

# 融捷股份 (002192)

## 高成长的川矿锂资源新星

### 买入 (首次)

2022年10月26日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

执业证书: S0600121040010

wangqy@dwzq.com.cn

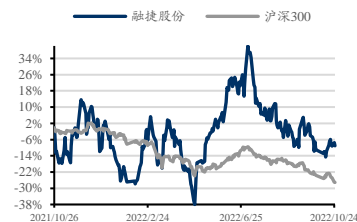
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	921	3,500	5,500	7,000
同比	136%	280%	57%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	68	2,191	3,573	5,413
同比	224%	3108%	63%	52%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.26	8.44	13.76	20.85
P/E (现价&最新股本摊薄)	443.99	13.84	8.49	5.60

#产能扩张 #产品价格上涨

#### 投资要点

- **全产业链覆盖的锂业小巨人:** 公司位于广州, 自 1998 年以沥青业务起家, 2009 年布局锂矿采选, 现已形成锂资源开发、锂电池材料和锂电池装备业务的完整产业链。2022H1 公司锂矿开采业务毛利占比高达 45%。
- **锂行业: 深度拥抱新能源车+储能, 中短期供给偏紧持续。** 锂矿需求主要增长点新能源车以及储能领域景气高增; 而锂资源开发周期较长, 中短期内供给瓶颈仍存, 供给偏紧格局持续。我国锂辉石资源主要集中在四川, 品位较高, 综合开发成本具有较强竞争优势, 但目前开发程度较低, 因此大力开发川矿为我国锂资源安全的关键一招。
- **锂资源: 高成长川矿新星: 1) 优质甲基卡锂辉石矿, 开采成本优势明显。** 公司矿山保有矿石资源储量 2,899.50 万吨, 平均品位超过 1.42%, 甲基卡锂辉石矿氧化锂含量高, 开采条件优越, 部分矿体呈正地形裸露地表, 适宜于采用露天开采, 生产成本低。目前矿山采矿规模 105 万吨/年, 选矿规模 45 万吨/年, 年产 7-8 万吨锂精矿。2) **鸳鸯坝项目落地在即, 资源高增可期。** 公司 250 万吨/年锂精矿选矿项目正在推进, 目前已经进入公示阶段。预计年内开工建设, 建成后或具备 47 万吨锂精矿选矿能力, 将成为国内最大的锂精矿本土生产商。
- **锂盐业务: 有序扩张, 资源配套。** 公司锂盐冶炼环节实施主体为成都融捷 (公司持股 40%, 母公司融捷集团持股 40%; 原材料为锂精矿) 和长和华锂 (公司持股 80%, 原材料为粗制碳酸锂或工业级碳酸锂)。成都融捷目前产能为一期 2 万吨/年锂盐, 2022 年 7 月进入正式生产; 二期 2 万吨项目预计配合采选扩张节奏; 此外公司表示, 与母公司同业竞争问题将在五年内解决。长和华锂目现有电池级碳酸锂产能 3000 吨, 氢氧化锂产能 1800 吨。
- **锂电设备业务: 依托比亚迪, 稳步发展。** 锂电设备客户主要为锂电池行业头部企业, 主要有其战略股东比亚迪等。东莞德瑞拥有近百人的研发团队和数项行业领先的技术设备, 研发和生产实力雄厚。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 35/55/70 亿元, 同比增速 280%/57%/27%; 归母净利润分别为 22/36/54 亿元, 同比增速分别为 3108%/63%/52%。对应 PE 分别为 14/8/6x。此处我们选取赣锋锂业、天齐锂业等为可比公司, 得出 2023-2024 年 PE 均值为 10/7x; 公司估值低于可比公司均值; 考虑公司锂资源禀赋优厚且选矿量高速增长, 估值较低, 故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 需求不及预期; 项目推进不及预期; 环保成本上升。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	114.86
一年最低/最高价	76.01/179.00
市净率(倍)	15.66
流通 A 股市值(百万元)	29,762.55
总市值(百万元)	29,824.00

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.33
资产负债率(% ,LF)	22.42
总股本(百万股)	259.66
流通 A 股(百万股)	259.12

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 融捷股份：全产业链覆盖的锂业小巨人</b>	<b>4</b>
1.1. 及时转型，从沥青到锂业	4
1.2. 股权结构稳定，产业背景雄厚	4
1.3. 锂资源利润占比较高，产业链一体化布局	5
<b>2. 锂行业：深度拥抱新能源车+储能，中短期供给偏紧</b>	<b>6</b>
2.1. 需求端：新能源车、储能需求持续攀升	7
2.2. 供给端：全球矿储量集中于南美、国内进口依赖度高	8
2.2.1. 储量：南美、西澳禀赋优异，我国以盐湖为主	8
2.2.2. 产量：资源开发难度大，产能释放周期较长	10
2.3. 中短期供给偏紧持续	12
<b>3. 锂资源业务：高成长川矿新星</b>	<b>13</b>
3.1. 优质甲基卡锂辉石矿，开采成本优势明显	13
3.1.1. 资源禀赋卓越，储量品位优异	13
3.1.2. 矿山生态治理情况良好，复产顺利	14
3.1.3. 露天开采成本较低，具有竞争优势	16
3.2. 鸳鸯坝项目落地在即，资源高增可期	16
3.2.1. 鸳鸯坝项目：国内最大锂辉石项目	16
3.2.2. 鸳鸯坝项目环评进入公示期，放量步伐加快	17
3.3. 锂精矿产能高增：目前 7-8 万吨，远期目标 47 万吨	18
<b>4. 锂盐冶炼业务：有序扩张，资源配套</b>	<b>18</b>
4.1. 成都融捷：选矿冶炼一体化，重要利润增长点	19
4.1.1. 配套选矿产能，增厚利润空间	19
4.1.2. 与母公司融捷集团的同业竞争问题有望解决	19
4.2. 长和华锂：从粗碳到电碳，奠基锂盐业务	20
<b>5. 锂电设备业务：依托比亚迪，稳步发展</b>	<b>21</b>
5.1. 持续满负荷生产，实现高速盈利	21
5.2. 加大研发投入，深化与比亚迪合作	21
<b>6. 盈利预测、估值与投资建议</b>	<b>22</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

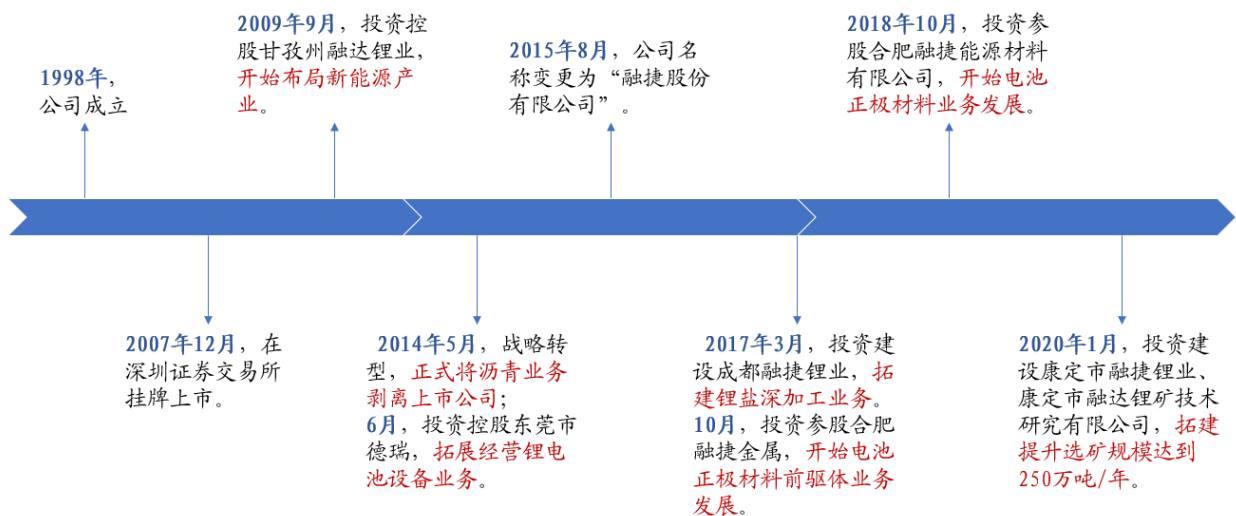
图 1:	公司发展历史.....	4
图 2:	公司股权结构 (2022.9.25) .....	5
图 3:	公司 2018 年-2022 上半年的营业收入情况 .....	5
图 4:	公司 2018 年-2022 上半年的归母净利润情况 .....	5
图 5:	各业务的营收变化 (单位: 亿元) .....	6
图 6:	各业务的毛利率变化 (单位: %) .....	6
图 7:	锂行业产业链.....	7
图 8:	2014-2020 年全球储能市场累计装机规模.....	8
图 9:	2020 年全球新增投运电化学储能项目分布.....	8
图 10:	2020 年全球锂矿储量分布.....	9
图 11:	2020 年全球锂矿产量分布.....	9
图 12:	澳洲锂矿产量 (折 LCE) .....	10
图 13:	南美盐湖锂资源产量 (折 LCE) .....	10
图 14:	境内锂辉石资源产量 (折 LCE) .....	11
图 15:	境内云母提锂产量 (折 LCE) .....	12
图 16:	公司甲基卡矿区生产活动情况.....	14
图 17:	公司锂精矿产销情况.....	15
图 18:	公司产品品位情况.....	15
图 19:	上位规划环评取得批复后流程.....	18
图 20:	成都融捷股权分布 (2022.9.24) .....	19
图 21:	营业收入高速增长, 未来可期.....	20
图 22:	净利润扭亏为盈, 实现爆发式增长.....	20
图 23:	营业收入高速增长, 未来可期.....	21
图 24:	净利润扭亏为盈, 实现爆发式增长.....	21
图 25:	动力电池通用工艺流程.....	22
图 26:	东莞德瑞产品之一: 全自动化成机.....	22
表 1:	全球锂资源供给梳理 (单位: 万吨) .....	12
表 2:	全球碳酸锂供需平衡分析.....	13
表 3:	四川省锂矿.....	13
表 4:	项目建设前要件已经完成.....	14
表 5:	主要参股公司分析.....	15
表 6:	矿山开采成本.....	16
表 7:	四川地区关于锂矿发展的若干文件.....	16
表 8:	公司定增项目.....	17
表 9:	鸳鸯坝产能.....	18
表 10:	分业务营收毛利拆分.....	23
表 11:	可比公司估值 (2022 年 10 月 25 日) .....	24

## 1. 融捷股份：全产业链覆盖的锂业小巨人

### 1.1. 及时转型，从沥青到锂业

融捷股份布局于锂资源开发、锂电池材料和锂电池装备产业，以锂矿采选、锂钴镍资源冶炼、锂电池正极材料合成、锂电池生产设备制造、锂电池梯次利用与再生为主体业务。1988年，融捷股份的前身广州利德嘉发展有限责任公司成立，后来改名为路翔股份有限公司，这是我国早期最具规模的专业沥青生产厂家之一。2000年，公司完成股份制改革。2007年，公司在深圳证券交易所上市。2009年，投资控股融达锂业，开始布局新能源产业。2014年，将沥青业务正式从上市公司剥离，开展战略转型之路；同年，投资东莞德瑞，拓展经营锂电池设备业务。2015年，公司改名，新名字为“融捷股份有限公司”。2017年，投资建设成都融捷锂业，拓建锂盐深加工业务；投资融捷金属，开启发展电池正极材料前驱体业务。2018年，投资参股融捷能源，开始生产电池正极材料。2020年，投资建设康定融捷锂业、康定融达锂研，选矿规模提升至250万吨/年。

图1：公司发展历史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

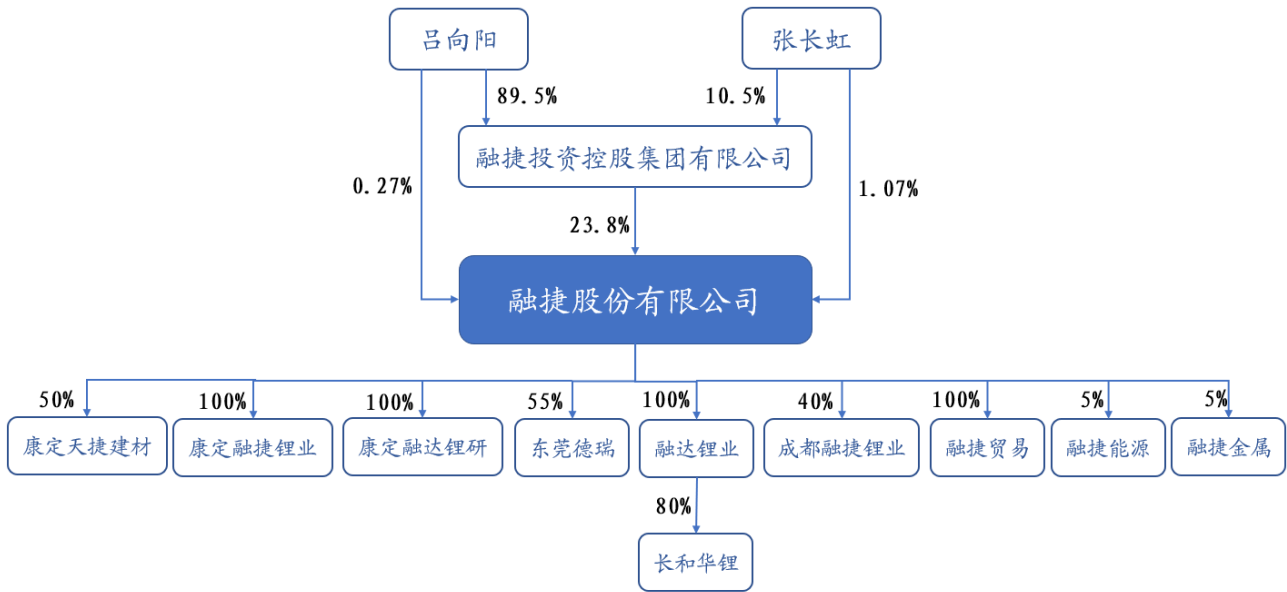
### 1.2. 股权结构稳定，产业背景雄厚

根据2021年报披露，融捷集团控股公司为第一大股东，股权占比约23.8%；公司的实际控制人为吕向阳和张长虹，其中吕向阳是融捷股份的董事长。除此之外，吕向阳还是比亚迪的副董事长，比亚迪与公司互为关联方。

子公司众多，打通上下游产业链。公司产业链布局完整，涵盖锂矿采选、锂钴镍资

源冶炼、锂电池正极材料合成、锂电池生产设备制造、锂电池梯次利用与再生等业务。全资控股的子公司有：广东融捷金属贸易有限公司、甘孜州融达锂业有限公司、康定市融捷锂业有限公司、康定市融达锂矿技术研究有限公司。融捷股份在历史过程中不断开拓边界，产业链协同优势突出。

图2：公司股权结构（2022.9.25）



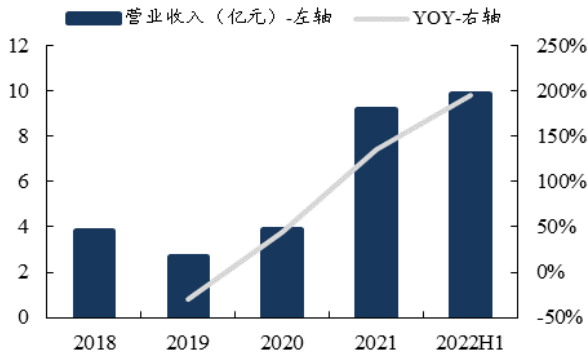
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. 锂资源利润占比较高，产业链一体化布局

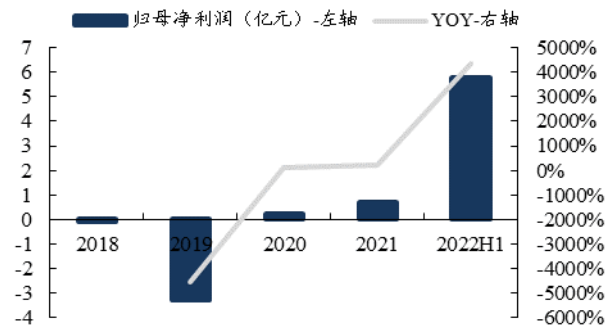
近年来公司扭亏为盈，营业收入屡创新高。2018至2019年，受到新能源补贴政策退坡影响，下游需求减少，锂价持续下跌，锂行业整体不景气，导致公司业绩遭受较大打击，同时面临亏损和退市警示。2019年至2022上半年，受国家宏观政策影响，新能源行业景气度持续提升，锂电材料及锂电设备市场需求旺盛，锂电材料及其产品价格持续上涨，公司经营业绩持续增加，营业收入和归母净利润同比增速上升明显。2022年上半年，公司实现营业收入9.87亿元，同比增加194%；归母净利润5.76亿元，同比增加4444%。

图3：公司2018年-2022上半年的营业收入情况

图4：公司2018年-2022上半年的归母净利润情况



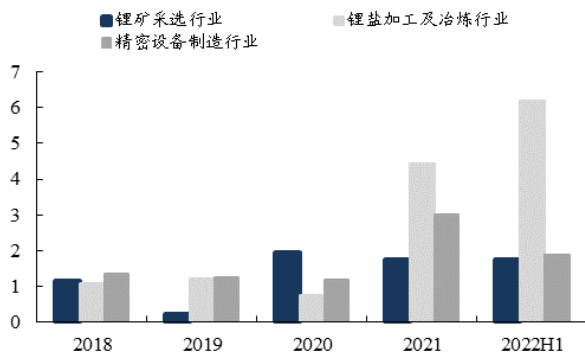
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

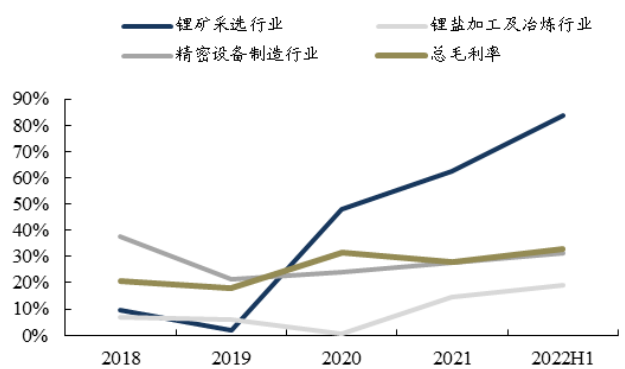
经过多年的战略转型,公司如今的主营业务按行业可划分为锂矿采选业务、锂盐加工及冶炼业务、锂电设备制造业务,这也是公司营业收入的三大来源。2019年以前,由于锂矿采选业务停滞,拖累公司的营业收入。2019年后随着融达锂业复产,2020年至2022年上半年,锂矿采选业务的营收恢复正常,毛利率上升最快,盈利能力最强;公司锂盐加工及冶炼业务的营业收入得到大幅度增长,2022H1 营收 6.21 亿元,占比达到 63%。

图5: 各业务的营收变化 (单位: 亿元)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图6: 各业务的毛利率变化 (单位: %)



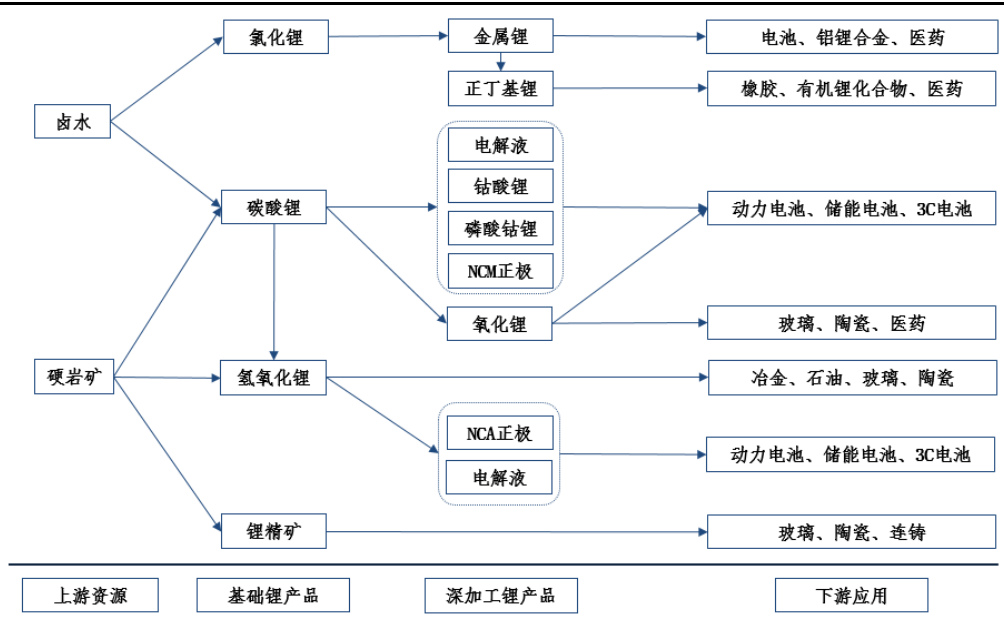
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

## 2. 锂行业: 深度拥抱新能源车+储能, 中短期供给偏紧

锂作为“工业味精”、“白色石油”和“二十一世纪的能源金属”被广泛应用于玻璃、陶瓷、化工、医药、润滑脂、电池、电子、机械等领域。作为最轻的金属,锂在金属中比容量最高、得失电子能力强,因此锂又是电池的理想材料,是天生的“能源金属”。目前锂电池作为电能储存的主要工具之一,它被广泛应用于 3C 消费电子、交通工具及储

能等领域，特别是新能源领域的动力电池和储能电池发展较快，其中，新能源汽车是锂电池需求的主要动力，未来储能电站及 5G 基站等储能方面的需求潜力较大。

图7：锂行业产业链



数据来源：观研天下，产业信息网，东吴证券研究所

## 2.1. 需求端：新能源车、储能需求持续攀升

### 1) 动力电池：新能源汽车增速明显，提振锂电池需求

2021 年以来新能源汽车迎来了爆发式增长，整体产销完成情况超出预期。我国新能源汽车的市场发展已经从政策驱动转向市场拉动的新发展阶段，呈现出市场规模、发展质量双提升的良好发展局面。2022 年 6 月新能源汽车产量和批发销售分别完成 56.4 万辆和 57 万辆，其中批发销量同比增加 141%，环比增加 35.1%。新能源汽车产销再创新高，市场占有率达到 21.6%，延续保持高速增长态势。

**动力电池装车量大幅提升，磷酸铁锂电池前景看好。**我国锂电池产业经多年的发展，已完成了由数量到质量的突破，我国现已成为全球最大的锂电池生产国和消费国。2022 年上半年电池及电池材料的强劲需求，我国动力电池装车量累计 162.1GWh，同比累计增长 112.3%。其中，三元电池装车量累计 66GWh，占总装车量 40.7%，同比累计增长 61.1%；磷酸铁锂电池装车量累计 95.9GWh，占总装车量 59.2%，同比累计增长 172.2%。受国内外政府刺激政策影响以及新能源汽车产量增速的带动下，全球动力锂电池开启新一轮的扩产浪潮，动力电池踏入大规模制造时代。

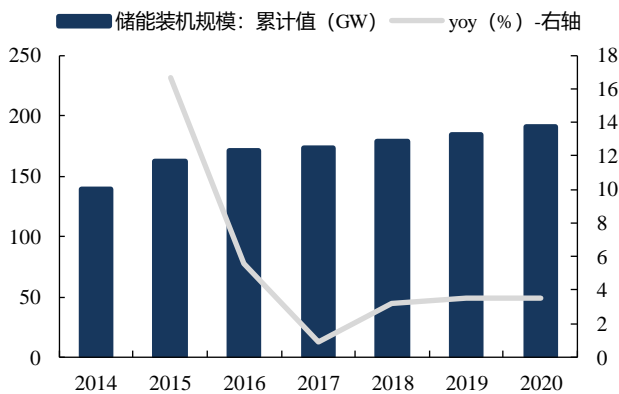
### 2) 储能电池：海内外出台储能支持政策，有望拉动需求增长

**海内外多项政策助力储能发展。**我国《关于开展“风光水火储一体化”“源网荷储

一体化”的指导意见》提出应在电源侧因地制宜采取风光水火多能互补，并适度增加一定比例储能。截至 2020 年底，10 余个省份推出可再生能源配备储能政策，储能行业迎来新增长机遇。海外方面，欧盟委员会推出了《2030 年气候目标计划》，明确了将《巴黎协定》下的欧盟国家自主贡献从先前的与 1990 年相比减排 40%的目标提高到至少减排 55%，并制定了各经济部门实现目标的政策行动，其中到 2030 年计划可再生能源发电占比从目前的 32%提高至 65%以上，可再生能源装机占比提升有望拉动储能需求增长。

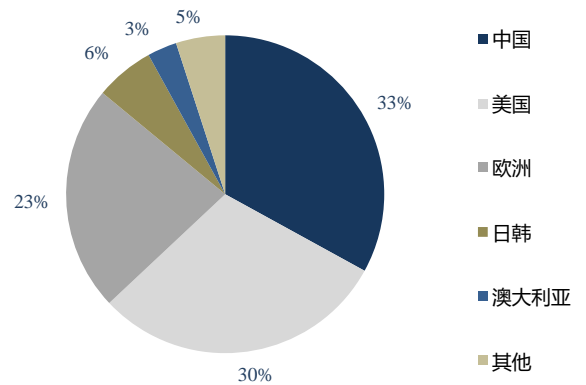
根据国际可再生能源机构统计，2020 年可再生能源新增装机 261GW，其中风电、光伏新增装机占比合计 91%，风电新增装机 111GW，同比增长 18%，光伏新增装机占比 127GW，同比增长 22%。中国作为世界上最大的可再生能源市场，2020 年可再生能源装机容量增加 136GW，其中包括 72GW 并网风能和 49GW 太阳能。

图8：2014-2020 年全球储能市场累计装机规模



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图9：2020 年全球新增投运电化学储能项目分布



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

### 3) 3C 电池：智能化高速发展，3C 电池贡献新增量

从 3C 数码类电池来看，随着移动终端时代的来临，智能移动产品不断更新迭代，尤其近年来智能穿戴、无线耳机和电子烟等热门数码智能产品取得快速发展，也带动了 3C 锂电池的需求增长和市场发展。

2020 年起全球消费锂电池装机量将呈快速发展态势。2020 年全球消费锂电池出货量为 75GWh，同比增长 7%。

## 2.2. 供给端：全球矿储量集中于南美、国内进口依赖度高

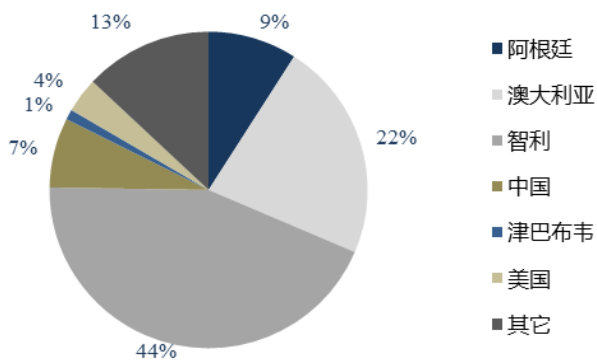
### 2.2.1. 储量：南美、西澳禀赋优异，我国以盐湖为主



**南美洲拥有全球 53% 锂矿储量。**根据美国地质调查局的数据，2020 年全球锂矿已探明储量为 11178 万吨。其中，智利居全球首位，储量为 4897 万吨，占全世界总储量的 44%；澳大利亚居第二位，储量为 2502 万吨，占全世界总储量的 22%；阿根廷居第四位，储量为 1011 万吨，占全世界总储量的 9%；中国居第五位，储量为 798 万吨，占全世界总储量的 7%。世界大型锂矿目前有 20 个，分属于 7 个国家，其中玻利维亚的乌龙尼盐湖、智利的阿塔卡玛盐湖、阿根廷的翁布雷穆埃尔托湖和中国西藏的扎布耶盐湖均富含超过百万吨的  $Li_2O$ 。

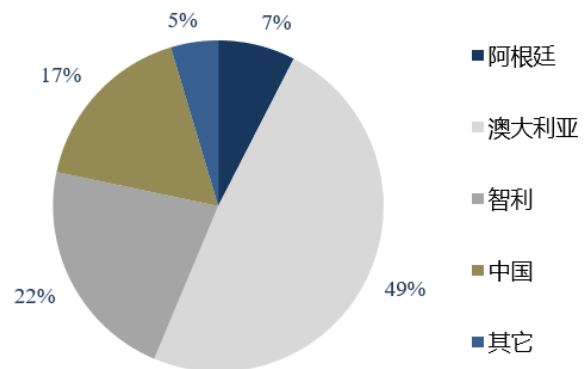
从全球锂矿产量来看，澳大利亚产量约 24 万吨，占全球总产量的 49%，位居世界首位；智利 9.6 万吨，占全球总产量的 22%，居第二位；中国 7.5 万吨，占全球总产量的 17%，居第三位；阿根廷 3.3 万吨，占全球总产量的 7.6%，居第四位。

图10: 2020 年全球锂矿储量分布



数据来源: USGS, 东吴证券研究所

图11: 2020 年全球锂矿产量分布



数据来源: USGS, 东吴证券研究所

**国内锂资源供应以盐湖为主，锂矿开采程度低、开发空间较大。**我国国内的锂矿资源中的盐湖卤水型锂矿占比高达 85% 以上。我国锂矿资源矿床较多，个体矿床规模较大，分布也较为集中于青海、西藏、四川、江西和湖南。其中锂辉石主要分布于新疆、四川和河南，开发程度较低，后续发展空间极大。锂云母型矿床主要分布于江西、湖南等地。盐湖主要分布在青藏高原生态脆弱地区。因此，锂资源的开发受到环境影响和技术壁垒制约较大。

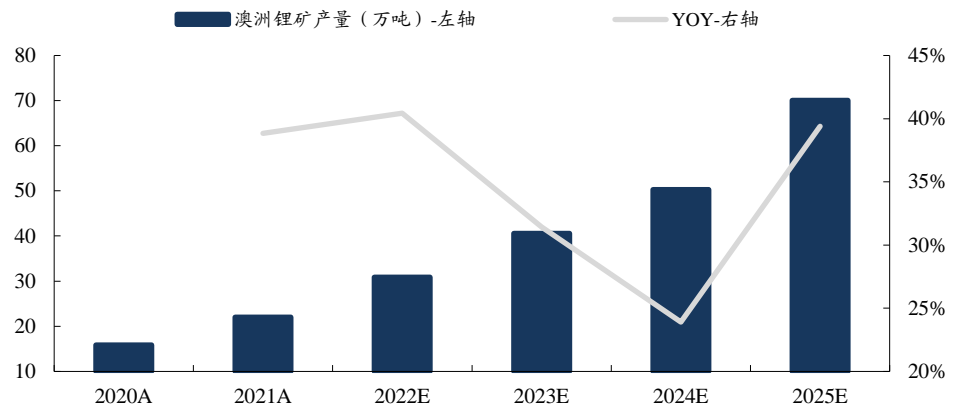
**相关政策陆续落地支持矿山开发，保障国内资源供给。**《四川省矿产资源总体规划（2021-2025 年）》征求意见稿和《甘孜州矿产资源总体规划（2021 年-2025 年）》征求意见稿等文件规划共加强 13 个国家级能源资源基地建设，并设定四川省重点矿种矿山最低开采规模规划（锂矿最低资源量规模 50 万吨  $Li_2O$ ，最低设计开采规模为 100 万吨/年矿石量）、矿山总数力争达到 7 个，年开采矿石量力争达到 200 万吨。

### 2.2.2. 产量：资源开发难度大，产能释放周期较长

2021-2025 年，海外扩产计划较为激进，包括智利 La Negra 矿山和 Atacama 盐湖、阿根廷 Olaroz 盐湖和 Hombre Muerto 盐湖、西澳大利亚 Greenbush、Marion、Pilgangoora、Kemerton、MT Holland 5 个锂矿。受资源禀赋限制，境内增产计划略为缓慢，包括亚洲最大锂辉石矿李家沟矿山、亚洲最大的伟晶岩型锂辉石矿区甲基卡矿山、察尔汗盐湖。

1) 澳洲锂辉石产量最大，增量显著。澳洲锂矿作为全球锂资源的主要供应者，贡献了全球大约一半的产量，对全球的锂矿供给起到了决定性的作用。澳洲锂资源供给增量短期在于停产矿山复产，中长期增量主要在于在产矿山扩建，新建项目较少。澳洲在产矿山中，除 Mt Cattlin 外，Talison Greenbushes、Pilgangoora 和 Mt Marion 都有明确的扩产计划，建成后将释放较大产能。

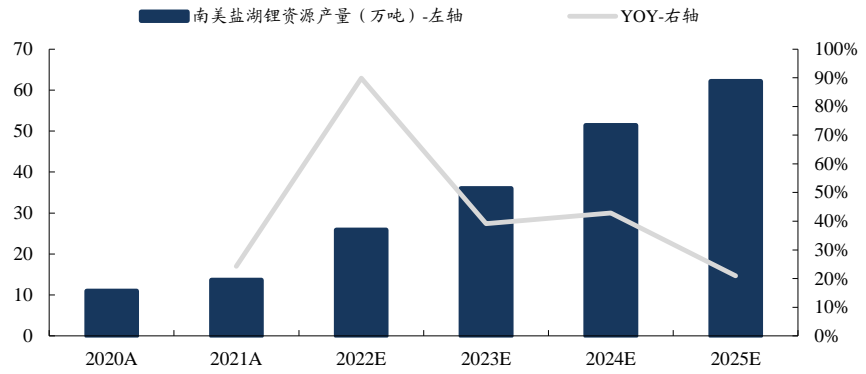
图12: 澳洲锂矿产量（折 LCE）



数据来源：百川盈孚，mysteel，东吴证券研究所

2) 南美盐湖资源禀赋较高，扩产、新增项目众多。南美盐湖规模在全球举足轻重，但数量较少，目前建成的盐湖只有 3 个，分别是 Salar de Atacama、Salar del Hombre Muerto 和 Salar de Olaroz。中长期产能增长以新增项目为主，但盐湖建设周期较长，新增盐湖投产时间集中在 2025 年及其之后，随着时间推移，存在一定不确定性。短期内增量以扩产项目为主，最早将于 22H2 释放产能，不过增量有限，或无法缓解现阶段锂供应紧张形势。

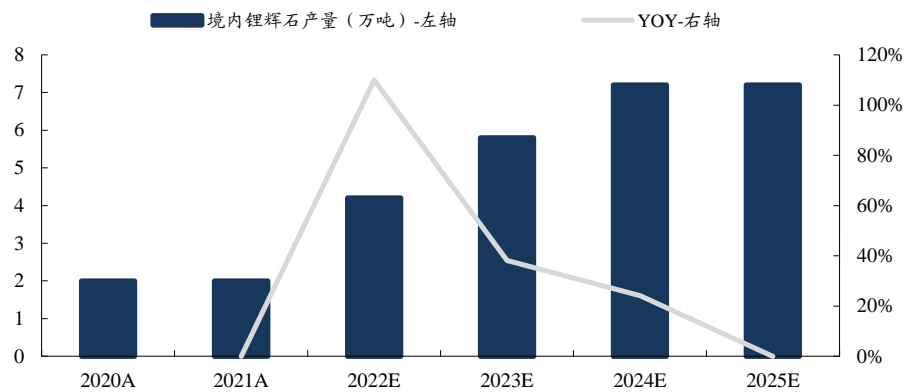
图13: 南美盐湖锂资源产量（折 LCE）



数据来源：百川盈孚，mysteel，东吴证券研究所

3) 中国锂资源开发主要途径有川西锂辉石和江西锂云母，其中锂辉石则具有非常大的增长潜力。四川锂辉矿平均品位较高，但多分布于山地，现阶段因矿区自然环境较差，开采程度有限，仅有四川甲基卡矿山、业隆沟矿山以及江西宁都河源矿山在产，其中甲基卡矿山现有精矿产能 8 万吨，在建鸳鸯坝选厂，预计投产后精矿总产能达到 19 万吨。

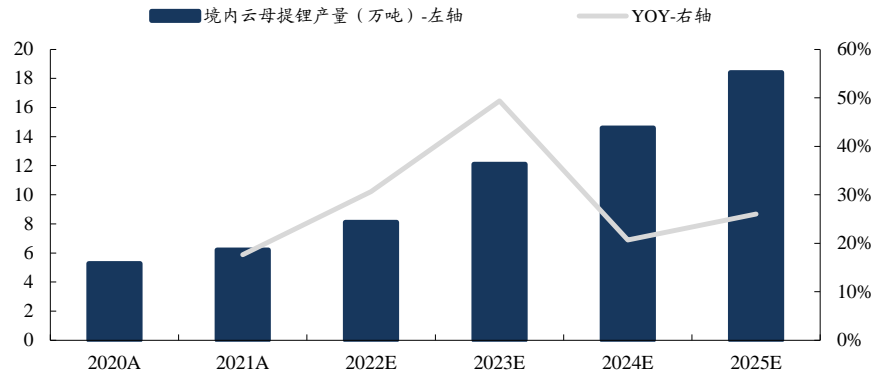
图14: 境内锂辉石资源产量 (折 LCE)



数据来源：百川盈孚，mysteel，东吴证券研究所

我国锂云母矿资源丰富，主要集中于江西境内，其中宜春地区更是有“亚洲锂都”美誉。锂云母矿因矿山基建周期较短，且多为露天开采，形成增量速度较快，或可在一定程度上缓解当前锂紧张的情况

图15: 境内云母提锂产量 (折 LCE)



数据来源: 百川盈孚, mysteel, 东吴证券研究所

**2022 年至 2025 年全球锂矿资源供应提速。**当前全球锂资源供应紧张，锂价高企，在此背景下，锂资源开发项目不断涌现，全球锂供给增量明显。预计 23 年锂供给达到 109.0 万吨，24 年达到 145.9 万吨，25 年达到 183.9 万吨。其中澳洲锂矿和南美盐湖贡献主要力量，预计 25 年两者合计占比全球供给达 71.8%。

表1: 全球锂资源供给梳理 (单位: 万吨)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
澳洲锂矿	15.8	22.0	30.9	40.6	50.3	70.1
南美盐湖	11.0	13.6	25.8	36.0	51.4	62.1
境内锂矿 (含云母)	7.3	8.2	12.3	17.9	21.8	25.6
境内盐湖	5.0	7.2	8.7	12.1	15.5	17.3
再生	1.0	1.8	2.0	2.5	6.9	8.8
供给合计	40.0	52.8	79.7	109.0	145.9	183.9
YOY		32%	51%	37%	34%	26%

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所梳理

### 2.3. 中短期供给偏紧持续

经过我们测算，2020-2025 年供给和需求的 CAGR 分别为 41%、36%，供需错配下，我们认为碳酸锂供给将中长期处于偏紧的状态，碳酸锂价格有望维持高位；高锂价驱使锂资源开发力度逐步增大，供给缺口或逐步缩小。

表2: 全球碳酸锂供需平衡分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
需求合计(万吨)	32.7	55.7	81.9	110.3	146.0	180.0
YOY		70%	47%	35%	32%	23%
供给合计(万吨)	40.0	52.8	79.7	109.0	145.9	183.9
YOY		32%	51%	37%	34%	26%
缺口	7.3	(2.9)	(2.2)	(1.3)	(0.2)	3.7

数据来源: 百川盈孚, 东吴证券研究所测算

### 3. 锂资源业务: 高成长川矿新星

融捷股份积极在产业链上游布局, 依托全资子公司甘孜州融达锂业开展采选矿业务。融达锂业拥有国内目前生产规模最大的在产锂辉石矿山甲基卡 134 号矿脉, 采矿规模 105 万吨/年, 选矿规模 45 万吨/年, 并正在规划推进 250 万吨/年选矿工程, 预计年内开工建设, 建成后具备 47 万吨锂精矿选矿能力, 将成为国内最大的锂精矿本土生产商。公司将受益于锂矿业务量价齐升, 带来业绩的高速增长。

#### 3.1. 优质甲基卡锂辉石矿, 开采成本优势明显

##### 3.1.1. 资源禀赋卓越, 储量品位优异

融达锂业持有康定市甲基卡锂辉石矿 134 号脉采矿权证, 证载开采规模为 105 万吨/年, 采矿许可证有效期限为 2013 年 5 月 23 日至 2041 年 5 月 23 日, 开采深度为 4,480 米至 4,164 米标高, 矿区面积 1.1419 平方公里, 位于我国最大、同时也是亚洲最大的甘孜州甲基卡伟晶岩型锂辉石矿区, 矿山保有矿石资源储量 2,899.50 万吨, 平均品位超过 1.42%, 甲基卡锂辉石矿氧化锂含量高, 矿脉集中, 开采条件优越, 部分矿体呈正地形裸露地表, 适宜于采用露天开采。公司甲基卡 134 号矿脉目前具有 105 万吨/年矿石开采能力及 45 万吨/年矿石处理的选矿能力, 年产 7-8 万吨锂精矿。

表3: 四川省锂矿

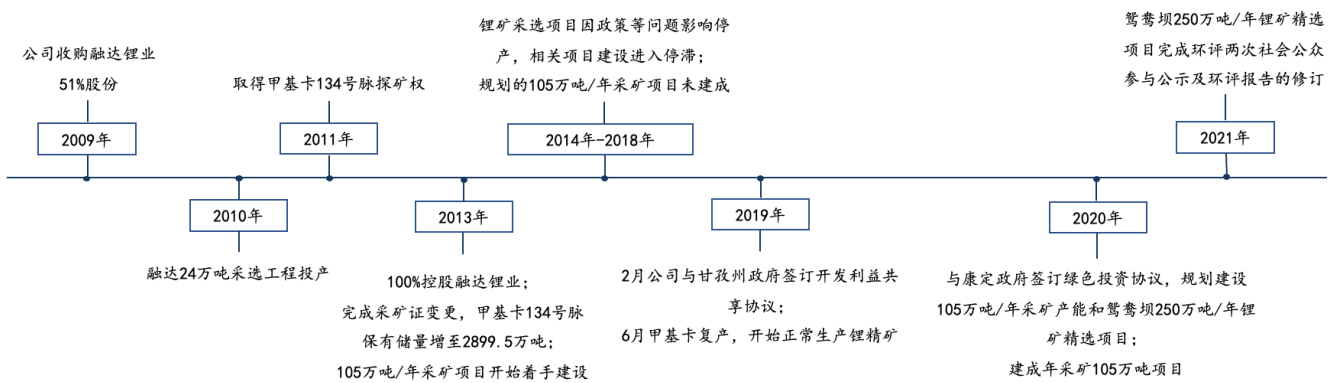
公司名称	矿脉	是否投产	生产能力
融捷股份	甲基卡 134 号矿脉	已投产	矿石开采能力: 10 万吨/年 矿石处理选矿能力: 45 万吨/年
盛新锂能	业隆沟锂辉石矿	已投产	矿石生产规模: 40.5 万吨/年
天齐锂业	四川雅江措拉锂辉石矿	未投产	-
川能动力、雅化集团	阿坝李家沟锂辉石矿	未投产	-

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

### 3.1.2. 矿山生态治理情况良好，复产顺利

2014-2018 年融达锂业停工停产；而随着公司与甘孜州政府签订《建立锂资源开发利益共享机制协议书》，设置利益共享金，同时完成环保整改工程，2019 年复产以来，锂精矿产出稳定正常生产。

图16: 公司甲基卡矿区生产活动情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司矿山生态治理成果显著，助推可持续发展。公司矿山生态修复采用国际先进的“边开采、边修复”的矿山生态修复理念，以“实现矿区土地资源的可持续利用及矿区可持续发展”为目标，组织开展矿山各平台及边坡生态修复及植被养护工作；公司针对重点修复区域设计形成了集树、花、草为结构的错落有致的景观带。

目前，项目建设前的部分准备工作已完成。2022 年 6 月，融达锂业获得四川省应急管理厅颁发的康定甲基卡锂辉石矿尾矿库《安全生产许可证》，有效期为 2022 年 6 月 6 日至 2025 年 6 月 5 日。

表4: 项目建设前要件已经完成

时间	内容
2021 年	完成了项目备案立项手续
	取得项目水土保持方案的批复
	取得项目建设用地不动产权证
	完成了项目初步设计的编制
	完成了部分设备的选型和供应渠道的梳理和确定
	组织开展项目水资源论证
	组织完成项目规划方案设计

2022 年

完成项目水资源论证报告审查

取得取水申请批复

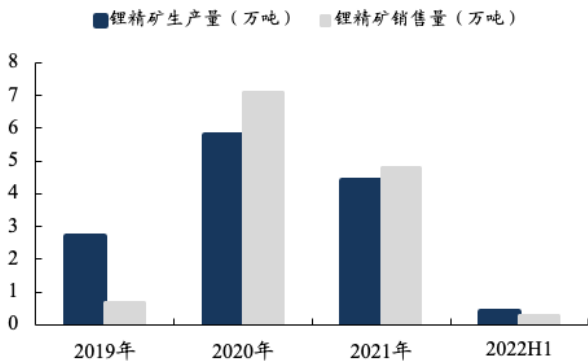
组织完成项目地质灾害危险性评估

组织开展道路安全评估

数据来源：东吴证券研究所

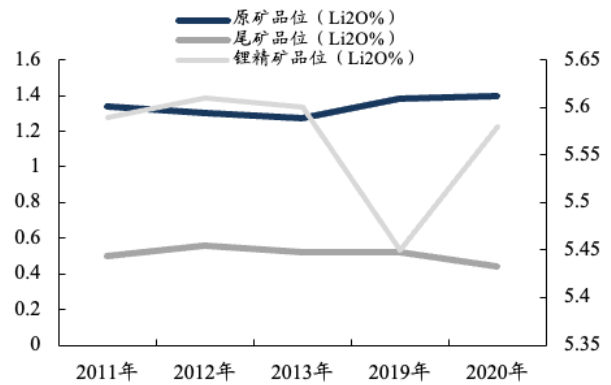
2019 年公司锂精矿产销分别为 2.73/0.65 万吨，主要原因在于公司在 6 月才甲基卡复产，有效生产时间不足半年，且当年行业低估锂价下行，销售情况相对低迷；2020 年公司全年生产顺利，锂精矿产销分别为 5.84/7.07 万吨；2021 年受疫情、环保治理影响，全年有效生产时间仅半年，实现锂精矿产销 4.4/4.80 万吨；2022H1，公司在 3 月结束冬歇开始生产，实现锂精矿产销 0.42/0.3 万吨，公司产销量有望实现大幅增长。

图17: 公司锂精矿产销情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18: 公司产品品位情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司锂矿采选业务主体融达锂业冬歇期自 1 月上旬开始，受疫情影响于 3 月底逐步复工。复工后融达锂业在正常生产经营的同时，积极推进设备检修及技改、采矿扩能及矿山公路建设工作。

融达锂业作为融捷股份的全资子公司，其营业收入在 2021 年也有出色的表现，2021 年净利润超 8 千万元，同比增长 1177.67%。

表5: 主要参股公司分析

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本 (千万)	净利润 (千万)
融达锂业	子公司	锂矿石的开采、精选与销售	30	8.05
长河华锂	子公司	锂盐产品研发生产和销售	5.6	3.60

东莞德瑞	子公司	研发、生产、销售精密设备仪器	2	2.97
------	-----	----------------	---	------

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.1.3. 露天开采成本较低，具有竞争优势

融达锂业采用爆破——采剥——二次破碎后运到选矿厂的采矿流程，衔接磨矿——浮选联合工艺流程为主线的选矿新工艺生产出锂精矿，该工艺技术成熟，处于大批量生产阶段。

公司目前已经拥有成熟的锂矿采选技术和工艺能力，在国内拥有明显的优势。融达锂业锂矿采选项目自 2010 年建成投产以来，经过几年生产与运作经验的积累，已经形成了较为成熟的高寒条件下锂矿采选技术，从而保证锂精矿的品位保持稳定。目前公司锂精矿品味一直维持在 5.5% 以上，尾矿品味一直维持在 0.5% 左右，并努力降低至 0.5% 以下。公司还拥有运输费用低、原材料成本低、人力资源成本低、税收费用相对较低的区位优势，具有成本竞争优势。

表6：矿山开采成本

所处地区	矿山	规划开采成本	开采方式
甘孜州	康定甲基卡	总成本费用：195.3 元/吨 (105 万吨原矿采选)	露天
	雅江措拉	未投产	地下+露天
	德扯弄巴	未投产	地下+露天
阿坝州	李家沟	总成本费用：204.6 元/吨	地下+露天
	马尔康党坝	总成本费用：211.2 元/吨	地下
	业隆沟	总成本费用：325.4 元/吨	地下+露天

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3.2. 鸳鸯坝项目落地在即，资源高增可期

### 3.2.1. 鸳鸯坝项目：国内最大锂辉石项目

公司鸳鸯坝绿色锂产业园主体项目为 250 万吨/年锂矿精选项目，由康定融捷锂业具体承建和运营。项目建成投产后，可年供应锂精矿约 47 万吨。

表7：四川地区关于锂矿发展的若干文件

时间	文件名称	主要内容
2019 年 8 月	《甘孜藏族自治州人民政府关于优化区域产业布局的指导意	积极推动甘雅产业联动，发展以新能源、新材料及金属加工为主的高端产业；发展锂电池材料和新型锂系合金材料等产



	见》	业。
2020年11月	《四川省甘孜藏族自治州锂产业 业发展规划（2019-2025年）环 境影响报告书第二次公示（征 求意见稿）》	规划以大甲基卡矿业园作为锂资源核心开发区、甘眉工业园 和成甘工业园作为锂资源深加工的主要承载地；产业核心基 地以康定市、雅江、道孚三地的锂资源供应区为核心区域， 建设锂辉石采选基地。
2021年7月	《四川省矿产资源总体规划 （2021-2025年）（征求意见稿）》	优化川西锂矿矿业权设置，推动甲基卡、可尔因地区锂矿资 源的规模化、集约化、绿色化开发利用；锂矿立足现有矿业 权，加快地质勘查，提高资源供应能力。
2021年10月	《四川省矿产资源规划（2021- 2025年）环境影响报告书》	加强省内资源禀赋好的战略性矿产资源勘查开采，根据国家 战略需求规定办理部分品种的采矿权。
2021年12月	《甘孜藏族自治州矿产资源总 体规划（2021-2025年）（征求意 见稿）》	锂矿立足现有矿业权，加快已设探矿权的地质勘查，尽快实 现探转采，到2025年，矿山总数力争达到7个，年开采矿石 量力争达到200万吨。
2022年3月	《甘孜藏族自治州矿产资源开 发管理办法》	探索建立重点项目建设与砂石资源矿业权出让联动机制。鼓 励矿产开发企业和所在地政府探索建立矿产资源开发利益 共享机制。
2022年5月	《康定市矿产资源总体规划 （2021-2025年）（征求意见稿）》	以甘孜州融达锂业有限公司的超大型甲基卡锂辉石矿为龙 头，以鸳鸯坝绿色锂产业园建设为引领，打造锂资源利用完 整产业链，促进后续冶炼、深加工产业链的延伸。

数据来源：四川省经济和信息化厅，甘孜藏族自治州经济和信息局，东吴证券研究所

### 3.2.2. 鸳鸯坝项目环评进入公示期，放量步伐加快

康定融捷锂业锂矿精选项目规划为250万吨/年，选址在康定市姑咱镇鸳鸯坝地块。报告期内，公司已与康定市人民政府签署了《康定绿色锂产业投资协议》及项目执行协议，并已取得土地使用权，目前正在开展项目备案及环评等工作，辅助设施在报告期内已启动建设。根据项目可研报告，项目建成投产后，可年供应锂精矿约47万吨，将成为目前国内产能最大的锂辉石矿精选项目。

表8：公司定增项目

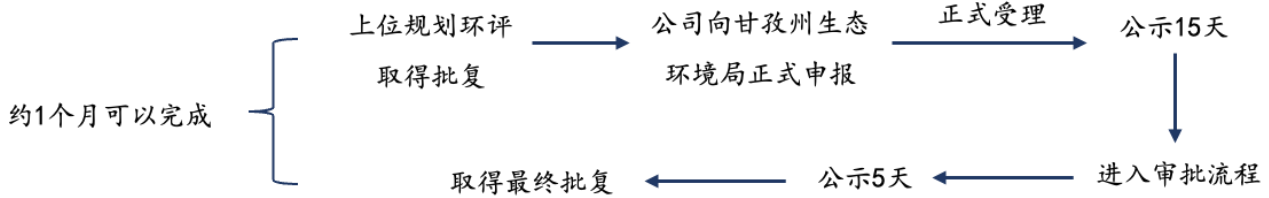
项目名称	预计总投资额（亿元）	拟使用募集资金（亿元）
250万吨/年锂矿精选项目	9.92	3.30

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

鸳鸯坝选厂已经完成一、二次环评公示，且正在积极进行建设前准备工作。鸳鸯坝选厂已经于2021年1月完成首次环评公示，2021年5月完成项目备案，2021年7月完成第二次环评公示，2022Q1鸳鸯坝项目正在办理水资源论证和规划设计审查，其中规划设计审查已通过康定市及甘孜州政府专项审查，同时公司已经启动建设前的所有准备

工作，辅助设施如仓库、维修车间等都在建设中。但由于项目尚未获得正式环评批复，所以主体工程尚未动工，目前待康-泸产业集中区总体规划环评已经进入报批前公示，待其取得批复后，公司将及时向环保部门申报 250 万吨/年锂矿精选项目。

图19: 上位规划环评取得批复后流程



数据来源：东吴证券研究所

在交通运输方面，甘孜地区交通运输建设项目挺多，从塔公到康定，再到鸳鸯坝，都看到很多地方在扩建道路和新建高速公路、隧道工程等。按照现有交通建设规划，以后矿石从矿山运输到鸳鸯坝，不需要经过康定城区。同时，因为有新的公路建成或开通，也会对车辆起到分流作用。因此，不会存在交通瓶颈问题。

鸳鸯坝环评的落地对公司的锂矿开采业务具有一定的促进作用，环评正式落地后，公司的锂矿开采业务有望迎来激增。

### 3.3. 锂精矿产能高增：目前 7-8 万吨，远期目标 47 万吨

目前公司矿山采矿规模 105 万吨/年，选矿规模 45 万吨/年，由于采选产能不匹配，实际锂精矿产能由选矿产能决定，即目前公司锂精矿产能约 7-8 万吨/年；待公司 250 万吨/年精选项目建成投产，受制于采矿产能，公司实际锂精矿产能将达到 19 万吨，考虑到未来政府协调原矿或公司有望申请采矿产能扩张从而采选产能匹配，250 万吨采选产能对应锂精矿产能或将达到 47 万吨。

表9: 鸳鸯坝产能

时期	采矿产能	选矿产能	锂精矿实际产能
目前	105 万吨/年	45 万吨/年	7-8 万吨/年
250 万吨/年精选项目建成	105 万吨/年	250 万吨/年	19 万吨/年
公司申请采矿产能扩张	250 万吨每年	250 万吨/年	47 万吨/年

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 锂盐冶炼业务：有序扩张，资源配套

碳酸锂和氢氧化锂是锂产业下游和生产终端产品的必备原料。电池级碳酸锂主要用于合成钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂、三元材料等锂电池正极材料和六氟磷酸锂等锂电电解质材料，电池级氢氧化锂主要用于高镍三元材料（NCA、NCM），下游应用包括电动汽车、电动自行车、电动工具、3C 产品、基站储能电源等行业。

公司从 2009 年 9 月开始进入新能源材料锂行业，主要是沿着资源端和锂电的应用路线布局，2015 年公司完成了锂产业链上锂矿采选、锂盐加工及冶炼、锂电设备等业务板块的布局。其中，公司于 2017 年通过并购控制了长和华锂，从而补齐了公司锂产业中缺少的成熟锂盐加工厂的短板。

#### 4.1. 成都融捷：选矿冶炼一体化，重要利润增长点

##### 4.1.1. 配套选矿产能，增厚利润空间

公司参股企业成都融捷锂业（持股 40%）锂盐项目总规划为 4 万吨/年，其中，一期项目 2 万吨/年锂盐项目于 2022 年 1 月 1 日进入试生产阶段，整个试生产进展顺利，设备运转良好，主要产品电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂质量稳定。2022H1 成都融捷锂业先后顺利通过了规划验收、消防验收、并联验收、职评验收、安全评价验收、环境影响评价验收、节能评价验收、安全生产许可证验收等 10 项验收，并于 6 月上旬取得了排污许可证、安全生产许可证、全国工业产品生产许可证等，于 2022 年 7 月 1 日进入正式生产阶段。

图 20：成都融捷股权分布（2022.9.24）



数据来源：wind，东吴证券研究所

##### 4.1.2. 与母公司融捷集团的同业竞争问题有望解决

公司在投资者调研纪要中表示：为维护上市公司利益，融捷集团计划未来五年内以

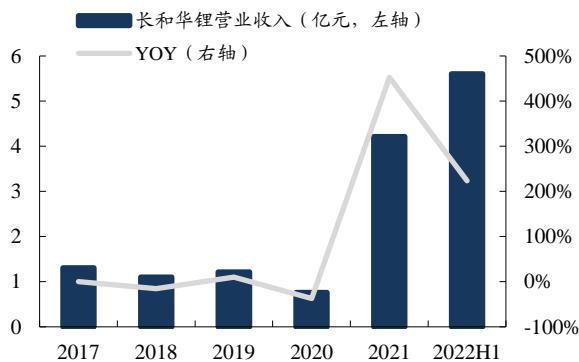
有利于上市公司利益为原则、结合企业实际情况并采取有关监管部门认可的方式，通过包括但不限于资产重组、资产转让、股权转让、资产出售给无关联第三方或上市公司、停止成都融捷锂业相关竞争业务、促使上市公司取得成都融捷锂业控制权等多种方式，或采取其他届时法律及监管规则允许的解决相关同业竞争事项的合规措施，以彻底解决成都融捷锂业与公司存在的同业竞争问题。

#### 4.2. 长和华锂：从粗碳到电碳，奠基锂盐业务

长和华锂主要从事电池级碳酸锂和氢氧化锂的研发、生产和销售业务，产能规模较小，客户比较单一。长和华锂现有电池级碳酸锂产能 3000 吨，氢氧化锂产能 1800 吨。长和华锂锂盐业务的运营为完善公司新能源锂电材料产业链、进行锂盐技术和客户资源储备、为公司未来锂盐产能规模提升后参与市场竞争奠定了良好的基础。公司持续改进生产工艺，降本增效；并进一步加大客户开发力度，2021 年内公司新增 10 家供应商、5 家客户。

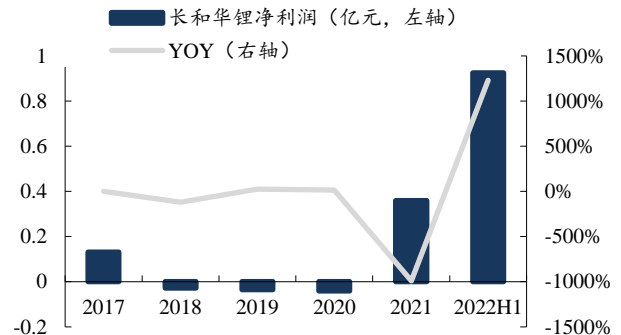
**2022H1 长和华锂净利润实现爆发式增长，增长幅度达 1230.30%。**由于新建项目受疫情影响严重滞后等多种因素影响，碳酸锂、氢氧化锂供不应求。其中涨幅最大的是锂精矿，截至 2022 年 6 月底，锂辉石精矿（6%，CIF 中国）价格高达 4970 美元，创下历史新高，较年初增长了约 2.31 倍。电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂的市场价格分别为 47.55 万元/吨和 47.75 万元/吨，较年初都具有较大幅度的上涨。产品价格的大幅度上升对公司业绩产生了积极的影响。

图21：营业收入高速增长，未来可期



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22：净利润扭亏为盈，实现爆发式增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**获得锂盐方向多项专利，产品竞争力强。**长和华锂为公司锂盐加工及冶炼业务平台之一，拥有“一种生产电池级碳酸锂或高纯碳酸锂的工业化方法”和“一种以磷酸锂废料为原料生产工业级碳酸锂和电池级碳酸锂的方法”2件发明专利；另外拥有33件实用新型专利，其中，2022H1内获得授权9项。目前已成为集电池级碳酸锂、氢氧化锂

等锂盐产品的研发、生产、销售于一体的高新技术企业。

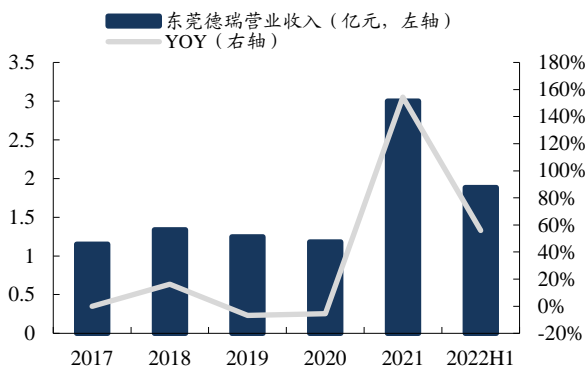
## 5. 锂电设备业务：依托比亚迪，稳步发展

公司持有东莞德瑞 55% 的股份，正式进入锂电设备行业。东莞德瑞具备锂电池工厂规划、工艺规划、整线规划设计的能力，可以面向不同层次的客户提供不同的产品和服务。

### 5.1. 持续满负荷生产，实现高速盈利

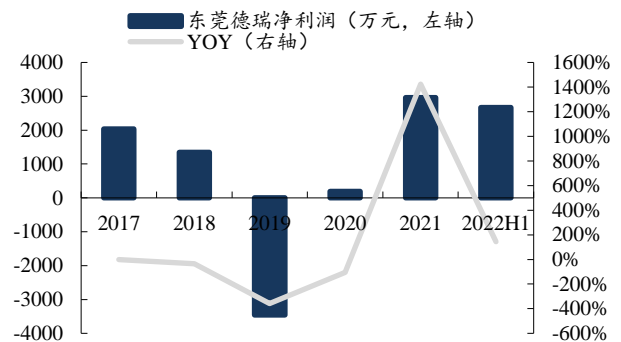
2021 年东莞德瑞满负荷生产，盈利大幅增长。公司主要保障战略客户比亚迪的交货需求，新增生产车间约 8000 平方米，锂电设备制造业务实现营业收入 3 亿元，同比增加 154.52%，东莞德瑞实现净利润 2965.46 万元，同比增加 1423.59%。2022H1，公司延续 2021 年态势，继续满负荷生产，实现营业收入 1.84 亿，同比增长 56.04%；净利润 0.27 亿，同比增长 144.66%。

图23：营业收入高速增长，未来可期



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：净利润扭亏为盈，实现爆发式增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

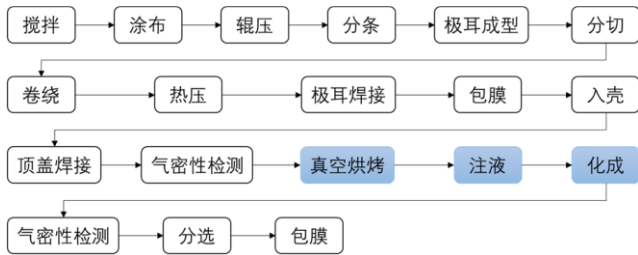
### 5.2. 加大研发投入，深化与比亚迪合作

公司已成为一家集锂电设备研发、生产及提供解决方案于一体的高科技企业。公司具备锂电池工厂规划、工艺规划、整线规划设计的能力，在国内锂电池设备行业中处于领先水平。其主要产品包括消费锂电池生产线和动力锂电池生产线上偏后端和装配段的非标定制设备，主要涵盖真空烘烤、注液、化成等流程。

拥有百余项技术专利，核心竞争力强。公司自主研发的移动仓储式烘烤生产线是全国首创，拥有 20 多项核心专利，具有多重业内领先优势，比如不需要干燥房，节能 35% 以上，能够杜绝真空放电等风险，有效提高设备稼动率，夹具和电池加热速度快，温度

均匀性好，占地空间小，维护方便等；目前，公司新一代抽屉式干燥线针对刀片电池的能耗比同行业供应商的能耗水平低了 10%。截至 2022 年 6 月 30 日，公司共拥有的专利权共计 133 项，其中，2022H1 获得授权 8 项。

图25：动力电池通用工艺流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：东莞德瑞产品之一：全自动化成机



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

比亚迪通过深圳锂电池持有东莞德瑞 32.5%的股权，与东莞德瑞深度绑定。公司锂电设备客户主要为锂电池行业头部企业，其销售给比亚迪的锂电设备主要用于其在深圳、上海、重庆、西安、长沙、蚌埠、青海等地的刀片电池生产线。刀片电池是比亚迪的核心产品，属于高端产品领域，对设备要求很高。东莞德瑞锂电设备产品供应兼具软硬件优势，向比亚迪锂电池生产线稳定供货。东莞德瑞有近百人的研发团队，配置了国内同行业中很少具备的无尘车间，具有雄厚的研发和生产实力，其产品具备较强的市场竞争力。

新能源汽车产业的快速发展，国内锂电池正极材料前景广阔。自 2021 年起锂电终端需求持续增加，正极材料产能释放。随着新能源汽车的快速渗透，各大厂商生产的动力电池始终处在供不应求的状态。在此情况下，比亚迪、宁德时代等龙头厂商持续抛出产能扩张计划，在多个省份新建电池厂，锂电池产能大幅扩充对锂电设备产生强劲需求，这也将带动公司进一步发展。

## 6. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 受益新能源车、储能等领域持续景气，锂电池装机量持续高增，锂盐供给平稳增长，锂盐价格维持高位；
- 2) 公司自由矿山以及鸳鸯坝项目持续推进，锂矿采选量持续增长；锂盐加工业务

与锂矿采选业务相配套，营收、毛利随之增长；

3) 公司其余业务平稳增长。

表10: 分业务营收毛利拆分

		2021A	2022E	2023E	2024E
锂盐加工及冶炼行业	收入 (百万元)	443	1480	1700	2000
	YOY	481%	234%	15%	18%
	毛利率	14%	27%	29%	35%
	毛利 (百万元)	63	400	500	700
	YOY	17531%	530%	25%	40%
精密设备制造行业	收入 (百万元)	300	400	450	470
	YOY	155%	33%	13%	4%
	毛利率	28%	30%	36%	34%
	毛利 (百万元)	83	120	160	160
	YOY	192%	44%	33%	0%
锂矿采选行业	收入 (百万元)	175	1600	2800	3850
	YOY	-10%	812%	75%	38%
	毛利率	63%	82%	88%	88%
	毛利 (百万元)	110	1318	2450	3400
	YOY	17%	1100%	86%	39%
其它	收入 (百万元)	3	20	550	680
	YOY	150%	660%	2650%	24%
	毛利率	43%	310%	16%	21%
	毛利 (百万元)	1	62	90	140
	YOY	37%	5339%	45%	56%
合计	收入 (百万元)	921	3500	5500	7000
	YOY	136%	280%	57%	27%
	毛利率	28%	54%	58%	63%
	毛利 (百万元)	258	1900	3200	4400
	YOY	108%	637%	68%	38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

因此，我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 35/55/70 亿元，同比增速 280%/57%/27%；归母净利润分别为 22/36/54 亿元，同比增速分别为 3108%/63%/52%。对应 PE 分别为 14/8/6x。此处我们选取赣锋锂业、天齐锂业、西藏矿业、中矿资源为可比公司，得出 2023-2024 年 PE 均值为 10/7x；公司估值低于可比公司。但考虑公司锂资源禀赋优质且选矿量有望高速增长，公司较同业理应享有更高估值，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表11: 可比公司估值 (2022 年 10 月 25 日)

证券简称	股票代码	股价 (元/股)	PE			EPS (元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
赣锋锂业	002460.SZ	79.98	10	9	7	8	9	11
天齐锂业	002466.sz	95.29	8	7	7	12	13	14
中矿资源	002738.SZ	88.30	13	9	6	7	10	15
西藏矿业	000762.SZ	40.15	20	13	8	2	3	5
均值			13	10	7			
<b>融捷股份</b>	<b>002192.SZ</b>	<b>114.86</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>21</b>

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (估值非加粗数据来自 WIND 一致预测)

## 7. 风险提示

- 1) **需求不及预期。**碳酸锂下游主要为锂电池, 如果新能源车、储能等领域需求不及预期将影响碳酸锂价格, 从而影响公司经营情况。
- 2) **项目推进不及预期。**公司未来主要增量为鸳鸯坝等项目, 如果项目推进不及预期, 将导致公司经营不及预期。
- 3) **环保风险。**公司主力矿山所在地自然条件较为恶劣, 如若出现环保问题将影响公司生产经营活动。



融捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>664</b>	<b>4,118</b>	<b>7,788</b>	<b>12,915</b>	<b>营业总收入</b>	<b>921</b>	<b>3,500</b>	<b>5,500</b>	<b>7,000</b>
货币资金及交易性金融资产	107	1,809	4,376	8,726	营业成本(含金融类)	663	1,600	2,300	2,600
经营性应收款项	399	1,768	2,719	3,372	税金及附加	16	70	103	132
存货	148	399	551	624	销售费用	14	18	72	77
合同资产	0	0	0	0	管理费用	79	88	138	175
其他流动资产	10	142	141	192	研发费用	35	70	155	190
<b>非流动资产</b>	<b>683</b>	<b>1,718</b>	<b>2,263</b>	<b>2,879</b>	财务费用	10	-11	-48	-142
长期股权投资	15	1,015	1,516	2,098	加:其他收益	8	11	17	21
固定资产及使用权资产	231	259	283	303	投资净收益	4	805	1,210	2,100
在建工程	32	37	42	46	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	246	253	258	258	减值损失	-7	0	0	0
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	111	106	116	126	<b>营业利润</b>	<b>108</b>	<b>2,481</b>	<b>4,006</b>	<b>6,088</b>
其他非流动资产	41	41	41	41	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1,347</b>	<b>5,836</b>	<b>10,050</b>	<b>15,794</b>	<b>利润总额</b>	<b>108</b>	<b>2,481</b>	<b>4,006</b>	<b>6,088</b>
<b>流动负债</b>	<b>556</b>	<b>2,774</b>	<b>3,343</b>	<b>3,607</b>	减:所得税	20	211	361	609
短期借款及一年内到期的非流动负债	146	1,580	1,635	1,689	<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>2,270</b>	<b>3,646</b>	<b>5,479</b>
经营性应付款项	94	360	480	529	减:少数股东损益	20	79	73	66
合同负债	120	150	250	301	<b>归属母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>2,191</b>	<b>3,573</b>	<b>5,413</b>
其他流动负债	196	684	978	1,088	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.26	8.44	13.76	20.85
非流动负债	81	81	81	81	EBIT	115	1,655	2,732	3,825
长期借款	15	15	15	15	EBITDA	152	1,689	2,769	3,864
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.01	54.29	58.18	62.86
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	7.42	62.59	64.96	77.34
其他非流动负债	62	62	62	62	收入增长率(%)	136.09	280.19	57.14	27.27
<b>负债合计</b>	<b>637</b>	<b>2,856</b>	<b>3,424</b>	<b>3,688</b>	归母净利润增长率(%)	224.49	3,108.01	63.09	51.51
归属母公司股东权益	635	2,826	6,399	11,812					
少数股东权益	75	154	227	293					
<b>所有者权益合计</b>	<b>710</b>	<b>2,980</b>	<b>6,626</b>	<b>12,105</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,347</b>	<b>5,836</b>	<b>10,050</b>	<b>15,794</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	120	563	1,945	2,912	每股净资产(元)	2.45	10.88	24.64	45.49
投资活动现金流	-81	-263	629	1,445	最新发行在外股份(百万股)	260	260	260	260
筹资活动现金流	34	1,402	-7	-8	ROIC(%)	11.51	55.53	38.67	31.17
现金净增加额	74	1,702	2,567	4,350	ROE-摊薄(%)	10.75	77.52	55.84	45.83
折旧和摊销	37	34	36	38	资产负债率(%)	47.31	48.93	34.07	23.35
资本开支	-91	-73	-71	-62	P/E(现价&最新股本摊薄)	443.99	13.84	8.49	5.60
营运资本变动	-36	-1,324	-883	-627	P/B(现价)	47.73	10.73	4.74	2.57

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>

