元)	59.50
每股净资产(元)	11.50

相关研究

目 录

1 公司概况：特钢业务稳扎稳打，把握新能源东风	1
1.1 中国不锈钢棒线材龙头	1
1.2 不锈钢业务稳步发展，锂盐成为利润新增长极	3
1.3 经营效率高，资产负债率较低	5
1.4 注重研发，成本管控能力出色	6
1.5 股权激励科学高效，公司发展如虎添翼	7
2 高端不锈钢景气度高，助力公司增厚业绩	8
2.1 不锈钢产量逐年增长，高端不锈钢占比持续提升	8
2.2 高位油价及制造业景气度持续回升带动不锈钢需求持续增长	10
2.3 不锈钢棒线材产品种类丰富，高附加值产品占比持续提升	12
3 锂资源供需紧张，23年有望成为拐点	15
3.1 短期全球扩容有限，未来两年产能集中释放	15
3.2 新能源产业发展持续加速，锂产品需求超预期增长	18
3.3 供不应求局面难以改善，支撑锂价持续高位运行	20
3.4 打通锂电全产业链，锂电新贵未来可期	21
4 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 相对估值	25
5 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司股权架构图	2
图 2: 公司 2017-2022H1 营业收入及同比	3
图 3: 公司 2017-2022H1 归母净利润及同比	3
图 4: 公司营业收入拆分 (亿元)	4
图 5: 公司毛利拆分 (亿元)	4
图 6: 公司主营业务毛利率	4
图 7: 公司综合毛利率	4
图 8: 公司营业收入按地区拆分 (亿元)	5
图 9: 公司毛利率按地区拆分	5
图 10: 可比公司流动比率	5
图 11: 可比公司资产负债率	5
图 12: 可比公司应收账款周转率 (次)	6
图 13: 可比公司总资产周转率 (次)	6
图 14: 公司研发费用及同比	6
图 15: 公司研发人员数量及同比	6
图 16: 公司期间费用率	7
图 17: 2021 年不锈钢下游消费结构占比情况	9
图 18: 全球不锈钢粗钢产量及同比	9
图 19: 2021 年全球各地区不锈钢粗钢产量占比	9
图 20: 中国不锈钢粗钢产量及同比	10
图 21: 中国不锈钢粗钢产量结构占比 (万吨)	10
图 22: 中国不锈钢进口量	10
图 23: 中国不锈钢出口量	10
图 24: 布伦特原油价格 (美元/桶)	11
图 25: 三桶油资本支出情况 (亿元)	11
图 26: 制造业固定资产投资完成额累计同比	11
图 27: 工业企业利润总额累计同比	11
图 28: 2014-2021 年中国不锈钢表观消费量及同比	12
图 29: 永兴材料棒线材产品应用	13
图 30: 2016-2021 年永兴材料产销量情况 (万吨)	14
图 31: 2021 年全球锂储量, 分国别	15
图 32: 2021 年全球锂供给结构	15
图 33: 2021 年锂需求结构	18
图 34: 全球与中国新能源汽车产量及同比	19
图 35: 中国动力电池装车量及同比	19
图 36: 全球智能手机出货量及同比	19
图 37: 全球平板电脑出货量及同比	19
图 38: 电池级碳酸锂价格 (万元/吨)	21
图 39: 氢氧化锂价格 (万元/吨)	21

图 40：年产 1 万吨电池级碳酸锂项目	22
图 41：配套年产 120 万吨锂瓷石高效综合利用项目	22
图 42：公司云母提锂工艺流程	23

表 目 录

表 1：公司发展历程	1
表 2：公司主要参控股公司	2
表 3：公司主要管理层介绍	2
表 4：公司授予限制性股票的对象及数量	7
表 5：公司业绩考核要求	8
表 6：不锈钢分类情况	8
表 7：永兴材料不锈钢生产工艺流程	12
表 8：永兴材料产品类型	13
表 9：永兴材料 2020 年高端产品占比提升较大	14
表 10：永兴材料特钢领域在建项目	14
表 11：澳非锂矿 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）	15
表 12：南美盐湖 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）	16
表 13：国内锂矿及锂云母 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）	16
表 14：国内盐湖 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）	17
表 15：2021-2023 年全球锂供给拆分（万吨 LCE）	18
表 16：2021-2023 年锂需求测算（万吨 LCE）	19
表 17：2021-2023 年全球锂供需情况（万吨 LCE）	20
表 18：永兴材料资源储备情况	21
表 19：永兴材料募投项目情况	22
表 20：永兴材料未来产能梳理	22
表 21：云母提锂技术对比	23
表 22：永兴材料单吨碳酸锂生产成本（不含增值税及四费）	24
表 23：分业务收入及毛利率	24
表 24：可比公司估值（截止至 8.9 收盘价）	25
附表：财务预测与估值	26

1 公司概况：特钢业务稳扎稳打，把握新能源东风

1.1 中国不锈钢棒线材龙头

永兴材料致力于打造“新材料+新能源”双主业发展格局,公司专业从事高品质不锈钢棒线材、特种合金材料和锂电材料的研发和生产,产品主要应用于高端装备制造、新能源汽车及储能等领域。在不锈钢领域,是中国不锈钢棒线材龙头企业,棒线产品市场占有率已连续多年位居全国前三。

公司成立于 2000 年,2015 年成功在深交所上市,2017 年通过对江西合从锂业进行增资从而进军新能源产业。随后公司积极布局新能源板块业务,通过收购永诚锂业、花桥矿业成功构建了从采矿、选矿到碳酸锂深加工的锂电材料全产业链。

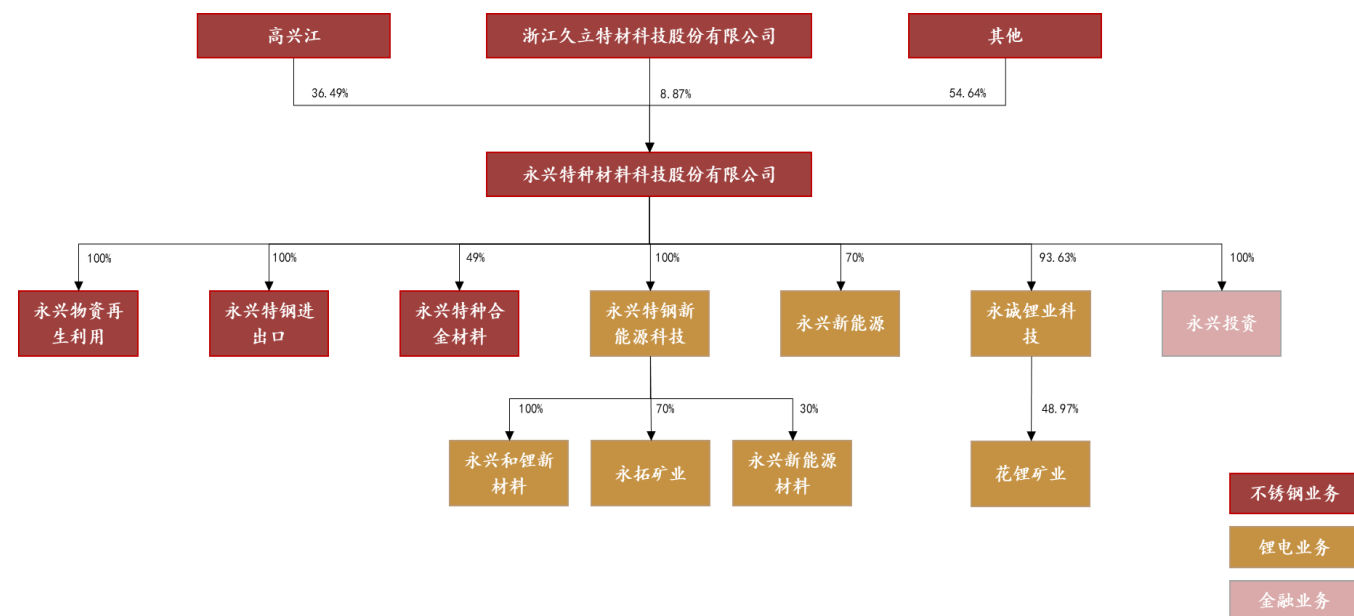
表 1：公司发展历程

时间	事件
2000 年 7 月	成立湖州久立特钢有限公司
2007 年 6 月	公司整体改制为“永兴特种不锈钢股份有限公司”
2015 年	公司在深圳证券交易所成功挂牌上市,股票简称:永兴特钢,股票代码:002756 不锈钢锻压项目建成投产 永兴特种合金材料项目建成投产
2017 年 7 月	公司对江西合从锂业科技有限公司进行增资,进军新能源产业
2017 年 8 月	设立江西永兴特钢新能源科技有限公司,全面进军锂电行业
2018 年 3 月	年产 25 万吨高品质不锈钢和特种合金棒线材项目建成投产
2018 年 4 月	江西永兴特钢新能源科技有限公司“年产 1 万吨电池级碳酸锂项目”开工,公司锂电新能源材料发展战略的实施迈出了关键性步伐
2018 年 11 月	收购江西旭锂矿业有限公司股权,成为公司控股子公司,并更名为江西永诚锂业科技有限公司
2018 年 12 月	公司与钢铁研究总院、浙江久立特材科技股份有限公司、湖州久立永兴特种合金材料有限公司三家单位共同签订了特种不锈钢及合金材料技术创新中心框架协议
2019 年 8 月	公司更名为永兴特种材料科技股份有限公司
2020 年 6 月	永兴新能源年产 1 万吨电池级碳酸锂项目正式达产
2021 年 3 月	永兴新能源年产 2 万吨电池级碳酸锂项目开工仪式举行

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构集中，决策效率高。截止 2022 年半年度报告，公司第一大股东高兴江先生持股占比 36.49%，为公司实际控制人。第二大股东为国内不锈钢管龙头久立特材，持股 8.87%。公司下属子公司分为不锈钢和锂电两大板块，公司通过永兴合金、永兴进出口、永兴物资进行不锈钢业务的生产、采购、销售；锂电业务则依托江西永兴新能源、永诚锂业、湖州永兴新能源。双主业模式清晰，为公司未来发展奠定坚实的基础。

图 1：公司股权架构图



数据来源：wind，西南证券整理

表 2：公司主要参控股公司

公司名称	股权比例	主营业务
永兴进出口	100%	批发、零售业
永兴物资	100%	废旧金属回收
永兴投资	100%	投资、咨询
美洲公司	100%	批发、零售业
江西永兴新能源	100%	科学研究和技术服务业
永诚锂业	93.63%	非金属矿物制品业
湖州永兴新能源	70%	电气机械和器材制造业

数据来源：wind，西南证券整理

管理层兼具技术背景与管理经验。董事长高兴江系工商管理专业硕士，曾在久立特钢担任董事长。副总经理薛智辉曾任常熟华新特钢总经理；副总经理李国强曾任久立特钢副总经理；董事杨辉历任久立特钢总工程师，技术背景丰富。

