



买入 (首次)

所属行业: 有色金属
当前价格(元): 15.32

证券分析师

李骥

资格编号: S0120521020005

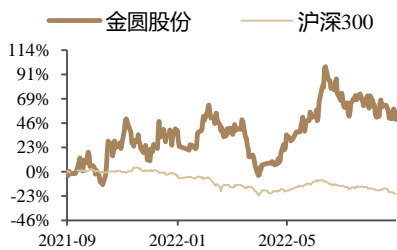
邮箱: lij3@tebon.com.cn

联系人

张崇欣

邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.63	-10.56	-1.30
相对涨幅(%)	-0.31	-2.10	10.96

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

金圆股份 (000546.SZ) : 盐湖提锂高效落地, 二次腾飞未来可期

投资要点

- **剥离水泥业务, 聚焦锂业+环保。**2021 至今公司剥离水泥业务, 收购阿里锂源打入锂盐业务, 锂资源、产能逐步落地。
- **捌仟错盐湖电化学脱嵌工艺 2000 吨投产, 计划年内建成 8000-10000 万吨。**捌仟错盐湖资源落地, 锂资源量 LiCl18.6 万吨, 锂 (LiCl) 的丰水期地表卤水平均值 2153.86mg/L。22 年 8 月份 2000 吨碳酸锂产能完全投产, 并计划在今年建成 8000-10000 吨碳酸锂产能。公司目前在捌仟错盐湖采用的电化学脱嵌法具有收率高、成本低、环保、可模块化建设等优点, 较其他盐湖提锂技术存在技术优势。
- **与阿根廷联系密切, 资源快速落地。**2022 年 7 月 15 日公司以 2700 万美元成功购买阿根廷盐湖 Laguna Caro 项目, 锂 (Li) 的平均品位为 744mg/L, 公司官网披露项目资源量 50-100 万吨 LCE, 预期年产能 5000-20000 吨 LCE; 金圆子公司金恒旺与 HANAQ ARGENTINA S.A.、HANCHA S.A. 签署了 Mina Payo Salvación 项目的《排他性尽调协议》。看好电化学脱嵌法在阿根廷项目的应用。
- **多个合作框架协议落地, 新能源材料二次腾飞战略稳步推进。**公司自董事长由赵辉换帅为徐刚后建立了二次腾飞战略, 围绕新能源材料上游布局盐湖产能、收购海内外盐湖资源、建设锂电池回收基地、剥离水泥业务, 并依次落地了多个合作框架协议, 同辰宇矿业、恒达矿业、中科素化、金泰工贸等企业在盐湖资源方面签订合作框架协议, 同和锂业等企业企业在锂盐产线方面签订合作框架协议, 同欣旺达、川恒股份建立子公司金恒旺。
- **碳酸锂需求旺盛, 澳矿屡拍高价碳酸锂价格有望维持, 青海盐湖冬季减产影响边际供给。**我们预计到 25 年全球碳酸锂需求总量可达 188.56 万吨, 2021-2025 年复合增速 38.73%, 增速较快。澳矿锂精矿拍卖价格最新一次创出新高达 6988 美元/吨, 对应碳酸锂成本约 51 万元/吨。另外冬季青海盐湖减产会对边际供给有收紧的影响, 目前青海盐湖产能达 11.7 万吨, 减产对全国碳酸锂供给产生一定影响。
- **投资建议:** 预计公司 22-24 年收入分别为 73.85/98.86/107.17 亿元, 归母净利润分别 4.09/18.84/20.69 亿元, 对应 PE30.37/6.56/6.01 倍。公司 23-24 年 PE 低于可比公司平均 PE11.47/8.44, 随着未来阿根廷项目投产, 将进一步增厚公司利润, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司碳酸锂产能不及预期; 碳酸锂价格下降超预期; 公司合作协议存在被违约风险

股票数据

总股本(百万股):	780.78
流通 A 股(百万股):	711.47
52 周内股价区间(元):	9.37-21.20
总市值(百万元):	11,961.58
总资产(百万元):	10,910.29
每股净资产(元):	6.57

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,671	8,739	7,385	9,886	10,718
(+/-)YOY(%)	6.1%	0.8%	-15.5%	33.9%	8.4%
净利润(百万元)	474	86	409	1,894	2,069
(+/-)YOY(%)	-5.7%	-81.8%	374.3%	362.7%	9.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.66	0.12	0.52	2.43	2.65
毛利率(%)	14.7%	8.9%	13.4%	29.1%	29.9%
净资产收益率(%)	10.4%	1.7%	7.3%	24.9%	21.2%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 战略转型：脱离传统建材行业，积极布局盐湖锂资源	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 公司发展历史	4
1.2.1. 第一阶段金圆控股成为公司大股东	5
1.2.2. 新添水泥和混凝土业务	5
1.2.3. 围绕建材和环保业务为主的双主业模式	5
1.2.4. 脱离水泥业务，重心转向盐湖锂资源	6
1.3. 股权结构维持稳定	7
1.4. 公司经营概况-转型中波动较大	8
2. 国内外盐湖资源量逐步落地，电化学脱嵌法具备优势	9
2.1. 捌仟措盐湖项目已落地，预计 22 年底形成万吨级产能	9
2.2. 完成收购 Laguna Caro 项目，推动落地 Mina Payo Salvación 帕伊项目	10
2.3. 电化学脱嵌法具备四大优势	12
3. 公司二次腾飞战略	13
3.1. 换帅职业经理人，追求新发展	13
3.2. 二次腾飞战略紧抓新能源风口，锂盐、盐湖项目顺利落地	14
3.3. 落地二次腾飞战略，围绕锂资源、锂加工、电池回收等签订多项合作框架协议	15
4. 碳酸锂需求旺盛，价格持续性强	16
4.1. 碳酸锂需求旺盛	16
4.2. 澳矿拍卖又出新高，青海盐湖减产影响边际供给	18
5. 盈利预测	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司业务板块布局	4
图 2：公司 2016-2020 发展历程	5
图 3：公司 21 年以来逐步转向盐湖锂资源	6
图 4：公司实控人持股情况（截止 2022 年 H1）	7
图 5：金圆控股集团下属子公司	8
图 6：2016-2022H1 公司营收	8
图 7：2016-2022H1 公司营收	8
图 8：公司分业务收入情况（亿元）	9

图 9: 公司分业务毛利率情况.....	9
图 10: 金圆股份产能规划.....	9
图 11: 捌千错盐湖项目进程.....	9
图 12: 捌千错项目施工情况.....	10
图 13: 捌千错项目施工情况.....	10
图 14: 公司海外项目进程.....	11
图 15: Laguna Caro 项目矿产分布.....	11
图 16: Laguna Caro 项目盐湖情况.....	11
图 17: 电化学脱嵌法图示.....	12
图 18: 徐刚历任职业图.....	13
图 19: 金圆二次腾飞战略发展框架图.....	14
图 20: 2021-2025E 全球碳酸锂需求总量测算.....	17
图 21: 锂价走势.....	18
表 1: 捌千错盐湖项目锂资源储量及卤水产品位.....	10
表 2: Laguna Caro 项目锂资源储量及品位.....	11
表 3: 不同卤水提锂工艺对比.....	12
表 4: 阿根廷在产锂项目对比.....	13
表 5: 公司签订的合作框架协议.....	16
表 6: 2021-2025E 全球碳酸锂需求总量测算.....	16
表 7: 2021-2025E 全球动力电池锂需求测算.....	17
表 8: 青海盐湖产能情况.....	19
表 9: 去除水泥业务盈利预测.....	20
表 10: 可比公司估值表.....	20

1. 战略转型：脱离传统建材行业，积极布局盐湖锂资源

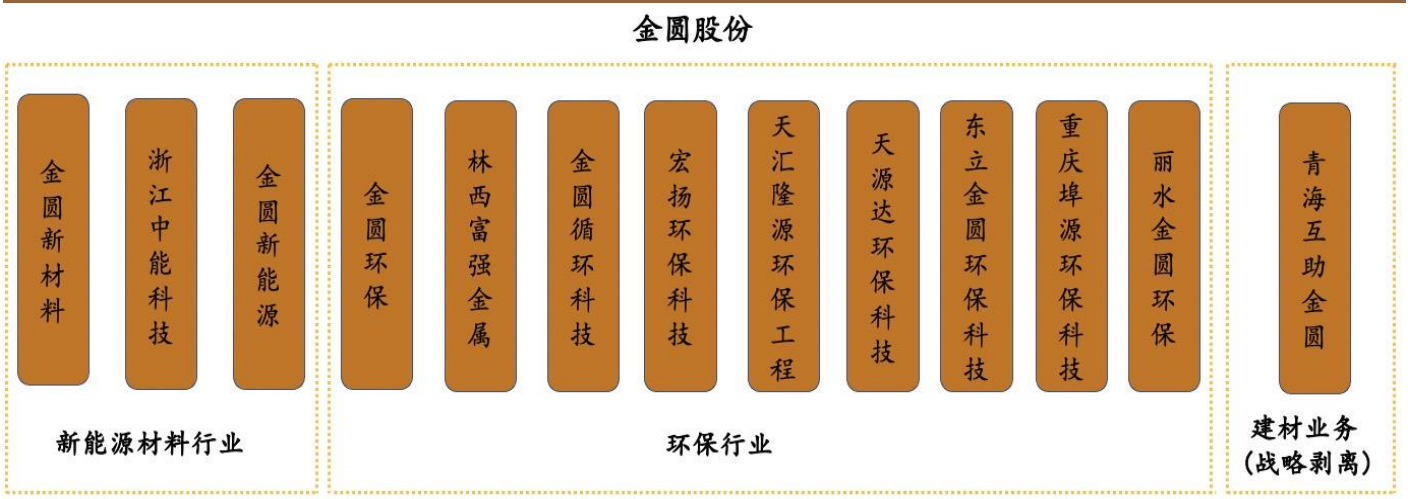
1.1. 公司简介

金圆股份目前三大业务板块为环保、新能源材料以及建材业务。金圆股份原名为吉林光华控股集团股份有限公司，1992年公司前身吉林轻工公司成立，2014年经过重组并购上市。公司致力于成为以锂资源产业链为核心，固危废资源化处置和稀贵金属综合回收利用并重的新能源材料主流供应商。

