

永兴材料 (002756.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 106.62 元
 目标价格: 144.22 元

特钢+新能源双轮驱动, 攻守兼备成长可期

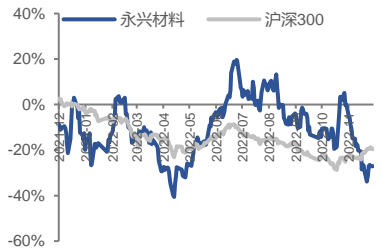
投资要点:

- 23年锂供需保持紧平衡, 公司仍可享受高锂价红利。**疫情影响持续, 部分锂资源开发项目进度不及预期, 全球锂供给端扰动加剧, 我们预测2022-2024年全球锂供给为72.2/103.3/141.2万吨碳酸锂当量。下游储能电池和动力电池产能不断释放, 拉动锂需求端高增长, 我们预测2022-2024年全球锂需求为81.7/105.0/136.3万吨碳酸锂当量。预计2022-2024年供需平衡分别为-9.5/-1.7/4.9万吨LCE, 锂行业供需偏紧的问题在2023年仍然延续, 全年锂均价可保持在42万元左右。根据2024年成本曲线, 以及锂价下跌后供需关系的再平衡, 预计2024年锂均价可维持在33万元/吨左右。
- 持续布局加码锂电新能源业务, 四管齐下造就锂盐成本优势。**公司拥有化山瓷石矿和白水洞高岭土矿资源量总计折合51.3万吨LCE当量, 现有采选冶产能完全匹配, 可满足3万吨碳酸锂生产, 资源自给率较高, 未来可新建2万吨碳酸锂。公司与江西钨业合资建设年产2万吨碳酸锂, 与下游厂商合作建设2GWh/a 锂离子电池项目。公司通过自有锂资源保障原料供应, 优化提锂技术提升提锂效率, 对副产物综合利用降低成本, 规模效应摊薄折旧摊销, 四重手段下单吨碳酸锂生产成本在云母提锂行业排名第二。
- 特钢业务稳定贡献业绩。**公司是不锈钢棒线材龙头, 近几年市场占有率保持国内前二, 产品定位中高端, 单吨毛利在2000元以上, 毛利率常年维持在12%左右。公司现有特钢产能35万吨, 技改完成后成材率提高, 理论最大有效产量增至34万吨, 每年可贡献3亿以上归母净利润。
- 盈利预测与投资建议:**预计公司2021-2024年营收、归母净利润CAGR分别为35%和106%。使用相对估值法, 分别给予公司锂电新能源业务和特钢业务7.5倍和10.0倍PE估值, 对应市值分别为558和41亿, 总市值599亿, 对应目标价144.22元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**锂价波动风险, 全球新能源汽车销量不及预期, 在建及推测项目不及预期, 周边云母提锂产生的环境问题导致区域性停产。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	415/275
总市值/流通市值 (百万元)	44049/29236
每股净资产 (元)	24.57
资产负债率 (%)	19.53
一年内最高/最低 (元)	171.2/84.99

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 王保庆
 执业证书编号: S0210522090001
 邮箱: WBQ3918@moa.hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,973	7,199	15,467	17,391	17,604
增长率	1.3%	44.8%	114.8%	12.4%	1.2%
净利润 (百万元)	258	887	6,461	7,840	7,705
增长率	-24.9%	243.8%	628.3%	21.4%	-1.7%
EPS (元/股)	0.62	2.14	15.58	18.91	18.58
市盈率 (P/E)	170.7	49.7	6.8	5.6	5.7
市净率 (P/B)	10.9	8.7	3.9	2.3	1.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设

假设 1：量：公司锂电新能源业务新项目和特钢业务现有产能稳定释放。假设公司锂电新能源业务三期 2 万吨碳酸锂投产进度与二期相似，且公司具备快速满产满销的能力，预计公司 2022-2024 年碳酸锂产能为 3/3/5 万吨，产量为 2/3/4 万吨。假设公司特钢业务没有新建产能，产能利用率稳定提升，预计公司 2022-2024 年特钢产量为 32/33/34 万吨。

假设 2：价：2023 年全球锂供需保持紧平衡，特钢价格随原材料价格回落。假设 2023 年碳酸锂价格在紧平衡的情况下维持高位，2024 年价格根据成本曲线测算，综合考虑低库存、供给端扰动、低锂价带动下游需求增长等因素，预计公司 2022-2024 年碳酸锂不含税价格为 45/37/29 万元/吨。特钢产品原材料波动影响将会逐渐减小，预计公司 2022-2024 年单位产品售价为 2/1.9/1.9 万元/吨。

假设 3：利：碳酸锂产品毛利率仍然维持高位，特钢毛利率回归往年正常水平。碳酸锂成本会随锂精矿价格降低，预计公司 2022-2024 年锂电新能源业务毛利率为 84.4%/81.4%/77.4%。特钢产品盈利能力随原材料价格回落而回归往年正常水平，预计公司 2022-2024 年特钢产品毛利率为 8%/9.5%/11.5%。

我们区别于市场的观点

市场担忧云母提锂成本较高，盈利能力不如用锂辉石和盐湖锂作为原材料生产锂盐的企业。我们认为：公司拥有独特的提锂工艺以及副产物综合利用技术，根据成本曲线，锂云母制备碳酸锂的成本接近于使用锂辉石生产锂盐的公司。此外，公司的资源自给率较高，且全部来源于国内，能够有效地保障原材料供应。随着公司锂盐生产规模的提升，折旧摊销等费用将被摊薄，新项目建设成本较低。因此公司即使采用先天禀赋较弱的锂云母制备碳酸锂，其盈利能力完全不弱于使用锂辉石和盐湖锂生产锂盐的企业。

市场担忧下游动力电池增长不及预期，导致锂供应过剩，锂价下跌。我们认为：根据我们测算，2023 年锂供给仍然保持紧平衡，且目前很多锂项目推迟，很多国家也开始干预外国资本开发本土锂资源，未来供给有可能不及预期，即使届时下游需求增长较弱，未来锂价仍有较强支撑。

股价上涨的催化因素

锂价下跌幅度低于市场预期

估值与目标

预计公司 2022-2024 年归母净利将达到 64.6/78.4/77.05 亿元，同比增长 628.3%/21.4%/-1.7%，对应 EPS 为 15.58/18.91/18.58 元/股，2021-2024 年 CAGR 为 106%，当前股价对应市盈率 6.8/5.6/5.7 倍。

我们认为公司目前估值处于偏低水平，主要原因为：1) 公司拥有优质本土锂云母资源和行业领先的提锂技术，资源自给率较高，最高可满足年产 5 万吨碳酸锂，锂盐产销仍有上升空间，与澳洲锂资源商合作，未来有在澳洲获取锂资源的可能；2) 根据我们测算，2023 年全球锂供需仍然处于紧平衡，且部分项目存在延迟风险，尤其是上半年存在供需错配的情况，支撑锂价保持高位。

考虑到公司锂盐产能释放加速以及特钢业务盈利能力恢复，分别给予公司锂电新能源业务和特钢业务 7.5 倍和 10 倍 PE 估值，对应市值分别为 558 和 41 亿，总市值 599 亿，对应目标价 144.22 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

锂价波动风险，全球新能源汽车销量不及预期，在建及推测项目不及预期，周边云母提锂产生的环境问题导致区域性停产。

正文目录

1、	“锂电新能源+特钢新材料”双轮驱动	6
1.1	不锈钢线棒材龙头，切入新能源快车道	6
1.2	特钢新材料为压舱石，锂电新能源助力腾飞	7
2、	锂行业供需偏紧延续	9
2.1	供给端扰动加剧，未来两年锂供应仍存不确定性	9
2.2	动力电池及储能电池拉动锂需求高成长	14
2.3	23年锂供需偏紧仍存，支撑锂价保持高位	15
3、	锂云母一体化产业链优势凸显，掌握核心提锂技术降本增效	17
3.1	江西云母提锂迎来重要机遇期，公司提前布局云母提锂一体化产业链	17
3.2	掌握江西优质锂云母资源	18
3.3	优化工艺路线，克服云母提锂采选难题	19
3.4	锂盐产能布局完善，未来2年持续放量	21
3.5	四管齐下，造就锂盐成本优势	22
3.6	延伸产业链布局，探索海外优质锂云母资源	23
4、	不锈钢高端产品景气度高，下游需求回暖	24
4.1	供给侧改革助推高端不锈钢产品高景气度	24
4.2	油气行业和制造业复苏带动下游需求回暖	25
5、	不锈钢长材龙头做优存量	27
5.1	高附加值不锈钢长材龙头	28
5.2	特钢产品产销稳定增长，盈利能力保持稳定	29
6、	盈利预测和估值	30
6.1	核心假设	30
6.2	估值分析	31
7、	风险提示	31
7.1	锂价波动风险	31
7.2	全球新能源汽车销量不及预期	31
7.3	在建及推测项目不及预期	31
7.4	周边云母提锂产生的环境问题导致区域性停产	32

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司股权结构图	6
图表 3: 公司营业收入及同比	7
图表 4: 公司归母净利润及同比	7
图表 5: 公司营业收入拆分 (百万元)	8
图表 6: 公司毛利拆分 (百万元)	8
图表 7: 公司主营业务毛利率	8
图表 8: 公司期间费用率	8
图表 9: 公司现金流量变化 (百万元)	9
图表 10: 可比公司资产负债率对比	9
图表 11: 2021 年全球锂资源储量结构	9
图表 12: 2021 年中国锂资源原料构成	9
图表 13: 锂资源开发项目出现推迟现象	10
图表 14: 政治因素正在干预锂资源开发	10
图表 15: 海外盐湖锂 2022-2024 年供给预测 (万吨)	11
图表 16: 海外锂精矿 2022-2024 年供给预测 (万吨)	11
图表 17: 中国盐湖锂 2022-2024 年供给预测 (万吨)	12
图表 18: 中国锂辉石 2022-2024 年供给预测 (万吨)	12
图表 19: 中国锂云母 2022-2024 年供给预测 (万吨)	13
图表 20: 全球 2022-2024 年锂供给预测 (万吨)	13
图表 21: 2024 年碳酸锂成本曲线 (万元/吨)	13
图表 22: 全球新能源汽车销量 (辆)	14
图表 23: 中国新能源汽车销量 (辆)	14
图表 24: 全球储能电池 (ESS LIB) 出货量	15
图表 25: 中国储能锂电池出货量	15
图表 26 全球 2020-2024 年锂需求预测 (万吨)	15
图表 27: 全球锂资源 2020-2024 年供需平衡表 (万吨)	15
图表 28: Pilbara 锂精矿拍卖历次结果	16
图表 29: 锂价对新能源汽车单车成本影响 (元)	16
图表 30: 锂价下跌后的全球锂资源 2020-2024 年供需再平衡表 (万吨)	17
图表 31: 江西锂云母资源统计	17
图表 32: 公司云母提锂生产流程	18
图表 33: 公司锂资源端股权概况	19
图表 34: 公司锂资源概况	19
图表 35: 云母提锂焙烧工艺路线对比	20
图表 36: 主要云母提锂厂商工艺使用情况	20
图表 37: 公司锂电新能源业务采、选产能	21
图表 38: 公司锂电新能源业务冶炼产能	21
图表 39: 公司锂盐产能, 产量和价格预测	21
图表 40: 公司与江西钨业合作示意图	22
图表 41: 云母提锂行业单吨 LCE 生产成本对比 (万元/吨)	22
图表 42: 公司选矿副产品利用收益测算	23
图表 43: 不锈钢产业链	24
图表 44: 全球不锈钢粗钢产量及增速 (万吨)	25
图表 45: 中国不锈钢粗钢产量及增速 (万吨)	25

图表 46: 2022H1 公司不锈钢业务营收结构	26
图表 47: 2022H1 公司不锈钢业务毛利结构	26
图表 48: 石油和天然气开采业固定资产投资完成额同比	26
图表 49: 三桶油资本支出情况 (亿元)	26
图表 50: 制造业固定资产投资完成额同比	27
图表 51: 紧固件价格指数	27
图表 52: 中国不锈钢表观消费量及同比 (万吨)	27
图表 53: 公司特钢产品种类及应用	28
图表 54: 公司特钢产品认证情况	28
图表 55: 永兴材料特钢产品销售量及增速 (吨)	29
图表 56: 永兴材料特钢产品生产量及增速 (吨)	29
图表 57: 特钢业务单吨毛利及毛利率 (元)	29
图表 58: 特钢业务归母净利润及增速 (亿元)	29
图表 59: 公司盈利测算	30
图表 60: 可比公司估值	31
图表 61: 公司 2023 年盈利能力敏感性分析	32
图表 62: 财务预测摘要	32

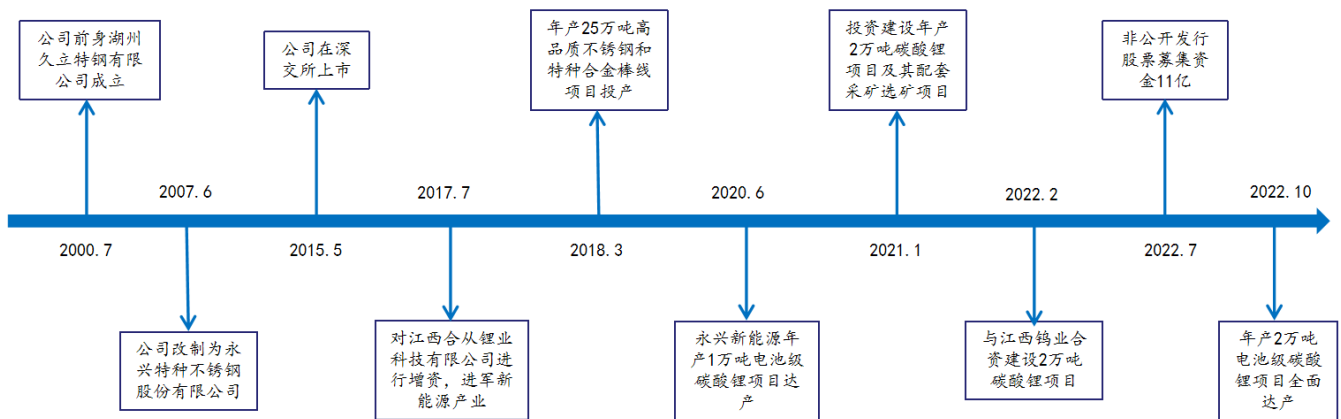
1、“锂电新能源+特钢新材料”双轮驱动

1.1 不锈钢线棒材龙头，切入新能源快车道

永兴特种材料科技股份有限公司（简称永兴材料，股票代码：002756）前身湖州久立特钢有限公司成立于2000年7月，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5月公司在深圳证券交易所成功挂牌上市。