表 3：公司主要管理层介绍

姓名	职务	履历
高兴江	董事长	高兴江先生系工商管理硕士，高级经济师，1981 年至 1987 年，服役于中国人民解放军海军某支队；历任湖州金属型材厂（久立集团之前身）班长、主任、科长，湖州久立钢管公司总经理、久立集团副总经理；2000 年 7 月至 2007 年 6 月任久立特钢董事长；2009 年 11 月至今任湖州经济开发区永信小额贷款股份有限公司董事长；2012 年 4 月起任湖州市第七届人大常委会，2014 年 3 月至今任湖州市民间融资服务中心股份有限公司董事；2014 年 5 月至今任湖州永兴特种合金材料有限公司董事长。
薛智辉	副总经理	硕士学历。1992 年至 2001 年任台湾华新丽华股份有限公司特殊钢事业部工程师、科长、经理厂长；2001 年至 2012 年任中国常熟华新特钢股份有限公司执行副总经理、总经理；2013 年 8 月至今任本公司副总经理。

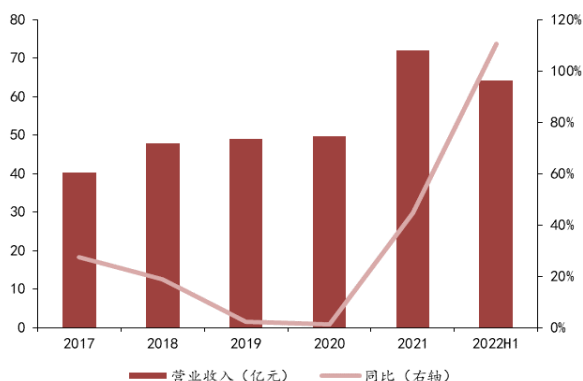
姓名	职务	履历
李国强	副总经理、财务负责人	研究生，工商管理硕士，会计师。1986年10月至2000年10月历任湖州上海外贸湖吉丝织联营厂会计、财务科长、副厂长；2001年1月至2004年11月任浙江天外包装印刷股份有限公司财务部长；2004年12月至2006年11月任远洲集团有限公司财务总监，大康控股集团副总裁；2007年3月至2007年6月任久立特钢副总经理、财务负责人；2007年6月至今任本公司副总经理、财务负责人；2014年3月至今任湖州市民间融资服务中心股份有限公司董事。
杨辉	董事、副总经理	本科学历，教授级高级工程师。1984年8月至2000年6月历任湖州钢铁股份有限公司、湖州特钢厂技术员、炉长、生产调度、工程师、高级工程师、分厂副厂长；2000年7月至2007年6月历任久立特钢总工程师、监事；2007年6月至今任本公司董事、副总经理；2008年4月至今任本公司研究院院长；2014年5月至今任湖州永兴特种合金材料有限公司董事。

数据来源：wind，西南证券整理

1.2 不锈钢业务稳步发展，锂盐成为利润新增长极

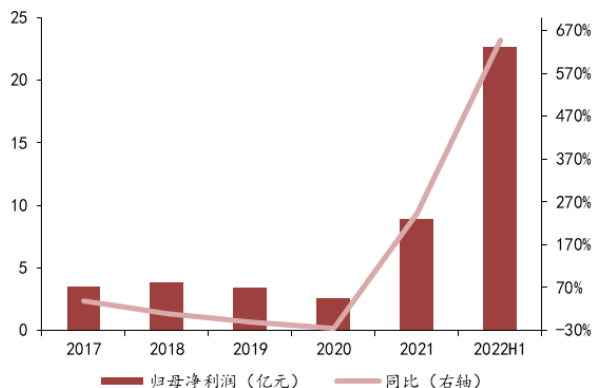
业绩爆发增长，量价齐升未来可期。截止 2022 年 H1，公司营业收入为 64.14 亿元，同比增长 110.51%；归母净利润为 22.63 亿元，同比增长 647.64%，主要受益于碳酸锂产品量价齐升，盈利能力大幅提高。公司归母净利润在 2019 年 2020 年出现连续下滑，主要系 2019 年公司因拆迁补偿及转让锻造车间等资产，形成 9917 万元资产处置收益，并购永诚锂业对其应收账款计提了 4190 万元的坏账损失，导致公司 2019 年归母净利润下滑。同时，2020 年度公司再次对永诚锂业商誉及应收账款等事项计提资产及信用减值损失约 7800 万元。

图 2：公司 2017-2022H1 营业收入及同比



数据来源：wind，西南证券整理

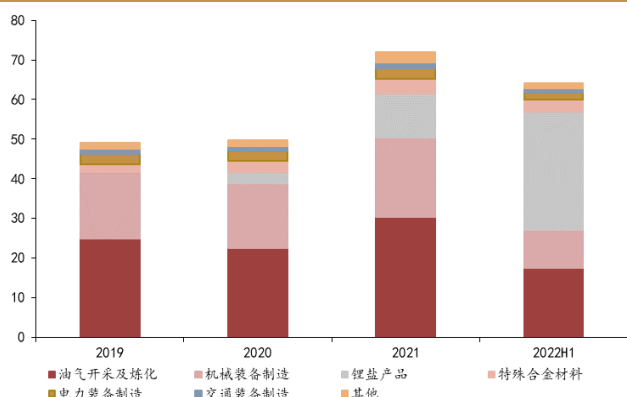
图 3：公司 2017-2022H1 归母净利润及同比



数据来源：wind，西南证券整理

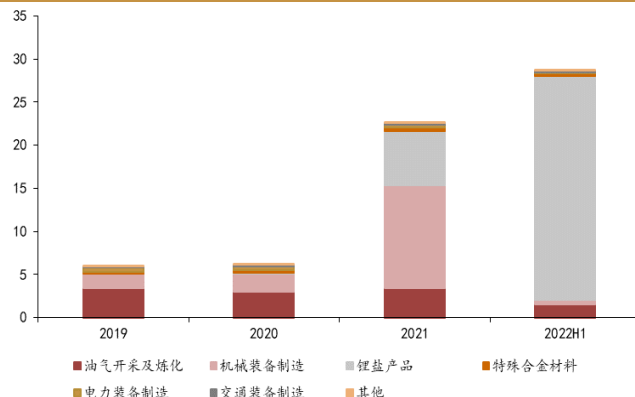
按产品下游分布来看，锂盐产品、油气开采及炼化和机械装备占比较大。截止 2022 年半年度报告，公司锂盐产品、油气开采及炼化、机械装备制造营收分别为 29.69、17.60、9.58 亿元，合计营收占比近 90%。毛利方面，随着公司锂电业务量价齐升，锂电业务成为公司新的利润增长极。截止 2022 年半年度报告，公司锂盐产品、油气开采及炼化、机械装备制造毛利分别为 25.99、1.53、0.51 亿元。

图 4：公司营业收入拆分（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

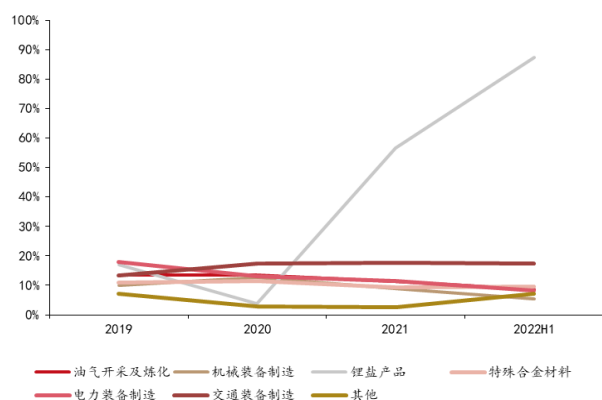
图 5：公司毛利拆分（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

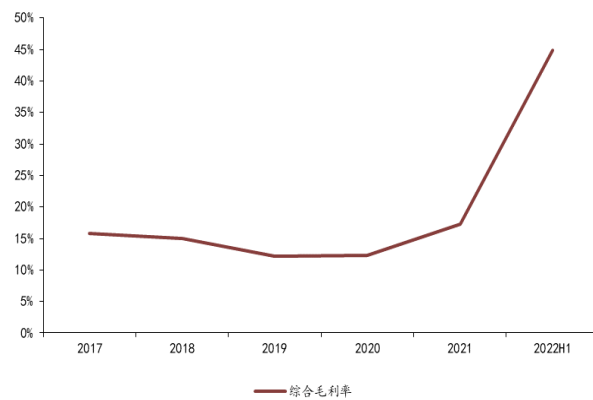
公司不锈钢业务毛利率较为稳定，锂盐产品毛利率较高。2022 年 H1 毛利率上升系公司锂盐产品的量价齐升和毛利率较高导致。公司不锈钢各项业务毛利率较为稳定，截止 2021 年半年度报告，公司油气开采及炼化、机械装备制造、特殊合金材料、电力装备制造、交通装备制造毛利率分别为 8.69%、5.31%、9.48%、8.31%、17.35%。锂盐产品作为公司利润强势新增长点毛利率较高，截止 2022 年半年度报告，锂盐业务毛利率为 87.55%。

图 6：公司主营业务毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

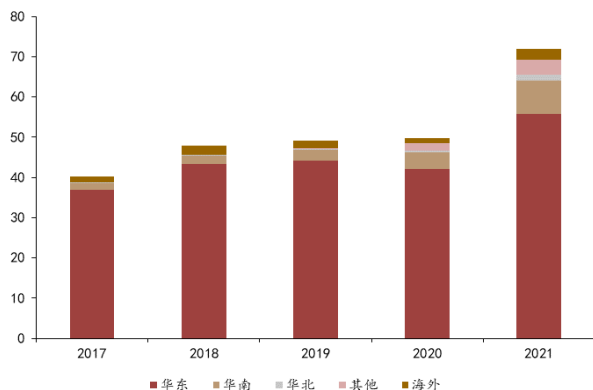
图 7：公司综合毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

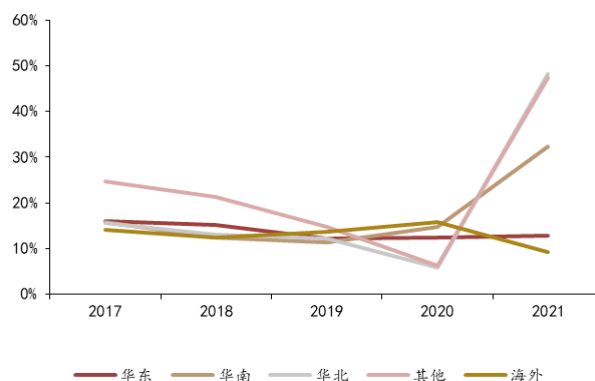
公司业务主要集中在华东地区，主要系不锈钢长材销售具有区域性特征，公司所处的长三角地区不锈钢棒线材需求量较大。其中浙江、江苏是全国最大的不锈钢钢管、钢丝、标准件生产聚集地。2021 年华东地区收入占比约为 80%。毛利率方面，华东、华南地区毛利率较为稳定，无大幅波动。