环保业务主要包括危（固）废无害化处置服务与资源化综合利用服务。其中无害化处置目前可细分为水泥窑协同处置和一体化综合处置两种方式。水泥窑协同处置是利用水泥企业新型干法水泥窑线对危废固废进行减量化、无害化处置；一体化综合处置是采用专业焚烧、安全填埋等多种危（固）废处置技术，实现对危（固）废的无害化综合处置，同步实现社会、环境及经济效益。资源化综合利用服务指通过对有价资源含量较高的工业危（固）废进行综合利用处理，再销售富集回收的稀贵金属及其它金属合金，实现危（固）废资源化回收利用和无害化处置。资源化综合利用是在现有资源化综合利用生产体系基础上，拓展有色金属高纯材料生产及新材料深加工业务，未来寻求在稀贵金属回收及提炼等产业领域有所突破。

新能源材料业务将全面实施新能源 515 规划（5 年储量 100 万吨，锂盐产能 5 万吨）和双轮驱动战略。面对全球碳中和目标与 TWh 时代，锂资源战略重要性已经成为全球共识，在锂盐价格大涨的背景下，锂资源成为热门赛道，上游企业盈利能力有所提升。公司遵循国内、海外并举的战略方针，将新成立海外新能源事业部、锂电池回收事业部、锂电研究院，做好产业发展规划与资本战略的协同，为获取全球盐湖锂矿为主的锂资源投资并购提供资本战略支持，统筹推进公司国内与海外新能源材料业务的快速有序展开。同时，加快海外锂资源产业链投资并购的战略布局，重点布局阿根廷优质盐湖锂矿。

图 1：公司业务板块布局



资料来源：公司公告、天眼查、德邦研究所

1.2. 公司发展历史

1.2.1. 第一阶段金圆控股成为公司大股东

2012年7月，金圆控股集团受让开元资产49%的股权，成为开元资产第一大股东，公司的实际控制人变更为赵璧生、赵辉父子。2012年9月公司收购青海湖水泥，公司主营除房地产业务外，新增水泥业务。2013年5月，金圆控股通过公开挂牌方式受让开元资产42%股权及相关债务。

1.2.2. 新添水泥和混凝土业务

发展第二阶段为2014-2015年，房地产业务承压，公司主营业务成水泥及混凝土业务。

2014年，房地产板块受宏观因素和市场因素影响，房地产业务销售面积同比下降99.59%，销售金额同比下降99.37%。2014年12月，公司向金圆控股等10位交易对方发行4.3亿股，收购其有的互助金圆100%股份，公司控股股东变更为金圆控股，自此公司水泥业务正式成为核心业务，水泥业务位于青海、广东与山西地区。

2015年受国内宏观经济增速放缓，产业结构调整的影响，整个水泥行业步入寒冬，公司快速剥离山西两家亏损子公司，并在下游混凝土兼并收购强化公司在青海地区的竞争力。

1.2.3. 围绕建材和环保业务为主的双主业模式

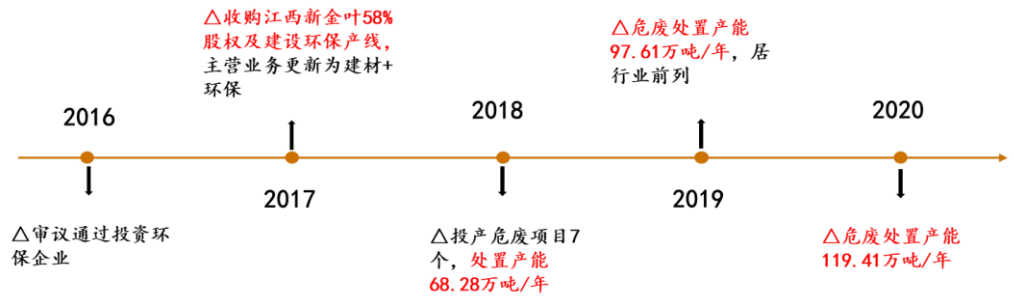
公司第三发展阶段为2016-2020年，新增为产废企业提供危（固）废无害化处置服务与资源化综合利用服务。

2017年公司的主营业务变为建材+环保业务的双主业模式。2017年公司通过非公开发行股票，募集资金总额12.12亿元，主要用于江苏金圆、格尔木环保、灌南金圆的建设以及收购江西新金叶58%股权。建材产业主要产品为水泥熟料、水泥产品以及商品混凝土。环保产业主要为产废企业提供危（固）废无害化处置服务与资源化综合利用服务。

2018年，公司已投产危废项目7个，处置产能达68.28万吨/年，已获环评批复项目9个，处置产能达97.38万吨/年，主要分布于江苏、山东、广东、福建、江西、四川、青海等十多个省份区域。2019年，公司危险废物处置已投产产能共计97.6万吨/年，已获环评批复产能共计74.8万吨/年，产能规模居行业前列。2020年，公司已取得危险废物经营许可证的处置产能共计119.41万吨，已获环评批复但尚未投产的产能共计32.8万吨，产能进一步扩大。

图2：公司2016-2020发展历程

2016-2020: 围绕建材和环保业务的双服务模式



资料来源: 公司公告、德邦研究所

1.2.4. 脱离水泥业务, 重心转向盐湖锂资源

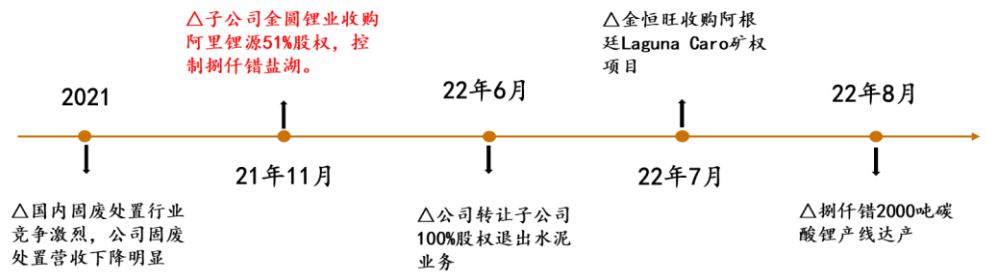
公司发展第四季度阶段为 2021 年至今, 由于主营业务盈利能力下降, 公司剥离水泥业务, 转型拓展锂资源赛道。

公司基于建材行业需求饱和及公司实际情况, 拟择机剥离建材业务。2022 年 6 月 12 日至 17 日期间, 公司根据挂牌方案对子公司互助金圆 100.00% 的股权进行第二次公开挂牌, 共征集一名意向受让方并摘牌确认, 摘牌成交价格为 17.24 亿元, 同时受让方承接应付款项 13.42 亿元, 即本次股权转让交易完成后, 公司实际转让获得金额为 30.66 亿元。受让方是浙江华阅企业管理有限公司。浙江华阅为金圆控股集团有限公司控股子公司, 截止 22 年 6 月 23 日, 金圆控股直接持有 29.70% 公司股份, 金圆控股及其一致行动人合计持有公司 38.69% 股份。公司通过转让全资子公司互助金圆 100% 股份的挂牌方案, 实现了剥离建材业务的战略目标。

2021 年 11 月, 公司以自有资金 51,000 万元人民币收购阿里锂源 51.00% 股权, 购买目标公司西藏捌仟错盐湖采矿权, 正式进军锂资源赛道。公司未来将致力于成为以锂资源产业链为核心, 固危废资源化处置和稀贵金属综合回收利用并重的新能源材料先进供应商。2022 年 6 月公司退出水泥业务; 2022 年 7 月金恒旺收购阿根廷 Laguna Caro 项目, 资源再度扩张; 2022 年 8 月捌仟错 2000 吨碳酸锂产线完成达产。

图 3: 公司 21 年以来逐步转向盐湖锂资源

2021-2022年至今:公司业务逐步转向盐湖锂资源

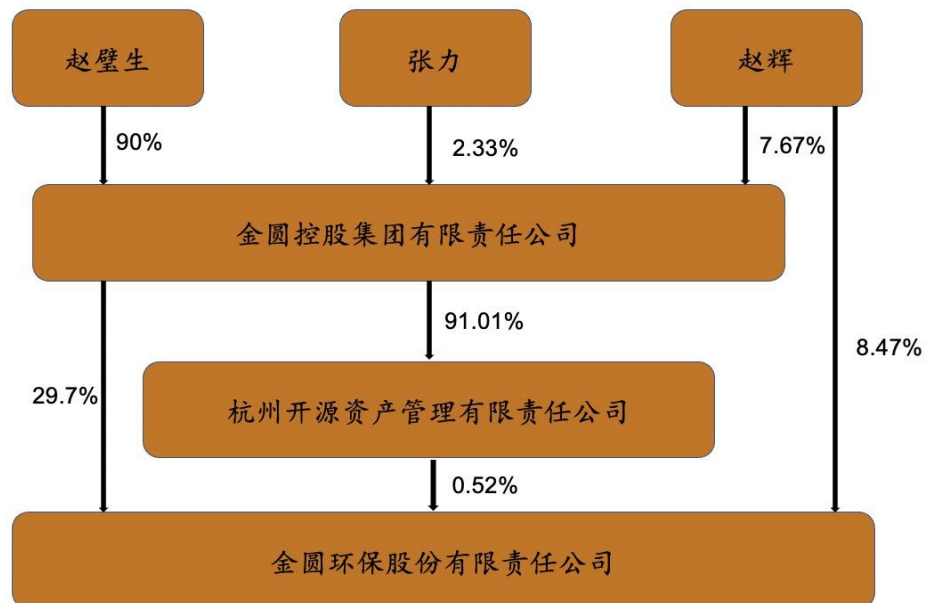


资料来源:公司公告、公司公众号、德邦研究所

1.3. 股权结构维持稳定

公司股权结构较稳定,金圆控股集团为最大股东。金圆股份前十股东中,金圆控股集团为公司控股股东,直接持股 29.7%。公司实际控制人为赵璧生及赵辉父子,二人持股金圆控股集团 90%和 7.67%的股权,此外赵辉还直接持有金圆股份股权 8.47%。

图 4: 公司实控人持股情况 (截止 2022 年 H1)



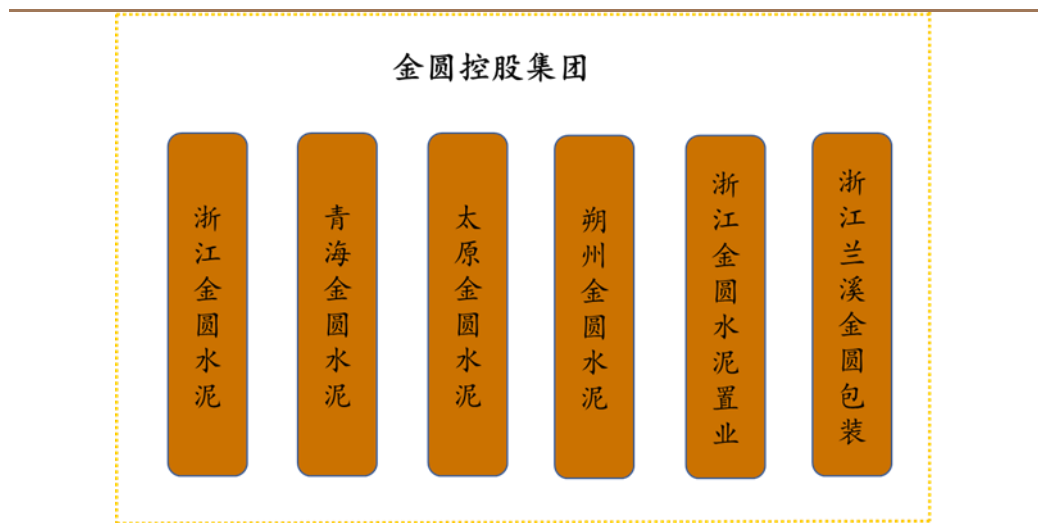
资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

金圆控股集团有限责任公司位于浙江省杭州市,成立于 2006 年,从公司开始的单一水泥生产经营向多元化经营的转变,形成了建材、房地产、贸易、企业物流及能源综合利用等多元化经营为一体的跨省市、跨行业发展的企业集团。

集团公司作为较早转型的新型干法水泥生产企业,有丰富的新型干法水泥生产管理实践经验和专业管理平台,注重环境保护和节能降耗技术。通过污染治理和资源综合利用,集团公司排放污染物标准远低于国家标准规定的限值。集团公司下属全资与控股企业包括浙江金圆水泥有限公司、青海金圆水泥有限公司、太

原金圆水泥有限公司、朔州金圆水泥有限公司、浙江金圆置业有限公司和浙江兰溪金圆包装材料有限公司等。年水泥生产能力达 1000 万吨,已拥有多条日产 4000 以上熟料生产线,余热发电总装机容量 40MW。

图 5: 金圆控股集团下属子公司



资料来源: 天眼查、德邦研究所

1.4. 公司经营概况-转型中波动较大

公司过往收入以建材行业为主,目前处于转型阶段,利润波动幅度较大。2021 年,公司实现营业收入 87.39 亿元,同比增长 0.78%;归母净利润 0.86 亿,同比下降 81.81%。分行业看,公司建材业务实现营业收入 23.26 亿元,同比下降 10.60%,建材业绩的不佳主要原因是国内建材行业需求饱和,煤炭等原材料价格大幅上涨、能源双控,导致盈利能力下降;公司环保业务方面,实现营业收入 63.83 亿元,同比上升 5.57%;毛利率仅为 3.19%,同比下降 53.82%。环保业务中的危(固)无害化处置业务营收下降的主要原因是危(固)废无害化处置业务市场竞争激烈、处置价格下行、处置量减少。在各项业务中,公司固体危废无害化处理毛利率最高,超 45%。

从公司发布 2022 半年报来看,新能源业务暂未放量,业绩短暂承压。公司 2022 上半年实现营业收入 28.04 亿元,同比下降 39.25%;归母净利润 0.24 亿元,同比下降 87.88%。

图 6: 2016-2022H1 公司营收

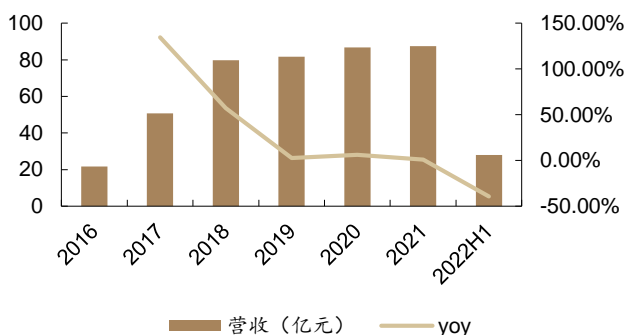
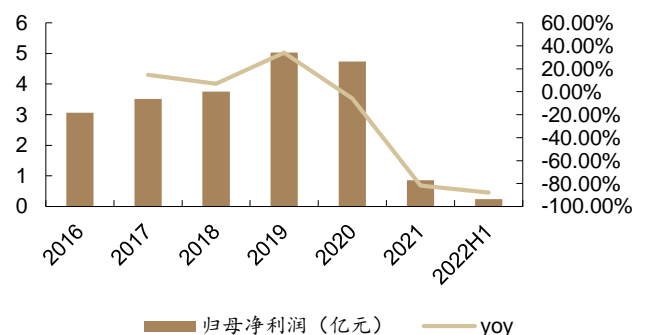


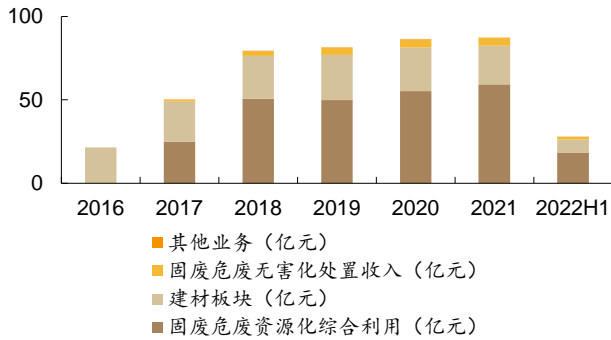
图 7: 2016-2022H1 公司营收



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

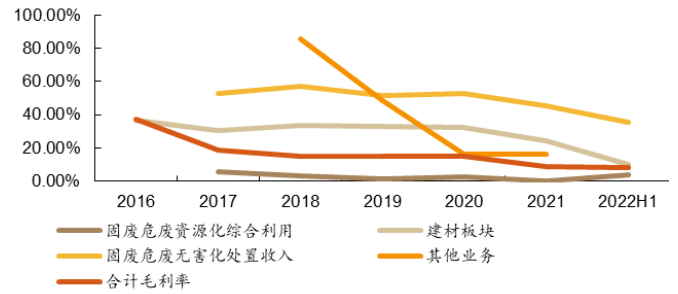
资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

图 8: 公司分业务收入情况 (亿元)



资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

图 9: 公司分业务毛利率情况



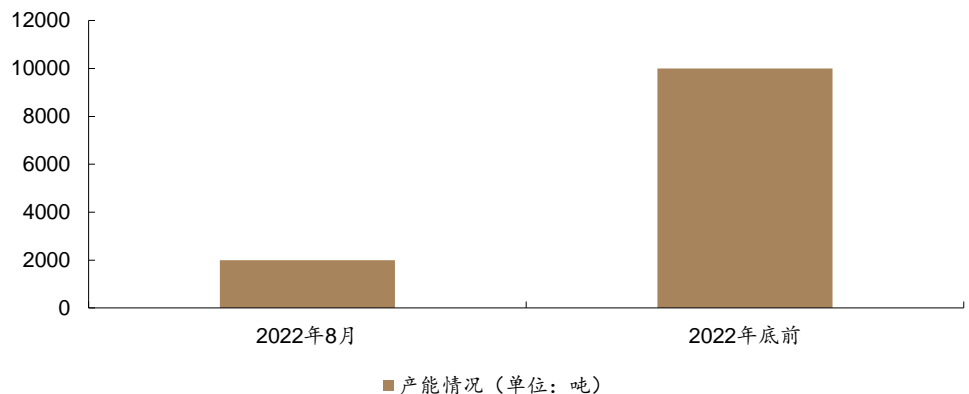
资料来源: wind、公司公告、德邦研究所

2. 国内外盐湖资源量逐步落地，电化学脱嵌法具备优势

2.1. 捌仟措盐湖项目已落地，预计 22 年底形成万吨级产能

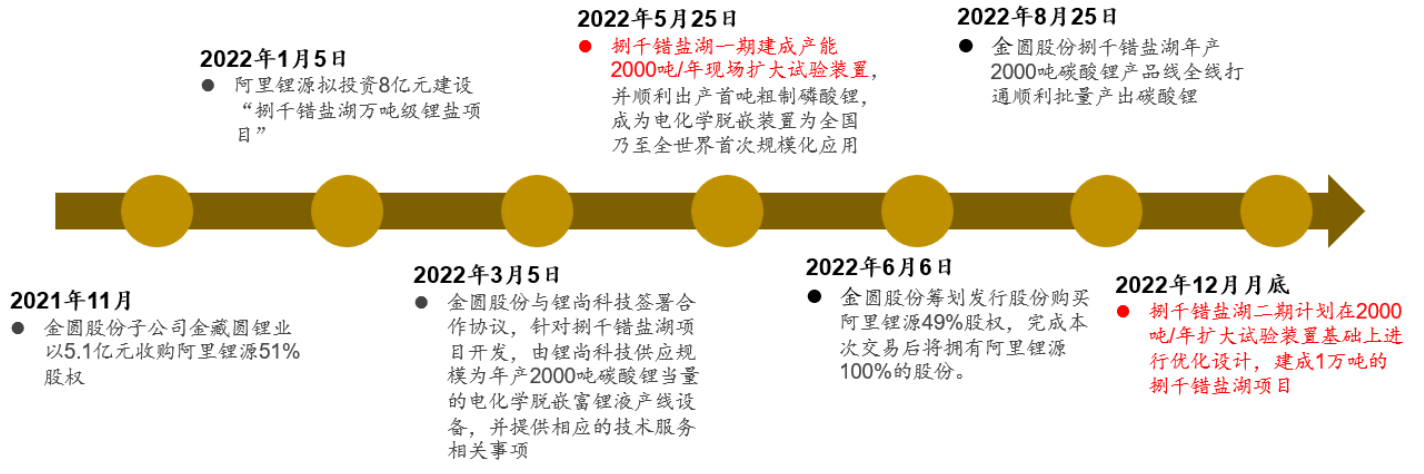
国内捌千措盐湖项目已落地，未来增长空间广阔。公司在 2021 年 11 月以 5.1 亿元收购阿里锂源 51% 的股权开始布局盐湖锂矿项目。在 2022 年 5 月 25 日建成一期捌千措盐湖 2000 吨/年的项目，并顺利产出首吨粗制磷酸锂，成为全国乃至全世界第一个将电化学脱嵌装置规模化应用的企业。在 2022 年 8 月 25 日，公司捌千措项目 2000 吨产品线全线打通，向转型成为新能源材料主流企业迈出坚实一步。公司二期项目将在如今的扩大试验装置基础上进行优化设计，预计在今年年底前产能将达到 8000-10000 吨。

图 10: 金圆股份产能规划



资料来源: 公司公众号、公司互动问答平台、德邦研究所
注: 22 年底前是 8000-10000 吨

图 11: 捌千措盐湖项目进程



资料来源：公司公告、公司互动问答、公司公众号、德邦研究所

根据2021年11月《西藏自治区革吉县捌千错盐湖硼锂多金属矿资源储量核实报告》，捌千错盐湖矿区硼锂钾矿保有资源储量具体为：硼(B₂O₃) 15.1万吨、锂(LiCl) 18.6万吨、钾(KCl) 41.5万吨。其中丰水期地表卤水品位：硼(B₂O₃) 平均品位 1367.94mg/L；锂(LiCl) 平均品位 2153.86mg/L；钾(KCl) 平均品位 0.45%；浅藏卤水孔隙度品位：硼(B₂O₃) 平均品位 1005.14mg/L；锂(LiCl) 平均品位 1038.53mg/L；钾(KCl) 平均品位 0.23%。

表 1：捌千错盐湖项目锂资源储量及卤水品位

	资源储量	丰水期地表卤水品位	浅藏卤水孔隙度品位	盐湖卤水面积	开采规模
LiCl	18.6 万吨	2153.86mg/L	1038.53mg/L	15.24km ²	20 万吨/年

资料来源：公司公告、德邦研究所

图 12：捌千错项目施工情况



资料来源：金圆股份公众号、德邦研究所

图 13：捌千错项目施工情况



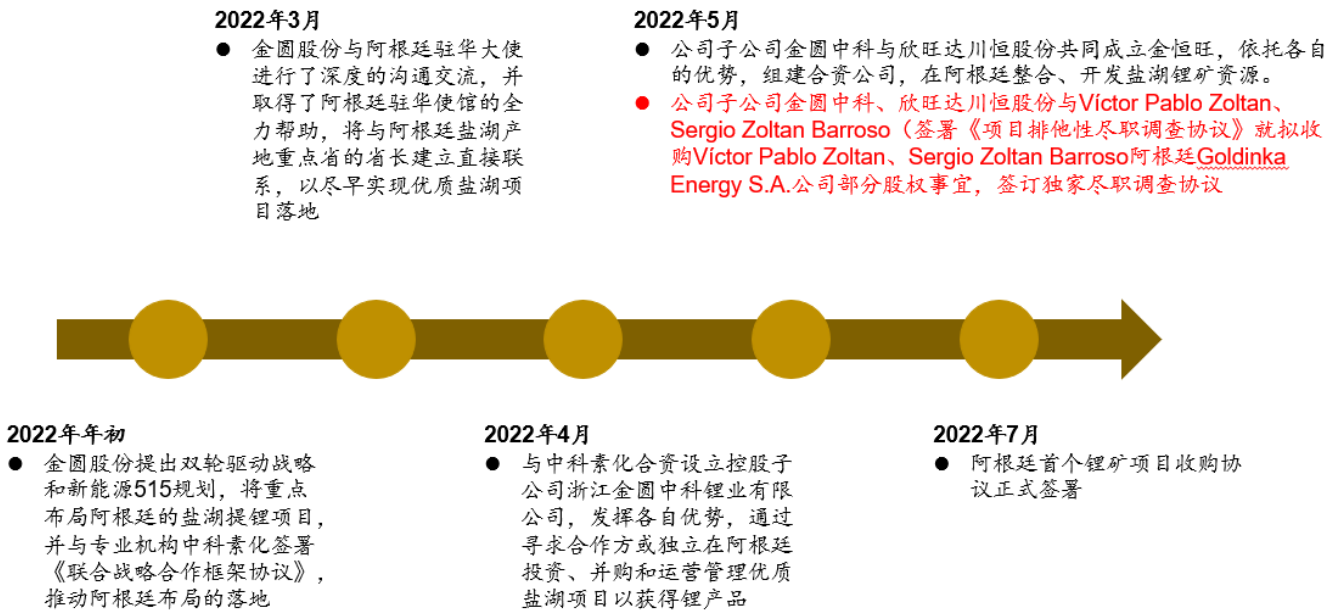
资料来源：金圆股份公众号、德邦研究所

2.2. 完成收购 Laguna Caro 项目，推动落地 Mina Payo Salvación 帕伊项目

收购 Laguna Caro 矿权项目，实现海外项目“0”突破。公司在今年年初提出了双轮驱动及新能源 515 规划（5 年 100 万吨资源量，5 万吨锂盐产量）的公司战略，将发展重点放在阿根廷的盐湖提锂项目。公司不仅与阿根廷驻华大使进行深度的沟通交流，与阿根廷盐湖产地重点省的省长建立直接联系，还和中科素化、欣旺达、川恒股份等公司合作，最终在阿根廷时间 7 月 15 日，子公司金恒旺在阿根廷设立的辉煌锂业，以 2,700 万美元的价格成功购买阿根廷 Goldinka

Energy SA 公司名下的 Laguna Caro 矿权项目。

图 14: 公司海外项目进程



资料来源: 公司官网、财联社、德邦研究所

Laguna Caro 项目 (4500 公顷) 是 Goldinka 公司持有的采矿项目之一, 根据公司公布的数据: 锂 (Li) 的平均品位为 744mg/L, 钾 (K) 的平均品位为 7440mg/L, 碳酸锂 (Li₂CO₃) 的产量为 17500tpa。位于阿根廷盐湖资源最富有的三省之一的阿根廷卡塔马卡省, 距离阿根廷著名的翁布雷穆埃尔托盐沼仅约 10 公里, 项目所处盆地中心距离沉积中心不超过 30km。项目包括三个区块: Tata Grau I, Tata Grau II, Sales de Caro。周边高速公路和铁路与太平洋 (智利) 和大西洋的主要港口紧密相连。从矿区物探资料分析, 结合现场踏勘、及周边矿区地质类比联系分析。据公司官网披露, Laguna Caro 项目保守和理想资源量为 50-100 万吨碳酸锂当量, 考虑到开采的可持续性, 初步判断对应的项目产能 5000-20000 吨 LCE/年。

表 2: Laguna Caro 项目锂资源储量及品位

	资源产量	资源品位
Li ₂ CO ₃	17500tpa	-
Li	-	744mg/L

资料来源: 公司官网、德邦研究所

图 15: Laguna Caro 项目矿产分布



图 16: Laguna Caro 项目盐湖情况



资料来源：公司官网、德邦研究所

资料来源：金圆股份公众号、德邦研究所

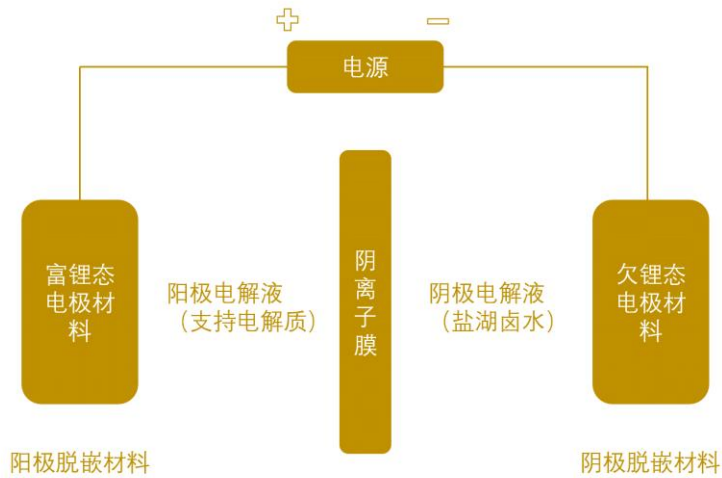
金圆股份子公司金恒旺有意向收购 HANCHAS. A. 公司 100% 的股份。包括但不限于在萨尔塔省矿业法院登记的矿权“Mina Payo Salvación - 矿权编号 N° 22. 230”。7 月 23 日金恒旺与 HANAQ ARGENTINA S. A.、HANCHA S. A. 签署了《排他性尽调协议》，将对 HANCHA 和 Mina Payo Salvación 帕伊项目进行为期 60 天内的尽职调查。

2.3. 电化学脱嵌法具备四大优势

盐湖提锂技术百花齐放，电化学脱嵌法成为公司第一选择。电化学脱嵌法由中南大学赵中伟教授及其研究团队发明，在 2017 年技术成果转让给上海鄞华科技发展有限公司（转让经费 1.048 亿元），并由上海鄞华和中南大学共同成立江苏中南锂业有限公司，对技术进行持续开发和推广。2021 年 6 月 17 日，中南锂业与西藏阿里锂源在江苏溧阳正式签约合作，携手共同组建合资公司—西藏锂能锂业科技股份有限公司。所以在 2021 年 11 月，金圆股份收购了阿里锂源 51% 股权后，就开始与中南锂业合作使用电化学脱嵌法进行盐湖提锂。

据徐文华等撰写的《电化学脱嵌法盐湖提锂电极反应动力学研究》，该技术以富锂态的锂电材料为阳极，以欠锂态的锂电材料为阴极，构筑了“富锂态电极材料(阳极) | 支持电解质 | 阴离子膜 | 卤水 | 欠锂态电极材料(阴极)”电化学脱嵌法盐湖提锂新体系。磷酸铁锂在 LiCl、NaCl、KCl 和 MgCl₂ 溶液中的循环伏安结果表明，离子半径较小的 Na⁺、Mg²⁺ 可嵌入磷酸铁锂中，离子半径较大的 K⁺ 则不嵌入磷酸铁锂。通过合理控制电位，可实现高镁锂比盐湖卤水中锂与杂质离子(K⁺、Na⁺ 和 Mg²⁺) 的分离。

图 17：电化学脱嵌法图示



资料来源：《电化学脱嵌法盐湖提锂电极反应动力学研究》-徐文华等、德邦研究所

与传统技术相比，电化学脱嵌法优势明显：据中国有色金属协会，电化学脱嵌法有以下优点 1. 显著提高了锂的回收效率（提高了 30%-50%），大幅度降低可处理卤水产品位（可直接处理原卤、老卤及任意阶段的卤水）。2. 生产成本低（碳酸锂成本低于 2 万元/吨）。3. 无需调节卤水的酸碱度、盐度等，亦无有毒、有害物质的添加和产生，过程清洁环保。4. 提锂装置模块化、智能化，可组建不同规模的生产线，快速投产。

表 3：不同卤水提锂工艺对比

主要	使用企业	技术特点	适用盐湖	优点	缺点
----	------	------	------	----	----

方法	卤水条件
盐田浓缩-沉淀法	ALB、SQM、Orocobre、扎布耶 卤水经过盐田浓缩,分离钠盐、钾盐,加石灰分离镁,酸化萃取硼,再净化,加入化学沉淀剂沉淀锂盐 较高锂含量、低镁锂比 工艺成熟可靠、生产成本低 不适于处理高镁、高钙卤水及低锂含量卤水,生产周期长
吸附交换法	FMC、蓝科锂业、ERAMET (未投产) 卤水通过对锂有选择性的吸附剂吸附,再用淡水解吸与其他杂质成分分离并富集,再通过小型盐田浓缩后化学沉淀锂 对卤水的适应性强,工艺简单、锂的回收率高、选择性好,对环境的影响小 工艺控制要求高,各公司的吸附剂都基于其专有技术专门生产,成本高
膜分离法	上海恒信融、青海锂业、ILC (试验研究)、Enirg (工业示范) 利用多种类型的滤膜,逐步将卤水中杂质成分分离,并富集浓缩锂后化学沉淀锂 对卤水的适应性强,工艺简单、锂的回收率高、选择性好,对环境的影响小 需要多种滤膜配合,对滤膜要求高,滤膜研发和生产成本高,使用寿命短,工艺成熟度不够,多在工业试验阶段
萃取法	兴华、Tenova (工业试验筹备) 通过有机溶剂萃取锂实现锂与其他杂质成分分离和浓缩,高浓度反萃液进一步生产各种锂盐 高锂含量、高镁锂比 可以处理高镁锂比卤水,易于工业化 高性能萃取剂研究投入大,进展慢,目前的萃取工艺腐蚀性大;回收率较低,生产成本低,不够成熟
煅烧浸取法	中信国安 通过对提硼后的高锂高镁老卤浓缩、干燥、煅烧分解为氧化镁,用水溶出氧化镁中的可溶性锂盐,再沉淀出碳酸锂产品 高锂含量、高镁锂比 工艺简单,综合利用 能耗大,腐蚀性强,环境影响大,副产大量盐酸,成本较高
电化学脱嵌法	中南锂业、金圆股份 在锂离子电池材料充电过程中,锂离子会从正极材料中脱出进入电解液;而在放电过程中,电解质中的锂离子则会重新嵌入正极材料 各类卤水、高镁锂比 综合利用率高、生产成本低、可处理各类卤水等

资料来源:《全球提锂技术进展》-张亮等、中国有色金属工业协会、德邦研究所

南美盐湖资源丰富,技术较为落后,电化学脱嵌大有可为。据 Mining Technology 统计的阿根廷部分已经在产的项目来看, Kachi Lithium Brine Project 的碳酸锂资源储量最高,达到了 101 万吨;锂品位为 290mg/L,采用的是萃取法。 Rincon Lithium Project 锂品位最高,为 325mg/L,资源储量为 245,120 吨,采用的是盐田浓缩-沉淀法。Hombre Muerto North Project 的资源储量为 570,979 吨,采用的是萃取法。

表 4: 阿根廷在产锂项目对比

项目名称	位置	资源储量 (LCE)	锂品位	提锂技术
Kachi Lithium Brine Project	Carachi Pampa Salt Lake, Argentina	101 万吨	290mg/L	萃取法
Rincon Lithium Project	Salar del Rincon, Argentina	245,120 吨	325mg/L	盐田浓缩-沉淀法
Hombre Muerto North Project	Salta, Argentina	570,979 吨	-	萃取法

资料来源: Mining Technology、德邦研究所

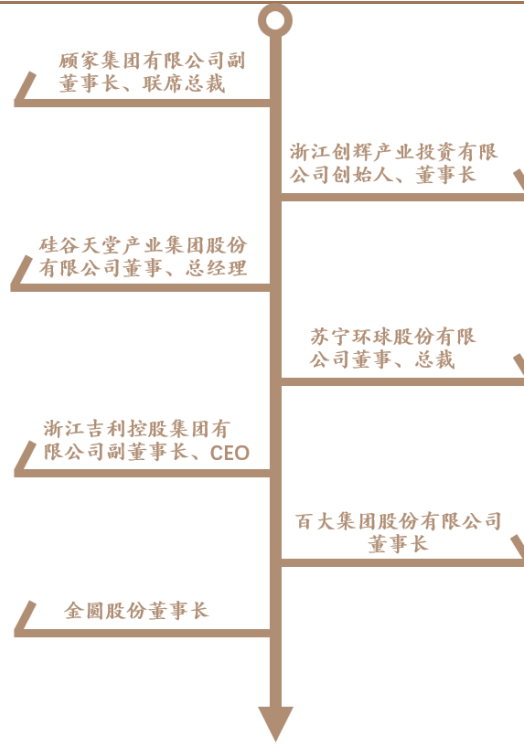
3. 公司二次腾飞战略

3.1. 换帅职业经理人, 追求新发展

公司 2022 年 1 月董事长由赵辉更换为徐刚, 换帅彰显公司发展决心。

徐刚为优秀职业经理人, 有望带领金圆不断发展。徐刚先生曾任顾家集团有限公司副董事长、联席总裁; 浙江创辉产业投资有限公司创始人、董事长; 硅谷天堂产业集团股份有限公司董事、总经理; 苏宁环球股份有限公司董事、总裁; 浙江吉利控股集团有限公司副董事长、CEO; 百大集团股份有限公司董事长。

图 18: 徐刚历任职业图



资料来源：公司公告、德邦研究所

3.2. 二次腾飞战略紧抓新能源风口，锂盐、盐湖项目顺利落地

公司二次腾飞定位布局及具体进展情况：

1. 聚焦着重发展新能源材料事业：产线顺利完工生产，持续推进核心 515 规划-5 年完成 100 万吨以上储量，5 万吨以上锂盐产量。

2022 年 8 月下旬，公司年产 2000 吨碳酸锂车间已经顺利投产，还将按规划逐渐建成万吨级产线。

2. 全力推进国内、海外盐湖锂矿项目落地：国内外成功落地多个锂盐项目。

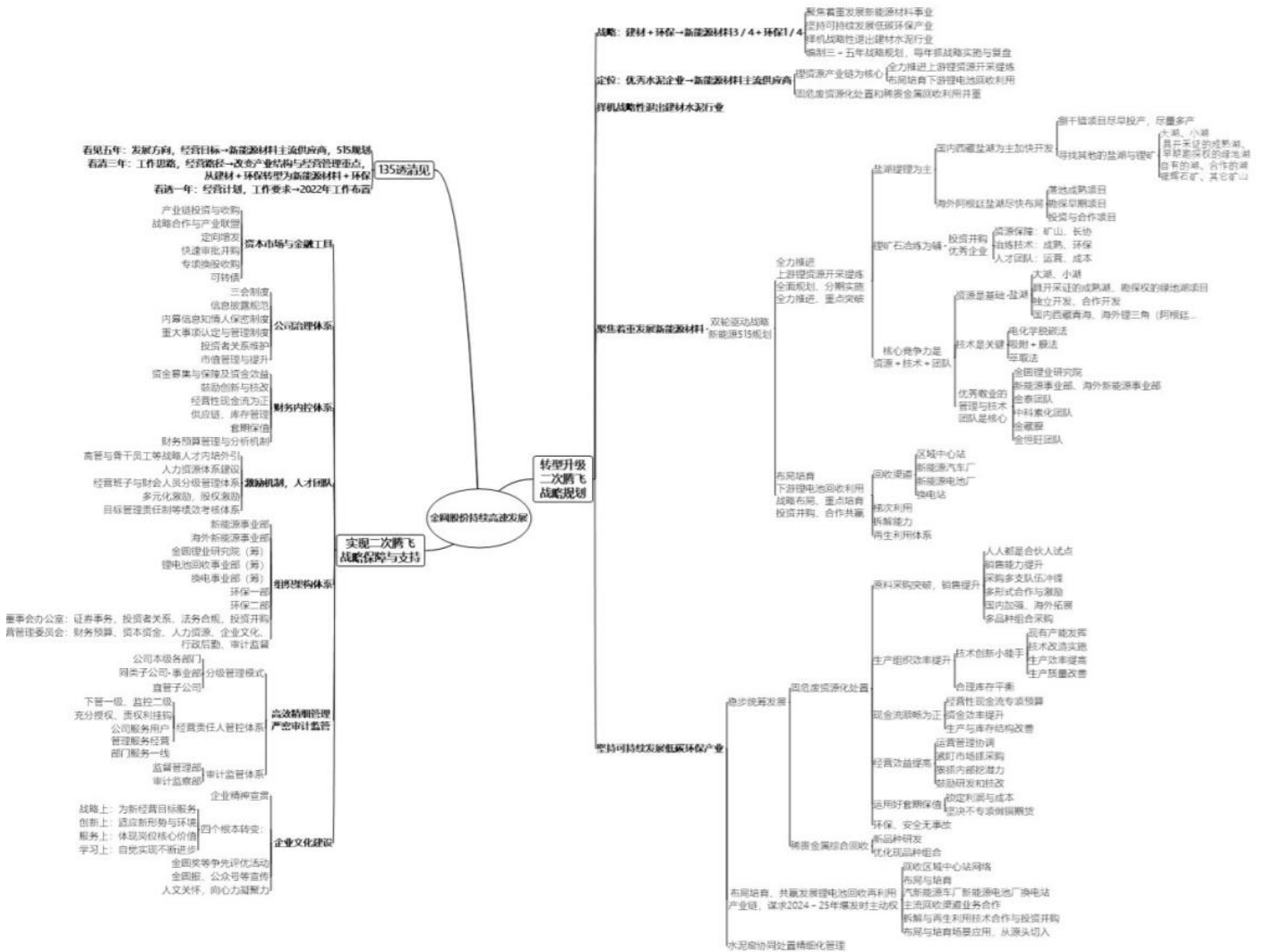
国内拟收购阿里锂源剩余 49% 的股权；国外已经签约收购 LagunaCaro 项目，项目保守和理想锂资源含量 50-100 万吨碳酸锂当量，意向收购阿根廷 MINA Payo Salvación 帕伊矿权，成功收购 HANACOLLA6% 股权，完成钻探取样项目。

3. 稳步统筹发展固危废资源化处置与废旧锂电池回收及稀贵金属综合回收利用。

4. 深化水泥窑协同处置业务精细化管理：已通过公开拍卖方式转让建材水泥业务，已收到股权转让款 5 亿元。

图 19：金圆二次腾飞战略发展框架图

金圆战略发展框架图
(2022-2025)



资料来源：公司公告、德邦研究所

公司二次腾飞战略方法：(1) 调整产业结构及优化资产结构 (2) 有效运用资本市场金融工具 (3) 优化人才保障与激励机制 (4) 完善经营管理体系。

3.3. 落地二次腾飞战略，围绕锂资源、锂加工、电池回收等签订多项合作框架协议

公司基于二次腾飞主战略，各领域签订了一系列合作框架协议，同新能源产业链各维度公司进行多元化合作。

(1) 盐湖资源 5 个：子公司同阿根廷卡塔玛卡省政府签订的锂资源项目、产业链合作协议；同恒达矿业签订寻找盐湖开发合作协议；同中科素化签订盐湖资源获取、开发协议；拟收购辰宇矿业 51% 股权；同金泰工贸签订股权转让协议。

(2) 锂加工设备、产线 5 个：同欣旺达、川恒股份成立合资子公司金恒旺；西藏锂高科技提供 2000 吨碳酸锂当量的电化学脱嵌富锂液产线协议；同恒达矿业签订在锂电材料深加工、固（危）废综合利用领域进行合作的协议；同西藏阿里地区行政公署签订阿里地区盐湖资源获取支持协议；拟收购和锂锂业不低于 51%

股权。

(3) 盐湖提锂技术 1 个：同西安金藏膜环保科技有限公司研究改进盐湖提锂技术。

(4) 锂电池回收 3 个：同欣旺达、川恒股份成立全资子公司金恒旺；同盛大奇立信息技术（北京）有限公司签订废旧锂电池回收、拆解、梯次利用、再生利用的合作协议；同恒达矿业签署进行锂电池回收的合作协议。

(5) 环保业务 1 个：同中国能源工程集团有限公司签订环保业务合作协议。

表 5：公司签订的合作框架协议

合作板块	甲方	乙方	具体协议内容	公告时间
盐湖资源、锂盐产业链	阿根廷卡塔玛卡省政府	金圆股份子公司-金恒旺锂业有限公司	甲方尽其所能向乙方提供包括但不限于 Laguna Caro 项目在内的相关勘探、环评、可行性分析、建设审批等一切支持和帮助，并进行其他锂资源项目、全产业链合作	2022 年 8 月 31 日
新能源材料、锂电池回收、磷等废料回收	金圆中科、欣旺达、川恒股份共同设立子公司金恒旺锂业有限公司		合资子公司金圆持股 51%，就新能源材料深加工、废旧锂电池回收利用及磷危固废综合利用方面协调合作，共同实现新能源产业上下游优势互补	2022 年 4 月 29 日
盐湖提锂设备	金圆股份子公司-革吉县锂业开发有限公司	西藏锂尚科技有限公司	乙方向甲方供应规模为年产 2000 吨碳酸锂当量的电化学脱嵌富锂液产线设备，后续 8000 吨产能设备待 4 月中旬试车完成后，由双方另行协商签订协议确定	2022 年 3 月 5 日
盐湖提锂技术	金圆股份	西安金藏膜环保科技有限公司	双方共同研究盐湖提锂关键技术	2022 年 2 月 19 日
锂电池回收	金圆股份	盛大奇立信息技术（北京）有限公司	三年内双方拟在全国范围建立区域中心站不少于 20 个，在废旧锂电池的回收、拆解、梯次利用、再生利用上开展紧密合作。	2022 年 2 月 9 日
盐湖资源、锂盐产线、锂电池回收、磷等废料回收	金圆股份	贵州恒达矿业控股有限公司	在锂电材料深加工、固（危）废综合利用，以及寻找开发盐湖提锂项目方面加强合作、共同对锂电回收、锂盐生产废料进行回收利用	2022 年 1 月 22 日
盐湖资源、盐湖开发	金圆股份子公司-金圆新能源	中科素化（北京）科技发展有限公司	合作并购、开发盐湖获取锂资源	2022 年 1 月 14 日
锂盐产能建设	西藏自治区阿里地区行政公署	金圆股份子公司-阿里锂源矿业开发有限公司	甲方鼓励并支持乙方在阿里地区进行盐湖资源整合，乙方对已完成收购的捌千错盐湖开展项目设计和项目建设等实质性的工作（万吨级锂盐产能建设）	2022 年 1 月 6 日
锂盐产线	金圆股份子公司-金圆新能源	黄良标、余飞	金圆新能源拟收购和锂锂业不低于 51% 股权	2021 年 10 月 13 日
盐湖资源	金圆股份子公司-金圆新能源	李凤英、钟秀芳、李松彬	金圆新能源拟收购辰宇矿业 51% 股权	2021 年 9 月 24 日
盐湖资源	金圆股份子公司-金圆新能源	西藏金泰工贸有限责任公司、刘燕、柳拓、加布	甲方拟收购目标公司 60% 股权	2021 年 10 月 9 日
环保整体业务	金圆股份	中国能源工程集团有限公司	中国能源将积极助力金圆股份推动环保业务领域的发展，并依托其运营优势、管理优势等为金圆股份战略发展的规划与落地提供支持。	2020 年 6 月 6 日

资料来源：公司各协议公告、德邦研究所

4. 碳酸锂需求旺盛，价格持续性强

4.1. 碳酸锂需求旺盛

我们预计到 25 年全球碳酸锂需求总量可达 188.56 万吨，2021-2025 年复合增速 38.73%，增速较快。预计到 25 年动力电池受益新能源汽车高速增长碳酸锂需求量可达 114.34 万吨，储能装机量快速提升，其碳酸锂需求量可达 50.68 万吨，3c 碳酸锂需求量可达 4.30 万吨，小动力、动力电池碳酸锂需求量可达 5.46 万吨。

表 6：2021-2025E 全球碳酸锂需求总量测算

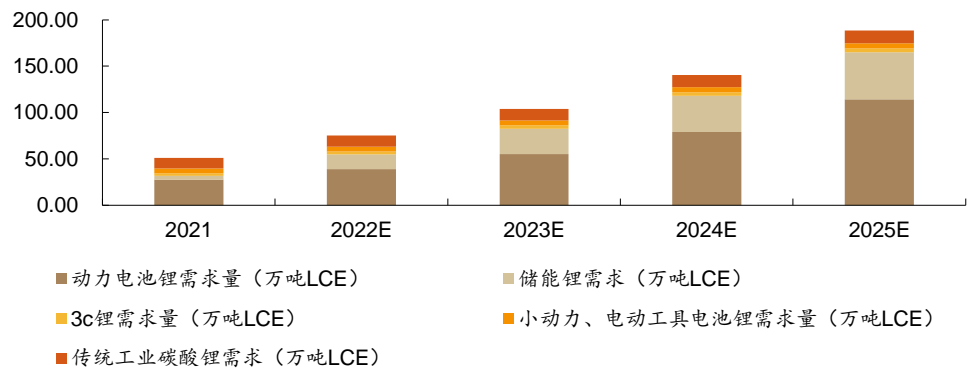
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
--	------	-------	-------	-------	-------

动力电池锂需求量 (万吨 LCE)	27.36	38.89	55.06	78.98	114.34
储能锂需求 (万吨 LCE)	4.14	15.78	27.41	39.04	50.68
3c 锂需求量 (万吨 LCE)	3.04	3.31	3.61	3.94	4.30
小动力、电动工具电池锂需求量 (万吨 LCE)	5.02	5.15	5.26	5.37	5.46
传统工业碳酸锂需求 (万吨 LCE)	11.34	11.91	12.50	13.13	13.79
碳酸锂需求总量(万吨 LCE)	50.90	75.03	103.85	140.46	188.56

资料来源: GGII、富临精工公司公告、当升科技公司公告、北极星储能网、EVtank、BNEF、电子配件网、IDC、东一机械网、华经产业研究院、锐观网、电池中国网、中国产业信息网、索比储能网、动力电池网、立鼎产业研究院、德邦研究所测算

注: 21 年平均 pc 出货量按照笔记本电脑和平板电脑的平均容量的平均值计算

图 20: 2021-2025E 全球碳酸锂需求总量测算



资料来源: GGII、富临精工公司公告、当升科技公司公告、北极星储能网、EVtank、BNEF、电子配件网、IDC、东一机械网、华经产业研究院、锐观网、电池中国网、中国产业信息网、索比储能网、动力电池网、立鼎产业研究院、德邦研究所测算

动力电池:

关键假设: 根据 EVtank 全球新能源汽车销量预计到 2025 年可达 2240 万辆, 我们预计单车电池需求量由 2021 年的 55kWh/辆提升到 70kWh 每辆, 磷酸铁锂占比维持在 30% 左右, 随续航里程进一步提升高镍在三元电池材料 2025 年占比提升到 50%, 产销比按照 2021 年中国全年产销比 1.16 推算。

我们预计到 2025 年动力电池碳酸锂需求量为 114.34 万吨, 2021-2025 年复合增速 42.98%, 需求量迅速增长。

表 7: 2021-2025E 全球动力电池锂需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量 (万辆)	675.00	911.05	1229.63	1659.63	2240.00
单位需求量 (kWh/辆)	55.00	58.00	61.00	65.00	70.00
新能源车动力电池出货量(GWh)	371	528	750	1079	1568
磷酸铁锂占比	28.52%	30%	30%	30%	30%
磷酸铁锂出货量(GWh)	105.8	158.52	225.02	323.63	470.40
单位磷酸铁锂的碳酸锂需求量 (吨/GWh)	625.00	625.00	625.00	625.00	625.00
磷酸铁锂碳酸锂需求量 (万吨 LCE)	6.61	9.91	14.06	20.23	29.40
三元锂需求量(GWh)	265.20	369.88	525.05	755.13	1097.60
高镍三元占比	41.76%	43.00%	45.00%	47.00%	50.00%
高镍需求量 GWh(以占比最高的 NCM811 为代表)	110.75	159.05	236.27	354.91	548.80
单位高镍三元的碳酸锂需求量 (吨/GWh)	570.52	570.52	570.52	570.52	570.52

高镍三元碳酸锂需求量 (万吨 LCE)	6.32	9.07	13.48	20.25	31.31
中低镍需求量 GWh (以占比最高的 NCM523 代表)	154.45	210.83	288.78	400.22	548.80
单位低镍三元的需求量(吨/GWh)	689.80	689.80	689.80	689.80	689.80
低镍三元碳酸锂需求量 (万吨 LCE)	10.65	14.54	19.92	27.61	37.86
动力电池领域碳酸锂的需求量 (万吨)	23.59	33.53	47.46	68.08	98.57
产量: 销量	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16
动力电池领域考虑到产销比的碳酸锂需求量 (万吨)	27.36	38.89	55.06	78.98	114.34

资料来源: EVtank、EV-Volumes、GGII、动力电池网、富临精工公司公告、当升科技公司公告、德邦研究所测算

注: 动力电池的磷酸铁锂出货量为全球磷酸铁锂出货量-全球储能装机量

4.2. 澳矿拍卖又出新高, 青海盐湖减产影响边际供给

澳矿拍卖拉动锂盐价格持续新高。

碳酸锂价格复盘: 历史锂精矿价格持续推升锂盐价格, 随皮尔巴拉矿业拍卖的价格持续走高, 预期未来锂价将维持高位。

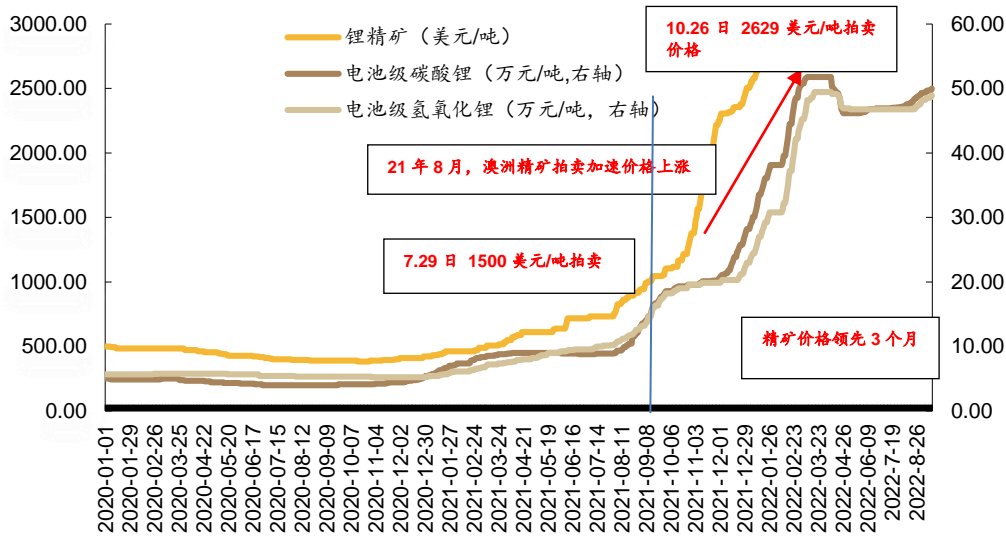
第一阶段: 价格稳定。2020 年 11 月前国内碳酸锂现货价格维持在 4-5 万元/吨, 需求供给都较为稳定。

第二阶段: 需求驱动上涨。2020 年 11 月-2021 年 7 月随着对锂需求预期增长, 新能源汽车销量提升, 锂价格有小幅度的上涨。锂市场总体处于供给<需求的状态。

第三阶段: 澳矿-皮尔巴拉矿锂精矿长单定价转拍卖定价, 碳酸锂价格向拍卖价格靠拢上涨。2021 年 7 月以后, 皮尔巴拉的锂精矿在现货市场拍卖出 1250 美元/吨的价格, 后两次拍卖分别拍出了 2240 美元/吨, 2350 美元一吨的高价。由于澳洲矿石运输到中国有大概三个月的时间, 因此国内碳酸锂现货价格上涨有一定延迟性, 至 2022 年三月碳酸锂价格逐渐上涨至超过 50 万元/吨, 价格相比 2021 年 7 月 1 日的 8.8 万吨, 增长约 4.7 倍。

第四阶段: 澳矿锂精矿价格屡创新高, 碳酸锂价格保持 50 万元/吨以上高位。2022 年 4-5 月随皮尔巴拉第四次拍卖出 5650 美元/吨、第五次拍卖出 5955 美元/吨的价格, 第六次拍卖价格 6350 美元/吨, 第七次拍卖价格有所下降 6188 美元/吨, 第八次拍卖价格重回 6350 美元/吨, 第九次排名价格创出新高 6988 美元/吨, 据见智研究计算运回国内生产锂盐的成本约 51 万元/吨左右。国内碳酸锂现价达到 50 万元/吨左右, 低于澳矿最新拍卖锂精矿成本, 看好短期碳酸锂价格持续性。

图 21: 锂价走势



资料来源：百川盈孚、wind、德邦研究所

冬季青海地区锂盐迎来减产，边际供需可能更加紧张。青海地区减产由于每年 10-12 月、1-3 月受区域季节性因素，原料结冰生产难度增加，盐湖提锂产出率降低。

青海盐湖产能目前 11.7 万吨，该地区盐湖减产对碳酸锂供给会产生一定影响。

表 8：青海盐湖产能情况

公司	盐湖	2022 年产能 (万吨)
盐湖股份/蓝科锂业	察尔汗盐湖	3
藏格锂业	察尔汗盐湖	1
东台吉乃尔锂资源	东台吉乃尔盐湖	2
中信国安和恒融	西台吉乃尔盐湖	3
五矿盐湖	一里坪盐湖	1
锦泰锂业	巴仑马海	0.7
兴华锂盐	大柴旦盐湖	1
合计		11.7

资料来源：各公司公告、CBC 金属网、德邦研究所
注：产能统计截止 2022 年 9 月 26 日

5. 盈利预测

由于公司锂盐和环保产能逐步落地，预测

(1) 固废危废资源化综合利用：预计该板块 22-24 年营收分别为 62.29/65.41/68.68 亿元，毛利分别为 1.80/1.89/1.98 亿元。

(2) 固废危废无害化处置收入：预计该板块 22-24 年营收分别为 4.96/5.45/6.00 亿元，毛利分别为 2.25/2.47/2.72 亿元。

(3) 碳酸锂：预计该板块 22-24 年营收分别为 6.60/28.00/32.50 亿元，毛利分别为 5.85/24.40/27.30 亿元。

表 9：去除水泥业务盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
固废危废资源化综合利用					
营业收入 (百万元)	5531.09	5932.57	6229.20	6540.66	6867.69
营业成本 (百万元)	5385.57	5930.63	6049.24	6351.70	6669.29
毛利 (百万元)	145.52	1.94	179.96	188.95	198.40
固废危废无害化处置收入					
营业收入 (百万元)	515.51	450.76	495.84	545.42	599.96
营业成本 (百万元)	243.15	246.34	270.97	298.07	327.88
毛利 (百万元)	272.36	204.42	224.86	247.35	272.08
碳酸锂业务					
营业收入 (百万元)	0.00	0.00	660.00	2800.00	3250.00
营业成本 (百万元)	0.00	0.00	75.00	360.00	520.00
毛利 (百万元)	0.00	0.00	585.00	2440.00	2730.00
合计					
营业收入 (百万元)	6046.60	6383.33	7385.03	9886.08	10717.65
营业成本 (百万元)	5628.72	6176.97	6395.22	7009.78	7517.17
毛利 (百万元)	417.88	206.36	989.82	2876.30	3200.48

资料来源：20-21 年来自公司 21 年报、其余为德邦研究所测算

注：由于公司 22 年剥离水泥业务，固 20-21 年合计收入成本数据为总收入去除水泥业务收入

预计公司 22-24 年收入分别为 73.85/98.86/107.17 亿元，归母净利润分别 4.09/18.84/20.69 亿元，对应 PE30.37/6.56/6.01 倍。公司 23-24 年 PE 低于可比公司平均 PE11.47/8.44，随着未来阿根廷项目投产，将进一步增厚公司利润，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

公司	代码	股价(元)(截止 2022 年 9 月 23 日)		EPS(元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
金圆股份	000546.SZ	15.92	0.12	0.52	2.43	2.65	111.92	30.37	6.56	6.01	
可比公司											
西藏矿业	000762.SZ	46.24	0.23	1.97	2.68	4.67	197.43	23.44	17.25	9.89	
藏格矿业	000408.SZ	29.93	0.51	3.01	3.26	3.67	56.61	9.96	9.18	8.15	
盐湖股份	000792.SZ	25.00	0.67	3.06	3.13	3.43	42.93	8.17	7.99	7.29	
平均								13.86	11.47	8.44	

资料来源：可比公司为 wind、德邦研究所测算

6. 风险提示

1. 公司碳酸锂产能建设不及预期。若公司碳酸锂产能建设不及预期，公司锂盐产品销量及板块业绩会受到较大影响。

2. 碳酸锂价格下跌超预期。碳酸锂价格超预期下跌对公司营收利润有重大不利影响。

3. 公司合作协议存在被违约风险。公司合作对手方过多，如果合作协议被违约会对公司经营产生较大影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.52	2.43	2.65
每股净资产	6.55	7.19	9.74	12.52
每股经营现金流	0.23	0.51	1.88	2.64
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	111.92	30.37	6.56	6.01
P/B	2.05	2.21	1.63	1.27
P/S	1.44	1.71	1.28	1.18
EV/EBITDA	25.83	15.26	4.79	3.92
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	8.9%	13.4%	29.1%	29.9%
净利润率	1.0%	5.5%	19.2%	19.3%
净资产收益率	1.7%	7.3%	24.9%	21.2%
资产回报率	0.8%	3.9%	15.5%	14.8%
投资回报率	1.0%	5.1%	17.5%	16.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.8%	-15.5%	33.9%	8.4%
EBIT 增长率	-82.9%	394.0%	306.3%	9.0%
净利润增长率	-81.8%	374.3%	362.7%	9.3%
偿债能力指标				
资产负债率	43.2%	36.7%	30.9%	25.6%
流动比率	1.1	1.2	1.6	2.2
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.6
现金比率	0.2	0.2	0.4	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	40.5	43.2	40.0	40.0
存货周转天数	87.4	90.0	90.0	90.0
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	2.3	1.8	2.4	2.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	86	409	1,894	2,069
少数股东损益	-81	-37	-172	-188
非现金支出	529	344	355	371
非经营收益	79	122	11	63
营运资金变动	-433	-442	-623	-251
经营活动现金流	180	395	1,466	2,064
资产	-523	-325	-351	-391
投资	57	-9	-9	-8
其他	22	-64	-40	-40
投资活动现金流	-445	-399	-401	-439
债权募资	-297	-103	-148	-269
股权募资	490	0	0	0
其他	268	-175	-108	-100
融资活动现金流	461	-278	-256	-369
现金净流量	197	-282	809	1,256

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 9 月 23 日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,739	7,385	9,886	10,718
营业成本	7,962	6,395	7,010	7,517
毛利率%	8.9%	13.4%	29.1%	29.9%
营业税金及附加	87	68	93	101
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	114	96	129	140
营业费用率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	270	223	299	325
管理费用率%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	297	213	304	329
研发费用率%	3.4%	2.9%	3.1%	3.1%
EBIT	125	618	2,511	2,737
财务费用	108	104	103	87
财务费用率%	1.2%	1.4%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-132	0	0	0
投资收益	-26	-27	-40	-40
营业利润	-102	404	2,105	2,391
营业外收支	110	73	131	71
利润总额	8	476	2,236	2,462
EBITDA	486	962	2,866	3,108
所得税	2	104	514	581
有效所得税率%	28.8%	21.9%	23.0%	23.6%
少数股东损益	-81	-37	-172	-188
归属母公司所有者净利润	86	409	1,894	2,069

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	822	541	1,350	2,606
应收账款及应收票据	1,012	1,340	1,706	1,850
存货	1,907	1,577	1,728	1,854
其它流动资产	875	700	886	942
流动资产合计	4,616	4,158	5,671	7,251
长期股权投资	33	43	52	60
固定资产	3,879	4,065	4,097	4,097
在建工程	467	367	397	428
无形资产	1,339	1,414	1,589	1,764
非流动资产合计	6,182	6,274	6,516	6,722
资产总计	10,798	10,432	12,187	13,973
短期借款	2,377	2,278	2,150	1,891
应付票据及应付账款	711	619	656	697
预收账款	0	2	1	2
其它流动负债	1,140	609	635	656
流动负债合计	4,228	3,508	3,442	3,247
长期借款	321	321	321	321
其它长期负债	111	3	3	3
非流动负债合计	432	324	324	324
负债总计	4,660	3,832	3,766	3,571
实收资本	781	781	781	781
普通股股东权益	5,113	5,612	7,606	9,775
少数股东权益	1,025	987	815	627
负债和所有者权益合计	10,798	10,432	12,187	13,973

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。