

## 锂盐业务以量补价，特钢业务表现亮眼

2023 年 09 月 08 日

➤ **事件：公司发布 2023 年半年报。** (1) 2023H1 公司实现营收 66.6 亿元，同比+3.8%，归母净利润 19.0 亿元，同比-15.9%；扣非归母净利润 19.0 亿元，同比-12.8%。(2) 2023Q2 公司实现营收 33.2 亿元，同比-12.3%，环比-0.6%，归母净利润 9.7 亿元，同比-33.0%，环比+4.5%，扣非归母净利润 9.7 亿元，同比-31.5%，环比+3.7%。(3) 拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10.0 元 (含税)。

➤ **碳酸锂：以量补价，云母提锂龙头成本优势显著。** 2023H1，1) 量：公司实现碳酸锂销量 1.28 万吨，同比+74.0%，主要由于 2 万吨电池级碳酸锂项目 2022 年 10 月全面达产，其中 Q2 销量 0.68 万吨，环比+13.7%；2) 价：由于锂价快速下跌，公司碳酸锂单吨售价 (不含税) 降至 23.7 万元；3) 本：单吨成本 6.2 万元，相对 2022 年略有提升，但云母提锂龙头成本优势仍然显著；4) 利：单吨毛利降至 17.6 万元。

➤ **不锈钢：瞄准火电、核电、光伏领域需求，量利齐升。** 2023H1 公司抓住火电、核电、光伏等行业需求增长机遇，优化产品结构，增加高压锅炉管、镍基合金、气阀钢等高附加值产品占比，不锈钢销量 15.5 万吨，同比+6.1%，其中高压锅炉管及镍基合金系列产品销量同比增加 200%以上，不锈钢业务实现营收 36.1 万元，同比+6.4%，归母净利 2.0 亿元，同比+24.6%。

➤ **核心看点：一体化布局，云母提锂龙头新一阶段扩产稳步推进中。** 1) 资源端：主力矿山化山矿增储完成。2023 年 2 月，公司发布公告，主力矿山增储完成，截至 2022 年 5 月 31 日，化山瓷石矿矿石储量增至 4.1 亿吨，氧化锂平均品位 0.39%，氧化锂储量增至 161.3 万吨，折合约 403.3 万吨 LCE，原料保障进一步增强；2) 成本：技术优势弥补云母矿禀赋劣势，提锂成本行业领先。公司针对云母矿品位偏低的劣势，加强自主研发，在选矿、焙烧多环节提高锂回收率，在湿法冶炼过程中，缩短工艺流程，一步法得到电池级碳酸锂，2023H1 公司碳酸锂单吨生产成本 6.2 万元，在锂价下跌趋势下，成本优势突出。3) 采选冶：一体化布局，新一阶段扩产推进中。2022 年，采矿：化山矿采矿证证载能力由 100 万吨提升至 300 万吨；选矿：180 万吨选矿项目投产，化山矿选矿产能由 120 万吨提升至 300 万吨；冶炼：2 万吨电碳项目投产，目前产能合计 3 万吨，资源端与冶炼端高度匹配；新一阶段扩产：化山矿扩证工作继续推进中，300 万吨选矿项目已获得环评批复，为未来冶炼产能的扩张打下基础。

➤ **投资建议：** 锂盐业务采选冶一体化布局，提锂技术突出，锂价下跌趋势下，成本优势更加凸显，新阶段采选扩产工作稳步推进，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 35.3、28.1 和 26.2 亿元，对应 9 月 7 日收盘价的 PE 为 8、9 和 10 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 锂价超预期下滑，扩产项目进度不及预期

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,579	13,229	13,245	14,635
增长率 (%)	116.4	-15.1	0.1	10.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,320	3,529	2,813	2,615
增长率 (%)	612.4	-44.2	-20.3	-7.0
每股收益 (元)	11.72	6.55	5.22	4.85
PE	4	8	9	10
PB	2.2	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 9 月 7 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格：

49.48 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

## 相关研究

1. 永兴材料 (002756.SZ) 2022 年年报点评：业绩符合预期，低成本锂云母龙头持续放量-2023/03/21

2. 永兴材料 (002756.SZ) 2022 年半年报点评：最佳单季度业绩，静待采选冶一体化产能扩张-2022/08/09

3. 永兴材料 (002756.SZ) 2021 年年报及 22 Q1 季报点评：特钢行业需求提振，锂业务增长逻辑清晰-2022/04/26

# 目录

1 公司发布 2023 年半年报，业绩符合预期 .....	3
2 经营分析：碳酸锂以量补价，不锈钢量利齐升 .....	4
3 核心看点：一体化布局，云母提锂龙头新一阶段扩产稳步推进 .....	8
4 投资建议 .....	9
5 风险提示 .....	10
插图目录 .....	12
表格目录 .....	12

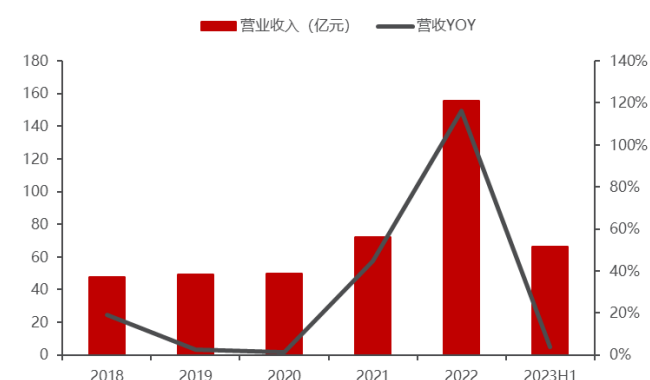
# 1 公司发布 2023 年半年报，业绩符合预期

公司发布 2023 年半年报：2023H1 公司实现营收 66.6 亿元，同比+3.8%，归母净利润 19.0 亿元，同比-15.9%；扣非归母净利润 19.0 亿元，同比-12.8%。

分季度来看，2023Q2 实现营收 33.2 亿元，同比-12.3%，环比-0.6%，归母净利润 9.7 亿元，同比-33.0%，环比+4.5%，扣非归母净利润 9.7 亿元，同比-31.5%，环比+3.7%。

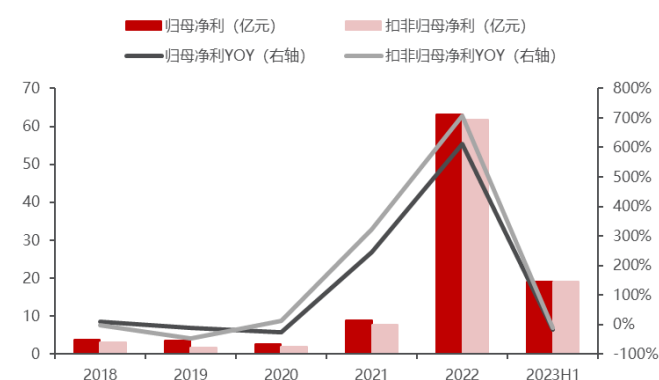
分红：拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10.0 元（含税）。

图1：2023H1 公司实现营收 66.6 亿元



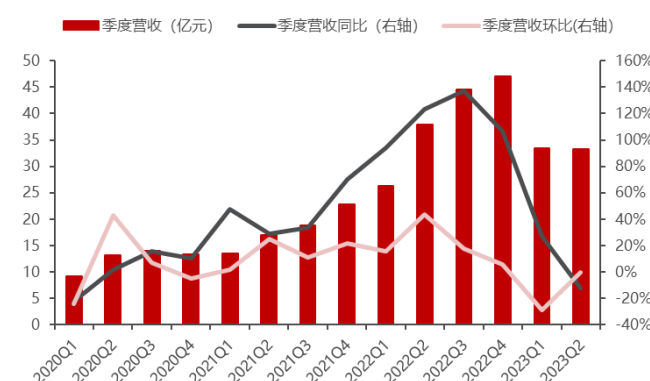
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023H1 公司实现归母净利润 19.0 亿元



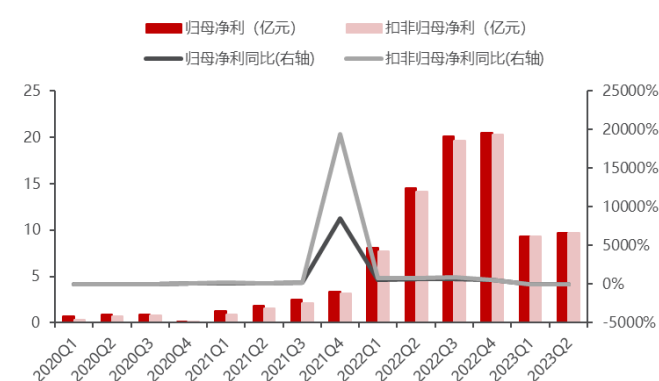
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q2 公司实现营收 33.2 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q2 公司实现归母净利润 9.7 亿元

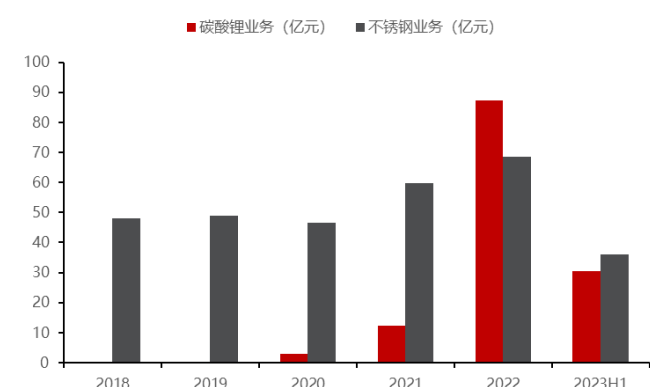


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 经营分析：碳酸锂以量补价，不锈钢量利齐升

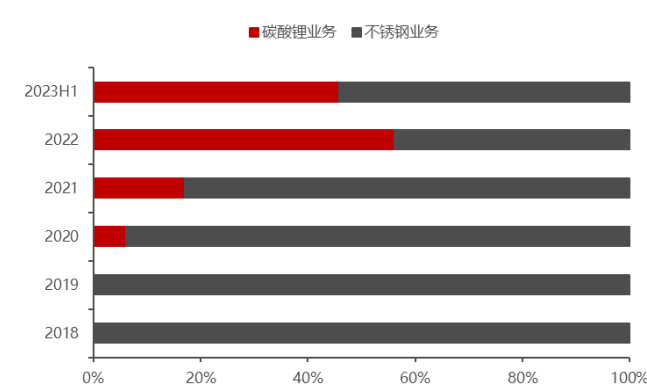
营收毛利结构来看：锂盐价格大幅下滑，碳酸锂营收、毛利占比下降。2023H1 公司碳酸锂业务以量补价，实现营收 30.5 亿元，同比+0.8%，营收占比下降 2.8pct 至 45.8%。不锈钢业务实现营收 36.1 亿元，同比+6.4%，营收占比提升 2.5pct 至 54.2%；毛利方面，2023H1 碳酸锂实现毛利 22.6 亿元，同比-13.5%，毛利占比下降 5.2pct 至 85.6%，毛利率下降至 74.1%；不锈钢实现毛利 3.8 亿元，同比+43.2%，毛利占比提升 5.2pct 至 14.4%，毛利率提升至 10.5%。

图5：2023H1 碳酸锂实现营收 30.5 亿元



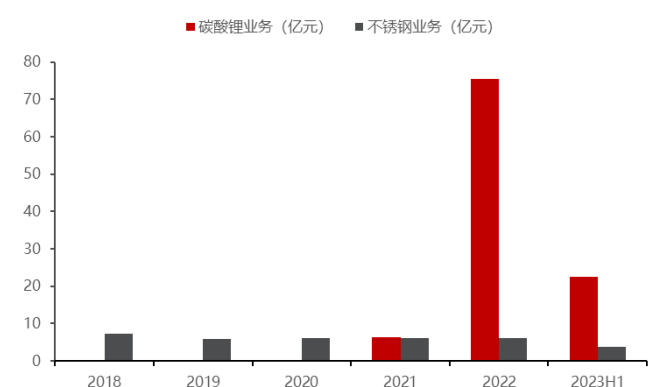
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2023H1 碳酸锂营收占比下降 2.8pct 至 45.8%



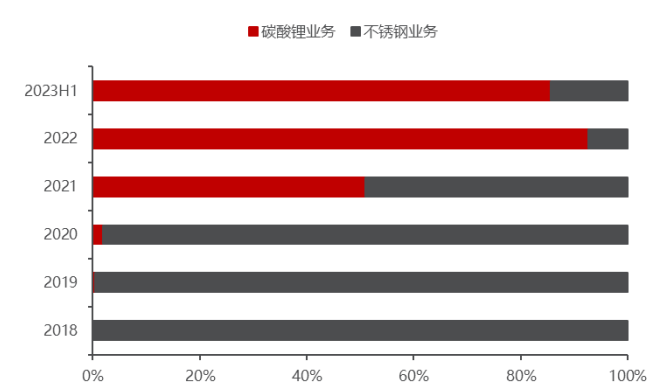
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023H1 碳酸锂实现毛利 22.6 亿元

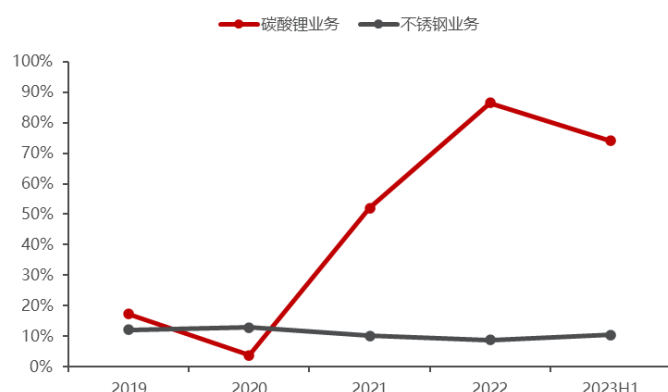


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2023H1 碳酸锂毛利占比下降 5.2pct 至 85.6%



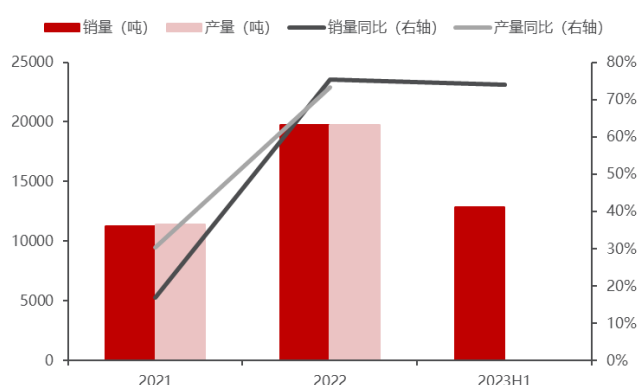
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图9：2023H1 公司碳酸锂毛利率下降 12.3pct 至 74.1%**


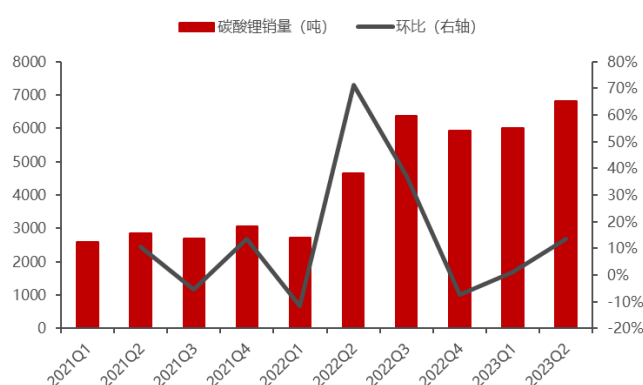
资料来源：公司公告，民生证券研究院

从销量来看：

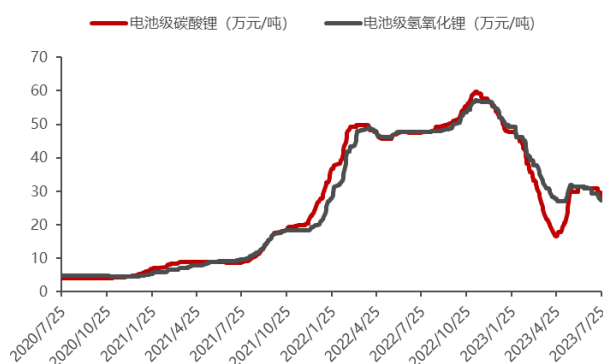
**(1) 碳酸锂：以量补价，云母提锂龙头成本优势显著。**2023H1，**1) 量**：公司实现碳酸锂销量 1.28 万吨，同比+74.0%，主要由于 2 万吨电碳项目 2022 年 10 月全面达产，其中 Q2 销量 0.68 万吨，环比+13.7%；**2) 价**：由于锂价下跌，公司碳酸锂单吨售价（不含税）降至 23.7 万元；**3) 本**：单吨成本 6.2 万元，相对 2022 年略有提升，但云母提锂龙头成本优势仍然显著；**4) 利**：单吨毛利降至 17.6 万元。

**图10：2023H1 公司碳酸锂销量同比增加 74.0%**


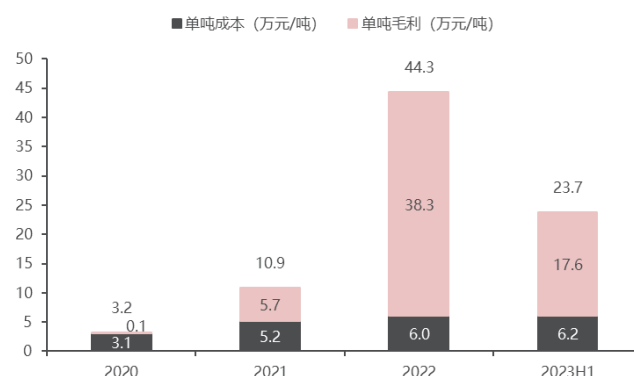
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图11：2023Q2 公司碳酸锂销量环比增加 13.7%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

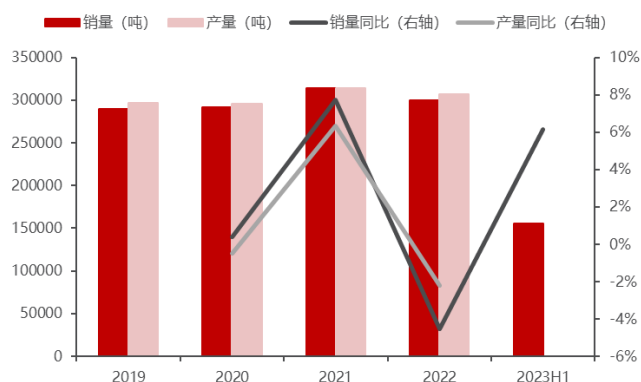
**图12：2023H1 锂盐价格大幅下滑**


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

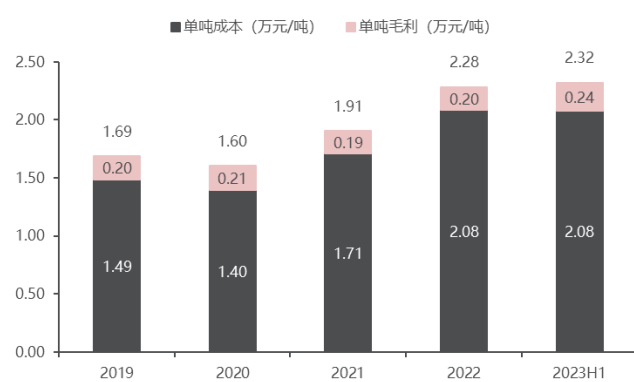
**图13：2023H1 公司碳酸锂单吨毛利 17.6 万元**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**(2) 不锈钢：瞄准火电、核电、光伏领域需求，量利齐升。**2023H1 公司抓住火电、核电、光伏等行业需求增长机遇，优化产品结构，增加高压锅炉管、镍基合金、气阀钢等高附加值产品占比，不锈钢销量 15.5 万吨，同比+6.1%，其中高压锅炉管及镍基合金系列产品销量同比增加 200%以上，不锈钢业务实现营收 36.1 万元，同比+6.4%，归母净利 2.0 亿元，同比+24.6%。展望下半年，国内需求政策持续发力，特钢需求稳步复苏，不锈钢业务业绩贡献或将进一步提升。

**图14：2023H1 公司不锈钢销量同比增加 6.1%**


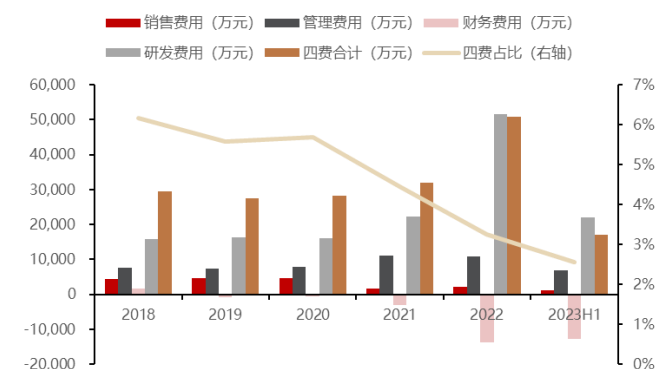
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图15：2023H1 公司不锈钢单吨毛利 0.24 万元**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

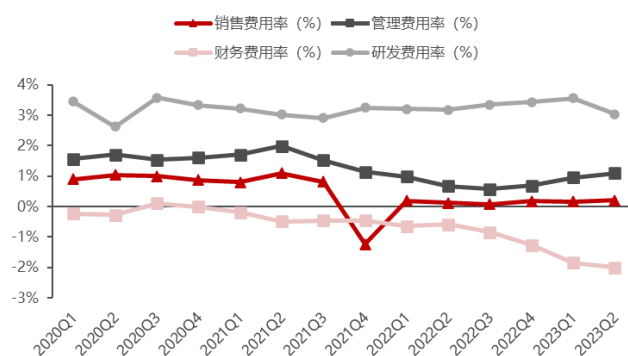
**财务费用明显下降，费用率保持低位。**2018 年以来，公司销售费用明显下降，研发费用稳步提升，2023H1 公司四费合计 1.7 亿元，其中销售费用 0.1 亿元，同比增加 28.5%；管理费用 0.7 亿元，同比增加 33.8%，主要由于职工薪酬增加；财务费用-1.3 亿元，同比下降 222.8%，主要由于利息收入增加；研发费用 2.2 亿元，同比增加 7.4%。费用率方面，2023Q2 销售/管理/财务/研发费用率为 0.2%/1.1%/-2.0%/3.0%，保持低位。

图16: 2023H1 公司财务费用大幅下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 公司费用率保持低位



资料来源: wind, 民生证券研究院



### 3 核心看点：一体化布局，云母提锂龙头新一阶段扩产稳步推进

**主力矿山增储完成，锂资源保障进一步增强。**2023 年 2 月，公司发布公告，主力矿山增储完成，截至 2022 年 5 月 31 日，化山瓷石矿矿石储量增至 4.1 亿吨，氧化锂平均品位 0.39%，氧化锂储量增至 161.3 万吨，折合约 403.3 万吨 LCE；同时公司联营公司花锂矿业拥有的白水洞高岭土矿矿石储量 730.7 万吨，氧化锂平均品位 0.44%，折合约 8.0 万吨 LCE，也是公司锂云母原料的重要补充。

**表1：公司主力矿山化山瓷石矿增储后资源情况（截至 2022 年 5 月 31 日）**

矿山名称	持有公司	矿石储量 (万吨)	平均品位 (Li <sub>2</sub> O)	Li <sub>2</sub> O 储量 (万吨)	储量 (LCE, 万吨)	持股比例
化山瓷石矿	花桥矿业	41000.8	0.39%	161.3	403.3	70%
白水洞高岭土矿	花锂矿业	730.7	0.44%	3.2	8.0	45.85%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**技术优势弥补云母矿禀赋劣势，提锂成本行业领先。**公司针对云母矿品位偏低的劣势，自主研发分段磨矿技术，有效增加选矿阶段锂云母收得率；采用的复合盐低温焙烧技术，固氟技术先进，固氟率高，大大减少设备腐蚀；采用的先成型后隧道窑焙烧工艺，温度控制精准稳定，有利于锂的转化反应，大幅提升锂的浸出率；在湿法冶炼碳酸锂过程中，缩短工艺流程，一步法得到电池级碳酸锂，促进提锂成本的下降。2023H1 公司碳酸锂单吨生产成本 6.2 万元，在锂价下跌趋势下，成本优势突出。

**采选冶一体化布局，新一阶段扩产推进中。**2022 年，采矿：化山矿采矿证证载能力由 100 万吨提升至 300 万吨；选矿：180 万吨选矿项目投产，化山矿选矿产能由 120 万吨提升至 300 万吨；冶炼：2 万吨电碳项目投产，目前产能合计 3 万吨，资源端与冶炼端高度匹配；**新一阶段扩产：**化山矿扩证工作继续推进中，300 万吨选矿项目已获得环评批复，为未来冶炼产能的扩张打下基础。



## 4 投资建议

公司锂盐业务采选冶一体化布局，提锂技术突出，锂价下跌趋势下，成本优势更加凸显，新阶段扩产工作稳步推进，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 35.3、28.1 和 26.2 亿元，对应 9 月 7 日收盘价的 PE 为 8、9 和 10 倍，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 锂价超预期大幅下滑。**进入 2023 年下半年，锂行业供需格局逐渐发生变化，扩产项目逐步释放产能，若行业供给增速超预期、下游新能源车需求增速大幅放缓，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

**2) 扩产项目进度不及预期。**公司化山矿扩证工作、300 万吨选矿项目稳步推进中，若项目进度不及预期，将影响公司业绩释放。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,579	13,229	13,245	14,635
营业成本	7,425	8,478	9,368	10,949
营业税金及附加	174	146	146	161
销售费用	21	13	13	15
管理费用	108	132	132	146
研发费用	515	427	427	472
EBIT	7,527	4,125	3,251	2,995
财务费用	-137	-103	-115	-131
资产减值损失	-3	-1	-1	-1
投资收益	8	18	18	20
营业利润	7,671	4,248	3,386	3,148
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	7,664	4,248	3,386	3,148
所得税	1,164	617	492	458
净利润	6,499	3,631	2,894	2,690
归属于母公司净利润	6,320	3,529	2,813	2,615
EBITDA	7,736	4,341	3,481	3,240

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,027	10,503	11,858	13,427
应收账款及票据	165	259	259	286
预付款项	84	67	74	87
存货	991	1,088	1,202	1,405
其他流动资产	1,492	1,275	1,276	1,407
流动资产合计	11,759	13,191	14,669	16,612
长期股权投资	255	273	291	312
固定资产	2,923	2,920	2,910	2,899
无形资产	322	322	321	320
非流动资产合计	3,665	3,971	4,375	4,581
资产合计	15,423	17,162	19,044	21,192
短期借款	0	300	300	300
应付账款及票据	1,117	1,169	1,292	1,510
其他流动负债	1,589	1,418	1,441	1,604
流动负债合计	2,706	2,887	3,033	3,414
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	145	137	137	137
非流动负债合计	145	137	137	137
负债合计	2,851	3,024	3,170	3,550
股本	415	539	539	539
少数股东权益	294	395	476	552
股东权益合计	12,573	14,139	15,874	17,642
负债和股东权益合计	15,423	17,162	19,044	21,192

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	116.39	-15.08	0.12	10.50
EBIT 增长率	693.48	-45.19	-21.20	-7.87
净利润增长率	612.42	-44.16	-20.30	-7.02
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	52.34	35.91	29.27	25.19
净利率	40.57	26.68	21.23	17.87
总资产收益率 ROA	40.98	20.56	14.77	12.34
净资产收益率 ROE	51.47	25.68	18.27	15.30
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.35	4.57	4.84	4.87
速动比率	3.94	4.16	4.41	4.42
现金比率	3.34	3.64	3.91	3.93
资产负债率 (%)	18.48	17.62	16.64	16.75
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	3.87	7.15	7.15	7.15
存货周转天数	48.71	46.87	46.87	46.87
总资产周转率	1.43	0.81	0.73	0.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	11.72	6.55	5.22	4.85
每股净资产	22.78	25.49	28.56	31.70
每股经营现金流	12.33	6.99	5.82	5.44
每股股利	5.00	2.15	1.71	1.59
<b>估值分析</b>				
PE	4	8	9	10
PB	2.2	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	2.32	4.13	5.15	5.54
股息收益率 (%)	10.11	4.34	3.46	3.22

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6,499	3,631	2,894	2,690
折旧和摊销	210	215	230	245
营运资金变动	62	-77	22	5
经营活动现金流	6,649	3,767	3,137	2,930
资本开支	-464	-505	-613	-427
投资	86	0	0	0
投资活动现金流	-336	-513	-613	-427
股权募资	1,086	0	0	0
债务募资	0	300	0	0
筹资活动现金流	866	-1,778	-1,169	-934
现金净流量	7,186	1,476	1,355	1,570

## 插图目录

图 1: 2023H1 公司实现营收 66.6 亿元.....	3
图 2: 2023H1 公司实现归母净利 19.0 亿元 .....	3
图 3: 2023Q2 公司实现营收 33.2 亿元 .....	3
图 4: 2023Q2 公司实现归母净利 9.7 亿元.....	3
图 5: 2023H1 碳酸锂实现营收 30.5 亿元 .....	4
图 6: 2023H1 碳酸锂营收占比下降 2.8pct 至 45.8% .....	4
图 7: 2023H1 碳酸锂实现毛利 22.6 亿元 .....	4
图 8: 2023H1 碳酸锂毛利占比下降 5.2pct 至 85.6% .....	4
图 9: 2023H1 公司碳酸锂毛利率下降 12.3pct 至 74.1%.....	5
图 10: 2023H1 公司碳酸锂销量同比增加 74.0% .....	5
图 11: 2023Q2 公司碳酸锂销量环比增加 13.7% .....	5
图 12: 2023H1 锂盐价格大幅下滑.....	6
图 13: 2023H1 公司碳酸锂单吨毛利 17.6 万元.....	6
图 14: 2023H1 公司不锈钢销量同比增加 6.1% .....	6
图 15: 2023H1 公司不锈钢单吨毛利 0.24 万元.....	6
图 16: 2023H1 公司财务费用大幅下降 .....	7
图 17: 公司费用率保持低位.....	7

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司主力矿山化山瓷石矿增储后资源情况 (截至 2022 年 5 月 31 日) .....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	11

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026