图 8：公司营业收入按地区拆分（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司毛利率按地区拆分

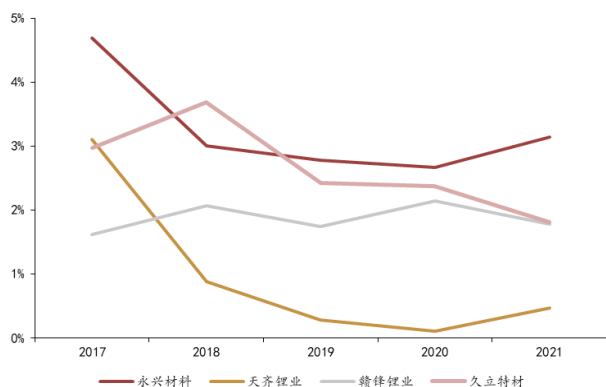


数据来源：wind，西南证券整理

1.3 经营效率高，资产负债率较低

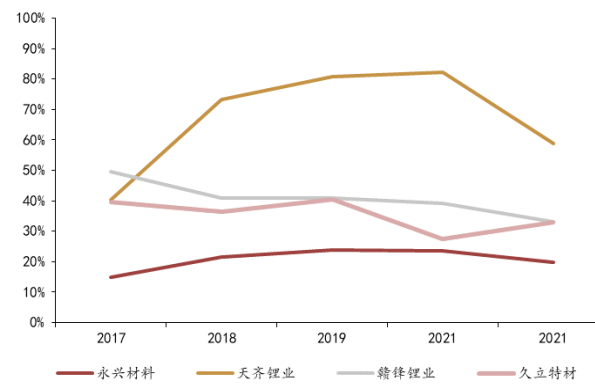
公司资产负债率较低，在同行业中处于较低水平。2021 年公司资产负债率为 19.66%，
“永兴转债”转股以后，公司资产负债率有望进一步下降。公司流动比率非常高，说明公司
偿债能力强，2021 年公司流动比率为 3.15%。

图 10：可比公司流动比率



数据来源：wind，西南证券整理

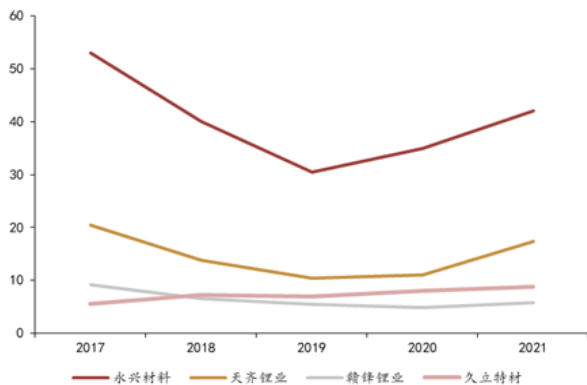
图 11：可比公司资产负债率



数据来源：wind，西南证券整理

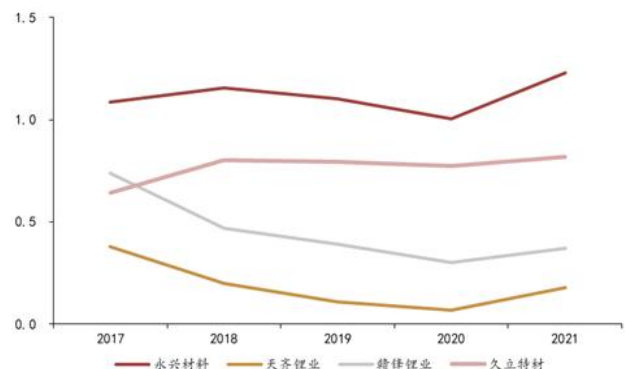
公司经营效率高，应收账款周转率、总资产周转率均处于行业内较高水平。2021 年公
司应收账款周转率为 42.11 次，公司资金使用效率较高。总资产周转率为 1.23 次，公司销售
能力较强，资产投资收益较高，这与公司采取以销定产、以产定采的经营方式密切相关。

图 12：可比公司应收账款周转率（次）



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：可比公司总资产周转率（次）



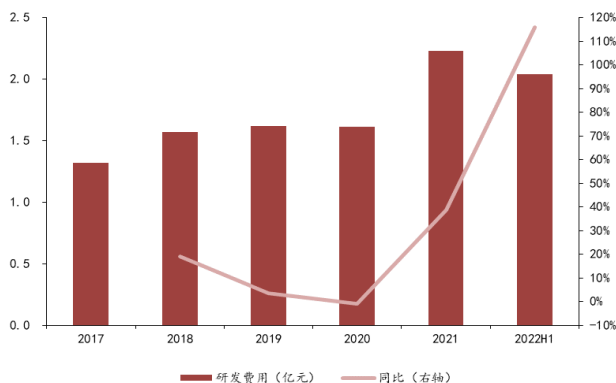
数据来源：wind，西南证券整理

1.4 注重研发，成本管控能力出色

公司高度重视技术研发，每年持续投入大量研发经费，用于技术创新和改造，提升工艺技术水平。公司研发人员数量从 2017 年 188 人增加到 2021 年 315 人，截止 2022 年 H1，公司研发投入 2.04 亿元，同比增长 115.94%。

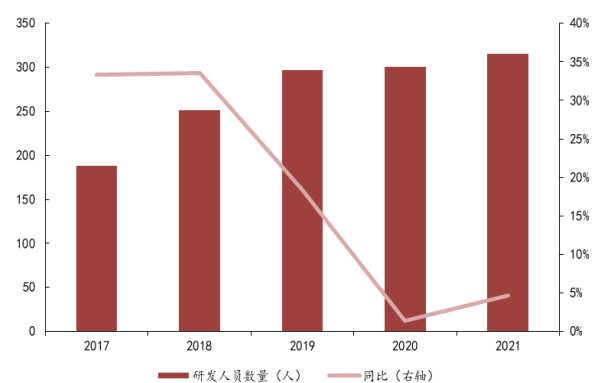
截止 2022 年半年度报告，公司已拥有不锈钢相关专利 98 项，其中发明专利 27 项。随着公司研发技术的积累，以及先进设备的投入使用，公司高端产品的研发生产能力走在国内同行业前列。

图 14：公司研发费用及同比



数据来源：wind，西南证券整理

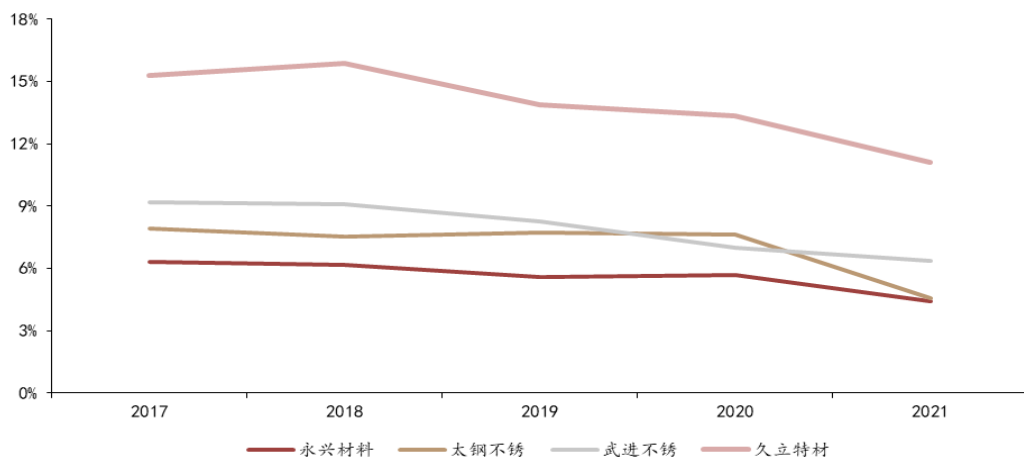
图 15：公司研发人员数量及同比



数据来源：wind，西南证券整理

公司期间费用率管控较好，低于同行业内其他公司。2021 年公司期间费用率为 5.26%，公司注重研发，研发费用占比较高，剔除研发费用后，公司期间费用率优势更为明显，体现出公司出色的成本管控能力。

图 16：公司期间费用率



数据来源：wind，西南证券整理

1.5 股权激励科学高效，公司发展如虎添翼

2020 年 9 月 3 日，公司发布股权激励公告，本激励计划拟授予的限制性股票数量为 550 万股，占本激励计划公告时公司股本总额 36000 万股的 1.53%。其中首次授予 503 万股，授予价格为 9.83 元/股。激励计划首次授予部分涉及的激励对象共计 58 人，包括公司公告本激励计划时在公司任职的公司高级管理人员、核心管理及技术骨干员工。本激励计划授予的限制性股票限售期为自限制性股票授予登记完成之日起 18 个月、42 个月。股权激励计划将充分调动员工的积极性，为公司未来的发展增添动力。

表 4：公司授予限制性股票的对象及数量

序号	姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占本激励计划公告日公司 股本总额的比例 (%)
1	高亦斌	副总经理	25	4.55%	0.07%
2	邹伟民	副总经理	20	3.64%	0.06%
3	徐 凤	副总经理、董事会秘书	20	3.64%	0.06%
4	邓倩雯	财务负责人	20	3.64%	0.06%
核心管理人员、核心技术（业务）人员（54 人）			418	76.00%	1.16%
预 留			47	8.55%	0.13%
合 计			550	100.00%	1.53%

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励时间跨度较长，为公司长效发展提供保障。本激励计划考核期限为 2020 年至 2023 年，时间跨度为四个会计年度，合并两年作为一个考核期；即每两个会计年度考核一次，第一个考核期为 2020 年和 2021 年、第二个考核期为 2022 年和 2023 年。其中首次授予部分为：（1）以 2019 年净利润为基数，公司 2020 年和 2021 年的净利润增加值合计不低于 0.8 亿元；（2）以 2019 年净利润为基数，公司 2022 年和 2023 年的净利润增加值合计不低于 1.8 亿元。预留授予部分为：（1）以 2019 年净利润为基数，公司 2021 年净利润增加

值不低于 0.8 亿元；(2) 以 2019 年净利润为基数，公司 2022 年和 2023 年的净利润增加值合计不低于 1.8 亿元。

表 5：公司业绩考核要求

授予批次	解除限售期	业绩考核目标
首次授予部分	第一个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，公司 2020 年和 2021 年的净利润增加值合计不低于 0.8 亿元
	第二个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，公司 2022 年和 2023 年的净利润增加值合计不低于 1.8 亿元
预留授予部分	第一个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，公司 2021 年净利润增加值不低于 0.8 亿元
	第二个解除限售期	以 2019 年净利润为基数，公司 2022 年和 2023 年的净利润增加值合计不低于 1.8 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 高端不锈钢景气度高，助力公司增厚业绩

2.1 不锈钢产量逐年增长，高端不锈钢占比持续提升

不锈钢是铬含量 $\geq 10.5\%$ 、碳含量 $\leq 1.2\%$ 的钢，以不锈、耐蚀性为主要特性。由于不锈钢具有优异的耐蚀性、成型性、环境相容性以及很宽温度范围内的高强度、高韧性等系列特点，所以在军事工业、重工业、轻工业、电工行业、航空航天、船舶等还是在生活用品行业以及建筑装饰等行业中都获得了广泛的应用。

在不锈钢的合金元素中，铬决定了不锈钢的耐腐蚀性。镍是一种奥氏体形成元素，其作用是形成奥氏体晶体结构，从而改善不锈钢的可塑性、可焊接性和韧性等。除了镍之外，奥氏体形成元素还有氮、锰等元素，不锈钢按照合金成分的不同，分为 200 系、300 系和 400 系。

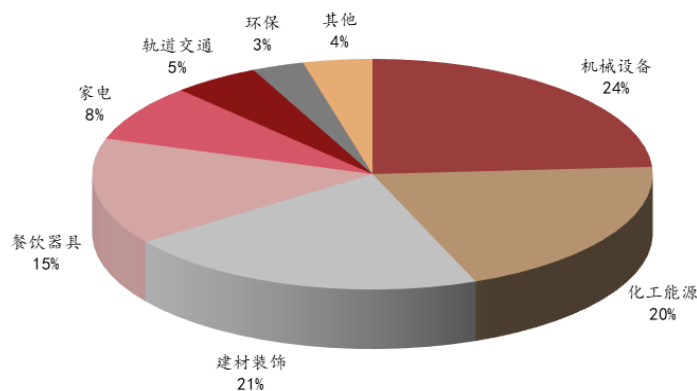
表 6：不锈钢分类情况

牌号	组织状态	化学成分	代表钢种	主要成分 (%)
200 系	奥氏体	铬-锰-镍系	201	16.0-18.0Cr、5.5-7.5Mn、3.5-5.5Ni
300 系	奥氏体	铬-镍系	304	18.0-20.0Cr、8.0-11.0Ni
400 系	铁素体	铬系	430	16.0-18.0Cr
	马氏体	铬系	410	11.5-15.5Cr

数据来源：中国金属学会不锈钢分会，西南证券整理

不锈钢用途广泛，且各领域分布较为均衡，主要包括机械设备、化工能源、建材装饰、餐饮器具、家电、交通等行业。其中机械设备占比最高，2021 年占比为 24%，化工能源、建材装饰和餐饮器具 2021 年分别占比为 20%、21%和 15%、家电行业则占比 8%左右。

图 17：2021 年不锈钢下游消费结构占比情况

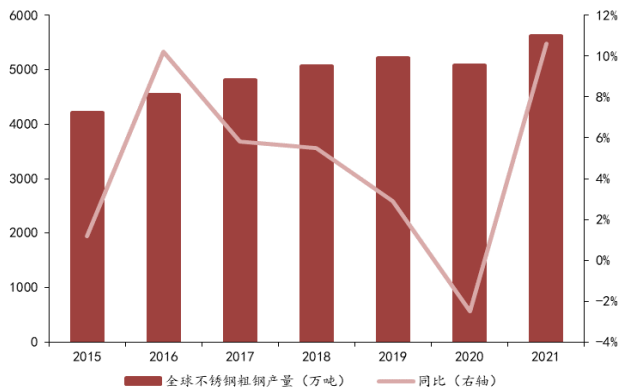


数据来源：SMM，西南证券整理

受益于下游建筑、机械等行业需求的持续增长，全球不锈钢产量自 2015 年起逐年增长。2020 年在公共卫生事件影响下，全球贸易萎缩，产量小幅度下降，仅为 5089.2 万吨，同比 2019 年减少 2.5% 左右。根据国际不锈钢论坛（ISSF）发布的最新统计数据显示，2021 年全球不锈钢粗钢产量达 5628.9 万吨，同比增长 10.6%。

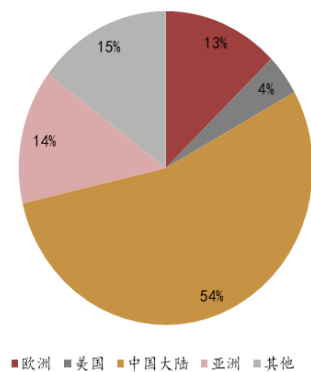
分几大地区看，2021 年所有地区的产量均出现增长：欧洲增长约 13.6% 至 718.1 万吨，美国增长约 10.4% 至 236.8 万吨，中国大陆增长约 1.6% 至 3063.2 万吨，不含中国大陆、韩国、印尼在内的亚洲（主要是印度、日本和中国台湾）增长约 21.2% 至 779.2 万吨，其他地区（主要是印尼、韩国、南非、巴西、俄罗斯）增长约 42.0% 至 831.6 万吨。

图 18：全球不锈钢粗钢产量及同比



数据来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，西南证券整理

图 19：2021 年全球各地区不锈钢粗钢产量占比

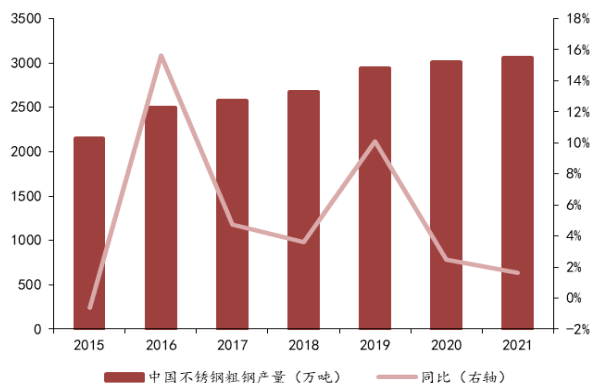


数据来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，西南证券整理

我国是全球最大的不锈钢生产国，下游需求持续增长驱动下，产量逐年增长。不锈钢应用广泛，需求快速增长驱动下，我国不锈钢粗钢产量自 2015 年起逐年增长，到 2021 年已达 3063.2 万吨，同比 2020 年增长 1.64%。

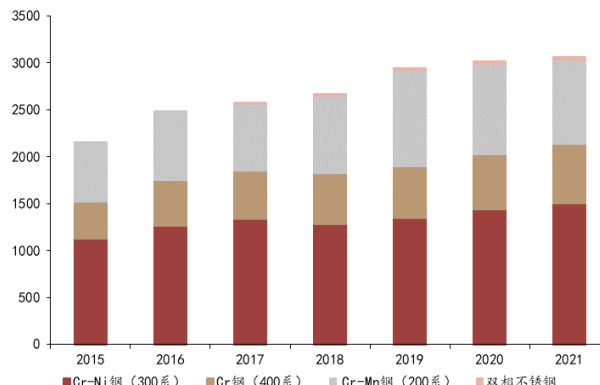
就我国不锈钢粗钢产量结构占比情况而言，不锈钢粗钢根据所用材质的不同，可分为 Cr-Ni 系列（300 系）、Cr-Mn 系列（200 系）、Cr 系列（400 系）和双相不锈钢等，其中 300 系占比最高，2021 年占比为 49.2%，高端双相不锈钢产能同样在积极推进，双相不锈钢产量占比自 2015 年 0.26% 提升至 2021 年的 0.81%。

图 20：中国不锈钢粗钢产量及同比



数据来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，西南证券整理

图 21：中国不锈钢粗钢产量结构占比（万吨）

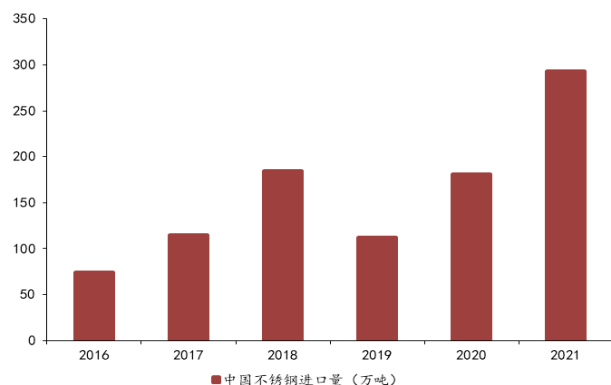


数据来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，西南证券整理

进出口方面，2016 年以来，我国不锈钢进口呈现震荡走势。截至 2021 年中国进口不锈钢 292.7 万吨，同比增加 112.3 万吨，增长 62.19%。其中，进口不锈钢钢坯 135.6 万吨，增长 49.2 万吨，同比增长 56.98%。不同于进口市场表现，2016 年以来，我国不锈钢出口呈现下行趋势，但由于我国疫情管控有力，工业产能恢复较快，2021 年不锈钢出口量大幅提升。截至 2021 年中国出口不锈钢 446.1 万吨，同比增加 104.4 万吨，增长 30.55%。

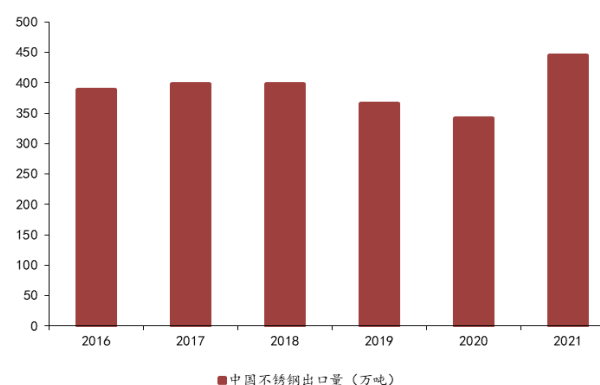
随着中国不锈钢进出口规模的提升，将进一步提高我国不锈钢产品的竞争力，扩大国内市场规模，提升不锈钢产品需求档次，从而扩大中国不锈钢产品的国际影响力。

图 22：中国不锈钢进口量



数据来源：wind，西南证券整理

图 23：中国不锈钢出口量



数据来源：wind，西南证券整理

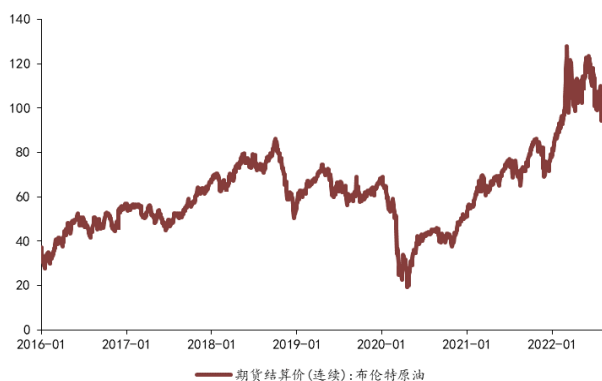
2.2 高位油价及制造业景气度持续回升带动不锈钢需求持续增长

公司下游分布中，油气开采及炼化和高端装备制造领域占据营收 80% 以上，因此油气行业企业资本开支情况和制造业景气度将极大的影响公司不锈钢长材产品的需求。

原油价格在 2020 年一季度全球新冠疫情影响下大幅下跌，在二季度以来持续回升。油气企业对原油价格波动敏感，原油价格的上涨将使油气企业改善盈利能力，增加资本开支的意愿。2020 年原油价格在疫情影响下大幅下跌导致三桶油资本开支小幅下滑，在原油价格持续反弹的趋势下，2021 年中国海洋石油、中国石化、中国石油资本开支分别为 887、1679、