永兴材料在2017年以前聚焦于高端不锈钢棒线材业务，是该领域龙头企业，棒线材产品市场占有率已连续多年位居全国前三。2017年公司开始正式进军新能源产业，依赖自有矿山资源，建立了从采矿、选矿到冶炼一体化的锂资源产业链，并且开始布局下游电池行业。公司云母提锂技术在行业处于领先地位，成本控制能力优异，是云母提锂龙头企业。公司深入践行“锂电新能源+特钢新材料”双主业发展战略，以特钢新材料业务为压舱石，积极推进锂电新能源业务。

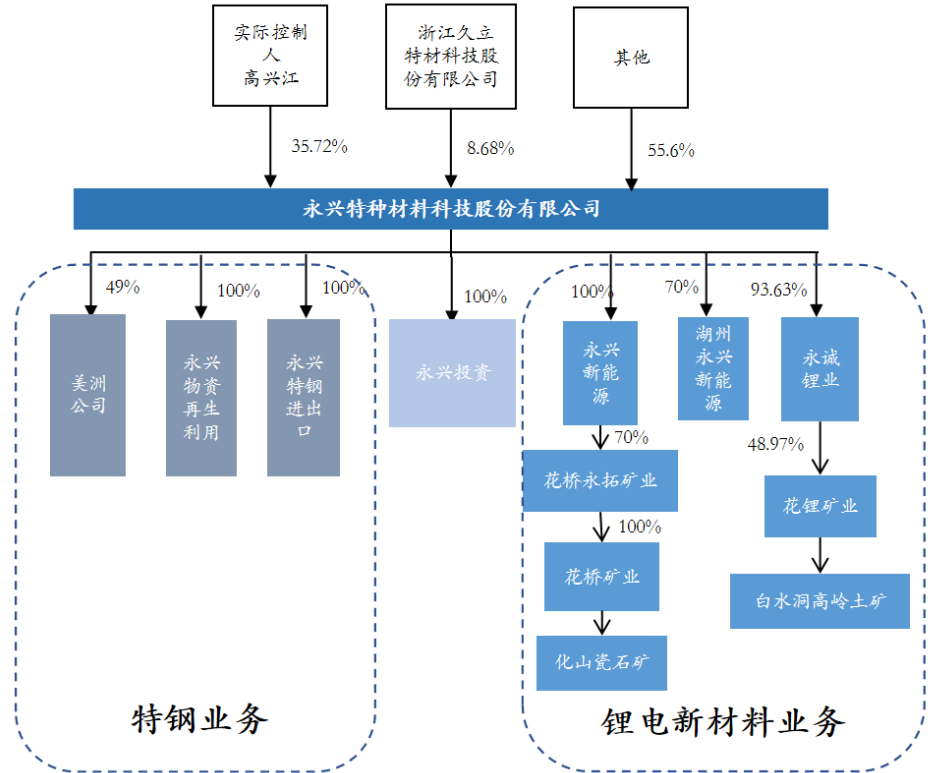
图表 1：公司历史沿革



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司实际控制人为高兴江先生，第二大股东久立特材是公司重要的下游客户。公司第一大股东、实际控制人、董事长高兴江先生目前持有公司35.72%，股权高度集中，大股东对公司控制能力较强；第二大股东久立特材是公司下游客户，2019年出于战略投资的角度入股永兴材料，目前持有公司股权8.68%。公司锂电新材料业务主要由控制化山瓷石矿的永兴新能源，参股白水洞高岭土矿的永诚锂业以及湖州永兴新能源承接；特钢业务主要由永兴进出口，永兴物资和美洲公司承接。

图表 2：公司股权结构图

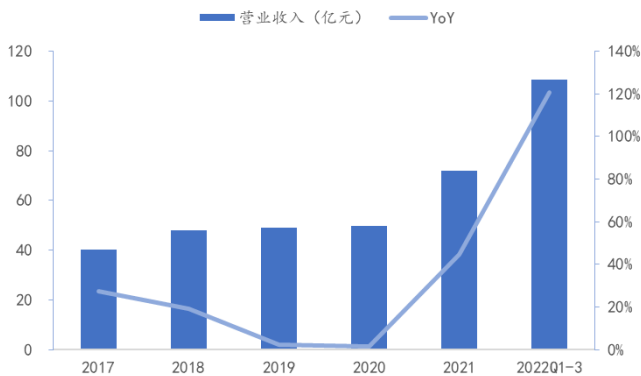


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 特钢新材料为压舱石，锂电新能源助力腾飞

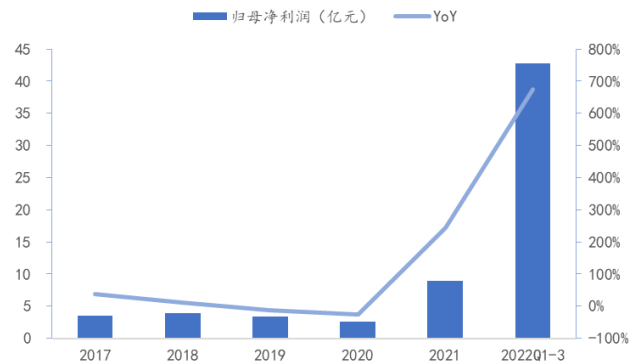
“锂电新能源+特钢新材料”双轮驱动，公司业绩迈入新台阶。2019年以前公司的主要业务是特钢新材料，营业收入在47亿元左右。2019年随着公司电池级碳酸锂项目的投产，公司新增锂电新能源业务，但是受制于产能释放有限和锂电行业周期性波动影响，公司业绩增长有限。2021年公司开始深入践行“锂电新能源+特钢新材料”双主业发展战略，随着1万吨电池级碳酸锂项目达产以及碳酸锂价格持续上涨，叠加特钢业务稳中向好，公司2021年实现营业收入72.0亿元，同比增长44.76%；实现归母净利润8.87亿元，同比增长243.83%。2022年前三季度公司碳酸锂产品量价齐升，公司盈利能力进一步增强，2022Q1-3实现营业收入108.66亿元，同比增长120.76%；实现归母净利润42.71亿元，同比增长675.97%。

图表3：公司营业收入及同比



数据来源：iFind，华福证券研究所

图表4：公司归母净利润及同比



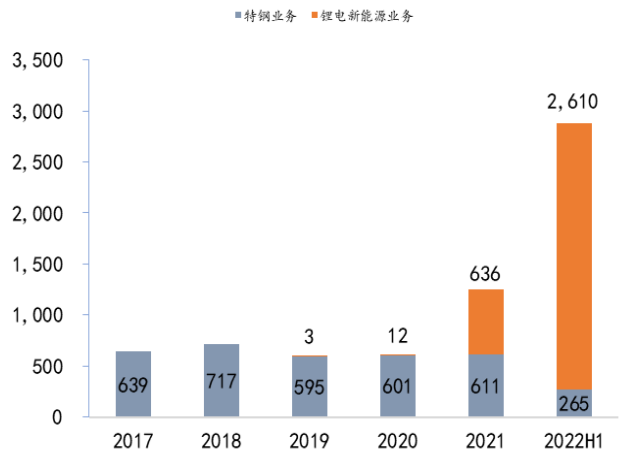
数据来源：iFind，华福证券研究所

特钢业务保持稳定，锂电新能源业务成为盈利主要增长点。2021年特钢业务实

现营收 59.75 亿元，对营收贡献为 83.0%，毛利 6.11 亿元，对毛利贡献仅 49.0%；锂电新能源业务实现营收 12.24 亿元，对营收贡献 17.0%，毛利 6.36 亿元，对毛利贡献 51.0%，毛利贡献首次超越特钢业务。2022 年上半年随着碳酸锂价格持续增长，叠加公司优秀的成本控制能力，锂电新能源业务实现营收 30.21 亿元，对营收贡献 47.1%，与特钢贡献几乎持平，毛利 26.10 亿元，对毛利贡献 90.78%，成为主要利润贡献者。随着二期 2 万吨电池级碳酸锂项目产能释放，预计锂电新能源业务对营收和毛利贡献会进一步增长。

图表 5：公司营业收入拆分（百万元）

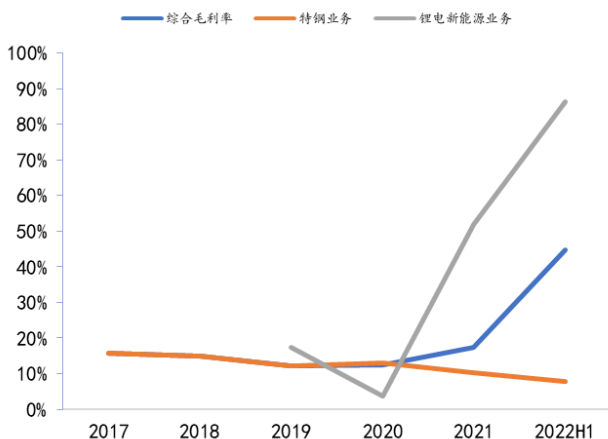

数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 6：公司毛利拆分（百万元）


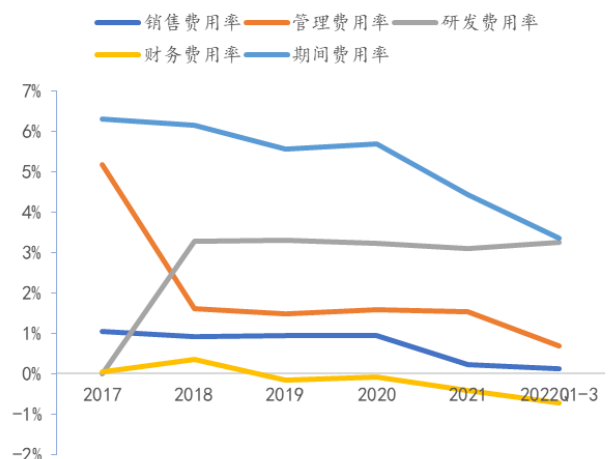
数据来源：iFind，华福证券研究所

特钢业务盈利能力稳定，锂电新能源业务盈利能力亮眼。得益于公司特钢产品技术壁垒和下游认证效应，特钢业务毛利率近几年稳定在 12% 左右，2022 年上半年由于成本抬升，特钢业务毛利率降至 7.81%。公司锂电新能源业务随着碳酸锂价格持续增长，叠加公司优秀的锂资源自给率，毛利率从 2021 年的 51.99% 增至 2022 年上半年的 86.39%，同时也带动公司综合毛利率升至 44.82%。

注重研发，四费控制合理。作为云母提锂行业技术领先者，公司每年研发费用率稳定在 3.3% 左右。同时公司优秀的内部管理能力使得销售费用率、管理费用率，财务费用率逐年减少，2022 年 Q1-3 分别为 0.13%，0.76%，-0.77%，期间费用率也降至 3.36%。

图表 7：公司主营业务毛利率


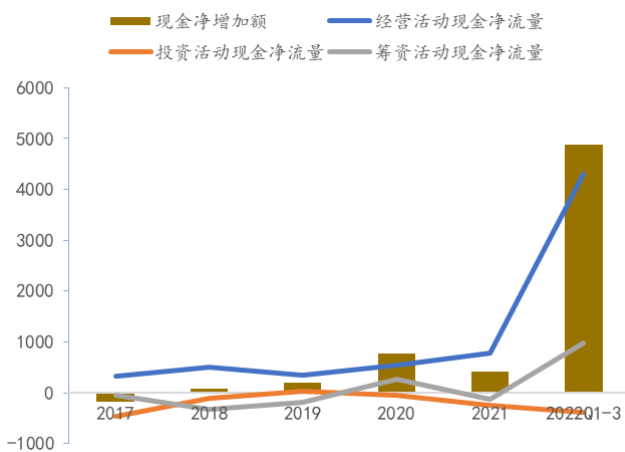
数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 8：公司期间费用率


数据来源：iFind，华福证券研究所

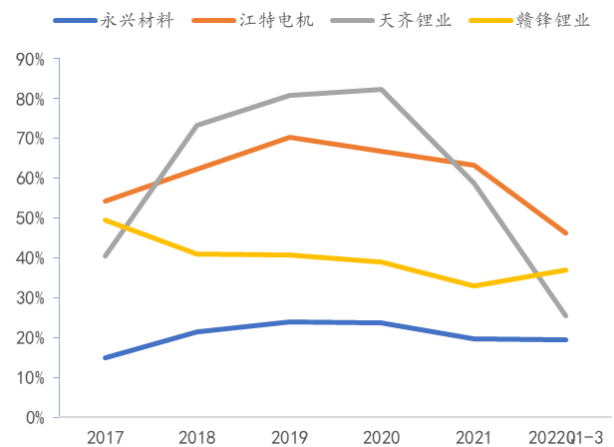
公司现金流持续改善，资产负债率在同行业中维持较低水平。随着锂电新能源业务量价齐升，叠加成本控制能力，公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额 7.86 亿元，同比增长 43.11%；现金净增加额为 4.12 亿元，同比减少 46.11%，主要系报告期公司营业收入及销售毛利率大幅增加所致。2022 年前三季度随着碳酸锂价格持续上涨，公司 2022Q1-3 经营活动产生的现金流量净额 42.90 亿元，同比增长 1270.29%；现金净增加额为 48.83 亿元，同比增长 1243.51%。由于公司锂电新能源业务为业绩主要贡献者，因此我们选取了锂电新能源上游行业可比公司进行资产负债率的对比。对比发现公司资产负债率常年处于行业低位，说明公司资金充足，偿债能力高。

图表 9：公司现金流量变化（百万元）



数据来源：iFind，华福证券研究所

图表 10：可比公司资产负债率对比



数据来源：iFind，华福证券研究所

2、 锂行业供需偏紧延续

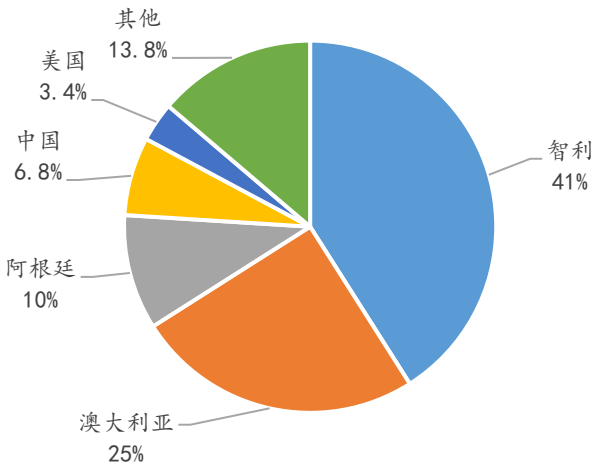
2.1 供给端扰动加剧，未来两年锂供应仍存不确定性

全球锂资源集中分布于南美、澳洲，中国占比不高。据美国地质调查局统计，2021 年，全球锂资源量接近 8000 万吨金属量，全球已探明锂储量为 2,200 万吨金属锂当量，其中智利占比最大，占比达 41%，其次为澳大利亚和阿根廷，占比为 25%、10%。中国锂资源储量 150 万吨，兼有盐湖（青海、西藏）、锂辉石（四川）、锂云母（江西宜春），但是分布范围散，开发程度较低。

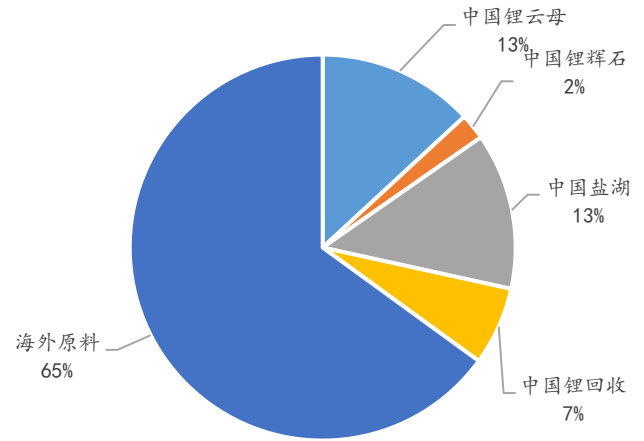
2021 年中国锂原料对外依存度约为 65%，且对外依存度不断提高。据中国有色金属工业协会锂业分会统计，2021 年我国碳酸锂产量为 29.82 万吨（产能约为 50 万吨），增幅约为 59.47%；氢氧化锂产量 19.03 万吨（产能约为 26 万吨），同比增幅约为 105%，我国利用国内盐湖卤水（6 万吨），锂云母精矿（6 万吨）及锂辉石（1 万吨），回收含锂废料（3 万吨）生产的锂盐折合碳酸锂当量约 16 万吨，锂原料对外的依存度约为 65%。据安泰科数据，2022 年上半年，我国碳酸锂、氢氧化锂产量分别为 16.8 万吨、11 万吨，同比增长 42.4%、35%。同时根据海关总署统计，2022 年上半年，锂精矿进口 116.2 万吨，同比增长 13.5%；碳酸锂进口 7.1 万吨，同比增长 66.5%，锂原料对外依存度不断提高。

图表 11：2021 年全球锂资源储量结构

图表 12：2021 年中国锂资源原料构成



数据来源：美国地质调查局，华福证券研究所



数据来源：伍德麦肯兹，华福证券研究所

部分海外新建项目延期，全球锂供给仍存不确定性。疫情持续造成全球供应链扰动，澳大利亚和加拿大面临劳动力短缺问题，尽管中国锂资源项目开采进展良好，但是海外部分锂资源开发项目有推迟现象。Savannah的Mina do Barroso项目由于疫情没有如期完成DFS，投产时间推迟至26年；AVZ的Manono项目由于未能如期拿到采矿证，且股东层面存在纠纷，预计投产时间将大幅延后；Allkem的Olaroz二期项目由于疫情推迟调试时间；西藏珠峰的安赫莱斯项目未能就融资方案达成确认意见，终止有关框架协议；赣锋锂业/LAC的Cauchari-Olaroz项目由于疫情影响，投产时间推迟到2022年以后。

图表 13：锂资源开发项目出现推迟现象

企业	项目	原计划	现计划
Savannah	Mina do Barroso	规划 17.5 万吨锂精矿产能，23 年末投产	由于疫情没有如期完成 DFS，投产时间推迟至 26 年
AVZ	Manono	规划 70 万吨锂精矿产能，原计划 23Q2 建成	由于未能如期拿到采矿证，且股东层面存在纠纷，预计投产时间将大幅延后
Allkem	Olaroz 二期项目	原计划投产时间为 22 年 H2	由于疫情原因，23Q1 正式开始调试，23Q2 正式开始出产品
西藏珠峰	安赫莱斯项目	计划于 2022 年底前建成并投入试生产	未能就融资方案达成确认意见，终止有关框架协议
赣锋锂业/LAC	Cauchari-Olaroz	原计划 22 年年中建成投产	由于疫情影响，投产时间推迟到 2022 年以后

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

各国纷纷出台相应政策限制外国资本开发本国锂资源。锂作为上游最重要的资源，已经引起了各国的战略重视，为了保障本国锂的安全供应，全球部分国家使用政治手段限制外资开发本国锂资源。本年 2 月智利左派总统加夫列尔·博里奇上台，其在过去发言表示将本国包括锂在内的重要战略资源国有化引发了人们的担心；4 月和 6 月墨西哥阿根廷分别限制了锂矿开采特许权和锂矿出口价格；美国和欧盟也先后表态，希望国内锂资源供应稳定；加拿大政府更是在今年 11 月直接干预三家中国企业投资本国锂资源企业，尽管加拿大对全球锂矿的贡献只有 5%，但此事对中国企业投资海外锂矿敲响了警钟。

图表 14：政治因素正在干预锂资源开发

时间	国家	事件
----	----	----

2022.2	智利	智利制宪议会初步通过了一项提案，旨在促进铜矿、锂矿和其他战略资产的国有化
2022.4	墨西哥	墨西哥议会批准一项法案，禁止向私人财团提供开采锂矿的特许权
2022.6	阿根廷	阿根廷海关已经针对碳酸锂出口设定每公斤 53 美元的参考价，即 5.3 万美元/吨，以防止出口报价过低和提高透明度
2022.8	美国	参议院投票通过《通胀削减法案》，规定对符合特点条件的新能源汽车给予最高 7500 美元/辆的税收减免，其中第一个 3750 美元关键矿物产地必须为美国与其自由贸易国家（澳大利亚、加拿大、墨西哥、智利等 20 个国家）
2022.9	欧盟	欧盟委员会主席宣布公开咨询制定《欧洲关键原材料法案》，寻求确保锂和稀土等矿物的供应安全
2022.11	加拿大	以国家安全为由，要求中矿资源旗下中矿(香港)稀有金属资源有限公司、盛新锂能香港孙公司盛泽锂业国际有限公司、以及藏格矿业旗下子公司 Zangge Mining Investment (Chengdu) Co Ltd 三家公司剥离其在加拿大关键矿产公司的股份。

数据来源：根据公开信息整理，华福证券研究所

海外盐湖：智利盐湖 Atacama 逐步扩产，阿根廷盐湖潜力释放。南美洲安第斯高原赋锂盐湖群主要分布在智利、阿根廷和玻利维亚交界的沙漠中，该区域气候极为干燥，日照充足，降雨量少，蒸发量大，赋存了全球近 70% 的锂资源。SQM 的 Atacama 项目产能规划最大，占据接近一半左右的南美盐湖锂供应。我们预计 2022-2024 年海外盐湖锂供给量为 23.5/32.7/40.7 万吨碳酸锂当量。

图表 15：海外盐湖锂 2022-2024 年供给预测（万吨）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
智利	SQM	Atacama	6.5	10.1	14.0	18.0	19.0
	ALB		3.8	3.8	5.0	6.8	7.7
	Livent	Hombre Muerto	1.4	1.6	1.9	2.7	3.2
	Allkem	Olaroz-Orocobre	1.1	1.3	1.6	2.8	3.4
	赣锋/LAC	Cauchari-Olaroz	0.0	0.0	1.0	2.0	3.6
阿根廷	Allkem	Sal de Vida	0.0	0.0	0.0	0.4	1.2
	青山/Eramet	Centenario Raton	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
	紫金矿业	3Q 盐湖	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
	赣锋锂业	Mariana	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
总计							
			12.8	16.8	23.5	32.7	40.7

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

海外锂精矿：澳矿仍然贡献主要供应量，非洲和美洲即将贡献产能。截止 2022 年 12 月，澳大利亚已建成和在建的锂矿山共计 9 座，具体包括：已建成的 Greenbushes、Mt Marion、Mt Cattlin、Pilbara (Mt Pilgan 项目+Altura 项目)、Wodgina、Finniss 和在建的 Kathleen Valley、Mt Holland。目前，在产的矿山有 7 座，分别为 Greenbushes、Mt Marion、Mt Cattlin、Wodgina, Pilbara (Mt Pilgan 项目+Altura 项目), Finniss。非洲绿地项目 MANONO、Arcadia、Goulamina、萨比星锂矿和 Bikita 等项目也将在 23 年和 24 年释放产能，美洲锂矿主要分布在加拿大，也将释放产能。假设每 8 吨 6% 锂精矿可生产 1 吨碳酸锂，我们预计 2022-2024 年海外锂矿供给量为 30.2/43.2/57.8 万吨碳酸锂当量。

图表 16：海外锂精矿 2022-2024 年供给预测（万吨）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
澳大利亚	天齐锂业/ALB	Greenbushes	58.0	95.4	115.0	137.7	145.8
	Galaxy	Mt Cattlin	10.9	20.3	20.3	20.3	20.3

	赣锋/MRL	Mt Marion	44.6	42.2	42.0	48.0	54.0
	Pilbara Minerals	Mt Pilgangoora	18.1	32.4	36.0	44.8	47.6
	Altura	Pilgangoora-Altura	8.9	0.0	8.3	17.6	19.8
	Core Lithium	Finniss	0.0	0.0	0.5	7.9	12.1
	SQM/Wesfarmers	Mt Holland	0.0	0.0	0.0	3.5	21.0
	ALB	Wodgina	0.0	0.0	14.8	30.0	40.0
	Liontown Resources	Kathleen Valley	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
刚果金	AVZ	MANONO	0.0	0.0	0.0	0.0	14.0
	中矿	Bikita	1.6	1.6	1.6	3.2	6.4
津巴布韦	华友钴业	Arcadia	0.0	0.0	0.0	8.0	20.0
	盛新	萨比星锂钽矿	0.0	0.0	0.0	9.6	16.8
加拿大	Allkem	James Bay	0.0	0.0	0.0	0.0	4.8
	中矿	Tanco	0.0	0.0	3.2	6.0	7.2
巴西	sigma	Grota do Cirilo	0.0	0.0	0.0	9.2	22.1
马里	SPV/赣锋	Goulamina	0.0	0.0	0.0	0.0	7.6
	锂精矿合计		142	192	242	346	462
	折LCE合计		17.7	24.0	30.2	43.2	57.8

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

中国盐湖锂：技术优势弥补资源禀赋。青海、西藏盐湖锂储量占到我国锂储量的80%，大部分盐湖卤水品位低、镁锂比高，导致开采难度较大，故开发程度在过去落后于海外盐湖。但随着国内吸附法、膜法、萃取法等高镁锂比盐湖提锂技术的突破，近几年国内盐湖锂产量释放迅速。我们预计2022-2024年中国盐湖锂供给量为8.1/11.4/16.8万吨碳酸锂当量。

图表 17：中国盐湖锂 2022-2024 年供给预测（万吨）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
西藏	西藏矿业	扎布耶盐湖	0.2	0.3	0.3	0.8	1.3
	西藏城投	结则茶卡盐湖	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
	金圆股份	捌千错盐湖	0.0	0.0	0.0	0.9	1.0
	盐湖股份	察尔汗盐湖	1.4	2.3	3.0	4.0	5.0
青海	藏格控股		0.4	0.8	1.0	1.0	1.0
	五矿盐湖	一里坪盐湖	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
	中信国安	西台吉乃尔盐湖	0.5	0.5	0.5	0.5	1.5
	锂资源公司	东台吉乃尔盐湖	0.9	1.0	1.5	1.7	2.0
	锦泰锂业	巴伦马海盐湖	0.1	0.3	0.5	0.8	1.0
	亿纬锂能	大柴旦盐湖	0.1	0.3	0.3	0.8	1.5
总计			4.4	6.4	8.1	11.4	16.8

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

中国锂辉石：主要集中于四川地区，资源禀赋较好，开发程度较低。我国锂辉石锂矿主要分布在四川，四川锂矿主要集中在甘孜州的甲基卡（包括康定甲基卡、雅江措拉）和阿坝州的可尔因（包括李家沟、业隆沟）两大矿田。目前仅甲基卡、业隆沟两座矿山投产，李家沟已建成正待投产。我们预计2022-2024年中国锂辉石供给量为1.8/3.3/4.5万吨碳酸锂当量。

图表 18：中国锂辉石 2022-2024 年供给预测（万吨）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
四川	融捷股份	甲基卡	0.7	1	1	2	2.5
	盛新锂能	业隆沟	0.1	0.4	0.8	1	1
	雅化集团/川能投	李家沟	0	0	0	0.5	1
总计			0.8	1.4	1.8	3.5	4.5

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

中国锂云母：技术突破，云母提锂迎来快速增长。我国锂云母主要分布在江西宜春，宜春被誉为“亚洲锂都”，坐拥全球最大的多金属伴生锂云母矿。2019年永兴材料等研发出了复合盐低温焙烧技术+固氟技术+隧道窑技术，大大降低了云母提锂的成本，目前永兴材料、江特电机、江西钨业等企业纷纷扩产。我们预计2022-2024年中国锂云母供给量为6.5/9.5/17.2万吨碳酸锂当量。

图表 19：中国锂云母 2022-2024 年供给预测（万吨）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
江西	永兴材料	化山瓷白石	1.0	1.1	2.0	3.0	4.0
	江特电机	茜坑矿/狮子岭	0.4	1.2	2.0	3.1	3.8
	九岭新能源	大港瓷土矿	0.6	1.0	1.2	1.2	1.2
	宁德时代	枧下窝矿	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
	江西钨业	宜春钽铌矿	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
	紫金矿业	湘源锂多金属矿	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
	国轩高科	白水洞/水南矿	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
	总计		3.2	4.6	6.5	9.5	17.2

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

综合海外盐湖锂，海外锂辉石，中国盐湖，中国锂辉石，中国锂云母的供给情况，我们预测2022-2024年全球锂供给为72.2/103.3/141.2万吨碳酸锂当量。

图表 20：全球 2022-2024 年锂供给预测（万吨）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
海外盐湖	12.8	16.8	23.5	32.7	40.7
海外锂辉石	17.7	24.0	30.2	43.2	57.8
中国盐湖	4.4	6.4	8.1	11.4	16.8
中国锂辉石	0.8	1.4	1.8	3.5	4.5
中国锂云母	3.2	4.6	6.5	9.5	17.2
回收	1.2	1.6	2.2	3.0	4.2
全球锂供给	40.1	54.8	72.2	103.3	141.2

数据来源：各公司公告，华福证券研究所整理

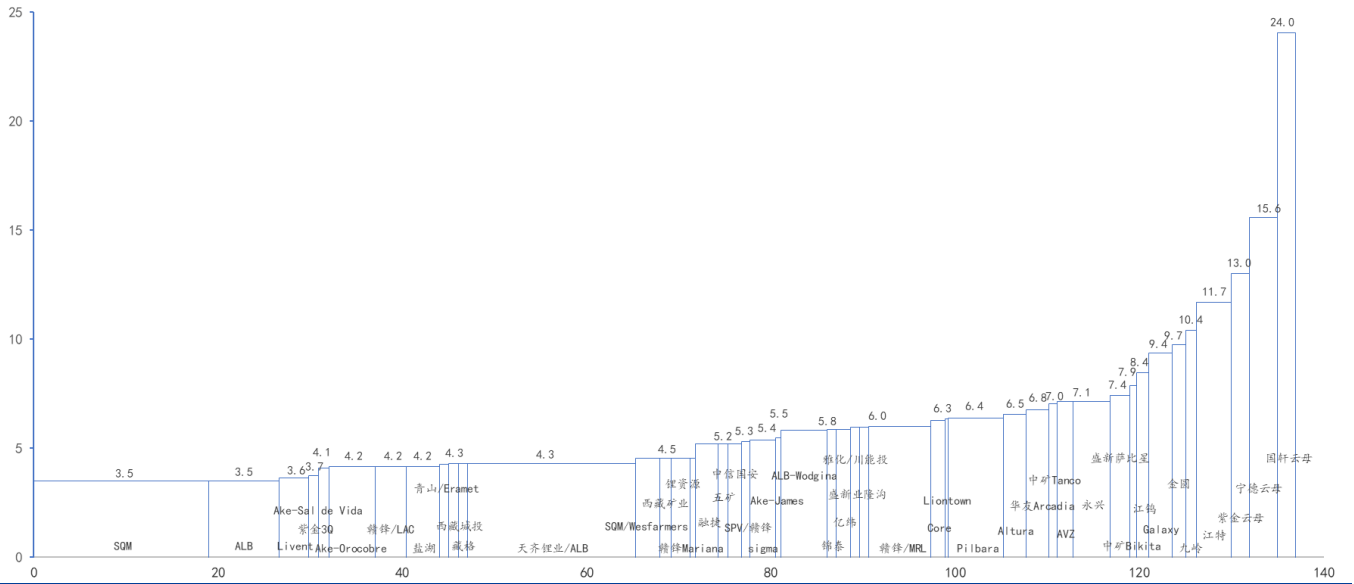
供给侧分析：

由于能源价格高企，资源端产能上升后带动相关辅料及其他费用提高，假设2024年整体成本较2022年提高15%。

(1) 当碳酸锂价格（含税）价格跌至24万元/吨时，国轩高科锂云母项目会因生产成本过高停产，2024年碳酸锂总供给会降至139.2万吨。

(2) 当碳酸锂价格（含税）价格跌至10万元/吨时，云母提锂企业除永兴材料和江西钨业以外都将停产，2024年碳酸锂总供给会降至129.2万吨。

图表 21：2024 年碳酸锂成本曲线（万元/吨）



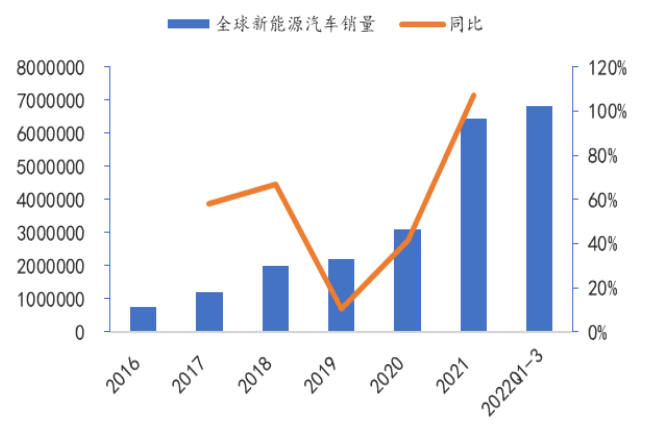
数据来源：各公司公告，华福证券研究所
注：成本为含税成本

2.2 动力电池及储能电池拉动锂需求高成长

锂的终端应用包括车用动力电池、消费电子、储能、小动力电池以及其他传统应用领域如玻璃、陶瓷、润滑脂和冶金行业等，其中新能源车和储能已经成为锂最重要的下游领域，也支撑着未来锂需求高速增长。

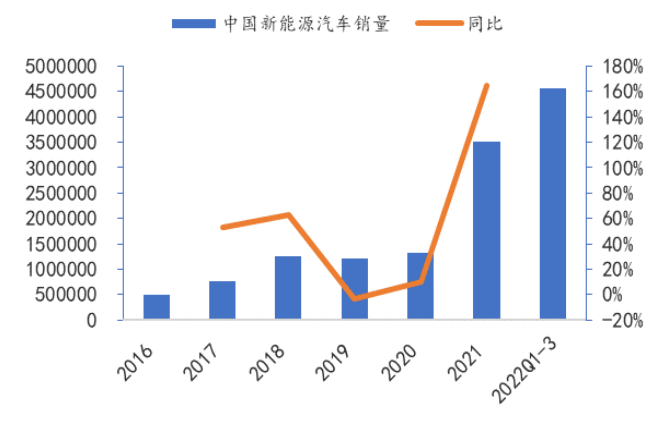
渗透率不断提高，动力电池领域锂需求强劲。根据 EV Sales 统计，2021 年全球新能源汽车销量 644 万辆，同比增长 107%。根据中国汽车工业协会，2021 年中国新能源汽车销量 351 万辆，同比增长 165%。新能源车替代燃油车趋势愈发明显，带动动力电池锂需求持续强劲。

图表 22：全球新能源汽车销量（辆）



数据来源：EV Sales，华福证券研究所

图表 23：中国新能源汽车销量（辆）

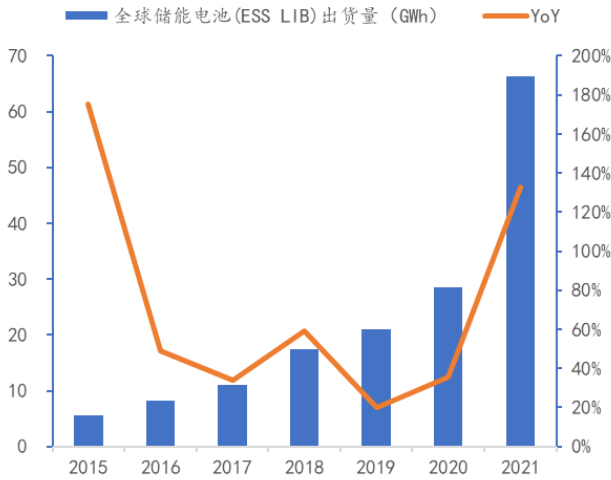


数据来源：中国汽车工业协会，华福证券研究所

未来 10 年储能电池复合增长率将高于动力电池，继续支撑锂需求。在碳达峰碳中和的大背景下，电力系统储能、基站储能和家庭储能等众多应用场景对储能电池的需求将逐步增加。根据 EVTank 数据，2021 年，全球储能锂离子电池 (ESS Lib) 总体出货量为 66.3GWh，同比增长 132.4%。根据 GGII 数据，2021 年中国储能锂电池出货量为 48GWh，同比增长 196%，2022 年预计可达到 130GWh，同比增长 171%。EVTank 还预测 2030 年全球储能领域对锂离子电池的需求量将接近 1TWh，整个储能锂离子电池在未来十年的复合增长率将高于汽车动力电池

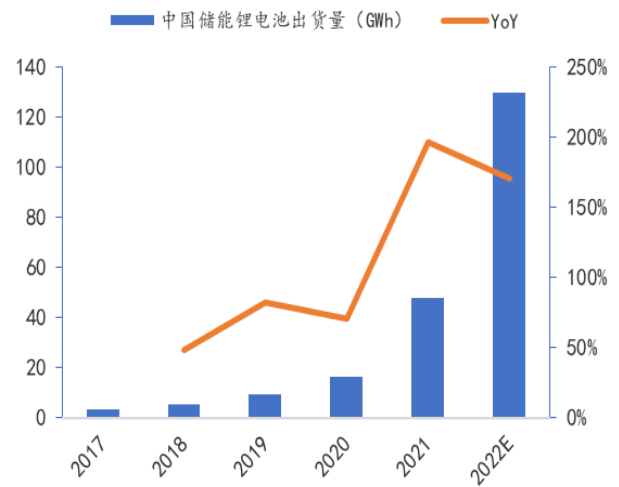
及小电池等领域。

图表 24: 全球储能电池(ESS LIB)出货量



数据来源: EVTank, 华福证券研究所

图表 25: 中国储能锂电池出货量



数据来源: GGII, 华福证券研究所

假设动力电池和储能锂需求仍然保持高增长, 消费电池、传统和其他锂需求保持平稳增长, 电动自行车锂需求在 2022 年下跌后在 2023 和 2024 年需求复苏。我们预测 2022-2024 年全球锂需求为 81.7/105.0/136.3 万吨碳酸锂当量, 同比增长约 38%/29%/30%。

图表 26 全球 2020-2024 年锂需求预测 (万吨)

栏目	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
动力电池需求	20.2	38.0	56.4	72.8	96.2
储能需求	0.5	2.6	5.4	10.3	15.6
消费电池需求	3.9	4.3	4.7	5.1	5.6
电动自行车需求	1.6	2.2	2.0	2.6	3.4
传统需求	9.2	10.1	11.2	12.3	13.5
其他需求	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
全球锂需求	37.5	59.3	81.7	105.0	136.3
同比	13%	58%	38%	29%	30%

数据来源: GGII, 百川盈孚, 华福证券研究所

2.3 23 年锂供需偏紧仍存, 支撑锂价保持高位

预计 2022-2024 年供需平衡分别为 -9.5/-1.7/4.9 万吨 LCE, 我们判断锂行业在 2023 年仍然是需求大于供给, 2024 年供给大于需求。但是同时也应考虑在疫情反复, 发达国家劳动力短缺, 政治因素开始干预锂资源开发, 锂资源开发造成的环境问题, 短期供需错配可能性仍存的情况下, 供给端释放可能不如预期。

图表 27: 全球锂资源 2020-2024 年供需平衡表 (万吨)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
海外盐湖	12.8	16.8	23.5	32.7	40.7
海外锂辉石	17.7	24.0	30.2	43.2	57.8
中国盐湖	4.4	6.4	8.1	11.4	16.8
中国锂辉石	0.8	1.4	1.8	3.5	4.5
中国锂云母	3.2	4.6	6.5	9.5	17.2
回收	1.2	1.6	2.2	3.0	4.2
全球锂供给	40.1	54.8	72.2	103.3	141.2

全球锂需求	37.5	59.3	81.7	105.0	136.3
动力电池需求	20.2	38.0	56.4	72.8	96.2
储能需求	0.5	2.6	5.4	10.3	15.6
消费电池需求	3.9	4.3	4.7	5.1	5.6
电动自行车需求	1.6	2.2	2.0	2.6	3.4
传统需求	9.2	10.1	11.2	12.3	13.5
其他需求	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
供需平衡	2.6	-4.4	-9.5	-1.7	4.9

数据来源：各公司公告，GGII，SMM，华福证券研究所

供需偏紧支撑锂价高位运行，23年电池级碳酸锂均价有望维持在42万元/吨左右。2023年供应缺口减小，但是产能释放时间普遍在下半年，因此23年上半年电池级碳酸锂仍可维持在高位，下半年价格会随着产能释放有所下跌。同时，Pilbara于12月21日发公告表示已与主要承购客户完成最新价格审查，从而提高了定价结果，在应用当前定价参考数据时，相当于平均SC6.0等效价格约为6,300美元/DMT（CIF中国），对应碳酸锂价格42万元/吨。Pilbara锂精矿拍卖价格对于锂盐价格有很强的指导作用，综合上述因素，预计2023年全年电池级碳酸锂均价为42万元/吨。

图表 28：Pilbara 锂精矿拍卖历史结果

序号	日期	成交价 SC5.5, FOB 黑德兰港 (美元/吨)	对应碳酸锂成本 (万元人民币/吨)	即时国内碳酸锂价 (万元人民币/吨)	即时价差 (万元人民币/吨)
1	2021/7/29	1,250	9.47	8.85	-0.62
2	2021/9/14	2,240	15.33	14.35	-0.98
3	2021/10/26	2,350	15.82	19.25	3.43
4	2022/4/27	5,650	40.90	46.15	5.25
5	2022/5/24	5,955	43.60	46.15	2.55
6	2022/6/23	6,350	46.36	46.90	0.54
7	2022/7/13	6,188	45.39	46.90	1.51
8	2022/8/3	6,350	46.85	48.31	1.47
9	2022/9/20	6,988	52.95	51.51	-1.44
10	2022/10/18	7,100	55.06	53.36	-1.70
11	2022/11/16	7,805	57.00	59.21	2.21
12	2022/12/14	7,552	55.15	57.20	2.05
13	2023 全年	5,775	42	-	-

数据来源：Pilbara Minerals 公告，华福证券研究所

锂价对新能源汽车单车成本影响很大，低锂价有利于促进新能源汽车销量提升。假设每 kwh 电池消耗电池级碳酸锂 0.55kg，当碳酸锂价格下降 30 万元时，纯电动乘用车电池成本下降 8250 元，混动乘用车电池成本下降 1980 元。锂价降低对于 15 万元以下的低端电动车成本影响最大，如果碳酸锂价格回落至合理区间，下游新能源车销售也会提升，带动锂需求进一步提高。

图表 29：锂价对新能源汽车单车成本影响 (元)

锂价降低数目 (万元)	纯电动乘用车	混动乘用车	纯电动商用车	混动商用车
10	2750	660	5500	2475
20	5500	1320	11000	4950
30	8250	1980	16500	7425

40	11000	2640	22000	9900
50	13750	3300	27500	12375

数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，华福证券研究所

2024 年锂价均价在 33 万元左右。假设随着 2024 年碳酸锂价格下跌至 24 万元后，低锂价刺激动力电池锂需求增长 6%，且锂供给减少至 139.2 万吨，供需关系发生再平衡，变为-1.4 万吨，此时碳酸锂价格不再下跌。同时考虑到 24 年新增产能主要在下半年释放，存在供需错配的问题，预计 24 年上半年锂价仍可保持在 42 万元左右，下半年跌至 24 万元，全年含税平均价格为 33 万元。

图表 30：锂价下跌后的全球锂资源 2020-2024 年供需再平衡表（万吨）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
海外盐湖	12.8	16.8	23.5	32.7	40.7
海外锂辉石	17.7	24.0	30.2	43.2	57.8
中国盐湖	4.4	6.4	8.1	11.4	16.8
中国锂辉石	0.8	1.4	1.8	3.5	4.5
中国锂云母	3.2	4.6	6.5	9.5	15.2
回收	1.2	1.6	2.2	3.0	4.2
全球锂供给	40.1	54.8	72.2	103.3	139.2
全球锂需求	37.5	59.3	81.7	105.0	140.6
动力电池需求	20.2	38.0	56.4	72.8	100.5
储能需求	0.5	2.6	5.4	10.3	15.6
消费电池需求	3.9	4.3	4.7	5.1	5.6
电动自行车需求	1.6	2.2	2.0	2.6	3.4
传统需求	9.2	10.1	11.2	12.3	13.5
其他需求	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
供需平衡	2.6	-4.4	-9.5	-1.7	-1.4

数据来源：各公司公告，GGII，SMM，华福证券研究所

3、 锂云母一体化产业链优势凸显，掌握核心提锂技术降本增效

3.1 江西云母提锂迎来重要机遇期，公司提前布局云母提锂一体化产业链

中国宜春锂云母资源丰富，是中国锂资源自给的保障。江西宜春市拥有全球最大的锂云母矿，享有“亚洲第一锂都”美誉。宜春锂云母矿资源分布主要集中于两个区域，宜丰-奉新矿区，包括宜丰县花桥乡、同安乡及奉新县上富镇等；新坊矿区，即江钨所属的宜春钽铌矿所在地。根据《宜春地区锂资源类型及工业应用报告》等政府资料，宜春市及下属县市拥有探明可利用氧化锂储量逾 258 万吨，折碳酸锂 636 万吨。

图表 31：江西锂云母资源统计

矿床名称	LiO 资源量（万吨）	LCE 当量（万吨）	品位（%）
江西宜春市 414	71.53	176.68	0.40~0.78
江西横峰县松树岗	60.38	149.14	0.20
江西宜丰茜坑锂矿	51.22	126.51	0.47
江西宜丰大港	39.01	96.35	0.51
江西宜丰狮子岭矿	36.08	89.12	0.40
江西安福钱山溜家	21.60	53.35	-
江西奉新县黄沙坪	16.92	41.79	0.47
江西宜丰同安	14.30	35.32	1.61
江西宜丰化山	10.20	25.19	0.39
江西奉新县东溪	10.08	24.90	0.35
江西宜丰白水洞	2.62	6.47	0.44
江西宜丰洞上	1.60	3.95	

江西石城姜坑里	1.37	3.38	0.3
江西赣县 6812(牛岭坳)	0.75	1.85	0.11
江西于都上坪	0.47	1.16	3.17
江西石城海罗岭	0.26	0.64	0.12
江西大余漂塘	0.10	0.25	-
江西横峰黄山	-	-	-
合计	388.49	836.07	-

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

未来新增储量潜力巨大。636 万吨碳酸锂当量的储量并不代表宜春真正的储量，宜春相当一部分矿山目前仅仅详细勘探了几分之一的面积。例如永兴材料的化山瓷石矿，矿权面积 1.87 平方公里，目前仅对其中的 0.38 平方公里进行了详勘。由于早期宜春锂云母矿勘探工作不完善，因此实际的储量规模可能显著高于目前统计，新增储量潜力较大。

2025 年江西碳酸锂和锂云母精矿可达 700 万吨和 50 万吨。国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，提出要加强锂等资源的保障。锂资源的国产化是行业大势，依托江西宜春发展云母提锂，是提高国产资源自给率的不可或缺选项，将有助于改善中国锂矿资源严重依赖国外进口的局面。2021 年，按照宜春市政府公布的数字，宜春全年碳酸锂产量为 8.1 万吨，超过全国的四分之一。据宜春政府测算，预计到 2025 年，宜春市锂云母精矿和碳酸锂产量分别可达 700 万吨和 50 万吨以上。

提前布局，掌握云母提锂核心工艺。自 2017 年起，公司通过投资、并购、自主研发等方式，在江西着眼布局锂电材料产业，投资建设从采矿、选矿到冶炼的一体化全产业链。公司技术团队在锂云母制取碳酸锂技术上有很深的积累，掌握了云母提锂的核心技术与工艺，是云母提锂龙头。目前公司拥有复合盐低温焙烧技术固氟技术的融合技术、先成形后隧道窑焙烧的工艺、动力学控制选择性浸出技术、MVR 节能蒸发回收利用复合盐等核心技术，通过焙烧、浸出、净化、蒸发浓缩浓酸、离心分离等工艺制作电池级碳酸锂。

图表 32：公司云母提锂生产流程

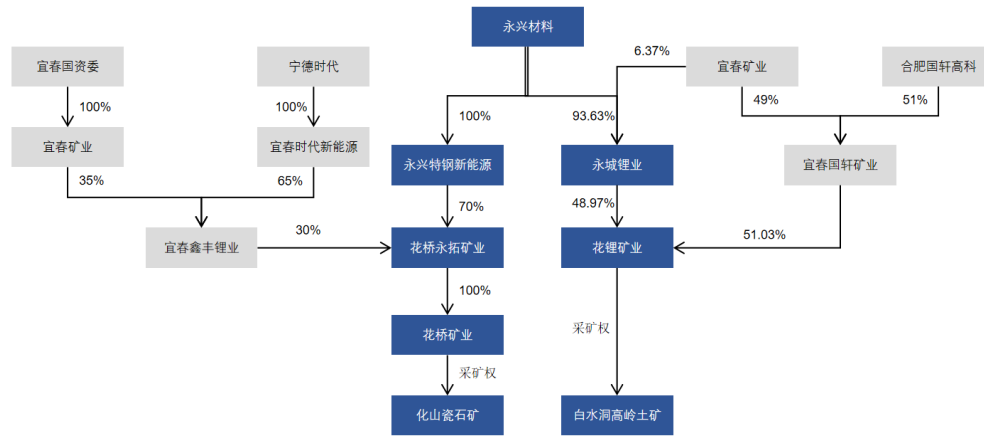


数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 掌握江西优质锂云母资源

公司掌握优质锂云母资源。在锂资源自给率较低的中国，资源自给率决定了锂电新材料公司的生产成本，也决定了企业是否可以稳定生产。公司于2018年1月通过控股子公司花桥矿业掌握了宜丰白市村化山矿区70%的权益，下游厂商宁德时代也拥有该矿19.5%权益；同年11月通过联营公司花锂矿业掌握了宜丰县白水洞矿区约48.97%的权益，合肥国轩高科也拥有该矿26.02%权益。

图表 33：公司锂资源端股权概况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司拥有资源储量折合LCE当量51.27万吨。控股子公司花桥矿业拥有化山瓷石矿采矿权，矿山位于宜丰县花桥乡白市村，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，品位0.39%，折合LCE当量43.41万吨，目前是公司主要的资源保障。联营公司花锂矿业拥有白水洞高岭土矿采矿权，矿山位于宜丰县花桥乡山田村，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，品位0.44%，折合LCE当量7.86万吨。

未来锂矿资源储量仍有上升空间。化山瓷石矿是公司主力矿山，目前是公司投产的2万吨电池级碳酸项目的资源保障。公司拥有1.87平方公里的矿区面积，采矿权证有效期从2018年7月8日至2028年7月8日，目前仅对0.38平方公里的土地进行了详勘。未来随着勘探面积和深度的扩大，资源储量有望进一步增强，可以满足公司长期发展需求。

图表 34：公司锂资源概况

矿区	持有公司	股权比例	矿区面积 (平方公里)	资源储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	品位 (%)	LCE 当量 (万吨)
化山瓷石矿	花桥矿业	70%	1.87	4507	2615	0.39	43.41
白水洞高岭土矿	花锂矿业	45.85%	0.76	731	601	0.44	7.86

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 优化工艺路线，克服云母提锂采选难题

公司通过优化工艺路线，克服了云母提锂采选环节的诸多难点。传统的云母提锂采选环节存在多种问题，包括副产品氢氟酸对设备腐蚀，除杂困难，锂综合回收率较低，废渣废气污染环境等。公司针对以上问题开发出了复合盐低温焙烧技术，

固氟技术，隧道窑焙烧工艺和燃烧工艺优化，提高了锂的收得率，降低了成本，减少了能耗和废物的产生。

复合盐低温焙烧技术+固氟技术。硫酸焙烧法的主要问题是副产品氢氟酸对设备的腐蚀，以及锂云母含钾、铝、硅、氟等杂质含量较高，除杂困难，因此此前云母提锂长期未能实现量产。公司创造性地采用了复合盐低温焙烧+固氟技术，低温工艺降低了生产能耗；助剂的使用改善了固氟效率，固氟率达 99.5% 以上，大大减少设备腐蚀；氟氧化物、氟化物的排放降低，对环境友好。

图表 15：云母提锂焙烧工艺路线对比

工艺	提锂率	优点	缺点
石灰石焙烧法	<70%	适用范围广，几乎可用于所有锂矿物	浸出液中锂含量低，蒸发能耗大，锂回收率较低
硫酸焙烧法	85%	液固相易混合均匀，生产效率	浸出溶液杂质含量高，后续的净化复杂；大量使用硫酸，对设备的防腐蚀性能要求很高
复合盐焙烧法	92%	蒸发量小	钾盐消耗量很大，对焙烧温度控制十分严格

数据来源：李军等《典型含锂矿物焙烧提锂研究进展》，华福证券研究所

隧道窑焙烧工艺。传统回转窑焙烧能耗高、浸出率低，回转窑易结圈，不能稳定持续生产。公司首创的先成型后隧道窑焙烧的工艺，通过增加反应面积以及精准控制温度，使得锂在窑内反应更充分，锂的浸出率大大提高，降低了锂损耗，大幅提升锂的综合回收率。物料充分利用隧道窑的余热用于后道烘干，有效节省了天然气消耗。回转炉普遍存在的粘壁停机问题得以避免，设备运行更加稳定，需检修次数大幅降低，生产效率更高。目前江西大多数云母提锂公司还在使用回转窑，而永兴材料一期 1 万吨电池级碳酸锂中 5000 吨产能和二期碳酸锂项目都采用了最新的隧道窑焙烧技术。

图表 26：主要云母提锂厂商工艺使用情况

企业	火法关键工艺	火湿法关键工艺
永兴材料	复合盐低温焙烧技术+固氟技术	5000 吨隧道窑+25000 吨回转窑
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

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

优化燃烧工艺。公司在焙烧过程中，调整优化燃烧工艺，提升了氧化锂收得率，还使用 MVR 节能蒸发浓缩装置，实现了蒸发浓缩车间自产混合盐的回用。通过对混合盐的循环利用，实现循环生产，不再外购复合盐，辅料成本大幅下降。

公司现有采选产能分别为 100 万吨和 350 万吨，2023 年可分别增至 300 万吨和 660 万吨。采矿环节，公司控股子公司永兴新能源化山瓷石矿项目目前拥有 100 万吨采矿能力，年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目已经进入建设阶段，化山瓷石矿采矿许可证载生产规模已于今年 4 月提高至 300 万吨/年。选矿环节，子公司永兴新能源 300 万吨选矿产能（180 万吨选矿产能处于产能爬坡阶段）+子公司永城锂业 50 万吨选矿产能（可扩产至 60 万吨），永城锂业 300 万吨/年锂矿石高效选矿与综合

利用项目目前正在编制可研报告、进行产线设计。

图表 37：公司锂电新能源业务采、选产能

板块	项目	公司	产能	项目进展
采矿	化山瓷石矿 100 万吨采矿项目	永兴新能源	100 万吨	达产
	年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目	永兴新能源	300 万吨	已经进入建设阶段
选矿	永兴新能源选矿一期	永兴新能源	120 万吨	达产
	永兴新能源选矿二期	永兴新能源	180 万吨	已投入使用，产能爬坡中
	永城锂业选矿一期	永城锂业	50 (60) 万吨	50 万吨达产，可扩产至 60 万吨
	300 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目	永城锂业	300 万吨	最迟 2023 年建成

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.4 锂盐产能布局完善，未来 2 年持续放量

一步法制备电池级碳酸锂。公司不断优化湿法冶炼碳酸锂环节的动力学控制选择性分离技术，跳过碳化过程，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。

冶炼环节，公司现有 3 万吨电池级碳酸锂产能，且公司锂资源储量及选矿产能规划最高可满足 5 万吨电池级碳酸锂生产。公司目前具有 3 万吨电池级碳酸锂产能，都处于达产状态。根据公司公告，1 万吨电池级碳酸锂对应 135 万吨采选矿产能，公司二期 2 万吨电池级碳酸锂从计划到达产耗时 20 个月。公司现有采矿，选矿和冶炼产能完全匹配。最迟 2023 年建成的 300 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目可再满足三期 2 万吨电池级碳酸锂的选矿需求，因此公司未来仍然存在 2 万吨电池级碳酸锂的扩产空间。

图表 48：公司锂电新能源业务冶炼产能

板块	项目	公司	产能	项目进展
冶炼	电池级碳酸锂一期	永兴新能源	1 万吨	达产
	电池级碳酸锂二期	永兴新能源	1+1 万吨	2 条 1 万吨线全面达产
	电池级碳酸锂三期	永兴新能源	2 万吨	预计 24 年投产

数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：三期项目进展为华福研究所根据公司基本面推算假设

公司子公司永诚锂业在建的 300 万吨/年选矿项目和公司现有采选产能可保证未来公司 5 万吨碳酸锂的原料供应，我们判断公司有建设三期 2 万吨电池级碳酸锂项目的可能，结合公司近期碳酸锂产线建设速度，假设明年上半年会宣布建设三期项目，2024 年三期 2 万吨电池级碳酸锂下半年会很快达产，我们预计公司在 2022-2024 年锂盐产能为 3/3/5 万吨，锂盐销售量为 2/3/4 万吨，不含税价格为 45/37/29 万元/吨。

图表 59：公司锂盐产能，产量和价格预测

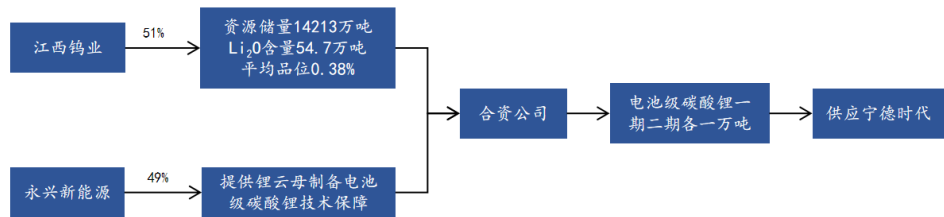
	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	远期规划
锂盐产能 (吨)	10000	10000	30000	30000	50000	50000
锂盐产量 (吨)	9612	11235	20228	30000	40000	50000

锂价（万元/吨）	3	11	45	37	29	-
----------	---	----	----	----	----	---

数据来源：公司公告，华福证券研究所

强强联合，携手江西钨业分两期建设年产 2 万吨碳酸锂项目。为充分发挥江西永兴新能源的技术优势和江西钨业的资源优势，2022 年 2 月 16 日公司与江西钨业拟成立合资公司建设年产 2 万吨碳酸锂项目，合资公司的股权比例为江西永兴新能源 49%、江西钨业 51%。合资公司碳酸锂生产线规划产能为年产 2 万吨，项目分二期实施，其中第一期建设年产 1 万吨碳酸锂。江西钨业保障原料供应，永兴材料保障锂云母制备电池级碳酸锂技术工艺，产出的电池级碳酸锂供应给宁德时代。

图表 40：公司与江西钨业合作示意图

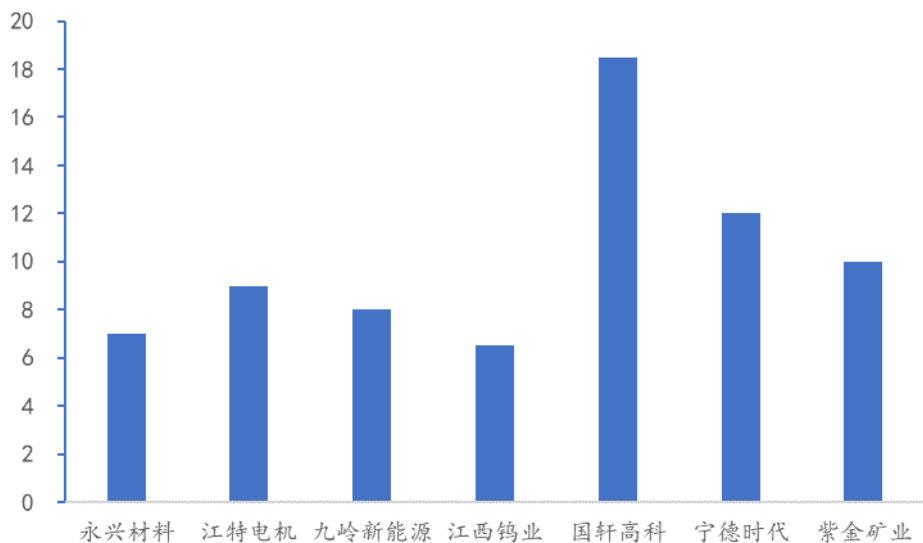


数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.5 四管齐下，造就锂盐成本优势

公司锂盐单吨成本在云母提锂行业排名第二。目前公司单吨碳酸锂成本接近 7 万元，而同为云母提锂企业的江特电机成本为 9 万元每吨，仅次于江西钨业的 6.5 万元单吨成本，全行业排名第二。这主要得益于公司在资源自给率，云母提锂技术，副产品回收和规模效应四个维度取得领先。

图表 41：云母提锂行业单吨 LCE 生产成本对比（万元/吨）



数据来源：各公司公告，华福证券研究所

公司资源自给率较高。资源自给率高的锂盐企业相比无自有资源的企业有很强的成本优势，原材料供应的稳定性也有保障。公司战略规划采选冶一体化布局，目前采矿和选矿产能能够完全满足生产锂盐的资源需求。虽然当前因产能错配导致公

司外购部分锂云母，但是未来随着采选冶产能完全释放，公司资源自给率有望达到95%以上。

公司云母提锂技术行业领先。公司首创隧道窑焙烧技术，相比于市场上其他厂商所使用的回转窑，能耗降低 15%，氧化锂浸出率提升 5%左右，单吨成本较回转窑下降 1500 元/吨。目前除永兴之外的云母提锂企业采用的几乎都是回转窑。公司一期 1 万吨电池级碳酸锂项目由一条 5000 吨的隧道窑和一条 5000 吨的回转窑组成，二期 2 万吨电池级碳酸锂项目由 2 条 1 万吨级隧道窑组成，因此预计二期项目投产后单吨制造费用会有所降低。固氟技术固氟率高达 99.5%以上，大大减少了设备腐蚀和维护成本，减少环境污染。复合盐焙烧中在蒸发浓缩阶段通过 MVR 设备让硫酸钾和硫酸钠析出，实现自产混合盐循环利用，节约了辅料成本。在湿法冶炼碳酸锂过程中一步法得到电池级碳酸锂，缩短了工艺流程，节约了从工业级到电池级的提纯碳化成本。

副产物综合回收利用。锂云母原矿含钽、铌、锂、铷、铯等多种稀有金属，因此在生产过程中会产出三大有价值的副产物：一是选矿副产钽铌锡，直接出售，产值较小。二是长石/石英，长石可作为玻陶原料，而宜春地区是中国第二大陶瓷基地，需求量非常大。石英目前跟长石混杂在一起按照长石价格出售，目前正在建设石英长石分离项目，建成后每吨碳酸锂可以摊销 1000 元左右。三是冶炼渣，用于水泥添加剂以及制砖，没有收益。公司募投项目 180 万吨选矿项目拟加强副产品综合利用，未来钽铌锡混合精矿和长石精确分级销售是副产物利用重点。预计每万吨矿石包含副产物 8450 吨，如果能够做到精确分离，预计带来 48.95 万元收益。

图表 42：公司选矿副产品利用收益测算

产品名称	每万吨含量 (吨)	销售价格 (含税价, 元/吨)	收益 (元)
钽铌锡混合精矿	3	66000	198000
高白度长石	1087	55	59797
玻璃级长石	1275	55	70125
超细长石	1617	2	3234
陶瓷级长石	4438	35	155322
铁精矿	30	100	3000
合计	8450		489478

数据来源：公司公告，华福证券研究所

规模效应。二期扩建工程拟投入总额与一期基本接近，但二期产能翻番。一期年产 1 万吨碳酸锂项目已经建成的公辅设施可以被二期年产 2 万吨电池级碳酸锂项目使用，未来三期项目的锂精矿也同样由花桥矿业的化山瓷石矿提供，因此单位产品的折旧摊销等费用将被摊薄。

3.6 延伸产业链布局，探索海外优质锂云母资源

深化锂电布局，进军锂电池项目。公司 2021 年 1 月投资 10 亿元建设 2GWh/a 超宽温区超长寿命锂离子电池项目，一期先行投资建设 0.2GWh/a 电池项目，投资额为 2.8 亿元。一期项目于 2022 年 11 月投产，标志着公司锂电新能源业务将从上

游原材料制备跨入下游锂离子电池制造的核心领域，极大地延伸了新能源领域的产业链，提升整体核心竞争力。同时联合东方电气中标宁波朗辰新能源有限公司 50MW/100MWh 独立储能电站项目，承担项目中 5MW/10MWh 钛酸锂预制舱及附属设备的设计、制造、供货。

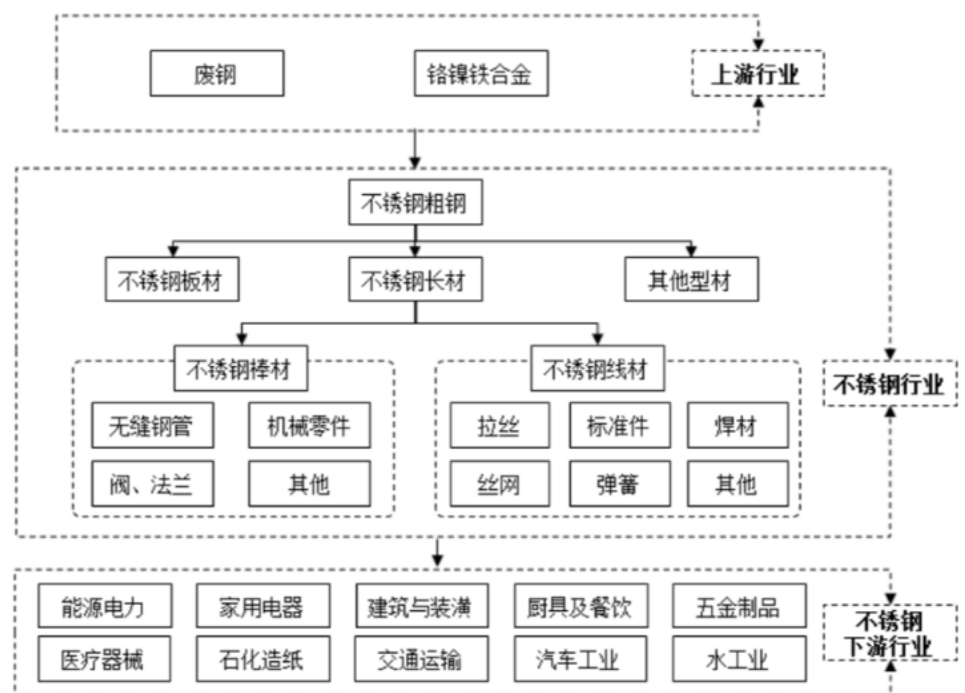
进军澳洲云母提锂市场。2022年5月4日公司与澳洲公司 Eastern Resources Ltd (ASX:EFE)签署战略合作协议，Eastern 将作为永兴材料在澳大利亚的独家合作伙伴，共同成立合资公司在本地进行锂云母项目的收购和开发。Eastern 出资 10 万美元占股 60%，公司出资 90 万美元占股 40%，双方按比例分摊合资公司的运营费用。本次合作将充分发挥 Eastern 的锂云母资源优势和公司云母提锂的技术优势，强强联合。

4、 不锈钢高端产品景气度高，下游需求回暖

4.1 供给侧改革助推高端不锈钢产品高景气度

供给侧改革推动不锈钢产业升级。我国特种不锈钢的发展与美国、德国、瑞典、日本等发达国家存在不小的差距。为了解决我国钢铁行业面临的低端产品产能过剩和高端产品缺乏的问题，2020 年国家深入推动钢铁行业供给侧改革，严格限制新增钢铁产能，优化产业结构布局，大幅提升供给质量。在未来不锈钢需求逐步改善的环境下，高端不锈钢的产量预计会进一步提升。

图表 43：不锈钢产业链



数据来源：公司公告，华福证券研究所

特钢行业存在三大壁垒，包括政策壁垒，技术壁垒和认证壁垒。行业新进入者较少，现存者也很难产能扩张，竞争格局稳定，产量的上升主要来源于自身产能利用率的发掘以及旧产能改造。

政策壁垒：国家严格控制新增钢铁产能。今年初，工信部联合国家发改委、生态环境部印发《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，明确了“十四五”时期推进钢铁工业高质量发展的实施路径，严格落实钢铁产能置换、项目备案、环评、

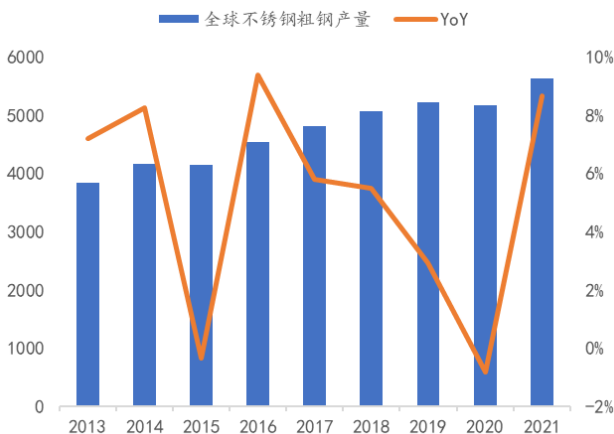
排污许可、能评等法律法规、政策规定，不得以机械加工、铸造、铁合金等名义新增钢铁产能，形成了行业进入壁垒和产能扩大壁垒。

技术壁垒：特钢行业需要持续的技术研发和积累。特钢生产涉及的技术环节多，工艺复杂，整套生产流程涉及冶炼、材料、热加工、计算机、电子、化学、机械和物流等各个方面，因此，特钢企业的正常运营需要强大的技术支持。特钢生产由于冶炼和轧制的特殊性，需要大批熟练技术人员对整个生产流程进行严格控制，企业若不能实现精细化生产，不仅影响产品质量，还会大幅度增加成本；另外，生产和深加工高质量高附加值特钢产品的能力，将决定企业能否获得高额利润，而高附加值产品的研制不仅需要资金和人员投入，更需要生产经验的积累。因此，技术积累将对潜在进入者形成壁垒。

认证壁垒：特钢产品客户粘性高，品牌效应强。特钢产品主要应用于装备制造领域的关键部件，由于应用领域的特殊性，终端用户对采购产品的材质、性能和质量稳定性有很高的要求。终端行业核心用户往往需要通过对合格供应商认证的形式确保采购来源的可靠性和稳定。合格供应商一旦确定，新的供应商短期内较难进入，从而在一定程度上形成了供应商认证壁垒。

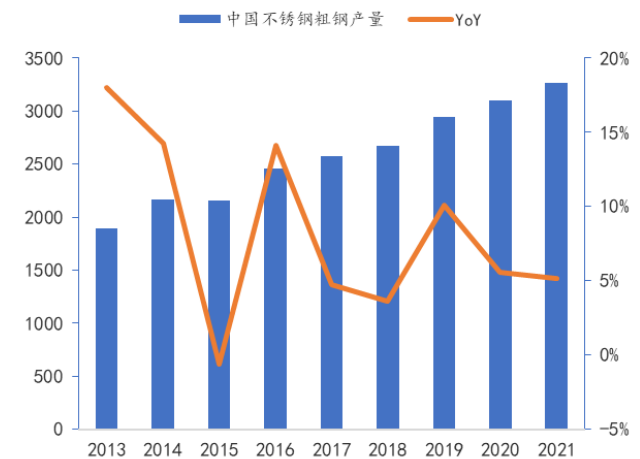
全球不锈钢产业在过去几年发展迅速。全球不锈钢粗钢产量在 2021 增至 5629 万吨，同比增长 9%，其中印尼和中国贡献了主要增量。2021 年因项目施展进度以及能耗双控等政策因素干扰，国内暂无新增产能，现有的不锈钢厂产能利用率普遍较高，中国不锈钢粗钢产量为 3263 万吨，同比增长 5.1%。

图表 44：全球不锈钢粗钢产量及增速（万吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 45：中国不锈钢粗钢产量及增速（万吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

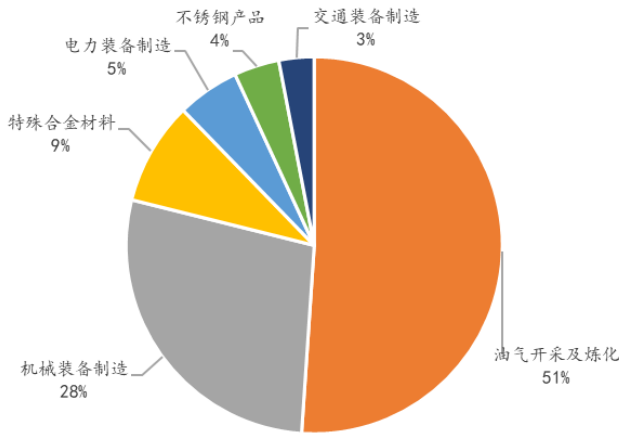
未来不锈钢高端产品占比有望进一步提升。当前全球（不含中国）200 系不锈钢的比例约 12%左右，中国 200 系不锈钢产量占比约 33%；全球（不含中国）300 系不锈钢的比例为 56%，中国 300 系不锈钢产量占比约 52%，显示目前我国在高等级不锈钢的消费水平上与世界水平尚有一定差距，因此具有高附加价值的高端不锈钢未来前景远大。

4.2 油气行业和制造业复苏带动下游需求回暖

公司特钢业务主要下游包括油气开采及炼化、机械装备制造、特殊合金材料、电力装备制造和交通装备制造，产品主要面向国内。其中油气开采及炼化占特钢业务营收比约 51%，占毛利比约 55%，机械装备制造占比其次，占营收比约 28%，占

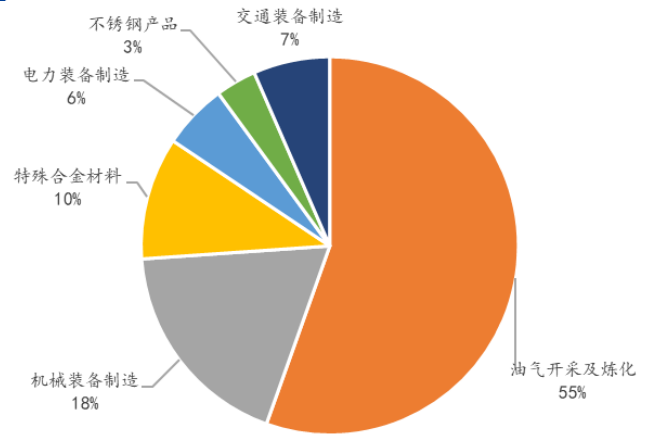
毛利比约 18%。因此油气行业企业资本开支情况和制造业景气度将极大的影响公司不锈钢产品的需求。

图表 46: 2022H1 公司不锈钢业务营收结构



数据来源: 公司半年报, 华福证券研究所

图表 47: 2022H1 公司不锈钢业务毛利结构



数据来源: 公司半年报, 华福证券研究所

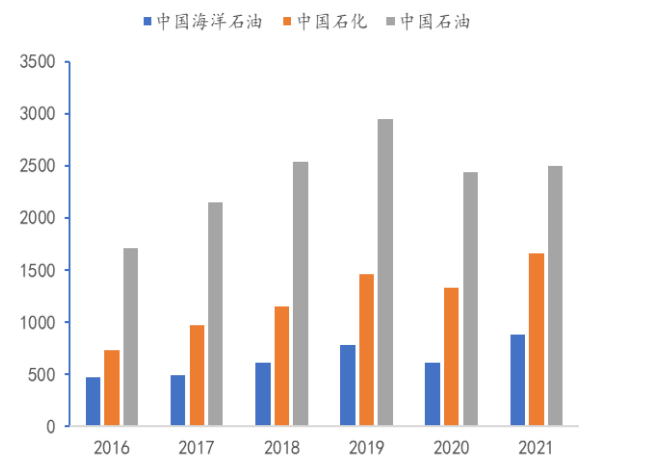
高油价支撑下游油气开采及炼化行业对特钢产品高需求。受到新冠疫情影响, 2020 年上半年油价处于低位, 油气开采及炼化行业纷纷减少资本开支和固定资产投资。2021 年油价持续处于高位, 三桶油也纷纷增加资本开支, 中国海洋石油、中国石化、中国石油资本开支分别为 887、1679、2512 亿元, 同比分别增长 45.5%、26.0%、3.0%, 固定资产投资实际完成额累计同比由负转正, 在 2021 年年底达到 4.2%。2022 年上半年俄乌冲突继续推动油价维持高位, 预计未来三桶油资本开支和石油和天然气开采业固定资产投资实际完成额累计同比会继续增加, 油气开采及炼化行业对特钢需求将不断提升。

图表 48: 石油和天然气开采业固定投资完成额同比



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

图表 49: 三桶油资本支出情况 (亿元)

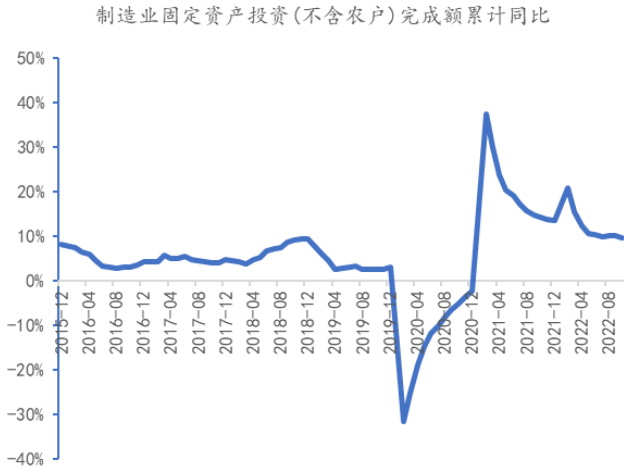


数据来源: Wind, 华福证券研究所

疫情影响减小, 制造业开始复苏。2020 年疫情爆发, 为了防控疫情, 各国采取了不同程度的封锁措施, 客观上造成了制造业产业链短暂停滞, 给经济运行带来较大影响。2021 年疫情影响减弱, 但因为原材料和能源价格上涨, 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, 中国制造业仍在进行升级转型, 对高端产品需求会进一步增加。以紧固件为例, 紧固件是把两个以上零件 (或部件) 紧固连接成为一件整体时所采用的一系列机械零件的总称, 广泛应用于各种机械、

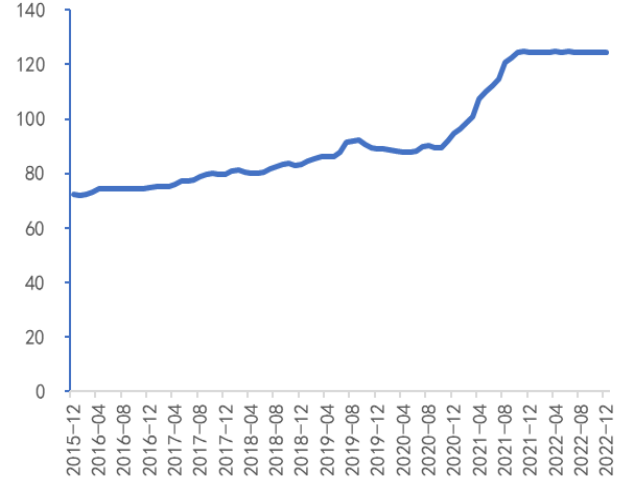
设备、车辆、建筑、化工等产品中，因此紧固件的价格能一定程度上反应下游制造业需求程度。紧固件价格指数多年来持续上涨，尽管 2020 年因疫情影响有所下调，现在仍处于上升过程中。

图表 50：制造业固定资产投资完成额同比



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

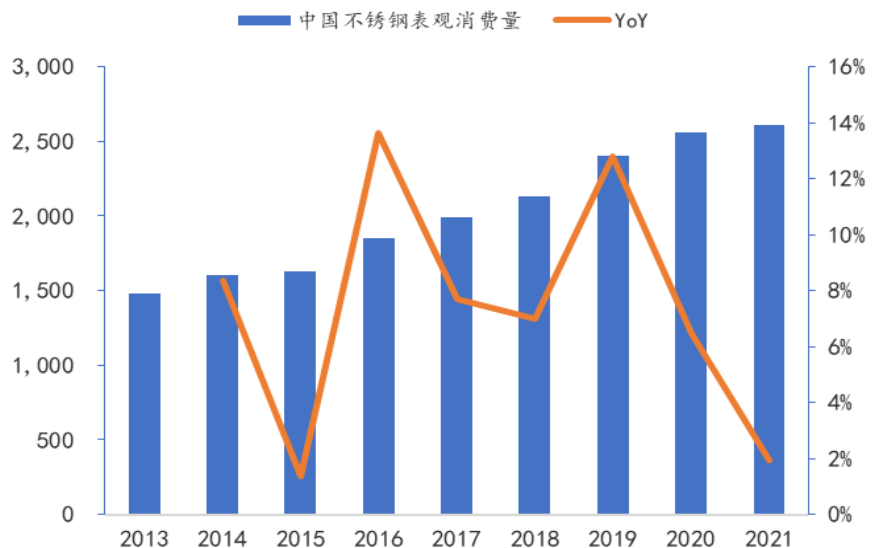
图表 51：紧固件价格指数



数据来源：中国五金机电指数，华福证券研究所

产业升级带动中国不锈钢表观消费量稳定增加。受益于中国制造业转型升级，不锈钢的下游传统重要应用领域，如日用制品、建筑、工程机械、家电电子及汽车等不锈钢的消费量维持增长，中国不锈钢表观消费量从 2013 年的 1482 万吨提升至 2021 年的 2610 万吨，年复合增长率 7.33%。

图表 52：中国不锈钢表观消费量及同比（万吨）



数据来源：Wind，华福证券研究所

高端不锈钢表观消费量有望进一步提升。不锈钢在新领域消费有望获得新增长：工业领域消费，如城市轨道交通、交通车辆、石油天然气加工运输及城乡基础建设工程；高端制造业，超临界和超（超）临界发电设备、环境恶劣的采油设施、LNG 船的建造等；新兴领域，海洋开发、航空航天（军工）、新能源开发（核电）、节能环保等。随着供给侧改革的深入，产品结构将不断改善，中高端产品的占比有望不断提升。

5、 不锈钢长材龙头做优存量

5.1 高附加值不锈钢长材龙头

公司产品位于产业链前端，下游客户以各领域龙头企业为主。公司采用短流程生产工艺，以不锈钢废钢为主要原料，通过电炉初炼、炉外精炼、连铸、连轧生产出不锈钢棒线材和特殊合金。公司生产的棒材在下游深加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等，终端应用包括石油炼化、精细化工、煤化工、核电、医药食品、船舶制造等高端工业领域，主要客户以江浙沪区域不锈钢钢管制造龙头企业为主，如久立特材、江苏武进、江苏银环、浙江中达、无锡腾跃等；线材在下游深加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类等，终端应用包括工业领域及部分民用领域，主要客户以不锈钢标准件生产厂、拉丝厂、弹簧厂等龙头企业为主，如浙江东明、腾龙精线、浙江奥展、江苏法尔胜等。

图表 53：公司特钢产品种类及应用

分类	产品	下游制造	终端应用
棒材	高压锅炉用不锈钢棒材	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	无缝钢管、管件、法兰	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
	奥氏体不锈钢棒材	轴件、泵阀、杆件等成品	
线材	切削用不锈钢线材	钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类等	工业领域及部分民用领域
	焊接用不锈钢线材		
	冷墩用不锈钢线材		
	拉丝用不锈钢线材		
特殊合金	铁镍基合金（镍基合金）	无缝钢管、管件、法兰、轴件、杆件、卷板、钢带、标准件、焊接材料等	石油化工、LNG 液化天然气、高压锅炉、核电、海洋工业、船舶制造、节能环保、航天军工、健康医疗等领域
	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		

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司是国内不锈钢棒线材龙头。公司深耕特钢行业二十余年，已发展成为中国不锈钢棒线材龙头企业，不锈钢棒线材国内市场占有率连续 10 年位居前三，双相不锈钢棒线材产量居全国第一位，有多个品种产品出口国外。不锈钢棒线材产量占比较小，在这相对小众的领域，棒线材的供给格局呈现典型的头部聚集特征。公司产品具有认证优势。公司生产的产品严格按照国际先进标准生产，已经经过了多技术协议组织生产和检验，产品的性能和可靠性得到了客户的高度认可，竞争优势突出，目前已经取得中国方圆标志认证集团四体系认证，德国莱茵（PED&AD）、中国船级社（CCS）、挪威船级社（DNV）等认证，公司也取得了中国石油化工集团公司、东方电气集团东方锅炉股份有限公司、哈尔滨锅炉厂有限责任公司、上海锅炉厂有限公司等终端行业核心用户对原材料供应商认证。

图表 54：公司特钢产品认证情况

公司获得认证列表

中国方圆标志认证集团认证的质量、环境、职业健康、能源四体系认证

德国莱茵 (TÜV)、中国船级社 (CCS)、挪威船级社 (DNV)、英国劳氏船级社 (LR)、美国船级社 (ABS)、汽车行业 TS16949 和 APISPECQ1 美国石油协会质量体系等认证

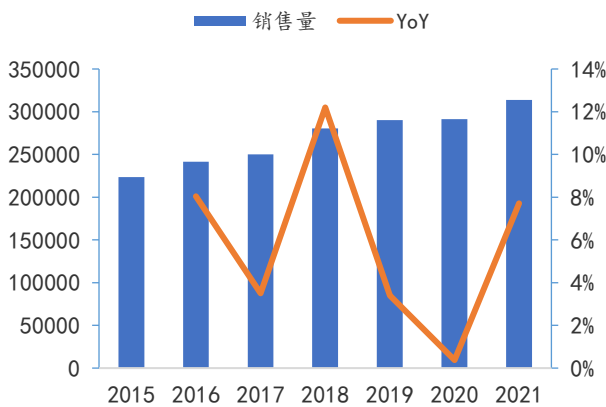
中国石化、东方锅炉、上海锅炉、哈尔滨锅炉等终端行业核心用户对原材料供应商认证

数据来源：公司官网，华福证券研究所

5.2 特钢产品产销稳定增长，盈利能力保持稳定

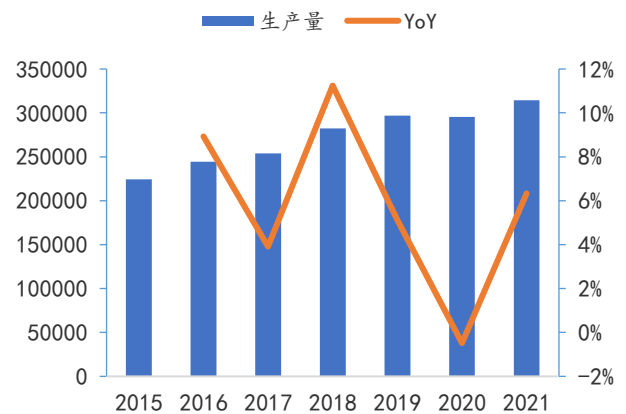
公司现有不锈钢及特殊合金炼钢产能 35 万吨/年，技改后仍有上升空间。其中炼钢一厂产能 10 万吨/年，炼钢二厂产能为 25 万吨/年。2020 年以前炼钢一厂采用模铸工艺，成材率约为 86-88%；而二厂采用连铸工艺，成材率在 98.5% 以上。通过高性能不锈钢连铸技改项目，炼钢一厂原有的年产 6 万吨模铸设备改造为连铸设备，保留 4 万吨的钢水模铸产能用于生产特殊钢、耐蚀合金产品，模铸工艺升级为连铸工艺后成材率进一步提高。公司理论上特钢年最高有效产量可达 34 万吨，2021 年生产量 31.4 万吨，未来仍有 2.6 万吨的产量提升空间。

图表 55：永兴材料特钢产品销售量及增速（吨）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 56：永兴材料特钢产品生产量及增速（吨）



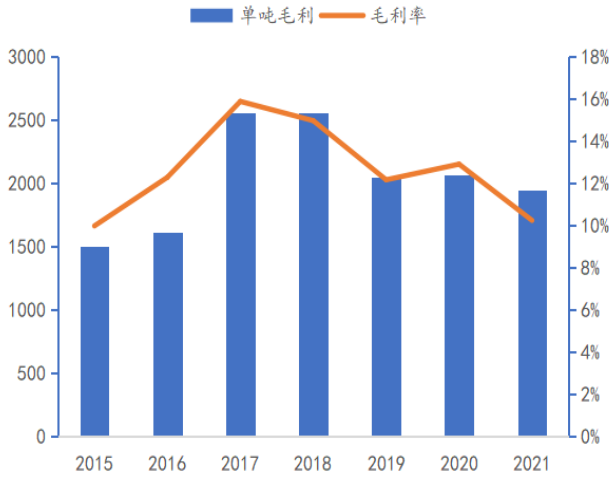
数据来源：公司公告，华福证券研究所

年产 2 万吨汽车高压共轨、气阀等银亮棒项目部分产线已经投入使用。2020 年公司投资 1.8 亿元建设年产 2 万吨银亮棒项目，目前部分产线已经投入使用。该项目将完善高压共轨用棒材、气阀钢材料等汽车用钢的生产流程，在保障产品质量的同时，提升产品附加值、市场竞争力及客户满意度，进一步优化公司产品结构，促进公司核心竞争力及业绩的提升。

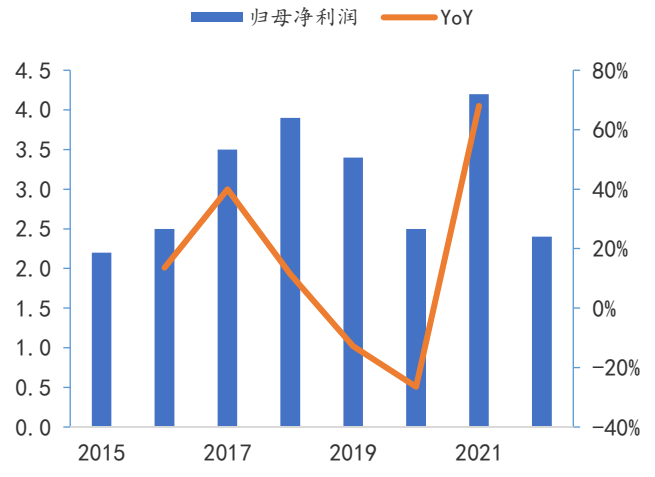
单吨盈利稳健，稳定贡献现金流。公司坚持以销定产、以产定采、采销联动，充分发挥供销一体化机制的优势，对产品成材率、能耗、吨钢辅料耗用、生产效率、交货期等要素进行细节管理，因此特钢新材料业务盈利能力稳健。公司特钢产品单吨毛利自 2019 年以来一直保持在 2000 元左右，毛利率多年维持在 12% 左右，2017 年以来，除 2020 年受疫情影响外，实现归母净利润始终保持在 3 亿元以上。

图表 57：特钢业务单吨毛利及毛利率（元）

图表 58：特钢业务归母净利润及增速（亿元）



数据来源: Wind, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

6、盈利预测和估值

6.1 核心假设

锂矿采选及锂盐制造业:

根据公司碳酸锂二期项目的投产进度以及公司满产满销的能力, 预计 2022-2024 年公司锂盐产能为 3/3/5 万吨, 产量为 2/3/4 万吨。假设 23 年供需维持紧平衡, 以及 24 年成本曲线和低锂价后供需再平衡, 预计 2022-2024 年碳酸锂不含税价格为 45/37/29 万元/吨。假设 23 年后公司产能错配情况会消失, 且其他基础原料价格会随着碳酸锂价格回落而回落, 毛利率为 84.4%/81.4%/77.4%。

黑色金属冶炼及压延加工业:

公司技改项目完成后特钢产线成品率和产能利用率提高, 预计 2022-2024 年销售量为 32/33/34 万吨。上半年的原材料波动影响将会逐渐减小, 预计 2022-2024 年单位产品售价为 2/1.9/1.9 万元/吨, 毛利率为 8%/9.5%/11.5%。

图表 59: 公司盈利测算

业务	指标	单位	2021	2022	2023	2024
黑色金属冶炼及压延加工业	产能	万吨	35	35	35	35
	销售量	万吨	31	32	33	34
	售价	万元/吨	1.91	2.00	1.92	1.92
	营业收入	百万元	5975	6401	6241	6529
	营业成本	百万元	5364	5889	5648	5778
	毛利	百万元	611	512	593	751
	毛利率	%	10.2%	8.0%	9.5%	11.5%
锂矿采选及锂盐制造业	产能	万吨	1	3	3	5
	销售量	万吨	1.1	2.0	3.0	4.0
	售价	万元/吨	11	45	37	29
	营业收入	百万元	1224	9066	11150	11075
	营业成本	百万元	588	1416	2070	2500
	毛利	百万元	636	7650	9080	8575
	毛利率	%	52.0%	84.4%	81.4%	77.4%
合计	营业总收入	百万元	7199	15467	17391	17604
	营业总成本	百万元	6324	7305	7718	8278
	毛利	百万元	875	8162	9673	9326
	毛利率	%	17.3%	52.8%	55.6%	53.0%

数据来源: Wind, 华福证券研究所测算

6.2 估值分析

考虑到永兴材料特钢业务较为稳定, 锂盐业务增长较快, 且二个板块估值差异较大, 因而采用分部估值法, 从特钢和锂盐两个业务板块来考虑公司价值。

锂矿采选及锂盐制造业: 考虑到永兴材料资源自给率较高, 我们选取国内锂行业中资源自给率同样较高的天齐锂业, 赣锋锂业, 融捷股份和江特电机作为可比公司, 截至 1 月 18 日, 可比公司 2022-2024 年预测 PE 均值分别为 9.5/7.5/6.1 倍, 因此给予公司 2023 年 7.45 倍 PE, 结合公司 2023 年锂矿采选及锂盐制造业务净利润预测值为 74.24 亿元, 对应相关市值为 558 亿元。

黑色金属冶炼及压延加工业: 我们选取国内特钢行业公司久立特材、甬金股份、中信特钢、方大特钢作为可比公司, 截至 1 月 18 日, 可比公司 2022-2024 年预测 PE 均值分别为 12.6/10.0/8.5 倍, 因此给予公司 2023 年 10 倍 PE, 结合公司 2023 年黑色金属冶炼及压延加工业净利润预测值为 4.16 亿元, 对应相关市值为 41 亿元。

公司合理市值为 599 亿元, 对应目标价为 144.22 元, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图表 60: 可比公司估值

分类	证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			最新
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
锂矿采选 及锂盐制 造业	002466.SZ	天齐锂业	1444	13.0	13.8	14.5	6.8	6.4	6.1	88
	002460.SZ	赣锋锂业	1531	9.5	10.1	11.3	8.0	7.5	6.7	80
	002192.SZ	融捷股份	278	7.6	11.0	16.2	14.0	9.7	6.6	116
	002176.SZ	江特电机	317	2.1	2.9	3.6	9.0	6.5	5.1	19
平均	-	-	-	-	-	-	9.5	7.5	6.1	-
黑色金属 冶炼及压 延加工业	002318.SZ	久立特材	152	1.2	1.3	1.4	13.5	12.0	10.8	16
	603995.SH	甬金股份	97	1.9	2.8	3.8	15.4	10.2	7.6	30
	000708.SZ	中信特钢	914	1.5	1.8	2.0	11.8	9.9	8.9	18
	600507.SH	方大特钢	142	0.6	0.8	0.9	9.6	7.7	6.8	6
平均	-	-	-	-	-	-	12.6	10.0	8.5	-

数据来源: Wind, 华福证券研究所

7、 风险提示

7.1 锂价波动风险

锂价受到供给端, 需求端, 政策, 库存等多方面因素影响, 因此实际锂价可能与预测锂价存在差异。

7.2 全球新能源汽车销量不及预期

原材料价格高企、宏观经济不景气、新能源车补贴退坡等外部因素下, 新能源汽车销量可能不及预期, 从而影响公司销售量以及成本传导。

7.3 在建及推测项目不及预期

公司目前正在规划第三期 2 万吨电池级碳酸锂的采选产能, 未来产线建设可能会因为疫情等因素延期导致项目进展不如预期; 三期碳酸锂冶炼项目为推测, 项目

本身是否存在有不确定性

7.4 周边云母提锂产生的环境问题导致区域性停产

公司生产基地附近存在小作坊偷采锂矿，部分陶瓷厂改造产线并生产锂的现象，不规范的生产和不成熟的技术以及矿渣的处理可能会造成环境污染，造成区域性停产检查。

图表 61：公司 2023 年盈利能力敏感性分析

EPS (元/股)		锂价 (万元/吨)				
		60	51	42	33	24
销售量 (万吨)	2.6	24.62	20.61	16.59	12.58	8.57
	2.7	25.51	21.34	17.17	13.01	8.84
	2.8	26.4	22.07	17.75	13.43	9.11
	2.9	27.29	22.8	18.33	13.85	9.38
	3.0	28.18	23.53	18.91	14.28	9.65
	3.1	29.07	24.26	19.49	14.7	9.92
	3.2	29.96	24.99	20.06	15.13	10.19
	3.3	30.85	25.72	20.64	15.55	10.46
	3.4	31.74	26.45	21.22	15.97	10.73

数据来源：Wind，华福证券研究所测算

图表 62：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,830	6,223	13,678	21,268
应收票据及账款	221	351	255	206
预付账款	22	37	39	38
存货	724	860	945	999
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	696	2,252	2,402	2,232
流动资产合计	3,492	9,723	17,320	24,742
长期股权投资	273	267	267	269
固定资产	1,689	1,944	2,236	2,560
在建工程	474	574	574	474
无形资产	271	280	279	285
商誉	73	73	73	73
其他非流动资产	97	52	59	69
非流动资产合计	2,877	3,191	3,489	3,732
资产合计	6,369	12,914	20,809	28,474
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	693	921	996	1,093
预收款项	0	38	43	25
合同负债	42	83	125	108
其他应付款	61	50	59	57
其他流动负债	314	358	405	387
流动负债合计	1,110	1,450	1,628	1,671
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	142	143	144	143
非流动负债合计	142	143	144	143
负债合计	1,252	1,593	1,772	1,814
归属母公司所有者权益	5,036	11,305	18,970	26,504
少数股东权益	81	94	131	185
所有者权益合计	5,117	11,398	19,100	26,689
负债和股东权益	6,369	12,991	20,873	28,503

现金流量表

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	786	4,988	7,687	7,606
现金收益	1,035	6,506	7,663	7,386
存货影响	-167	-136	-84	-54
经营性应收影响	-88	-144	97	53
经营性应付影响	56	254	89	78
其他影响	-49	-1,492	-77	143
投资活动现金流	-235	-557	-494	-457
资本支出	-583	-546	-497	-464
股权投资	-10	6	-1	-2
其他长期资产变化	358	-17	4	9
融资活动现金流	-136	-29	258	437
借款增加	-169	80	3	-29
股利及利息支付	-135	-2,546	-2,876	-2,553
股东融资	3	9	0	0
其他影响	165	2,428	3,131	3,019

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

利润表

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,199	15,467	17,391	17,604
营业成本	5,952	7,305	7,718	8,278
税金及附加	52	134	143	139
销售费用	16	35	39	40
管理费用	111	241	269	275
研发费用	223	490	545	554
财务费用	-30	-149	-421	-606
信用减值损失	-5	49	-11	19
资产减值损失	-5	-2	-3	-2
公允价值变动收益	-1	-1	0	-1
投资收益	32	-11	4	8
其他收益	113	113	113	113
营业利润	1,012	7,563	9,203	9,065
营业外收入	0	0	1	0
营业外支出	2	3	4	3
利润总额	1,010	7,560	9,200	9,062
所得税	110	1,087	1,323	1,303
净利润	900	6,473	7,877	7,759
少数股东损益	13	13	37	54
归属母公司净利润	887	6,460	7,840	7,705
EPS (摊薄)	2.14	15.58	18.91	18.58

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	44.8%	114.8%	12.4%	1.2%
EBIT 增长率	209.6%	656.4%	18.5%	-3.7%
归母净利润增长率	243.8%	628.3%	21.4%	-1.7%
获利能力				
毛利率	17.3%	52.8%	55.6%	53.0%
净利率	12.5%	41.9%	45.3%	44.1%
ROE	17.3%	56.7%	41.0%	28.9%
ROIC	20.4%	66.5%	46.6%	32.0%
偿债能力				
资产负债率	19.7%	12.3%	8.5%	6.4%
流动比率	3.1	6.7	10.6	14.8
速动比率	2.5	6.1	10.1	14.2
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.2	0.8	0.6
应收账款周转天数	9	7	6	5
存货周转天数	39	39	42	42
每股指标 (元)				
每股收益	2.14	15.58	18.91	18.58
每股经营现金流	1.9	12.03	18.54	18.75
每股净资产	12.14	27.26	45.74	63.91
估值比率				
P/E	50	7	6	6
P/B	9	4	2	2
EV/EBITDA	107	16	14	14

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn