

永兴材料(002756)

报告日期: 2024年10月16日

## 低成本云母提锂龙头，分红预期渐强

### ——永兴材料首次覆盖报告

#### 投资要点

##### □ 不锈钢材料龙头，高瞻远瞩布局锂电新能源

公司成立于2000年，是一家高品质不锈钢棒线材、特种合金材料与锂电材料龙头企业，产品主要应用于高端装备制造和新能源产业等领域。于2015年成功在深交所上市；2017年成立江西永兴特钢新能源，正式向锂电新能源板块进军；2018年，收购江西旭锂矿业有限公司，并更名为永诚锂业，推进现有锂电项目的建设 and 投产进度。

##### □ 与宜春矿业合资，斩获化山瓷石矿优质资源

2018年，设立合资公司花桥永拓；2019年，宜春矿业作为宜春市锂矿资源收储平台，对花桥矿业100%股权进行整体收购，并以采矿权出资认缴花桥永拓30%股权，至此公司获得化山瓷石矿采矿权。并于2018年4月和2021年3月先后启动“1+2万吨电池级碳酸锂项目”建设，成功抓住锂价上行周期机遇。

##### □ 矿山资源储量丰富，未来具备产能提升空间

化山瓷石矿作为公司锂电新能源板块最主要的上游矿端资源，其矿权面积1.8714平方公里，截止2022年5月底，采矿证范围内累计查明陶瓷土矿资源储量4.9亿吨，其中，累计查明 $\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$ 陶瓷土矿矿石量4.1亿吨， $\text{Li}_2\text{O}$ 金属氧化物量约161万吨，折合约398万吨LCE。丰富的资源储量是公司锂电新能源板块长足发展的物质基础，未来仍有产能提升空间。

##### □ 采矿端扩产至900万吨，对应理论产能达到7.5万吨LCE

2024年1月，公司完成化山瓷石矿采矿权许可证的变更登记，证载生产规模由300万吨/年变更为900万吨/年，理论年产能达到7.5万吨LCE，进一步提高了资源保障能力。截止2024年中，正在进行安全生产许可证和矿山改扩建项目相关工作；永兴新能源投资建设锂云母绿色智能高效提锂综合技改项目，目前已经完成项目立项，正在进行相关审批手续；永诚锂业300万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目建设已基本完成，进入设备安装阶段。此外，矿石原料输送项目也在进行中。

##### □ 盈利预测与估值

公司化山瓷石矿项目900万吨改扩产工作目前正在进行安全生产许可证和矿山改扩建项目相关工作。预计公司也将于2024年启动现有1万吨电池级碳酸锂冶炼项目技改工作，为期9个月，将一定程度影响产量。因此我们预计公司2024-2026年自有矿产量为2.5、3.5、5万吨LCE，2024-2026年，假设公司电池级碳酸锂售价分别为9/8/7万元/吨。

我们预计公司2024-2026年营业收入88.9、93.8、100.0亿元，同比-27.1%/+5.5%/+6.6%，归母净利为11.2/11.2/12.0亿元，对应EPS为2.08/2.08/2.23元。截至2024年10月16日市值对应2024-26年PE估值为17.08/17.05/15.93x。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

##### □ 风险提示

1、公司产能建设进度不及预期；2、下游需求不及预期；3、矿产资源开发政策风险。

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：金云涛

执业证书号：S1230524050006

jinyuntao@stocke.com.cn

分析师：沈皓俊

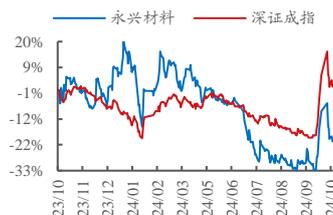
执业证书号：S1230523080011

shenhaojun@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥35.46
总市值(百万元)	19,116.54
总股本(百万股)	539.10

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,189	8,891	9,378	9,997
(+/-) (%)	-21.76%	-27.05%	5.47%	6.61%
归母净利润	3,407	1,120	1,122	1,200
(+/-) (%)	-46.09%	-67.13%	0.18%	6.99%
每股收益(元)	6.32	2.08	2.08	2.23
P/E	5.61	17.08	17.05	15.93

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 我们预计公司 2024-2026 年营业收入 88.9、93.8、100.0 亿元，同比-27.1%/+5.5%/+6.6%，归母净利为 11.2/11.2/12.0 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.08/2.23 元。

2) 截至 2024 年 10 月 16 日市值对应 2024-26 年 PE 估值为 17.08/17.05/15.93 x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

1) **产量假设**：我们预计公司 2024-2026 年公司自有矿产量为 2.5、3.5、5 万吨 LCE。

2) **价格假设**：我们预计锂价在 2024 年之后会逐步下降，假设公司 2024-2026 年电池级碳酸锂售价分别为 9/8/7 万元/吨。

3) **成本假设**：根据公司 2024H1 经营情况测算，公司单吨营业成本约 5 万元/吨，未来公司将进一步提高后端资源综合利用水平，降低公司碳酸锂吨成本。

### ● 股价上涨的催化因素

公司项目扩产落地；锂行业产能出清，供需重归平衡。

### ● 风险提示

1、公司产能建设进度不及预期；2、下游需求不及预期；3、矿产资源开发政策风险。

## 正文目录

<b>1 锂电新能源+特钢新材料双主业发展</b> .....	<b>6</b>
1.1 公司概况：特钢为体，锂电为翼，展翅高飞.....	6
1.2 股权架构：实控人持股比例高，股权结构稳定.....	6
1.3 财务情况：业绩乘风而起，当前在手现金充足.....	7
<b>2 锂电新能源：优质低成本云母提锂龙头，产能跃升在即</b> .....	<b>10</b>
2.1 化山瓷石矿：稀缺的低成本云母矿，产能跃升在即.....	10
2.2 一体化布局，云母提锂龙头成本优势显著.....	12
2.3 客户资源优势：绑定下游头部客户.....	12
<b>3 特钢新材料：下游景气度提升，盈利能力稳中有增</b> .....	<b>14</b>
3.1 行业发展情况：下游景气度提升，产品需求迎来增长.....	14
3.2 财务情况：现金流贡献稳定，吨毛利增长.....	15
<b>4 锂行业：供给过剩压力仍在，静待行业高成本产能出清</b> .....	<b>17</b>
<b>5 盈利预测</b> .....	<b>19</b>
5.1 锂电新能源.....	19
5.2 特钢新材料.....	19

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权架构.....	7
图 3: 抓住锂价周期, 营收大幅跃升.....	7
图 4: 锂电板块营收贡献大幅增长.....	7
图 5: 毛利率稳定兑现.....	8
图 6: 成本管控稳健, 利润率得以体现.....	8
图 7: 归母净利润大幅跃升.....	8
图 8: 期间费用率较低, 保持净现金状态(单位: %).....	8
图 9: 现金流随利润波动.....	9
图 10: 资产负债率好于可比公司.....	9
图 11: 历史分红意愿强, 累计分红 52.4 亿元.....	9
图 12: 化山瓷石矿采矿作业面.....	10
图 13: 公司持股化山瓷石矿 70% 股权.....	11
图 14: 公司选矿项目.....	12
图 15: 化山瓷石矿矿石原料输送项目.....	12
图 16: 隧道窑设备.....	12
图 17: 除杂釜设备.....	12
图 18: 碳酸锂业务主要客户.....	13
图 19: 公司特钢产品下游景气度提升, 投资额同比较大增长.....	15
图 20: 特钢产品毛利稳定.....	15
图 21: 公司特钢产品销量(万吨).....	16
图 22: 特钢业务单吨价格及毛利(元).....	16
图 23: 2023 锂行业成本曲线.....	18
图 24: 公司分产品盈利预测.....	19
表 1: 化山瓷石矿资源储量.....	11
表 2: 公司不锈钢产品介绍.....	14
表 3: 锂行业供需平衡表.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	20

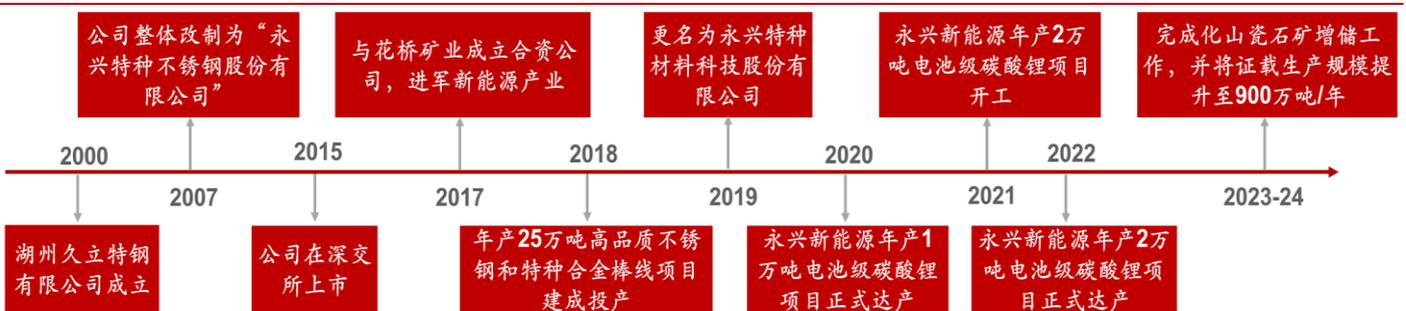
## 1 锂电新能源+特钢新材料双主业发展

### 1.1 公司概况：特钢为体，锂电为翼，展翅高飞

永兴特种材料科技股份有限公司（简称永兴材料）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。

公司致力于打造“新材料+新能源”双主业发展格局，主要从事高品质不锈钢棒线材、特种合金材料和锂电材料的研发和生产，产品主要应用于高端装备制造、新能源汽车及储能等领域。公司在不锈钢领域是中国不锈钢棒线材龙头企业，棒线产品市场占有率已连续多年位居全国前三。2017年公司正式进军新能源产业，并布局下游电池产业。目前已建成涵盖采矿、选矿、碳酸锂加工三大业务在内的新能源产业链，以自有矿山的锂瓷石为主要原料，经采、选、冶一体化流程生产电池级碳酸锂。

图1：公司发展历程

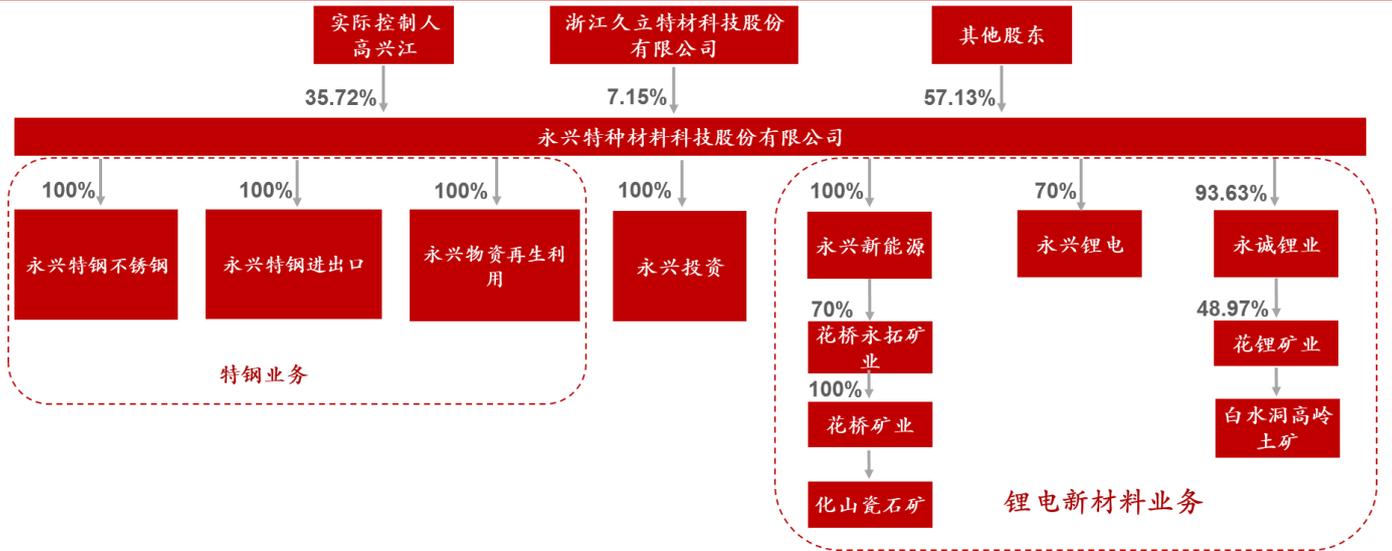


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 1.2 股权架构：实控人持股比例高，股权结构稳定

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%，股权较集中，控制能力较强；第二大股东久立新材是公司下游客户，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7.15%。公司锂电新材料业务主要包括控制化山瓷石矿的永兴新能源和参股白水洞高岭土矿的永诚锂业，特钢业务主要由永兴特钢不锈钢、久立永兴特种合金材料等公司承接。

图2: 公司股权架构

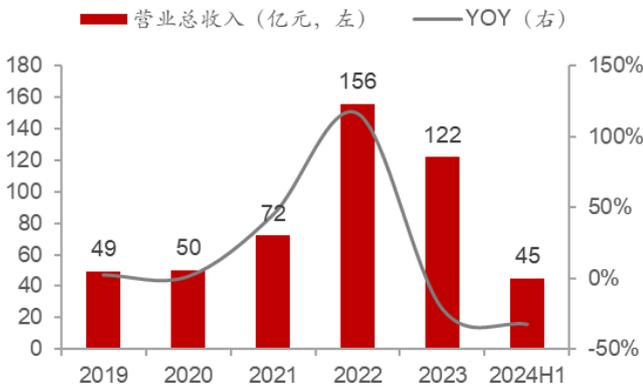


资料来源: Wind, ifind, 浙商证券研究所

### 1.3 财务情况: 业绩乘风而起, 当前在手现金充足

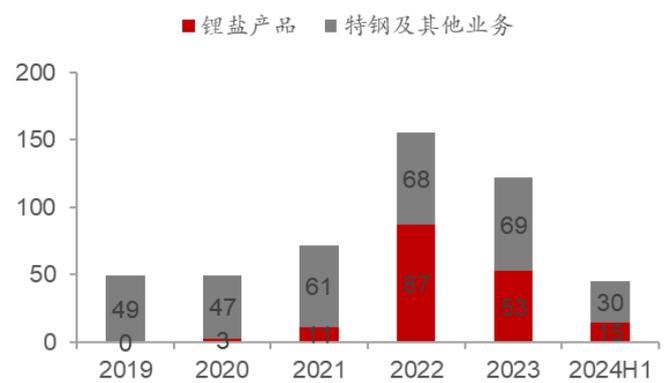
把握锂价周期, 业绩大幅跃升。2017-2023年间, 公司完成新能源板块布局, 把握锂价上涨周期, 营收体量从49亿增长至122亿。2024年受锂价回落影响, 上半年实现营业收入45亿元, 同比下降33%。分板块来看, 公司特钢产品近3年整体较为稳定, 营收均保持在60亿, 锂盐产品受价格波动影响, 变化幅度较大。

图3: 抓住锂价周期, 营收大幅跃升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

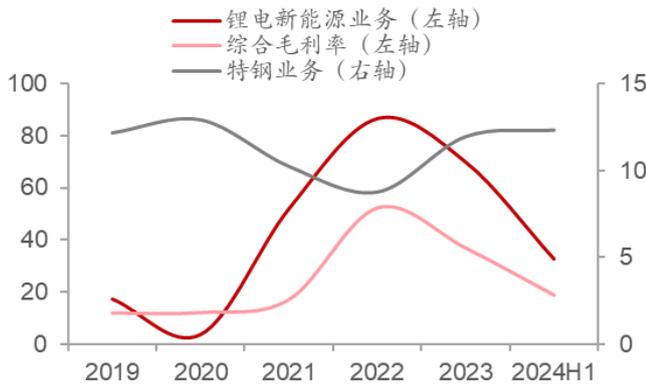
图4: 锂电板块营收贡献大幅增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

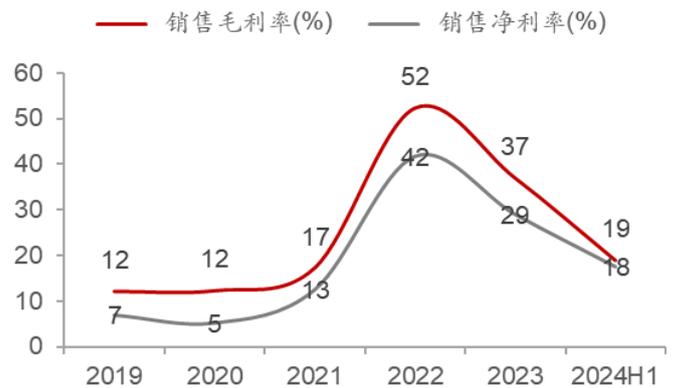
成本管控稳健, 利润率稳定兑现。2019-2023年, 得益于商品价格上涨及公司成本管控能力, 整体毛利率由12%增长至37%, 总体净利率由7%增长至29%, 均呈现快速增长态势。从毛利率与净利率的差距来看, 公司成本管控稳健, 期间费用及财务费用管控出色。

图5: 毛利率稳定兑现



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 成本管控稳健, 利润率得以体现

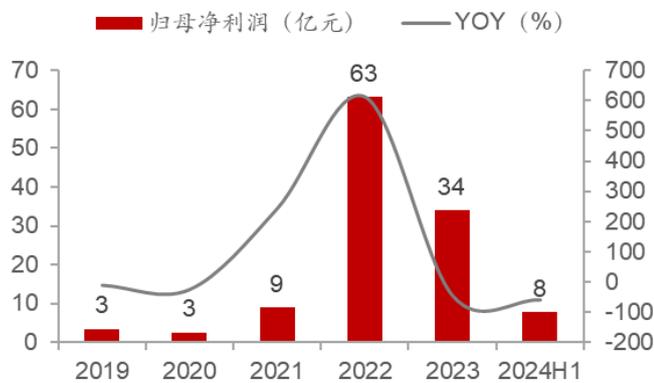


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**抓住机遇, 归母净利润大幅跃升。**2019-2023年, 公司归母净利润伴随锂价周期得到大幅增长, 从3亿元一度增长至2022年63亿元, 后由于锂价回落, 2023年归母净利有所回落至34亿。其中2022年锂电业务归母净利润为59.6亿元, 同比增长1170%, 碳酸锂业务量价齐升贡献主要增长点。

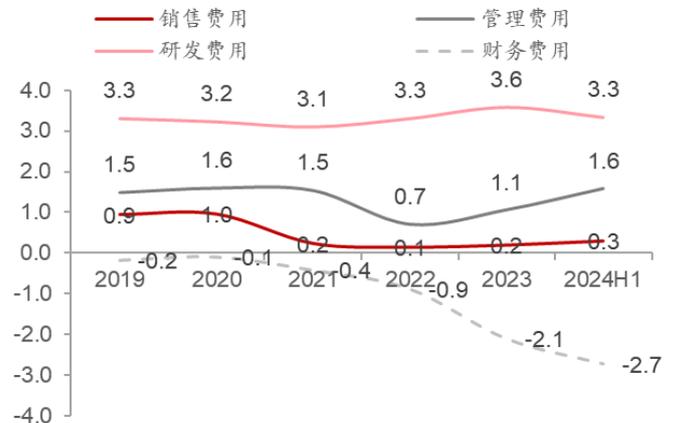
**当前为净现金状态, 费用率较低。**公司费用率控制较好, 三大期间费用合计控制在5%左右。自2019年起, 公司进入净现金状态, 财务费用为负值, 负债水平管控合理。

图7: 归母净利润大幅跃升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 期间费用率较低, 保持净现金状态 (单位: %)

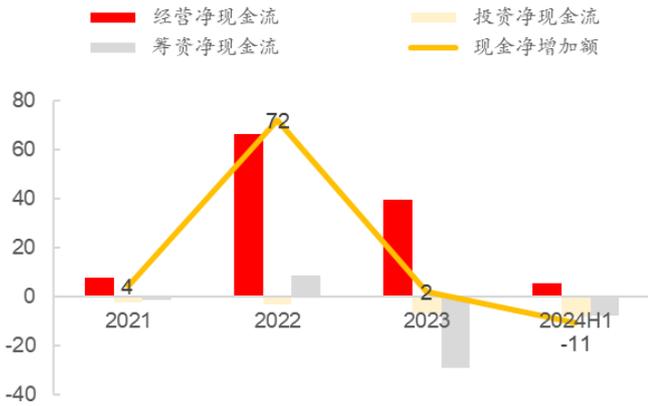


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**专注自有矿山开发, 完成资本积累。**2019-2023年, 公司净现金流分别为2/8/4/72/2亿元, 22年大幅增长主要依靠净利润的跃升。2023年公司净现金流为3.8亿元, 出现较大幅度下滑, 主要系锂价下行导致经营活动净现金流下滑、购买银行理财产品及派发现金红利所导致。

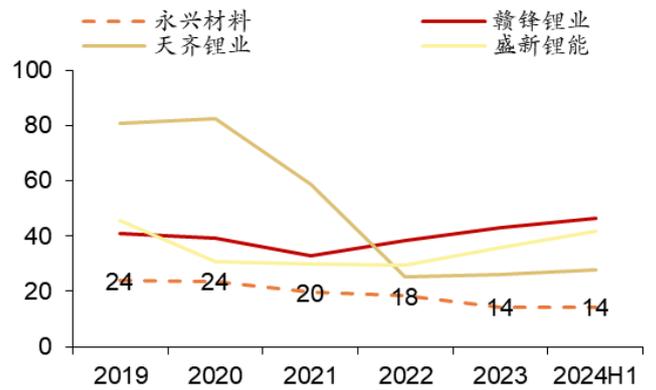
2019至2024H1, 公司资产负债率稳步下滑, 截止2024H1仅14%, 与同行业公司相比处在较低水平。公司在锂价大幅上涨阶段并未一味高价收购矿山资产, 而是专注于自有矿山资源的勘探和开发, 当前现金储备十分充足。**截至2024H1末, 公司在手现金超过80亿元, 财务稳健性强。**

图9: 现金流随利润波动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

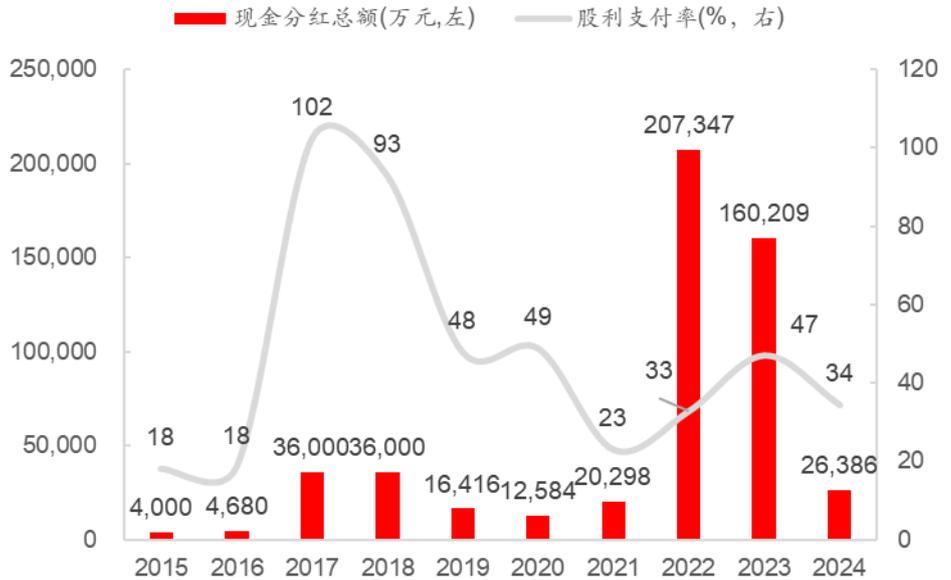
图10: 资产负债率好于可比公司



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

历史上分红意愿强, 未来或将进一步加强分红水平。公司自上市以来始终持续分红政策, 分红率保持较高水平。历史合计分红 11 次, 合计金额 52.4 亿元, 派息融资比 181%, 构建稳定的利益分享机制。当前公司在手现金约 84 亿, 负债率较低, 未来或将进一步加强分红水平。

图11: 历史分红意愿强, 累计分红 52.4 亿元



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2 锂电新能源：优质低成本云母提锂龙头，产能跃升在即

### 2.1 化山瓷石矿：稀缺的低成本云母矿，产能跃升在即

依托宜春丰富锂云母资源，打造锂电产业版图。公司锂电新能源板块主要依托宜春地区丰富的锂云母资源，主力矿山为化山瓷石矿，位于江西省宜春市宜丰县花桥乡白市村，矿权属宜丰县花桥矿业有限公司所有，其有效期限为2021年12月24日至2029年12月24日，该矿区面积1.8714km<sup>2</sup>，开采方式为山坡露天开采。

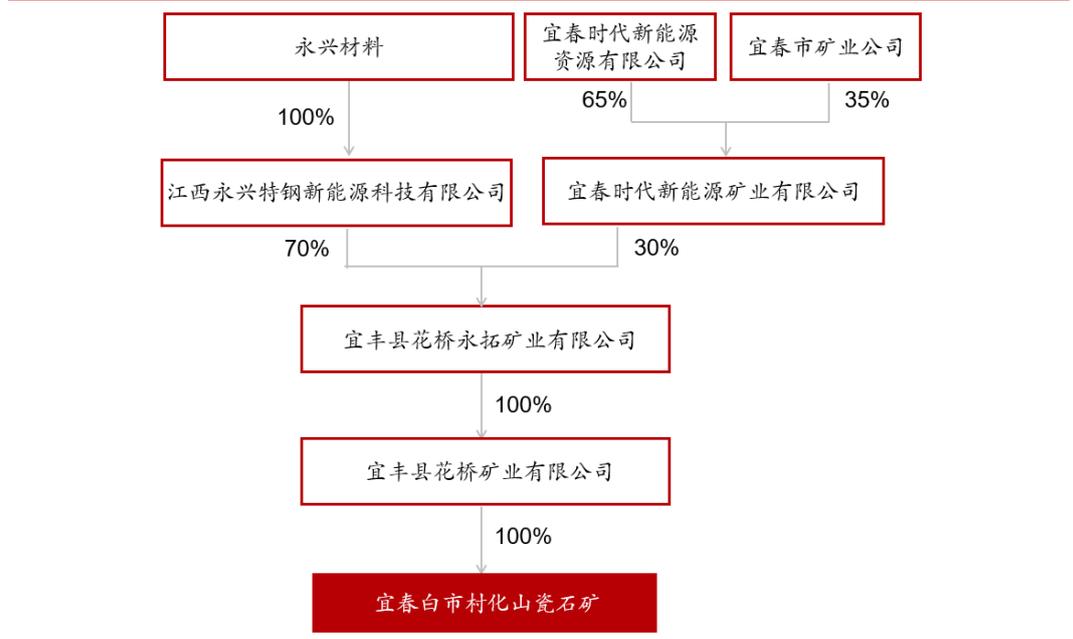
图12：化山瓷石矿采矿作业面



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**三方利益相关，公司拥有70%股权。**化山瓷石矿由永兴材料子公司宜丰县花桥矿业100%持有，宜丰县花桥永拓矿业有限公司持有花桥矿业100%的股权，其中永兴材料持有永拓矿业70%股权，另30%股权分别由宁德时代和宜春矿业公司持有65%与35%。

图13: 公司持股化山瓷石矿 70% 股权



资料来源: 自然资源部、wind, 浙商证券研究所

**资源量丰富, 达约 400 万吨 LCE。**截至 2022 年 5 月 31 日, 化山瓷石矿采矿证范围内累计查明陶瓷土矿矿石资源储量约 4.9 亿吨, 其中, 累计查明  $\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$  陶瓷土矿矿石量 4.1 亿吨,  $\text{Li}_2\text{O}$  金属氧化物量约 161 万吨, 折合约 398 万吨 LCE。是公司锂云母和碳酸锂生产原材料的主要保障渠道。

表1: 化山瓷石矿资源储量

	矿石量 (万吨)	$\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$ 矿石量 (万吨)	$\text{Li}_2\text{O}$ 金属氧化物量 (万吨)	折合 LCE (万吨)
累计查明资源量	49,225	41,001	161	398
保有资源量	16,872	15,909	62	154

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

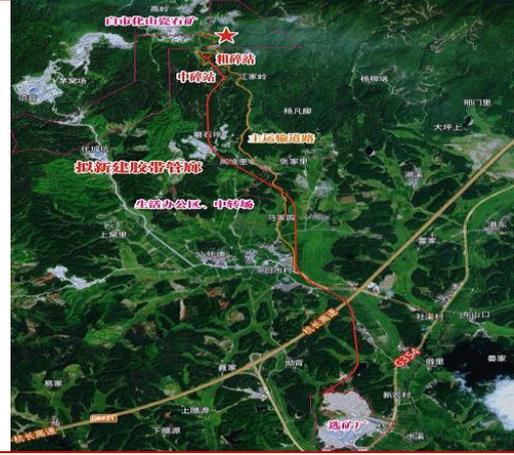
**成功完成扩证, 年产能由 300 万吨提高至 900 万吨。**2024 年 1 月 8 日, 永兴材料公告已完成宜丰县花桥乡白市化山瓷石采矿许可证变更登记, 并取得新的采矿许可证, 生产规模由 300 万吨/年变更为 900 万吨/年。以目前矿山平均品位测算, 可用 120 吨原矿产生 1 吨碳酸锂, 将能够支持生产约 **7.5 万吨 LCE** 产能。

图14: 公司选矿项目



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 化山瓷石矿矿石原料输送项目



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**参股花锂矿业, 提供矿石补充。**公司的联营公司花锂矿业(持股48.97%)拥有的白水洞高岭土矿也是公司锂电新能源业务的补充保障。白水洞高岭土矿矿权面积0.7614平方公里, 累计查明控制的经济资源量矿石量730.74万吨, 年开采量150万吨/年。

## 2.2 一体化布局, 云母提锂龙头成本优势显著

**依托于国内自有锂矿资源, 完成一体化布局。**公司化山瓷石矿为露天开采, 生产稳定, 公司以此为原材料, 先后于2020、2022年建成“1+2”万吨LCE冶炼产能, 打通产业链上下游产业链, 完成一体化布局。

图16: 隧道窑设备



资料来源: 永兴新能源官网, 浙商证券研究所

图17: 除杂釜设备



资料来源: 永兴新能源官网, 浙商证券研究所

**吨碳酸锂营业成本较低, 穿越价格周期利器。**依靠公司优质矿山资源+成本管控能力, 2024H1公司单吨碳酸锂营业成本仅为5万元, 相较于当前7-8万元/吨的电池级碳酸锂价格还有一定的盈利空间。此外, 公司在提锂过程中可以联产长石、超细长石及钽铌精矿等有经济效益的副产品, 实现锂云母资源的综合利用, 最大限度降低成本。

## 2.3 客户资源优势: 绑定下游头部客户

**绑定下游龙头客户，产品销售无忧。**公司以锂电新能源材料各使用领域的龙头企业为核心销售对象，已经运用于下游四大正极材料客户，包括三元、磷酸铁锂、钴酸锂、锰酸锂。目前，公司已与多家锂离子电池正极材料、电池以及整车龙头企业形成长期稳定合作关系，优质的客户资源为公司锂电新能源业务的稳定可持续发展提供重要保障。

图18: 碳酸锂业务主要客户



资料来源：永兴新能源官网，浙商证券研究所

### 3 特钢新材料：下游景气度提升，盈利能力稳中有增

**特钢产品龙头，产品主要应用于高端制造业。**公司特钢新材料业务以不锈废钢为主要原料，采用短流程工艺生产不锈钢棒线材及特殊合金材料，产品经下游加工后广泛应用于油气开采及炼化、电力装备制造、交通装备制造、人体植入和医疗器械及其他高端机械装备制造等工业领域。经过多年积累，公司不锈钢棒线材国内市场占有率长期处于前三，稳居不锈钢长材龙头企业地位。

表2：公司不锈钢产品介绍

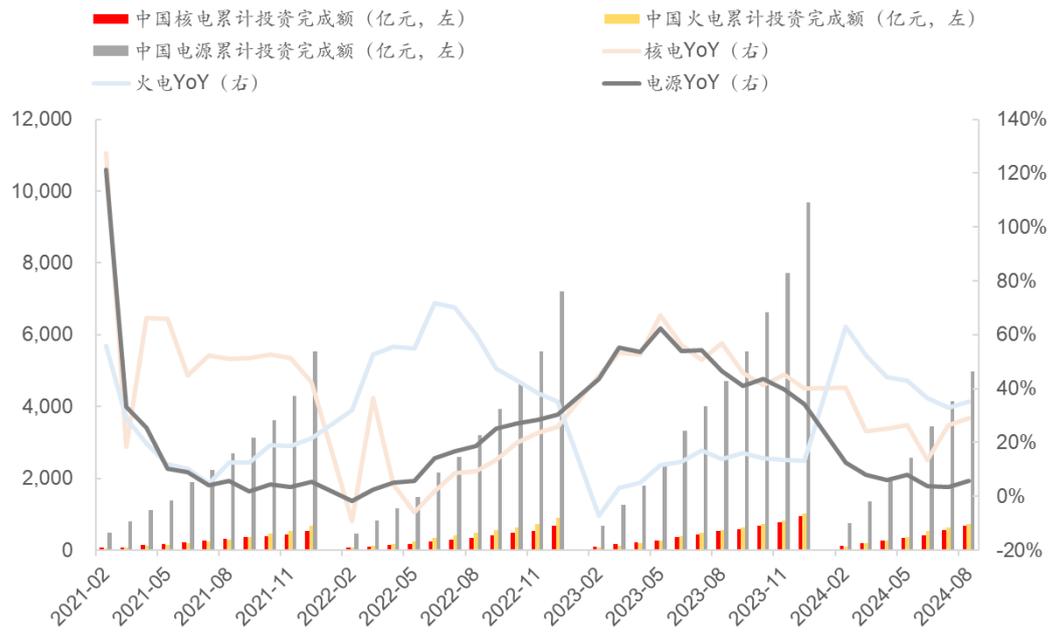
产品	分类	主要性能及用途
高压锅炉用 不锈钢棒材 (管坯)	棒材	经下游加工成无缝钢管，主要用于制造超（超）临界机组管道与管件，并应用于火力发电。
双相不锈钢 棒材（管 坯）	棒材	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品，广泛应用于 LNG 液化天然气、化学品、海洋工业、石油化工等高端工业领域；
奥氏体不锈 钢棒材（管 坯）	棒材	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品，广泛应用于石油炼化、精细化工、煤化工、核电、医药食品、船舶制造等高端工业领域；
切削用不锈 钢线材	线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品，广泛应用于工业领域及部分民用领域。
焊接用不锈 钢线材	线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品，广泛应用于工业领域及部分民用领域。
冷墩用不锈 钢线材	线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品，广泛应用于工业领域及部分民用领域。
拉丝用不锈 钢线材	线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品，广泛应用于工业领域及部分民用领域。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 3.1 行业发展情况：下游景气度提升，产品需求迎来增长

**下游景气度提升，公司产品需求迎来增长。**近几年来随着国民经济恢复向好，制造业高质量发展步伐明显加快，对高端金属新材料的需求不断提升。特别是加快了能源安全体系建设，积极推进超超临界火电、核电、太阳能发电等发电项目发展，2024年1-8月份，国内核电、火电电源工程分别累计完成投资673亿元、738亿元，同比分别增长29%和35%。《“十四五”现代能源体系规划》指出绿色低碳成为能源发展方向，我国的清洁能源消纳持续向好，生产开发规模不断扩大，叠加“双碳”目标的推动，与光伏、核电、超超临界火电相关的新材料、高端装备制造等产业将迎来快速增长，高端不锈钢及特殊合金材料的需求将持续提升。

图19: 公司特钢产品下游景气度提升, 投资额同比较大增长

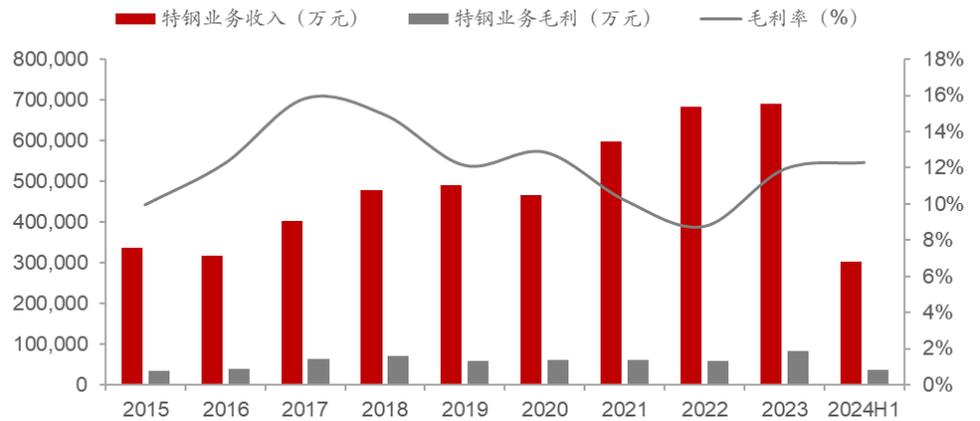


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.2 财务情况: 现金流贡献稳定, 吨毛利增长

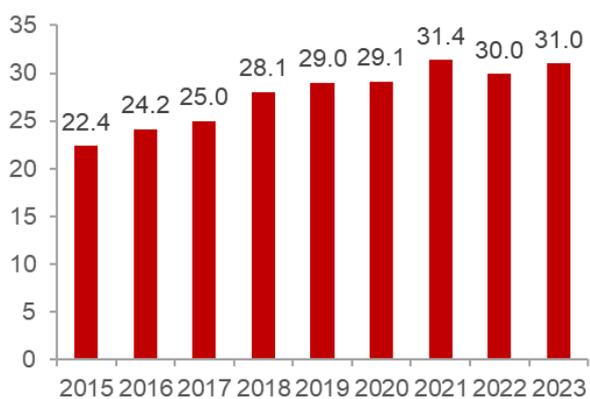
**盈利能力稳健, 吨毛利持续增长。**2015-2019年, 受市场环境影 响, 公司特钢单吨毛利波动较大。自2019年以来, 随着市场结构优化, 公司特钢新材料业务的单吨毛利稳定在2000元左右。得益于较为成熟的特钢生产技术和成本控制手段, 公司特钢新材料业务盈利能力稳健, 为公司贡献稳定现金。

图20: 特钢产品毛利稳定



资料来源: ifind, 浙商证券研究所

图21: 公司特钢产品销量(万吨)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图22: 特钢业务单吨价格及毛利(元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4 锂行业：供给过剩压力仍在，静待行业高成本产能出清

供给过剩压力仍在，但下游需求有望保持较高增速。我们将全球锂资源供给放量节奏进行梳理，预计 2023-2025 年全球产量为 98.8、131.4、169.2 万吨 LCE，同比分别增长 18%、33%、29%。2023 年锂行业供需端存在表观 1.7 万吨 LCE 短缺，预计 2024-25 年将出现 9.5、16.7 万吨 LCE 表观供给过剩，供给过剩压力仍在。但下游新能源车与储能行业均有望保持较高增速，待价格底部出现产能出清后，有望开启新一轮锂价周期。

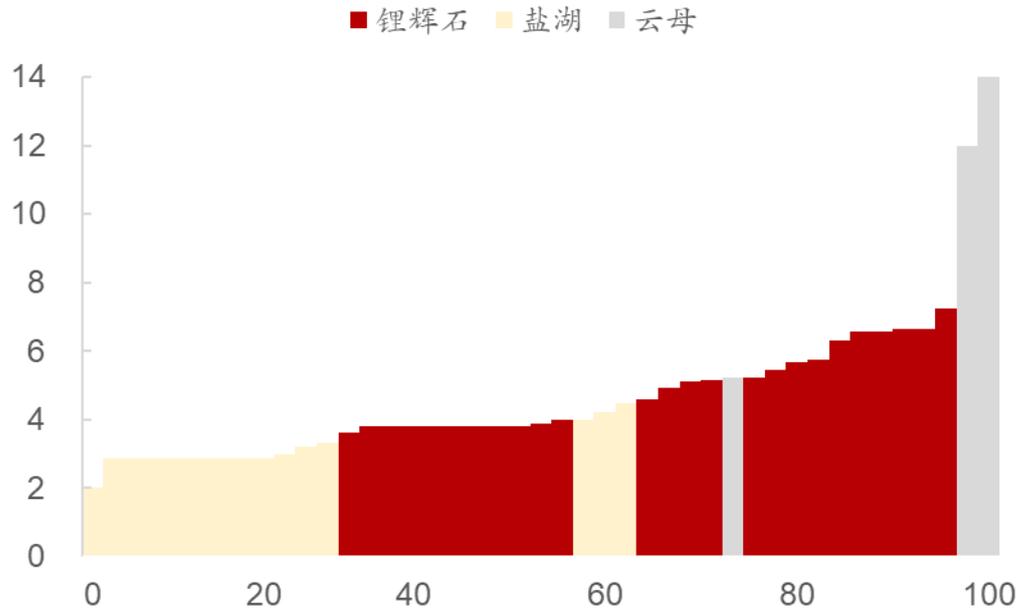
表3：锂行业供需平衡表

消费结构	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量合计（万辆）	669	1,087	1,467	1,831	2,187
纯电车合计（万辆）	473	795	1,116	1,419	1,731
插混车合计（万辆）	196	292	351	412	456
电池需求量（GWh）	371	684	704	879	1,050
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	29.8	55.0	56.6	70.7	84.4
储能需求（GWh）	71	159	230	295	460
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	5.1	11.4	15.2	19.5	33.1
3C消费电子（GWh）	125	114	127	142	158
对应碳酸锂需求量（万吨LCE）	9.6	8.8	9.8	10.9	12.2
其他（万吨LCE）	17.1	18.0	18.9	20.8	22.8
合计（万吨LCE）	61.7	93.2	100.5	121.8	152.5
全球锂供给量（万吨LCE）	60.4	83.7	98.8	131.4	169.2
供需平衡	-1.3	-9.5	-1.7	9.5	16.7

资料来源：Marklines，安泰科，EV Tank，中国产业研究院，QY Research，普华有策，Wind，公司公告，浙商证券研究所

依托成本曲线寻底，高成本产能或将出清。回归成本曲线来看，2023 年供给结构中，锂云母属于成本曲线最右侧种类，综合成本 12-14 万元/吨。本轮锂价周期进入下行阶段，供需持续寻求平衡过程中，成本曲线将成为价格重要支撑依据，价格将会在不同成本阶梯寻底，致使右侧高成本产能出现亏损压力，甚至出现出清事件，加速供需重回平衡。

图23: 2023 锂行业成本曲线



资料来源: 各公司公告、《宜春市锂电新能源产业中长期发展规划》等, 浙商证券研究所  
注: 此成本曲线选取全球主要锂资源项目的营业成本口径进行比较, 少部分项目参考同类型、相似品位项目成本。存在测算误差, 仅提供一种参考维度。横坐标: 产量累加 (万吨 LCE), 纵坐标: 营业成本 (万元/吨)

## 5 盈利预测

### 5.1 锂电新能源

**产量预测:** 公司化山瓷石矿项目 900 万吨改扩产工作目前正在进行安全生产许可证和矿山改扩建项目相关工作, 将于 2025 年建成投产释放产量。公司也将于 2024 年启动现有 1 万吨电池级碳酸锂冶炼项目技改工作, 为期 9 个月, 将一定程度影响产量。因此我们预计公司 2024-2026 年自有矿产量为 2.5、3.5、5 万吨 LCE。

**价格假设:** 根据我们对全球锂行业的供需分析, 我们预计锂价在 2024 年之后会逐步下降, 假设公司 2024-2026 年电池级碳酸锂售价分别为 9/8/7 万元/吨。

**成本假设:** 根据公司 2024H1 经营情况测算, 公司单吨碳酸锂营业成本约 5 万元/吨, 未来公司将进一步提高后端资源综合利用水平, 降低公司碳酸锂吨成本。因此我们预计 2024-26 年公司单吨碳酸锂营业成本为 5、5、4.5 万元/吨

### 5.2 特钢新材料

**产量预测:** 近几年公司特钢新材料产品下游应用景气度提升, 产能利用率饱和。因此我们预计公司 2024-26 年特钢产量 31、31、31 万吨。

**价格假设:** 公司产品价格挂钩于原材料价格变化, 我们预计上游直接相关的镍价中枢或将保持稳定。因此我们预计公司 2024-26 年特钢产品价格 2.2、2.2、2.2 万元/吨。

**毛利率:** 公司产品下游应用景气度提升, 毛利率有望保持较好水平。因此我们预计公司 2024-26 年特钢产品毛利率 12%、12%、12%。

基于以上对于量、价、本的假设, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入 88.9、93.8、100.0 亿元, 同比-27.1%/+5.5%/+6.6%, 归母净利润为 11.2/11.2/12.0 亿元, 对应 EPS 为 2.08/2.08/2.23 元。截至 2024 年 10 月 16 日市值对应 2024-26 年 PE 估值为 17.08/17.05/15.93 x。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图24: 公司分产品盈利预测

锂电新能源业务	2023A	2024E	2025E	2026E
产量 (万吨LCE)	2.69	2.50	3.50	5.00
销售价格 (万元/吨)	22.2	9.0	8.0	7.0
营业成本 (万元/吨)	5.9	5.0	5.0	4.5
毛利率	70%	37%	29%	27%
特钢业务	2023A	2024E	2025E	2026E
产量 (万吨)	31.0	31.0	31.0	31.0
销售价格 (万元/吨)	2.2	2.2	2.2	2.2
营业成本 (万元/吨)	2.0	2.0	2.0	2.0
毛利率	12%	12%	12%	12%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所预测

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11,808	12,171	11,560	11,681
现金	9,440	9,899	9,082	9,206
交易性金融资产	325	108	144	192
应收账款	154	160	129	148
其它应收款	1	2	1	1
预付账款	30	46	56	48
存货	1,096	974	1,069	1,145
其他	763	982	1,079	941
<b>非流动资产</b>	3,698	4,006	4,994	4,946
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	276	268	266	270
固定资产	2,825	2,943	3,477	3,699
无形资产	312	323	332	331
在建工程	109	304	752	476
其他	176	167	166	170
<b>资产总计</b>	15,506	16,177	16,554	16,627
<b>流动负债</b>	2,099	2,003	2,315	2,243
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1,046	987	1,101	1,143
预收账款	0	0	0	0
其他	1,053	1,017	1,214	1,101
<b>非流动负债</b>	131	139	138	136
长期借款	0	0	0	0
其他	131	139	138	136
<b>负债合计</b>	2,231	2,143	2,453	2,380
少数股东权益	295	318	341	365
归属母公司股东权益	12,981	13,717	13,760	13,882
<b>负债和股东权益</b>	15,506	16,177	16,554	16,627

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3,945	1,002	1,372	1,324
净利润	3,535	1,143	1,145	1,225
折旧摊销	278	198	231	267
财务费用	(257)	(146)	(145)	(139)
投资损失	46	0	0	0
营运资金变动	174	(328)	234	53
其它	169	136	(93)	(82)
<b>投资活动现金流</b>	(677)	(304)	(1,255)	(262)
资本支出	(1)	(500)	(1,200)	(200)
长期投资	(14)	3	3	(3)
其他	(663)	193	(58)	(60)
<b>筹资活动现金流</b>	(2,893)	(238)	(934)	(939)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(2,893)	(238)	(934)	(939)
<b>现金净增加额</b>	375	459	(817)	123

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	12,189	8,891	9,378	9,997
营业成本	7,680	7,344	7,844	8,344
营业税金及附加	138	88	93	106
营业费用	23	18	16	19
管理费用	129	89	80	97
研发费用	437	267	281	300
财务费用	(257)	(146)	(145)	(139)
资产减值损失	50	0	0	0
公允价值变动损益	3	0	0	0
投资净收益	(46)	0	0	0
其他经营收益	329	183	208	240
<b>营业利润</b>	4,277	1,414	1,417	1,511
营业外收支	(70)	(70)	(70)	(70)
<b>利润总额</b>	4,207	1,344	1,347	1,441
所得税	672	202	202	216
<b>净利润</b>	3,535	1,143	1,145	1,225
少数股东损益	128	23	23	24
<b>归属母公司净利润</b>	3,407	1,120	1,122	1,200
EBITDA	4,343	1,397	1,435	1,571
EPS (最新摊薄)	6.32	2.08	2.08	2.23

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-21.76%	-27.05%	5.47%	6.61%
营业利润	-44.25%	-66.93%	0.17%	6.65%
归属母公司净利润	-46.09%	-67.13%	0.18%	6.99%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.00%	17.40%	16.36%	16.54%
净利率	29.00%	12.85%	12.20%	12.25%
ROE	26.36%	8.20%	7.97%	8.47%
ROIC	26.31%	7.43%	7.44%	7.98%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	14.38%	13.24%	14.82%	14.31%
净负债比率	0.09%	0.06%	0.04%	0.06%
流动比率	5.62	6.08	4.99	5.21
速动比率	5.10	5.59	4.53	4.70
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.56	0.57	0.60
应收账款周转率	76.49	56.74	65.04	72.37
应付账款周转率	7.69	8.09	8.00	8.09
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	6.32	2.08	2.08	2.23
每股经营现金	7.32	1.86	2.54	2.46
每股净资产	24.08	25.44	25.52	25.75
<b>估值比率</b>				
P/E	5.61	17.08	17.05	15.93
P/B	1.47	1.39	1.39	1.38
EV/EBITDA	4.30	6.75	7.13	6.42

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>