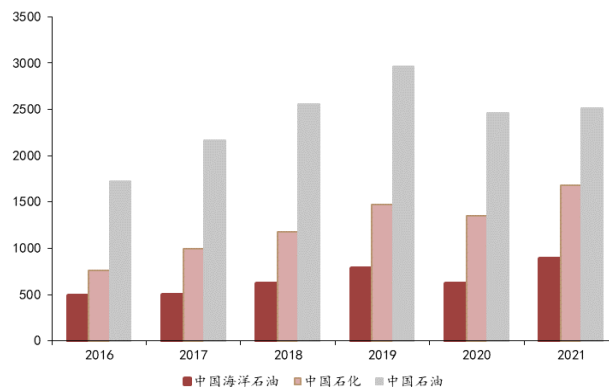
2512 亿元，同比分别增长 42.83%、24.36%、1.90%。2022 年俄乌冲突爆发导致原油价格暴涨，一度突破 100 美元/桶，截止 2022 年 8 月 8 日，布伦特原油期货结算价为 96.65 美元/桶。2022 年俄乌冲突爆发以来，国际能源、金属、粮食和各项大宗商品价格大幅攀升，美欧等制裁更加剧了这一趋势。当前来看，俄乌冲突走向存在较大不确定性，油价有望继续维持高位，对公司不锈钢长材产品需求提供了有力的支撑。

图 24：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源: wind, 西南证券整理

图 25：三桶油资本支出情况（亿元）



数据来源: wind, 西南证券整理

2016-2019 年制造业固定资产投资完成额增速保持低位，2020 年受疫情影响在一季度触底后持续反弹，工业企业利润逐步恢复。但由于原材料价格上涨，全球芯片因为产能受疫情影响出现短缺等原因导致制造业成本普遍上行，影响制造业盈利水平，电力煤炭供应紧张也对制造业产能释放节奏产生影响，2021 年制造业固定资产投资完成额增速有所下滑。中长期来看，我国仍处于制造业产业升级周期中，高端装备长景气仍可期，不锈钢长材产品需求有望受益。截至 2022 年 6 月，制造业固定资产投资完成额累计同比为 6.1%，工业企业利润总额累计同比为 1.0%。

图 26：制造业固定资产投资完成额累计同比



数据来源: wind, 西南证券整理

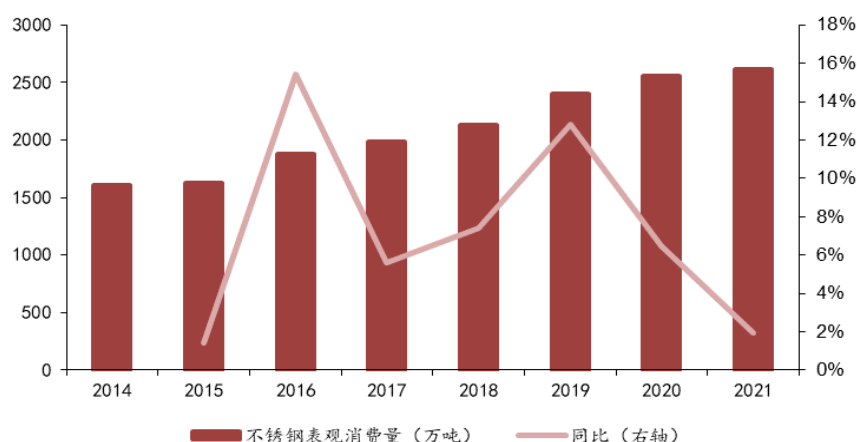
图 27：工业企业利润总额累计同比



数据来源: wind, 西南证券整理

就消费状况而言，我国不仅是全球最大的不锈钢生产国，同时也是最大的钢铁消费国之一，根据中国特钢企业协会不锈钢分会数据显示，我国不锈钢表观消费量自 2014 的 1606.3 万吨逐年上升，到 2021 年已达 2610.1 万吨，同比 2020 年增长 1.92%，主要得益于下游化工、机械等行业需求的持续增长。

图 28：2014-2021 年中国不锈钢表观消费量及同比



数据来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，西南证券整理

2.3 不锈钢棒线材产品种类丰富，高附加值产品占比持续提升

公司的特钢新材料生产体系主要包括炼钢系统、热加工、热处理和精整系统组成，并配有与生产设施相匹配的原料准备、动力、环保及资源综合利用辅助系统。

公司采用短流程的生产工艺，以不锈钢废钢为主要原料，采用电炉初炼、炉外精炼、连铸或模铸、连轧或锻造生产不锈钢棒线材，相对于以矿石为原料的大型钢铁企业集团，具有生产周期短、存货周转速度快、对市场价格变化反应迅速等明显优势。

表 7：永兴材料不锈钢生产工艺流程

项目	设备及工艺流程	优劣势	产品特点	主要产品
短流程		优势：电炉使用废钢为主要原材料，不能使用铁矿石，因此更加节能环保，与铁矿石相比，用废钢直接炼钢可节约能源 60%，减少排放 86% 劣势：(1) 目前国内电炉通常在 100 吨以下，不利于大批量生产，主要适用于小批量钢材生产；(2) 与长流程相比，使用废钢熔炼的吨钢制造成本较高	多品种、小批量、定制化的产品	模铸、锻造成型的特殊钢

数据来源：公司公告，广大特材招股说明书，西南证券整理

公司产品可经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件、钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材等产品。主要应用于油气开采及炼化、电力装备制造（火电、核电）、交通装备制造（汽车、船舶、高铁、航空）、人体植入和医疗器械及其他高端机械装备制造等工业领域。

图 29：永兴材料棒线材产品应用



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司自成立以来始终专注于不锈钢棒线材和特殊合金材料生产，产品种类丰富，分为不锈钢棒材、不锈钢线材、特殊合金三大类，并可按中国、美国、德国、欧盟、日本等不同标准组织生产。目前公司已拥有 200 多个钢种，规格品种齐全。公司产品可按照客户技术和规格要求，实行个性化定制生产，满足客户的不同需求，具有交货周期短，产品质量稳定，性价比高等优点。

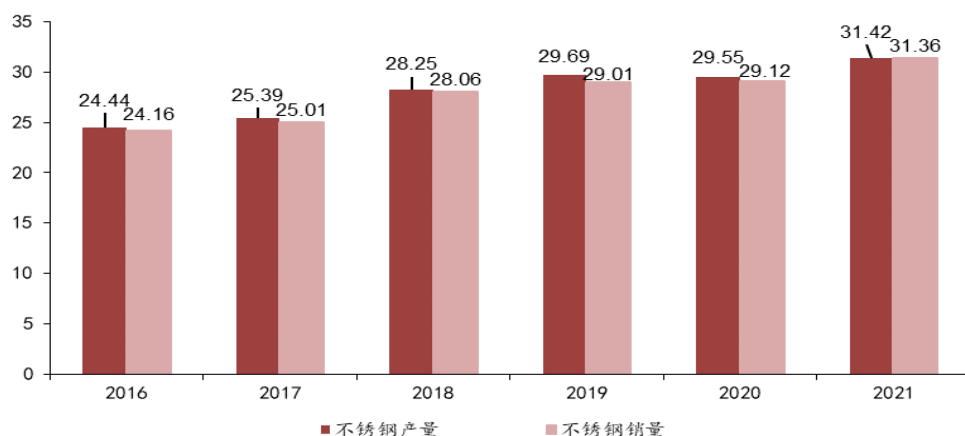
表 8：永兴材料产品类型

产品大类	产品细分	产品简介	下游应用
不锈钢棒材 (管坯)	高压锅炉用不锈钢棒材（管坯）	经下游加工成无缝钢管，主要用于制造超（超）临界机组管道与管件	火力发电
	双相不锈钢棒材（管坯）	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品	LNG 液化天然气、化学品、海洋工业、石油化工等高端工业领域
	奥氏体不锈钢棒材（管坯）		石油炼化、精细化工、煤化工、核电、医药食品、船舶制造等高端工业领域
不锈钢线材	切削用不锈钢线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品	工业领域及部分民用领域
	焊接用不锈钢线材		
	冷镦用不锈钢线材		
	冷镦用不锈钢线材		
特殊合金	铁镍基合金、镍基合金、精密合金、超级奥氏体不锈钢、尿素级不锈钢、外科植入物用不锈钢、沉淀硬化不锈钢等产品	经下游深加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、杆件、卷板、钢带、标准件、焊接材料等成品	经下游深加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、杆件、卷板、钢带、标准件、焊接材料等成品

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司采取“以销定产”的经营方式，围绕客户需求展开研发、采购、生产和销售。2021年公司继续开展新产品新技术的研发和推广，完成气阀钢全系列钢种开发；完成沉淀硬化奥氏体不锈钢线材性能优化提升，实现了进口替代；完成含钛钢模铸改连铸工艺，有效提升成材率；完成半导体 EP 级高纯不锈钢管坯性能提升制程改善，销量增长明显。2021 年公司不锈钢产品为销量 31.36 万吨，同比增长 7.71%；产量为 31.42 万吨，同比增长 6.34%。

图 30：2016-2021 年永兴材料产销量情况（万吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司根据市场需求、行业发展方向及客户需求，通过加大产品结构调整力度和推进产品转型升级力度，进一步巩固市场地位。公司根据产品盈利能力及客户需求，在 2020 年增加了特殊合金材料、交通装备制造等领域高附加值产品生产销售比例，单吨毛利在产销量提升的同时仍然维持在较高水平。

表 9：永兴材料 2020 年高端产品占比提升较大

单吨毛利（元/吨）		大于 3000	1000-3000	小于 1000
营收占比（%）	2020 年	29.47	58.41	12.12
	2019 年	19.19	66.23	14.58
销量占比（%）	2020 年	21.09	66.06	12.86
	2019 年	12.89	71.04	16.07

数据来源：公司公告，西南证券整理。注：表格中均为最新可获得数据

截至 2022 年半年度报告，公司募投项目年产 2 万吨汽车高压共轨、气阀等银亮棒项目进展顺利，部分产线已进入设备调试阶段。该项目可以有效补充公司银亮棒产品的精加工环节，延伸特钢产品链条，进一步提升产品附加值，并有利于客户开拓，持续提升公司银亮棒产品的市场竞争力。随着公司年产 2 万吨汽车高压共轨、气阀等银亮棒项目的投建，公司还将有针对性地在 LNG 船舶用不锈钢冷精棒等新领域上进行深度开发，拓展产品运用范围。

表 10：永兴材料特钢领域在建项目

项目名称	投资方式	投资总额	项目进度
年产 2 万吨汽车高压共轨、气阀等银亮棒项目	自建	18000 万元	97%

数据来源：公司公告，西南证券整理

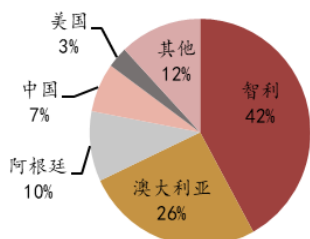
3 锂资源供需紧张，23 年有望成为拐点

3.1 短期全球扩容有限，未来两年产能集中释放

根据美国地质调查局 (USGS) 2021 年数据显示，全球已探明锂资源储量折合 11660 万吨碳酸锂当量。其中，智利锂资源储量占 42%，阿根廷占 10%，主要集中在智利、阿根廷、玻利维亚交界的“锂三角”地区，以盐湖形式存在。澳大利亚锂资源储量占 26%，主要以锂辉石形式存在。中国锂资源储量占 6.8%，包括盐湖（青海、西藏）、锂辉石（四川）、锂云母（江西宜春）。

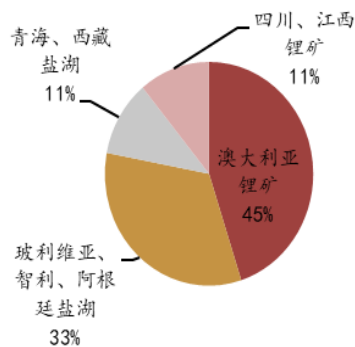
从锂供给结构上看，锂矿石为主要供给主体且主要集中在西澳，2021 年澳大利亚锂矿供给占据了全球 45% 的锂资源；南美洲“锂三角”地区的盐湖占据了全球 33% 的锂资源；我国锂资源供给占比 22%，在国内各大厂商积极布局海外机会及加速锂资源开采进程的背景下，我国锂资源供给占比有望进一步提升。

图 31：2021 年全球锂储量，分国别



数据来源：USGS，西南证券整理

图 32：2021 年全球锂供给结构



数据来源：USGS，西南证券整理

澳洲锂矿是全球锂资源供给主力军。2020 年疫情蔓延及锂盐价格大幅下跌影响，锂资源企业在 2020 年纷纷缩减资本开支、放缓项目扩张进度导致澳洲锂矿部分关停，目前只有四个矿山在产。随着锂盐价格回升，各地锂矿宣布恢复生产与建设，澳洲停产锂矿陆续宣布复产。2020 年破产的 Altura 被 Pilbara 收购，并计划于 2022 年中开始投产，锂精矿产能约为 18-20 万吨/年（约 2.7-3 万吨 LCE/年）；2019 年停产的 Wodgina 也宣布复产，力争在未来 2-5 年内锂精矿产能达到 50-75 万吨/年（约 7.4-11.1 万吨 LCE/年）。非洲矿山投产进程也开始加速，刚果 Manono 计划于 2022 年四季度逐步投产。根据各公司业绩公告及 2022 年产量指引，我们预计 2022-2023 年澳非锂矿供给量为 26.32/30.45 万吨 LCE。

表 11：澳非锂矿 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
澳洲矿山				
Mt Cattlin（锂精矿）	2.15	2.89	2.89	2.89
Mt Marion（锂精矿）	5.86	5.86	5.86	5.86
Mt Pilgangoora（锂精矿）	2.74	2.94	3.14	3.14
Pilgangoora-Altura（锂精矿）	-	-	2.57	2.57

	2020	2021	2022E	2023E
Greenbushes (锂精矿)	7.86	7.86	7.86	7.86
总计	18.61	19.55	22.32	22.32
非洲矿山				
MANONO			2.50	6.13
Arcadia	-	0.50	1.50	2.00
总计	-	0.50	4.00	8.13
锂供给总计	18.61	20.05	26.32	30.45

数据来源：各公司公告，西南证券整理

南美盐湖锂资源储量丰富，开采潜力巨大。2020 年疫情蔓延及锂盐价格大幅下跌导致南美盐湖建设进度推后。随着 2021 年下游需求的快速增长带来的锂盐价格的回升，南美盐湖加速了开采的进程。智利 Atacama-SQM 将现有碳酸锂产能从 12 万吨/年提升至 18 万吨/年；Atacama-ALB 盐湖 La Negra III/IV 约 4 万吨/年碳酸锂将于 2021 年 10 月投产并于 2022 年上半年出售；阿根廷 Olaroz-Orocobre 盐湖 stage 2 约 2.5 万吨/年碳酸锂也将于 2022 年下半年开始投产。根据各公司业绩公告及 2022 年产量指引，我们预计 **2022-2023 年南美盐湖锂供给量为 21.08/32.55 万吨 LCE**。

表 12：南美盐湖 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

国家	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
智利	SQM	Atacama & Carmen	6.46	8.00	8.00	13.00
	ALB	Chile-Atacama	4.20	4.00	6.00	8.00
阿根廷	Livent	Hombre Muerto	1.95	2.50	2.50	2.50
	Orocobre	Olaroz-Orocobre	1.19	1.20	2.58	5.05
	赣锋/MRL	Cauchari-Olaroz	-	-	2.00	3.00
	Galaxy	Sal de Vida	-	-	-	1.00
锂供给总计			13.80	15.70	21.08	32.55
增速（%）				13.77%	34.24%	54.45%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

中国锂辉石资源主要集中在四川地区，江西为锂云母资源的集中地。甘孜州甲基卡和阿坝州可尔因是两个主要矿区，分布较为集中包括六座有采矿权的矿山，资源储量达 1.6 亿吨，其中甲基卡锂矿未来放量潜力巨大。相比于位于四川 3000 米海拔以上的锂辉石资源，江西锂云母矿具备一定的自然条件优势。露天开采的锂云母矿在开采成本、难度、工期上均比锂辉石矿更占据优势。我们预计 **2022-2023 年国内矿石锂供给量分别为 15.88/22.31 万吨 LCE**。其中，未来两年永兴材料锂云母矿产能释放最多。

表 13：国内锂矿及锂云母 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
锂辉石						
四川	融捷股份	康定甲基卡锂辉石（LCE）	1.00	1.28	2.85	7.14
	盛新锂能	业隆沟（LCE）	-	1.00	1.00	1.00
	雅化集团/川能投	李家沟（LCE）	-	-	2.00	2.00

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
	总计（锂辉石矿）		1.00	2.28	5.85	10.14
锂云母						
江西	江特电机	茜坑矿	1.07	1.07	1.07	1.07
		狮子岭	0.86	0.86	0.86	0.86
		袁州区新坊钽铌矿	0.07	0.07	0.07	0.07
	永兴材料	化山瓷白石	0.71	0.71	1.43	2.14
		白水洞高岭土	0.18	0.18	0.89	1.61
	飞宇新能源	大港瓷土矿	1.07	1.07	1.07	1.07
	鼎兴矿业	东槽鼎兴瓷土矿	0.86	0.86	1.93	2.64
	奉新矿业	金峰硅矿	0.36	0.71	1.07	1.07
	宜春钽铌矿	宜春钽铌矿	1.64	1.64	1.64	1.64
	总计（锂云母原矿）		6.82	7.17	10.03	12.17
锂供给总计（LCE）			7.82	9.45	15.88	22.31

数据来源：各公司公告，安泰科，产业信息网，真锂研究，西南证券整理

中国盐湖集中在青海、西藏两地。青海盐湖锂浓度低、镁锂比高，禀赋较差，生产的碳酸锂多为工业级或准电池级，还没有在动力电池上商业化广泛应用，近年来随着技术的成熟，产能将逐步释放。西藏盐湖锂浓度高、多数盐湖镁锂比低，禀赋好，但西藏政府对企业开发盐湖的态度并不积极，受制于基础设施条件恶劣，电力能源一次投入成本大，且存在地方民族问题，投资开发盐湖困难重重。盐湖提锂未来供应量释放有限，我们预计 2022-2023 年国内盐湖锂供给量分别为 7.8/10.1 万吨 LCE。

表 14：国内盐湖 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
青海	蓝科锂业	察尔汗盐湖	1.4	2.2	3.0	4.0
	藏格锂业		0.4	0.8	1.0	1.0
	中信国安	西台吉乃尔	0.3	0.3	0.3	0.4
	恒信融		0.5	0.5	0.5	0.6
	青海锂资源	东台吉乃尔	0.9	1.0	1.5	2.0
	五矿盐湖	一里坪	0.8	1.0	1.0	1.5
	大华化工	大柴旦盐湖	0.1	0.1	0.1	0.2
西藏	西藏矿业	扎布耶盐湖	0.3	0.4	0.4	0.4
锂供给总计（LCE）			4.7	6.3	7.8	10.1

数据来源：各公司公告，真锂研究，西南证券整理

结合上述预测，2022-2023 年全球锂供给量分别为 71.08/95.41 万吨 LCE。

表 15：2021-2023 年全球锂供给拆分（万吨 LCE）

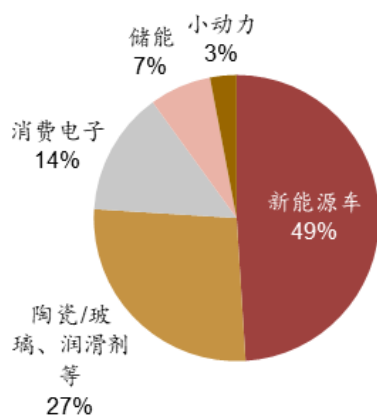
	2020	2021	2022E	2023E
海外矿山	18.61	20.05	26.32	30.45
中国矿山	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	13.80	15.70	21.08	32.55
中国盐湖	4.70	6.30	7.80	10.10
锂云母	6.82	7.17	10.03	12.17
锂供给总计	44.93	51.50	71.08	95.41

数据来源：各公司公告，安泰科，真锂研究，西南证券整理

3.2 新能源产业发展持续加速，锂产品需求超预期增长

锂广泛应用于电池、陶瓷、玻璃、润滑剂、消费电子 3C 等行业。随着新能源和 5G 技术的不断发展，新能源车和消费电子已经成为锂重要的下游领域。此外，碳酸锂是陶瓷产业减能耗、环保的有效途径之一，对锂的需求量也将会提高。同时，锂在玻璃中的各种新作用也在不断被发现，玻璃行业对锂的需求仍将保持增长。因而，玻璃和陶瓷行业成为了锂的第二大消费领域。根据 Marklines 数据显示，2021 年新能源汽车锂需求占比最大，为 49%；陶瓷/玻璃、润滑剂占比 27%，消费电子和储能行业占比分别为 14% 和 7%。

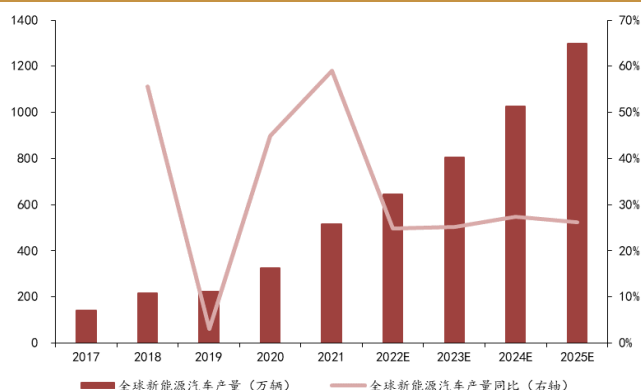
图 33：2021 年锂需求结构



数据来源：Marklines，西南证券整理

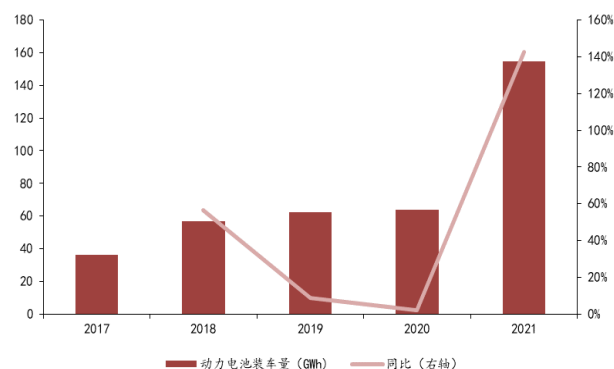
锂金属由于质量轻、燃烧温度高，被广泛应用于新能源汽车动力电池的制造。2021 年全球锂需求结构中，新能源汽车约占 49%，是最大的需求端。此外，2021 年全球新能源汽车产量为 516 万辆，同比增长 59.06%，2021 年中国动力电池装车量为 154.50GWh，同比增长 142.77%。

图 34：全球与中国新能源汽车产量及同比



数据来源：国家统计局, Ev-volumes, 西南证券整理

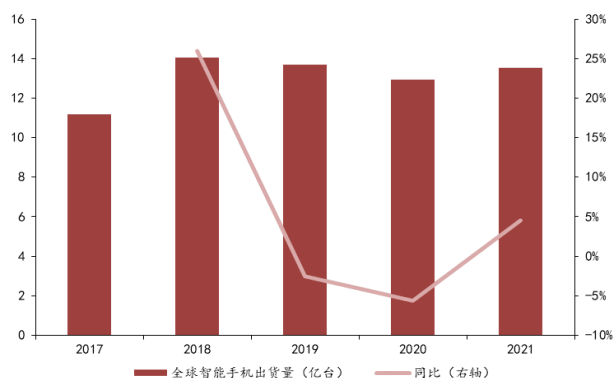
图 35：中国动力电池装车量及同比



数据来源：wind, 西南证券整理

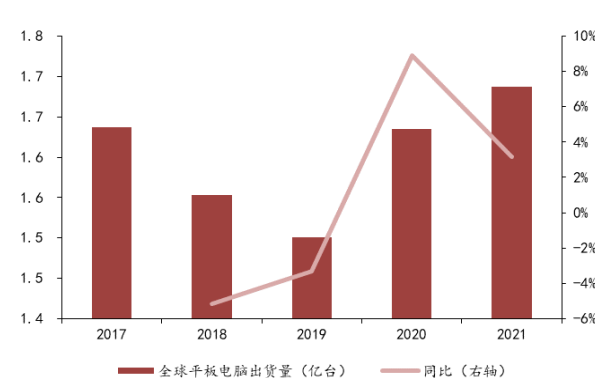
在动力电池普及之前，消费电子电池是锂电池的主要需求端。5G、新兴消费电子的兴起扭转了锂电池在传统消费领域的颓势，带来了新的增长空间。2021 年全球智能手机出货量为 13.52 亿台，同比增长 4.53%；平板电脑出货量为 1.69 亿台，同比增长 3.18%。随着消费者对消费电子续航里程需求的提高，预计未来消费电子锂资源需求将保持稳步增长。

图 36：全球智能手机出货量及同比



数据来源：IDC, 西南证券整理

图 37：全球平板电脑出货量及同比



数据来源：wind, 西南证券整理

根据新能源汽车以及储能系统行业的蓬勃发展，我们预测 2021-2023 年全球锂需求总量为 59.43/75.81/97.77 万吨 LCE。其中，新能源车 2021-2023 锂需求分别为 25.94/36.03/50.04 万吨 LCE；储能 2021-2023 锂需求分别为 3.02/4.18/5.35 万吨 LCE；消费电子 2021-2023 年锂需求分别为 6.05/6.27/6.49 万吨 LCE。

表 16：2021-2023 年锂需求测算（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
全球新能源车锂需求	11.61	25.94	36.03	50.04
储能锂需求	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子锂需求	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.48	9.98	14.17	19.97
需求总计	36.53	59.43	75.81	97.77

数据来源：CBEA, 安泰科, GGII, 乘联会, 西南证券整理

3.3 供不应求局面难以改善，支撑锂价持续高位运行

供应端来看，受疫情影响南美盐湖新增产能投产不及预期，澳矿短期内停产项目难以复产，短期内锂资源供应增量有限。需求端来看，锂需求结构已经从过去以陶瓷、玻璃为主的传统行业转变为如今新能源等成长行业，伴随着新能源汽车需求超预期增长以及储能行业的蓬勃发展，锂的需求将持续增加。我们预计 2022-2023 年锂行业出现 4.73、2.36 万吨 LCE 的供给缺口，短期内供不应求局面难以改善。

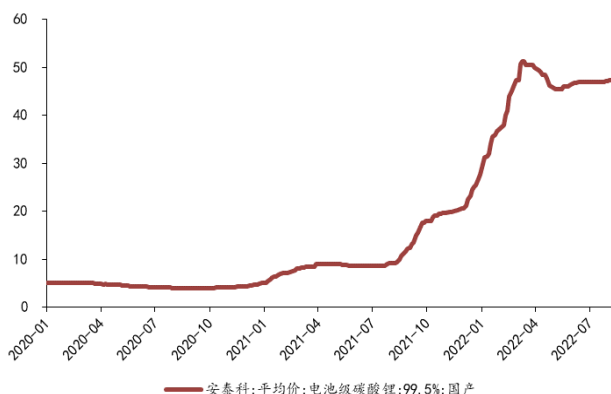
表 17：2021-2023 年全球锂供需情况（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
供给端				
澳非矿山	18.61	20.05	26.32	30.45
中国矿山	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	13.80	15.70	21.08	32.55
国内盐湖	4.70	6.30	7.80	10.10
锂云母	6.82	7.17	10.03	12.17
供给总计	44.93	51.50	71.08	95.41
需求端				
全球新能源车锂需求	11.61	25.94	36.03	50.04
储能锂需求	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子锂需求	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.48	9.98	14.17	19.97
需求总计	36.53	59.43	75.81	97.77
供需缺口/过剩 (-/+)	8.40	-7.93	-4.73	-2.36

数据来源：CBEA，安泰科，GGII，乘联会，SMM，西南证券整理

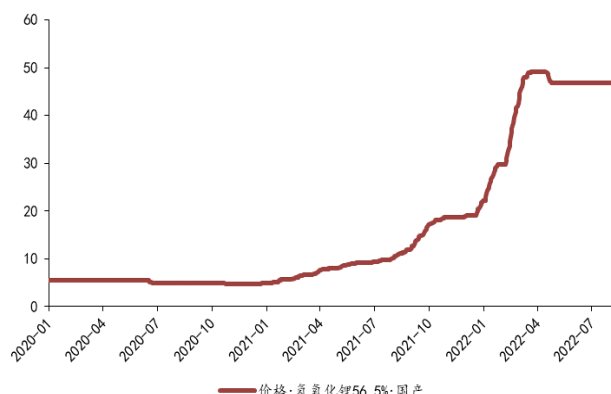
2020 年受疫情蔓延影响，上游锂矿供给有所收缩，锂价在 2020 年见底。由于新能源汽车下游需求的超预期增长，2021 年锂价开启大幅上涨，截至 2022 年 8 月 8 日，电池级碳酸锂报价 47.40 万元/吨，同比增长 415.22%；氢氧化锂报价 46.75 万元/吨，同比增长 336.92%。短期锂资源供不应求的局面仍将继续，支撑锂价持续高位运行。

图 38: 电池级碳酸锂价格 (万元/吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 39: 氢氧化锂价格 (万元/吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

3.4 打通锂电全产业链, 锂电新贵未来可期

3.4.1 锂资源储备丰富, 产能即将放量

公司资源储备丰富, 原料成本可控。公司拥有上游优质锂矿资源优势, 能够锁定上游原材料成本, 为锂盐生产提供可靠且优质的锂资源保障。公司控股子公司花桥矿业拥有的化山瓷石矿矿权面积 1.8714 平方公里, 累计查明控制的经济资源量矿石量 4507.30 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 0.7614 平方公里, 累计查明控制的经济资源量矿石量 730.74 万吨, 公司已与花锂矿业签订了《长期合作协议》, 为公司锂电材料业务的长期发展提供了资源保障。

化山瓷石矿是永兴材料旗下主力矿山, 为公司现有的 3 万吨电池碳酸锂产能提供原料支持。根据 2022 年半年度报告披露, 化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模已由 100.00 万吨/年变更为 300.00 万吨/年。根据公司公告, 项目拥有已探明矿石储量 4507 万吨, 氧化锂品位为 0.39%, 氧化锂资源量为 17.6 万吨, 约合碳酸锂 43.41 万吨。化山瓷石矿目前已勘探区域较小, 后续还有可观的增储空间。

表 18: 永兴材料资源储备情况

矿区	持有人	矿权面积 (平方公里)	氧化锂品味	经济资源量矿石量 (万吨)	LCE 当量 (万吨)	开采规模 (万吨/年)
化山瓷石矿	花桥矿业	1.8714	0.39%	4507.30	43.41	300
白水洞高岭土矿	花锂矿业	0.7641	0.44%	730.74	7.86	25
总计				5238.04	51.27	325.00

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司构建了从采矿、选矿到碳酸锂深加工的锂电材料全产业链。2020 年 7 月, 公司年产 1 万吨电池级碳酸锂项目顺利投产并快速达产, 项目产能发挥率超预期; 120 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目运行顺利, 为碳酸锂生产提供原材料保障。根据 2022 年半年度报告, 公司碳酸锂二期年产 2 万吨电池级碳酸锂项目及 180 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目进展顺利, 二期项目的两条碳酸锂生产线均已投料测试, 其中第一条生产线测试进

展顺利，日产量已接近设计产能。180万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目已进入建设收尾阶段，正在进行设备安装调试，投产后将为二期项目碳酸锂生产提供原材料保障。公司锂资源供给率几乎达到100%。

表 19：永兴材料募投项目情况

项目	子公司	项目产能	投产日期
电池级碳酸锂	永兴新能源	1 万吨	2020Q3
		1 万吨	2022H1
		1 万吨	2022H1
选矿	永诚锂业	50 万吨	2020Q3
	永兴新能源	120 万吨	2020Q3
		180 万吨	2022Q3

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：年产 1 万吨电池级碳酸锂项目



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：配套年产 120 万吨锂瓷石高效综合利用项目



数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年 1 月，永兴材料公告与宁德时代签署合资经营协议，双方将成立合资公司建设 600 万吨采矿及选矿能力项目和年产 5 万吨碳酸锂产能项目，主要承包宁德时代部分矿山运营。其中一期为 3 万吨，投资不超过 15 亿元。合资公司中宁德时代持股 70%，永兴材料持股 30%。项目产品优先供给给宁德时代。

2022 年 2 月，永兴材料与江西钨业签署《合作意向书》，为充分发挥江西永兴新能源技术优势和江西钨业资源优势，拟成立合资公司建设年产 2 万吨碳酸锂项目，产品供应宁德时代。合资公司中江西钨业持股 51%，永兴材料持股 49%。

通过与宁德时代和江西钨业的合作，公司可以充分利用双方在锂电行业上、下游龙头企业各自优势实现紧密联动，协同发展，以合资公司为平台进一步提高公司碳酸锂市场占有率和永兴品牌知名度，巩固并提升公司云母提锂龙头企业地位。

表 20：永兴材料未来产能梳理

合资公司	项目	项目产能	预计投产日期
宁德时代 (70%) + 永兴新能源 (30%)	电池级碳酸锂	一期 1 万吨	2023Q4-2024Q2
		二期 2 万吨	2025Q2-2025Q4

合资公司	项目	项目产能	预计投产日期
	选矿	600 万吨	视一期碳酸锂项目情况开展
江西钨业 (51%) + 永兴新能源 (49%)	电池级碳酸锂	一期 1 万吨	2023Q4-2024Q2
		二期 1 万吨	2025Q2-2025Q4

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4.2 云母提锂技术成熟，单吨碳酸锂生产成本较低

公司采用的复合盐低温焙烧技术，固氟技术先进，固氟率高，大大减少设备腐蚀；采用的先成型后隧道窑焙烧工艺，温度控制更精准稳定，有利于锂的转化反应，大幅提升锂的浸出率；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；在湿法冶炼碳酸锂过程中，改进沉锂工艺流程，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。目前，公司采用的电池级高纯度碳酸锂生产工艺达到了成熟水平，在云母提锂领域拥有较强的技术优势，实现了从锂云母矿中高效、经济提取高纯度的电池级碳酸锂。

图 42：公司云母提锂工艺流程



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 21：云母提锂技术对比

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

数据来源：各公司公告，西南证券整理

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，公司可有效控制各个生产环节生产成本。此外，公司采用的工艺路线，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、超细长石及钽铌精矿等可出售的副产品，最大限度降低生产成本，进一步提升经济效益。

根据公司公告,公司锂云母碳酸锂成本已经可以压缩至 5 万元/吨左右,其成本优于常规澳洲锂辉石矿。截止 2022 年 8 月 8 日,电池级碳酸锂报价为 47.40 万元/吨,在此价格下,伴随着公司产能的释放,公司利润空间将非常可观。

表 22: 永兴材料单吨碳酸锂生产成本 (不含增值税及四费)

项目	2020Q3	2020Q4	2021H1	2021
产量 (吨)	2776	3224	5448	11387
碳酸锂生产成本 (万元)	9967	10673	19806	58765
单吨碳酸锂生产成本 (元/吨)	35905	33109	36355	51607

数据来源:公司公告,西南证券整理。注:2021 年为生产总成本 (包含增值税及四费)

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 根据公司不锈钢业务产线升级项目进程,考虑到公司采用短流程生产工艺产能利用率提升较快且存货周转率高,预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 95%/95%/95%,对应销量分别为 36.58/33.25/33.25 万吨。根据原材料价格走高趋势,预计 2022-2024 年单位售价分别提高 5%/4%/3%;单位成本分别提高 5%/3%/2%,对应毛利率分别为 10.23%/11.09%/11.95%。

假设 2: 根据公司碳酸锂二期项目投产进程,考虑到公司处于投料测试和产能爬坡过程且产品近两年均处于满产满销状态,预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 90%/95%/100%,对应销量分别为 1.98/2.85/3.00 万吨。根据目前锂资源价格走高趋势以及后续供需缺口逐步缩小趋势,预计 2022-2024 年单位售价分别提高 240%/-15%/-2%;单位成本分别提高 5%/5%/3%,对应毛利率分别为 85.17%/81.68%/80.75%。

表 23: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
不锈钢业务	收入	5975.36	7316.55	6917.46	7124.99
	增速	28.06%	22.45%	-5.45%	3.00%
	成本	5364.19	6568.20	6150.22	6273.23
	毛利率	10.23%	10.23%	11.09%	11.95%
锂盐产品	收入	1223.89	7333.41	8972.31	9255.65
	增速	298.65%	499.19%	22.35%	3.16%
	成本	587.65	1087.41	1643.47	1781.87
	毛利率	51.99%	85.17%	81.68%	80.75%
合计	收入	7199.25	14649.95	15889.77	16380.63
	增速	44.76%	103.49%	8.46%	3.09%
	成本	5951.84	7655.61	7793.69	8055.09
	毛利率	17.33%	47.74%	50.95%	50.83%

数据来源: wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与永兴材料业务最为相近的四家公司甬金股份、久立特材、天齐锂业、赣锋锂业，2022-2024 年平均 PE 为 16/13/11 倍。永兴材料未来最大的看点有两个：1) 公司银亮棒项目及汽车发动机关键零部件材料品质提升项目进展顺利，未来不锈钢业务中高端产品占比将大幅提升；2) 公司碳酸锂二期项目已于 2022 年上半年逐步投产，目前处于投料测试和产能爬坡阶段，达产后伴随碳酸锂的高价位，公司业绩将迎来爆发期。结合对标公司的估值和目前永兴材料的业务布局和投产节奏，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 190.08 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 24：可比公司估值（截止至 8.9 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603995.SH	甬金股份	39.98	2.54	2.59	3.52	4.21	22.13	15.47	11.34	9.49
002318.SH	久立特材	18.99	0.81	1.07	1.24	1.40	20.09	17.37	15.17	13.57
002466.SZ	天齐锂业	119.45	1.41	8.48	9.45	10.24	34.67	14.08	12.64	11.67
002460.SZ	赣锋锂业	92.39	3.64	6.25	7.69	9.29	22.51	14.78	12.01	9.95
平均值							24.85	15.42	12.79	11.17
002756.SZ	永兴材料	155.80	2.19	13.61	15.84	16.28	71.30	11.45	9.83	9.57

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格波动，项目投产不达预期，新能源汽车产销量不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7199.26	14649.95	15889.77	16380.63	净利润	900.03	5605.64	6525.38	6706.19
营业成本	5951.84	7655.61	7793.69	8055.09	折旧与摊销	164.96	139.20	139.20	139.20
营业税金及附加	52.45	112.66	118.95	123.19	财务费用	-30.38	8.55	9.51	9.45
销售费用	16.28	68.44	61.46	67.75	资产减值损失	-4.72	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	110.88	227.36	247.27	254.24	经营营运资本变动	56.21	396.29	114.03	17.83
财务费用	-30.38	8.55	9.51	9.45	其他	-300.45	-3.13	-1.66	-1.28
资产减值损失	-4.72	-5.00	-5.00	-5.00	经营活动现金流净额	785.65	6141.54	6781.46	6866.39
投资收益	31.54	5.91	6.50	7.16	资本支出	-394.89	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.90	-0.14	-0.21	-0.30	其他	159.57	5.47	6.40	6.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-235.32	25.47	6.40	6.82
营业利润	1012.44	6588.11	7670.19	7882.76	短期借款	0.00	20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.28	6.76	6.73	6.88	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
利润总额	1010.16	6594.87	7676.92	7889.64	股权融资	287.40	200.00	0.00	0.00
所得税	110.13	989.23	1151.54	1183.45	支付股利	-125.84	-177.42	-1105.00	-1286.30
净利润	900.03	5605.64	6525.38	6706.19	其他	-297.56	83.41	23.17	-8.04
少数股东损益	12.95	80.64	93.88	96.48	筹资活动现金流净额	-136.01	176.00	-1031.83	-1244.34
归属母公司股东净利润	887.08	5524.99	6431.51	6609.72	现金流量净额	411.76	6343.01	5756.03	5628.87
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1829.78	8172.79	13928.83	19557.70	成长能力				
应收和预付款项	245.75	462.77	508.34	519.74	销售收入增长率	44.76%	103.49%	8.46%	3.09%
存货	724.18	935.20	952.47	983.91	营业利润增长率	210.91%	550.72%	16.42%	2.77%
其他流动资产	692.56	365.66	278.10	254.52	净利润增长率	249.62%	522.83%	16.41%	2.77%
长期股权投资	272.63	272.63	272.63	272.63	EBITDA 增长率	151.18%	487.25%	16.08%	2.72%
投资性房地产	8.19	8.19	8.19	8.19	获利能力				
固定资产和在建工程	2163.61	2053.34	1943.08	1832.82	毛利率	17.33%	47.74%	50.95%	50.83%
无形资产和开发支出	344.07	295.13	266.20	237.26	三费率	1.34%	2.08%	2.00%	2.02%
其他非流动资产	88.53	88.53	88.53	88.53	净利率	12.50%	38.26%	41.07%	40.94%
资产总计	6369.31	12654.25	18246.37	23755.29	ROE	17.59%	52.26%	40.41%	31.09%
短期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	ROA	14.13%	44.30%	35.76%	28.23%
应付和预收款项	999.32	1516.14	1600.78	1633.26	ROIC	26.15%	150.71%	175.38%	187.73%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	15.93%	45.98%	49.21%	49.03%
其他负债	252.84	341.18	378.26	384.83	营运能力				
负债合计	1252.16	1927.32	2099.05	2188.08	总资产周转率	1.23	1.54	1.03	0.78
股本	405.95	405.95	405.95	405.95	固定资产周转率	4.25	8.97	10.43	11.59
资本公积	1615.38	1815.38	1815.38	1815.38	应收账款周转率	42.11	45.82	35.96	34.82
留存收益	3044.30	8391.88	13718.39	19041.80	存货周转率	9.26	9.19	8.24	8.30
归属母公司股东权益	5036.18	10565.33	15891.84	21215.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.77%	—	—	—
少数股东权益	80.97	161.61	255.48	351.96	资本结构				
股东权益合计	5117.15	10726.94	16147.32	21567.21	资产负债率	19.66%	15.23%	11.50%	9.21%
负债和股东权益合计	6369.31	12654.25	18246.37	23755.29	带息债务/总负债	0.00%	3.63%	5.72%	7.77%
					流动比率	3.15	5.83	8.72	11.80
					速动比率	2.49	5.28	8.19	11.26
					股利支付率	14.19%	3.21%	17.18%	19.46%
					每股指标				
					每股收益	2.19	13.61	15.84	16.28
					每股净资产	12.41	26.03	39.15	52.26
					每股经营现金	1.94	15.13	16.71	16.91
					每股股利	0.31	0.44	2.72	3.17
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1147.02	6735.85	7818.90	8031.41					
PE	71.30	11.45	9.83	9.57					
PB	12.56	5.99	3.98	2.98					
PS	8.79	4.32	3.98	3.86					
EV/EBITDA	53.45	8.18	6.32	5.45					
股息率	0.20%	0.28%	1.75%	2.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn