

2022年09月18日

康隆达 (603665.SH)

## 防护产业转型锂电赛道，业绩成长性可期

■公司系防护行业领先企业。公司已形成以功能性劳动防护手套为主、非功能性劳动防护手套为辅的产品结构。公司目前拥有带衬PU、丁腈、乳胶、水性PU胶等浸胶类劳动防护手套和点胶类劳动防护手套四大类、十大系列、200余个品种，是国内劳动防护手套行业中产品种类/规格最多、最全的专业企业之一。公司业绩稳定增长，目前公司的收入主要由传统防护业务贡献，其中又以功能性手套为主，2021年功能性手套业务营收8.64亿元、占比82.1%，毛利1.96亿元、占比82%。

■并购天成锂业及新设协成锂业，快速进入锂盐行业。公司已持有天成锂业33.33%的股权，并拟继续收购其17.67%的股权，以实现天成锂业的控股。天成锂业是一家硫酸锂溶液生产商，集硫酸锂溶液提炼、生产加工、销售于一体，为用户提供硫酸锂溶液以及其他相关产品。据收购协议，公司已与天成锂业达成对赌协议，要求后者在2022年、2023年、2024年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润分别不低于1.8亿元、2亿元、2.1亿元。据公司公告，天成锂业产能规划可折算1万吨碳酸锂/年，以2023年销售6600吨、2024-2027年每年销售7200吨硫酸锂溶液以及其他相关产品(折碳酸锂当量)、售价13.39万元/吨计算，可对应2023年营业收入8.84亿元、2024-2027年营业收入均为9.64亿元。由于协成锂业目前已拥有由天成锂业转移而来的年产6000吨碳酸锂、6000吨氢氧化锂项目，作为天成锂业硫酸锂母液的下游，未来或与天成锂业形成良好的协同效应。

■资源先行，参股Bougouni以及获得KODAL包销权。公司通过泰安欣昌间接持有Bougouni项目7.23%的权益。公司及全资子公司金昊新材料通过受让泰安欣昌100%财产份额，间接拥有非洲马里Bougouni的锂辉石矿项目的权益及为期三年(拥有期满后的优先续约权利)包销KODAL不低于80%的锂精矿产品，价格参考同等物理化学特性的产品市场价格。Bougouni项目精矿产能23.8万吨/年，经济效益良好。据PFS，项目资本开支1.54亿美元，选矿厂加工能力为200万吨原矿/年，对应精矿产能为23.8万吨SC6/年，平均锂收率为74%，项目至少拥有8.5年的寿命，全生命周期将生产2024万吨锂精矿，平均现金成本为474美元/吨(加上特许权使用费及维持费用则为520美元/吨)，以精矿平均售价1060美元/吨，全生命周期收入约21.45亿美元，预计投资回收期0.8年，内部收益率91.2%。

■投资建议：我们预计公司2022-2024年实现营业收入分别为15.8、32.84、43.68亿元，实现净利润1.68、3.2、3.97亿元，对应EPS分别为

## 公司分析

证券研究报告

服装及服饰制品

投资评级 增持-A

首次评级

6个月目标价：56元  
股价(2022-09-16) 44.86元

### 交易数据

总市值(百万元)	7,208.24
流通市值(百万元)	7,208.24
总股本(百万股)	160.68
流通股本(百万股)	160.68
12个月价格区间	14.77/55.95元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.57	-12.81	247.52
绝对收益	-2.48	-18.55	234.03

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002  
luoqs1@essence.com.cn

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001  
qinjj1@essence.com.cn

### 相关报告

1.05、1.99、2.47 元/股，目前股价对应 PE 为 42.8、22.5、18.1 倍。首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 56 元/股。

■风险提示：需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期，测算结果不及预期

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,013.5	1,052.6	1,580.3	3,283.8	4,368.3
净利润	76.8	-154.3	168.4	320.1	397.3
每股收益(元)	0.48	-0.96	1.05	1.99	2.47
每股净资产(元)	6.83	5.84	7.24	9.24	11.71
<b>盈利和估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
市盈率(倍)	93.9	-46.7	42.8	22.5	18.1
市净率(倍)	6.6	7.7	6.2	4.9	3.8
净利润率	7.6%	-14.7%	10.7%	9.7%	9.1%
净资产收益率	7.0%	-16.4%	14.5%	21.6%	21.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	13.1%	-22.5%	12.8%	13.5%	13.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 传统防护企业大力布局新能源赛道.....	4
2. 锂行业维系高景气度，公司快速切入锂电赛道.....	8
2.1. 资源先行，参股 Bougouni 以及获得 KODAL 包销权.....	8
2.2. 并购天成锂业及新设协成锂业，快速进入锂盐行业.....	10
2.3. 新能源需求确定性较高，锂业有望维系高景气度.....	11
3. 盈利预测与投资建议.....	13

## 图表目录

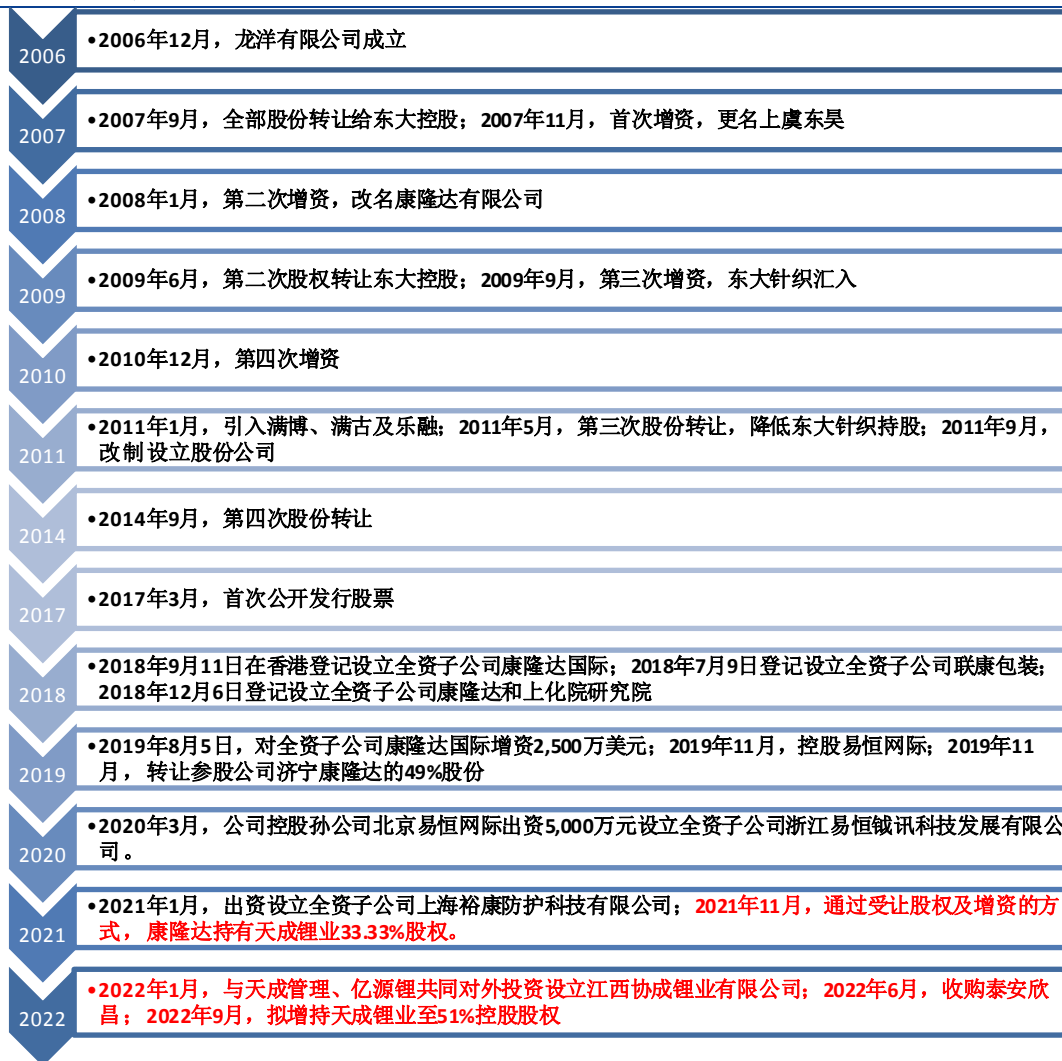
图 1: 康隆达历史沿革.....	4
图 2: 劳动防护手套产业链图.....	5
图 3: 康隆达股权结构图.....	6
图 4: 公司营业收入结构（百万元）.....	6
图 5: 公司营业成本结构（百万元）.....	6
图 6: 公司毛利结构（百万元）.....	6
图 7: 公司各产品毛利率.....	6
图 8: 公司功能性手套产销情况.....	7
图 9: 公司非功能性手套产销情况.....	7
图 10: 公司功能性手套销售价格（元/把）.....	7
图 11: 公司非功能性手套销售价格（元/把）.....	7
图 12: 公司三费情况（百万元）.....	7
图 13: 公司研发费用（百万元）.....	7
图 14: 公司经营性现金流净额（百万元）.....	8
图 15: 公司资产负债率.....	8
图 16: 公司通过泰安欣昌间接持有 Bougouni 项目 7.23% 的权益.....	8
图 17: Bougouni 项目地理位置.....	9
图 18: Bougouni 项目工程分布图.....	9
图 19: 天成锂业净利润（万元）.....	11
图 20: 天成锂业业绩测算（百万元）.....	11
图 21: 新能源车产销量.....	12
图 22: 锂盐需求量测算（万吨 LCE）.....	13
表 1: 公司主要产品分类、功能及用途.....	5
表 2: 资源收购对价对比.....	8
表 3: Bougouni 项目资源情况.....	10
表 4: Bougouni 项目主要指标对比.....	10
表 5: Bougouni 项目生产成本结构.....	10
表 6: 天成锂业原料成本测算表.....	11
表 7: 各大主机厂禁售燃油车时刻表.....	12

## 1. 传统防护企业大力布局新能源赛道

公司专业从事特种及普通劳动防护手套的研发、生产和销售，致力于为客户提供全方位的手部劳动防护产品和解决方案。多年来，公司坚持“积极开发新产品、优化产品结构、提高产品附加值”的发展战略，通过对无缝针织手套技术和浸胶技术、工艺的深度开发、应用和长期积累，逐步拥有了独立的研发设计能力和快速高效的规模化生产能力。公司于2017年3月13日在上海证券交易所挂牌上市，是国内首家功能性劳动防护手套上市公司。

面对2022年上半年国内外经营环境的变化，公司紧紧围绕年初制定的“内生增长+外延并购”促发展的战略规划，在持续发展现有主营业务的同时，全面推进“防护产业+新能源锂盐产业”的共同发展，逐步实现产业转型升级，目前公司新能源锂盐业务主要依托天成锂业及协成锂业展开。

图 1：康隆达历史沿革



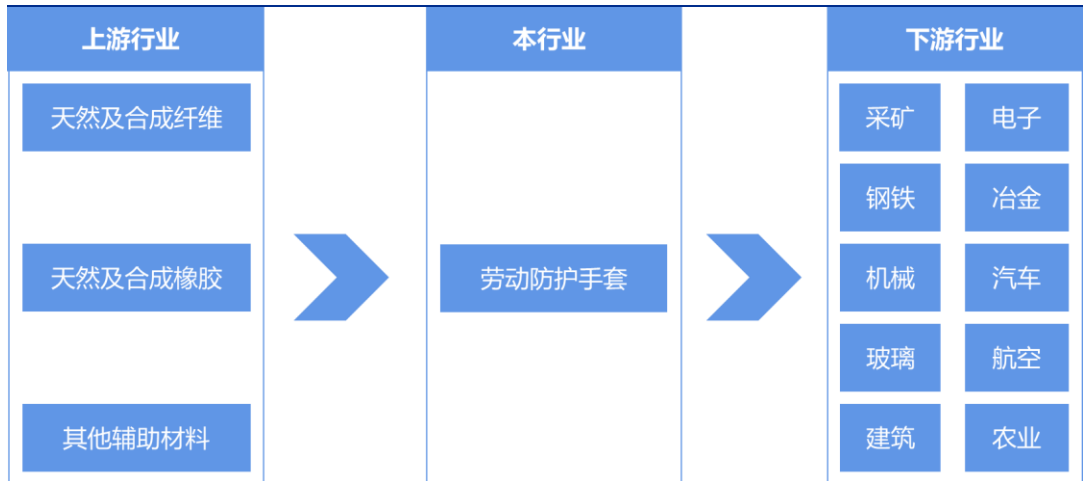
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

传统防护业务方面，经过多年发展，公司已形成以功能性劳动防护手套为主、非功能性劳动防护手套为辅的产品结构。公司目前拥有带衬 PU、丁腈、乳胶、水性 PU 胶等浸胶类劳动防护手套和点胶类劳动防护手套四大类、十大系列、200 余个品种，是国内劳动防护手套行业中产品种类/规格最多、最全的专业企业之一。公司生产的功能性劳动防护手套分别具有耐磨、防酸、防碱、耐油、耐脂、抗穿刺、抗切割、抗静电、阻燃、吸油透气等特性，可满足复杂工作环境中的各类防护要求，保护手部免受或减轻大多数物理性伤害及特定的化学性伤害，产品广泛应用于建筑、电力、电子、汽车、机械制造、冶金、石化、采掘等行业，具有

广阔的市场前景。

佩戴合适的功能性安全防护手套能够有效降低手部伤害事件的发生概率，部分国家和地区要求企业必须为工作人员配置与工作危险因素相匹配的功能性安全保护手套，且其属于企业日常经营中的易耗品，需求量与企业生产强度密切相关。因此，功能性安全防护手套不仅具有相对稳定的刚性市场需求，同时，随着全球经济逐步从新冠疫情的封锁中复苏，将带动起功能性安全防护手套市场规模的不断扩大。

图 2：劳动防护手套产业链图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：公司主要产品分类、功能及用途

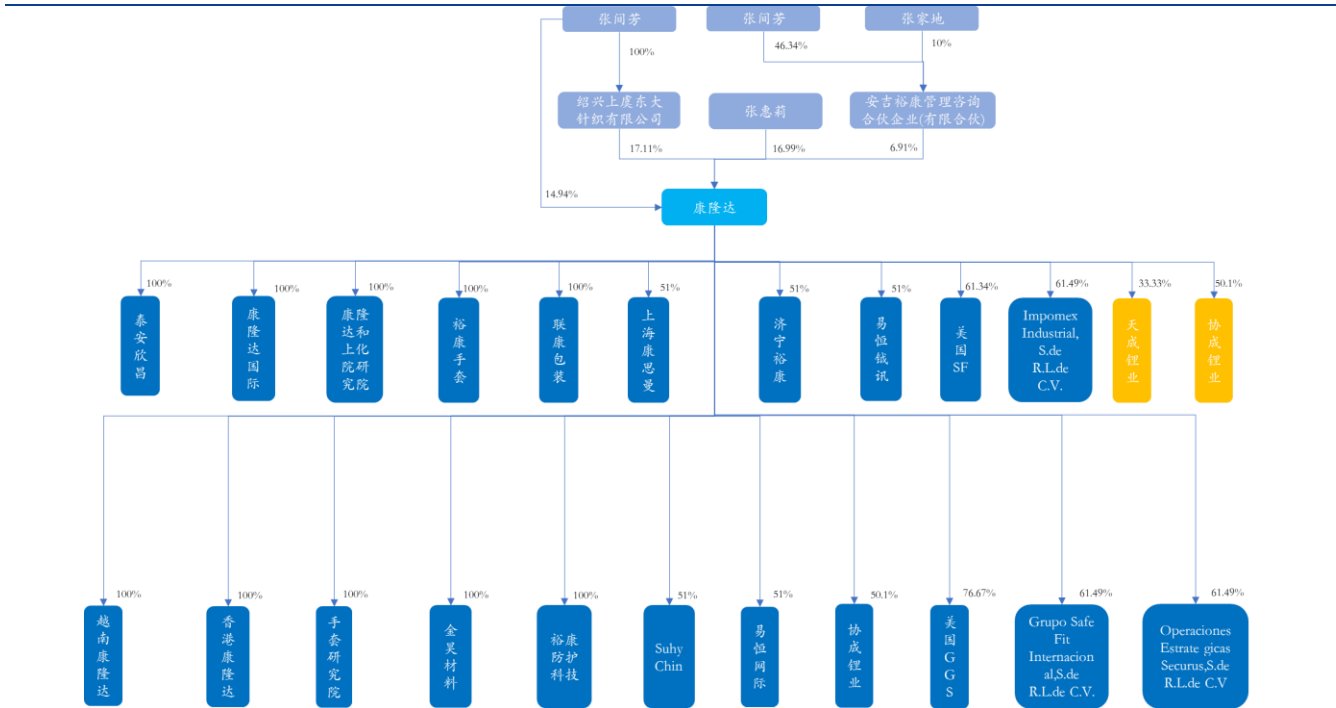
手套分类	产品功能或特性	使用环境		
非功能性手套	再生纱线手套	一般防护		
	纯棉纱线手套	一般防护、抗静电、防灼烧		
	涤纶丝手套	一般防护、耐磨	一般劳动或作业环境	
	尼龙丝手套	一般防护、耐磨、柔软		
	点珠普通纤维手套	一般防护、防滑、耐磨		
抗切割手套	PU 浸胶	抗切割、耐磨、抗撕裂、抗穿刺	有割伤 1 危害的环境	
	高性能 PE 纤维 (HPPE) 手套	丁腈浸胶	抗切割、耐磨、抗撕裂、抗穿刺、防轻度化学腐蚀	有割伤、一般化学危害的环境
		乳胶浸胶	抗切割、耐磨、抗撕裂、抗穿刺、防轻度化学腐蚀、延展性好	有割伤、一般化学危害的环境
		其他胶浸胶	抗切割、耐磨、抗撕裂、抗穿刺、防重度化学腐蚀	有割伤、较重化学危害的环境
		纱线手套	抗切割、阻燃	有割伤、高温危害的环境
芳纶纤维手套 2 (抗切割、阻燃)	PVC 点珠	抗切割、阻燃、防滑	有割伤、高温危害的环境	
	PU 浸胶	抗切割、阻燃、耐磨、抗撕裂、抗穿刺	有割伤、高温危害的环境	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

新能源锂盐业务方面，公司参股子公司天成锂业是一家专业从事硫酸锂溶液提炼的生产加工企业，目前主营产品是锂盐卤水（硫酸锂溶液），锂盐卤水经过“沉锂”即成为碳酸锂，处于锂电新能源产业链中正极材料这个子段链的上游环节，其产能规划折碳酸锂当量约 1 万吨/年。控股子公司协成锂业从事以碳酸锂为主产品的研发、生产和销售，为天成锂业的下游。协成锂业目前已拥有由天成锂业转移而来的年产 6000 吨碳酸锂、6000 吨氢氧化锂项目相关批文，其中碳酸锂生产线正在建设中，预计将于 2022 年 9 月进入试生产。

公司实际控制人为张间芳、张惠莉夫妇及其子张家地，三人通过直接持股和东大针织和裕康投资间接控制公司 52.93% 的股份。新能源锂盐业务方面，公司目前持有天成锂业 33.33% 股权，并拟进一步增持至 51% 股权，同时持有协成锂业 50.1% 股权。

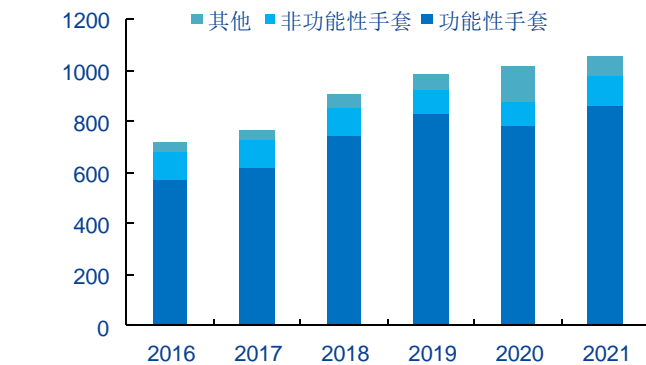
图 3：康隆达股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

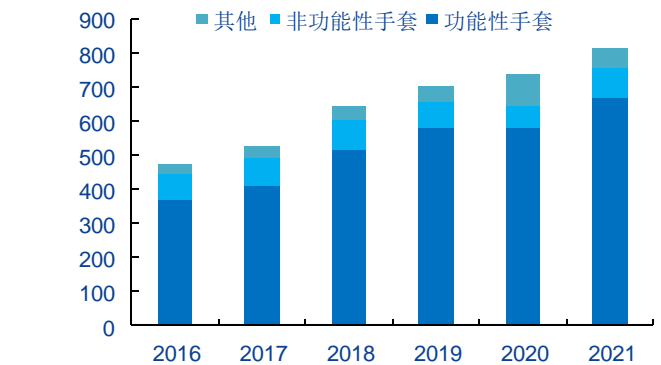
公司业绩稳定增长。目前公司的收入主要由传统防护业务贡献，其中又以功能性手套为主。2021年功能性手套业务营收8.64亿元、占比82.1%，毛利1.96亿元、占比82%。

图 4：公司营业收入结构（百万元）



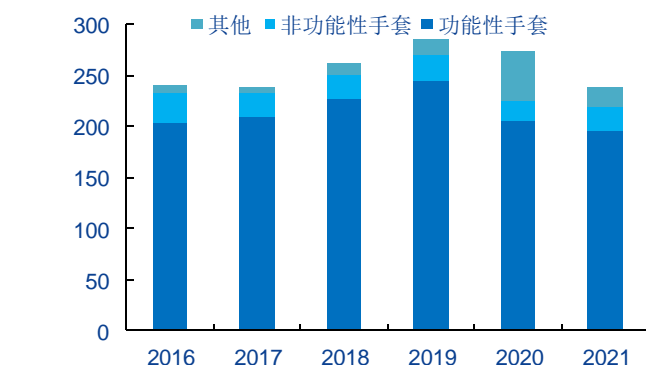
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：公司营业成本结构（百万元）



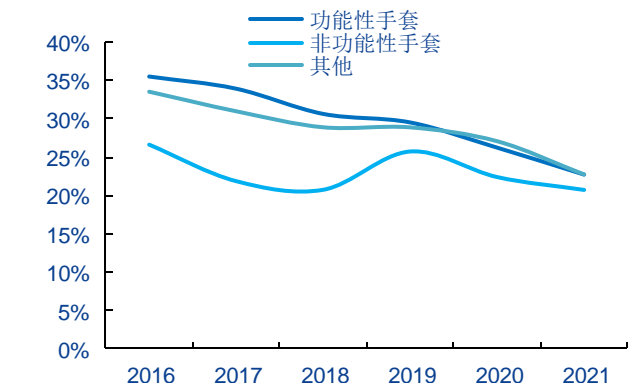
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：公司毛利结构（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

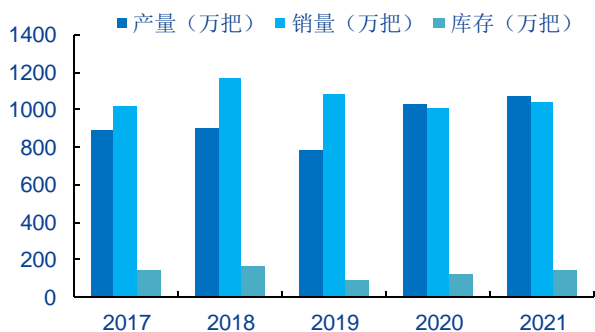
图 7：公司各产品毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

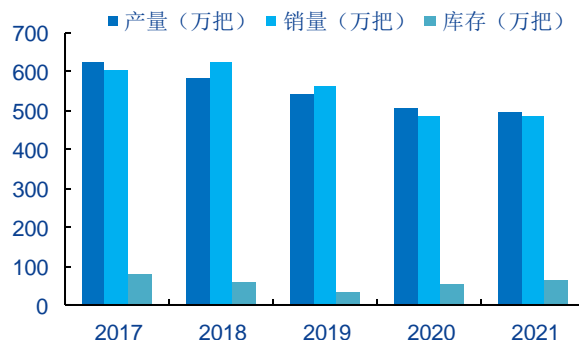
从产销情况来看，功能性手套产销基本持稳，非功能性手套产销逐渐下滑，公司产品价格逐步提升。

图 8：公司功能性手套产销情况



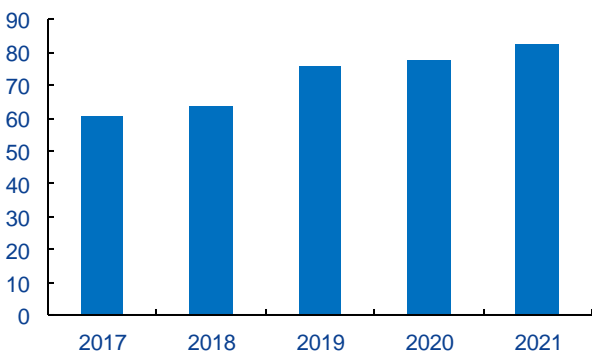
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 9：公司非功能性手套产销情况



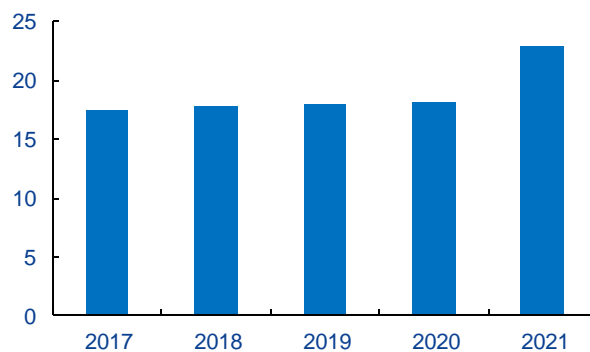
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：公司功能性手套销售价格 (元/把)



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：公司非功能性手套销售价格 (元/把)

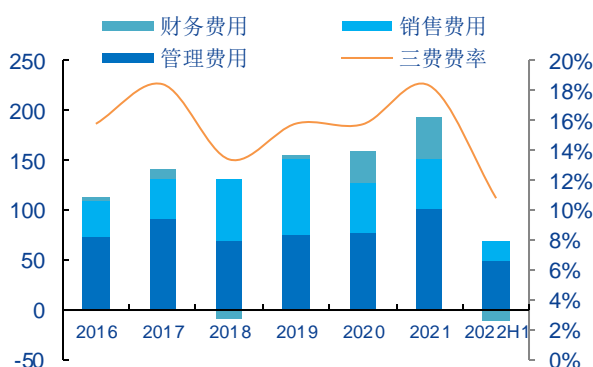


资料来源：wind，安信证券研究中心

2022年H1公司期间费率明显下降。2022年H1公司三费合计0.58亿元，三费费率降至10.8%，管理及销售费用基本持平，主要系人民币兑美元汇率贬值幅度较大，汇兑收益较上年大幅增长所致。

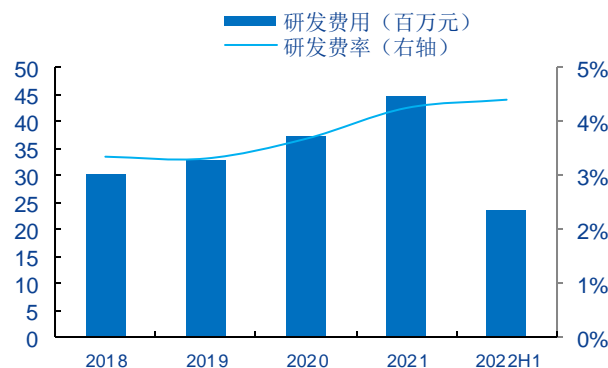
公司也维持一定的研发费用，以保障自身竞争力。公司先后成立了手套研究院、康隆达和上化院研究院，作为公司的产品研发平台，致力于各种手部防护产品、手部防护用品新材料、新生产工艺和新技术研发、产品防护性能检测手段研发及性能检测，以及不同行业用户手部防护方案设计；公司组建了一支研发水平高、技术及设计能力全面、经验丰富的研发设计团队，成员多年来深耕于特种防护手套领域，熟悉欧美等世界主要国家的防护手套生产技术、准入标准，拥有丰富的行业经验。经过多年累积，公司已拥有多项自主知识产权和专有技术，在功能性防护手套领域的研发能力达到了国内领先水平，部分产品达到国际先进水平。

图 12：公司三费情况 (百万元)



资料来源：wind，安信证券研究中心

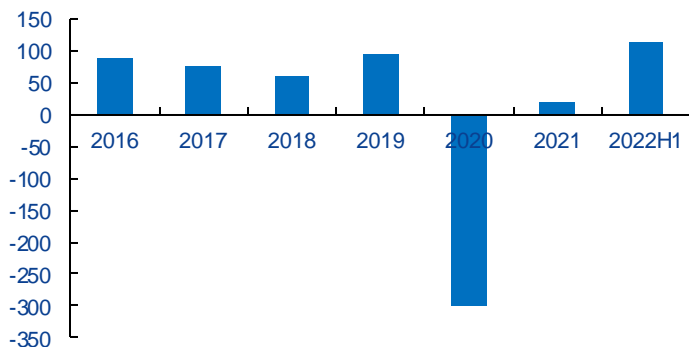
图 13：公司研发费用 (百万元)



资料来源：wind，安信证券研究中心

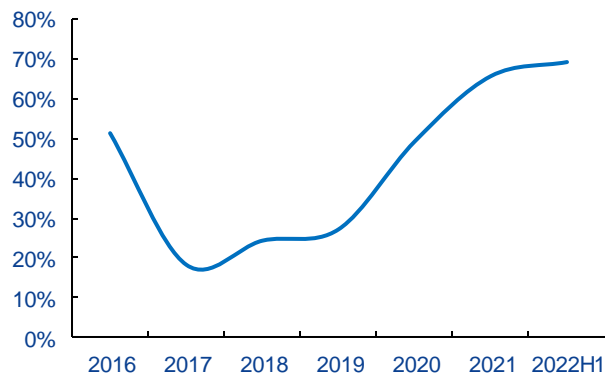
2022 年 H1 公司经营现金流净额大幅提升至 1.13 亿元，主要系公司控制库存规模，调整客户、供应商信用政策所致。2022 年 H1 公司资产负债率为 69%，公司资本管理政策的目标是为了保障本公司能够持续经营，从而为股东提供回报，并使其他利益相关者获益，同时维持最佳的资本结构以降低资本成本。

图 14：公司经营现金流净额（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 15：公司资产负债率



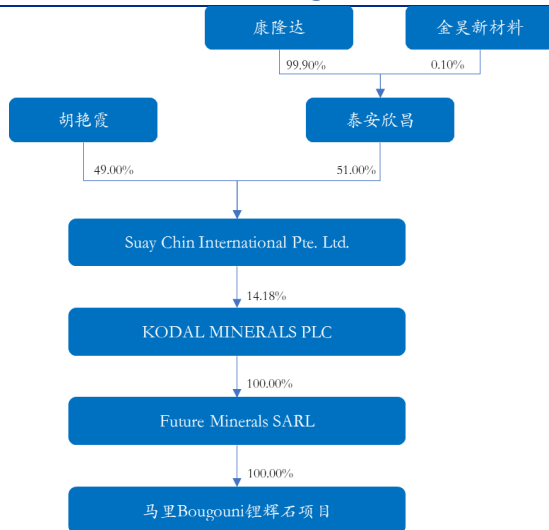
资料来源：wind，安信证券研究中心

## 2. 锂行业维系高景气度，公司快速切入锂电赛道

### 2.1. 资源先行，参股 Bougouni 以及获得 KODAL 包销权

公司通过泰安欣昌间接持有 Bougouni 项目 7.23% 的权益。公司及全资子公司金昊新材料通过受让泰安欣昌 100% 财产份额，间接拥有非洲马里 Bougouni 的锂辉石矿项目的权益及为期三年（拥有期满后的优先续约权利）包销 KODAL 不低于 80% 的锂精矿产品，价格参考同等物理化学特性的产品市场价格。该项目的实施将有利于保障公司锂辉石材料供应，增强公司可持续发展能力，提高公司核心竞争力。

图 16：公司通过泰安欣昌间接持有 Bougouni 项目 7.23% 的权益



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：资源收购对价对比

收购方	收购标的	盐湖/矿山	所在地	收购对价 (亿元)	资源量 (万吨 LCE)	收购股份	权益资源量 (万吨 LCE)	单吨资源价格 (元/吨 LCE)
金圆股份	辰宇矿业	吉布茶卡	西藏	6.1	8.9	51%	4.5	13468
亿纬锂能	大华化工	大柴旦	青海	1.1	25.6	5%	1.3	8594
西部矿业	东台吉乃尔锂资源公司	东台吉乃尔	青海	32.86	176.3	27%	47.6	7023
金圆股份	锂源矿业	捌千错	西藏	5.1	13.9	51%	7.1	7194

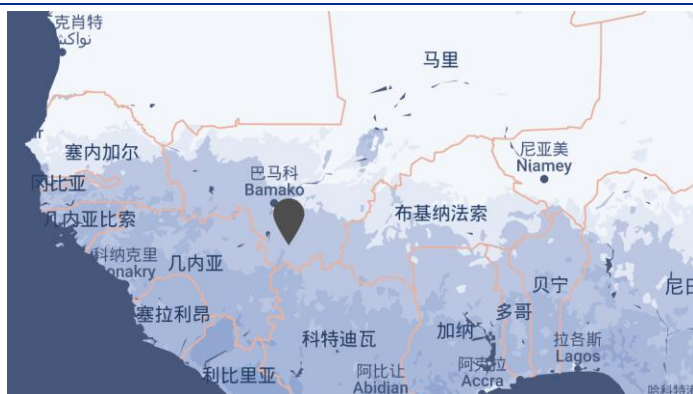


盛新锂能	Max Mind	萨比星锂钽矿项目	津巴布韦	4.97	23.1	51%	11.8	4228
赣锋锂业	锦泰钾肥	巴伦马海	青海	7.05	113.8	15%	17.6	4000
紫金矿业	盾安集团旗下四 项资产包	拉果错	西藏	48.97	214	70%	149.8	3269
<b>康隆达</b>	<b>KODAL</b>	<b>Bougouni</b>	<b>马里</b>	<b>0.95</b>	<b>58.5</b>	<b>7%</b>	<b>4.2</b>	<b>2246</b>
李良彬	蒙金矿业	加不斯矿区钽铌矿	内蒙古	13.44	100.8	70%	70.6	1904
中矿资源	Afrim, Amzim	Bikita	津巴布韦	11.7	84.96	100%	85	1821
赣锋锂业	五矿盐湖	一里坪	青海	14.7	165.2	49%	80.9	1816
华友钴业	前景锂矿	Arcadia 锂矿	津巴布韦	27.4	190	100%	190	1444
天华超净	Premier	Zulu	津巴布韦	1	52.6	50%	26.3	1415
藏青基金	麻米错矿业	麻米错	西藏	14.7	217.7	50%	111	1324
赣锋锂业	新余赣锋	松树岗钽铌矿	江西	10.85	149.3	62%	92.6	1172
国轩矿业	-	割石里瓷土矿(含锂)	江西	4.6	44.9	100%	44.9	1001
POSCO	Hombre Muerto	Hombre Muerto 北部	阿根廷	18.2	207.5	100%	207.5	877
pilbara	Altura	Pilgangoora-Altura	澳大利亚	11.4	152.1	100%	152.1	748
紫金矿业	Neo Lithium	3Q	智利	49.4	756.5	100%	756.5	653
美洲锂业	千禧锂业	Pasto Grandes	阿根廷	26	412	100%	412	631
盛新锂能	惠绒矿业	木绒锂矿	四川	1	158.96	10%	16.2	617
赣锋锂业	Lithea	PPG	阿根廷	62.5	1106	100%	1106	565
青山钢铁	Eramet	Centenario-Ratones	阿根廷	24.38	989	50%	493.5	494
RioTinto	RinconMining	Rincon	阿根廷	53.6	1177	100%	1177	456
赣锋锂业	SPV	Goulamina	马里	8.45	387.8	50%	193.9	436
赣锋锂业	Minera Exar	Cauchari-Olaroz	阿根廷	10.75	1985.3	13%	248.2	433
赣锋锂业	bacanora	sonora	墨西哥	12.35	882	33%	287.4	430
藏格矿业	超级锂业	laguna	阿根廷	0.2	50.7	20%	9.9	403
天华时代	Manono	Manono 锂矿	刚果(金)	15.6	1628	24%	390.7	399
盛新锂能	UT 联合体	SDLA	阿根廷	2.4	204.9	50%	102.5	234
雅化集团	ABY	Kenticha	埃塞尔比亚	0.13	247	2%	4.3	159
宜春时代	-	视下窝矿区陶瓷土矿	江西	8.7	656.7	100%	656.7	132
赣锋锂业	Litio	Mariana 锂矿	阿根廷	0.86	812.1	9%	69.7	123

资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

**Bougouni** 系位于马里南部的绿地项目，基础设施及安全性有保障，马里政府及当地社区支持该项目的勘探及开发。Kodal 于 2019 年第四季度获得环境和社会影响评估申请的批准，并于 2020 年第一季度提交了采矿许可证申请。采矿许可证于 2021 年 11 月上旬授予 Kodal 的马里子公司 Future Minerals SARL，有效期为初始期限为 12 年，每十年可续期，直到所有资源开采完毕。采矿许可证根据 2019 年采矿法授予，面积超过 97.2 平方公里，涵盖 Bougouni 拟议的露天采矿和加工作业。

图 17: Bougouni 项目地理位置



资料来源：KODAL 公告，安信证券研究中心

图 18: Bougouni 项目工程分布图



资料来源：KODAL 公告，安信证券研究中心

从资源禀赋来看，Bougouni 项目矿石资源量合计 0.213 亿吨，平均氧化锂品位 1.11%，对应碳酸锂资源为 58.5 万吨 LCE，其中确定资源量合计 0.116 亿吨，平均氧化锂品位 1.13%，对应碳酸锂资源为 32.4 万吨 LCE，推断资源量合计 0.097 亿吨，平均氧化锂品位 1.08%，对应碳酸锂资源为 26.1 万吨 LCE。

**表 3: Bougouni 项目资源情况**

区域	确定资源量			推断资源量			资源总量		
	矿石资源量 (百万吨)	Li2O 品 位	碳酸锂资源量 (万吨 LCE)	矿石资源量 (百万吨)	Li2O 品 位	碳酸锂资源量 (万吨 LCE)	矿石资源量 (百万吨)	Li2O 品 位	碳酸锂资源量 (万吨 LCE)
Sogola_Baoule	8.40	1.09%	22.7	3.8	1.13%	10.6	12.2	1.10%	33.3
Ngoulana	3.1	1.25%	9.7	2.0	1.12%	5.5	5.1	1.20%	15.2
Boumou				4.0	1.02%	10.0	4.0	1.02%	10.0
合计	11.6	1.13%	32.4	9.7	1.08%	26.1	21.3	1.11%	58.5

资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

**Bougouni 项目精矿产能 23.8 万吨/年, 经济效益良好。**据 PFS, 项目资本开支 1.54 亿美元, 选矿厂加工能力为 200 万吨原矿/年, 对应精矿产能为 23.8 万吨 SC6/年, 平均锂收率为 74%, 项目至少拥有 8.5 年的寿命, 全生命周期将生产 202.4 万吨锂精矿, 平均现金成本为 474 美元/吨 (加上特许权使用费及维持费用则为 520 美元/吨), 以精矿平均售价 1060 美元/吨, 全生命周期收入约 21.45 亿美元, 预计投资回收期 0.8 年, 内部收益率 91.2%。

**表 4: Bougouni 项目主要指标对比**

项目	2020 年 1 月可研	2022 年 6 月可研
选矿产能	200 万吨/年	200 万吨/年
精矿产能	21.8 万吨/年	23.8 万吨/年
平均锂收率	71%	74%
生命周期	大于 8.5 年	大于 8.5 年
资本开支	1.29 亿美元	1.54 亿美元
全生命周期产量	194.2 万吨精矿	202.4 万吨精矿
现金成本	431 美元/吨	474 美元/吨
售价假设	738 美元/吨	1060 美元/吨
投资回收期	1.8 年	0.8 年
内部收益率	50.9%	91.20%

资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

**表 5: Bougouni 项目生产成本结构**

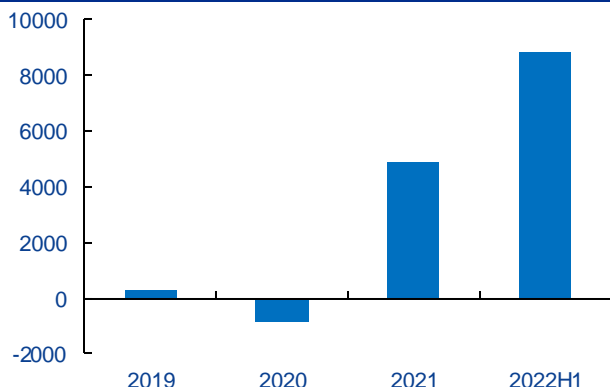
项目	2020 年 1 月可研	2022 年 6 月可研
采矿成本 (美元/吨 SC6)	172	190
处理成本 (美元/吨 SC6)	141	147
管理及行政费用 (美元/吨 SC6)	24	25
<b>C1 现金成本小计 (美元/吨 SC6)</b>	<b>337</b>	<b>362</b>
销售成本 (美元/吨 SC6)	94	112
<b>C1 现金成本合计 (美元/吨 SC6)</b>	<b>431</b>	<b>474</b>
特许权使用费 (美元/吨 SC6)	26	38
维持费用 (美元/吨 SC6)	8	8
<b>净现金运营成本 (美元/吨 SC6)</b>	<b>465</b>	<b>520</b>

资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

## 2.2. 并购天成锂业及新设协成锂业, 快速进入锂盐行业

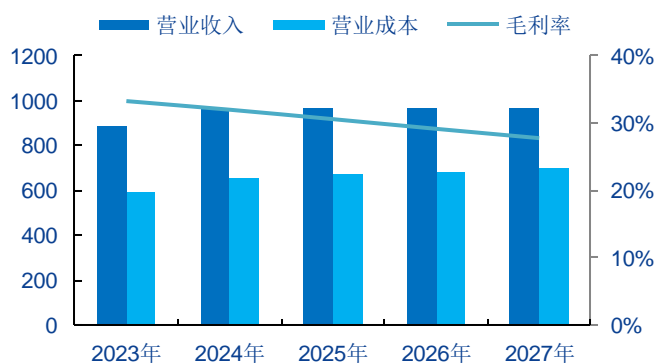
公司已持有天成锂业 33.33% 的股权, 并拟继续收购其 17.67% 的股权, 以实现天成锂业的控股。天成锂业是一家硫酸锂溶液生产商, 集硫酸锂溶液提炼、生产加工、销售于一体, 为用户提供硫酸锂溶液以及其他相关产品。据收购协议, 公司已与天成锂业达成对赌协议, 要求后者在 2022 年、2023 年、2024 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润分别不低于 1.8 亿元、2 亿元、2.1 亿元。据公司公告, 天成锂业产能规划可折算 1 万吨碳酸锂/年, 以 2023 年销售 6600 吨、2024-2027 年每年销售 7200 吨硫酸锂溶液以及其他相关产品 (折碳酸锂当量)、售价 13.39 万元/吨计算, 可对应 2023 年营业收入 8.84 亿元、2024-2027 年营业收入均为 9.64 亿元。

图 19: 天成锂业净利润 (万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 20: 天成锂业业绩测算 (百万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 6: 天成锂业原料成本测算表

主要产品名称		未来预测数据					
		2022年7-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
锂云母精矿	原材料费 (万元)	11,847.00	44,307.77	49,302.46	50,288.51	51,294.28	52,320.17
	数量 (吨)	42,476.78	155,748.21	169,907.14	169,907.14	169,907.14	169,907.14
	单价 (万元/吨)	0.28	0.28	0.29	0.3	0.3	0.31
石膏/石灰/辅料	原材料费 (万元)	281.27	1,051.97	1,170.55	1,170.55	1,170.55	1,170.55
	数量 (吨)	17,906.01	65,655.36	71,624.03	71,624.03	71,624.03	71,624.03
	单价 (万元/吨)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
元明粉	原材料费 (万元)	186.26	696.6	775.13	790.63	806.44	806.44
	数量 (吨)	12,752.71	46,759.95	51,010.86	51,010.86	51,010.86	51,010.86
	单价 (万元/吨)	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
合计 (万元)		12,314.53	46,056.34	51,248.14	52,249.69	53,271.28	54,297.16
对应单吨碳酸锂原料成本 (万元/吨)		6.84	6.98	7.12	7.26	7.40	7.54

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

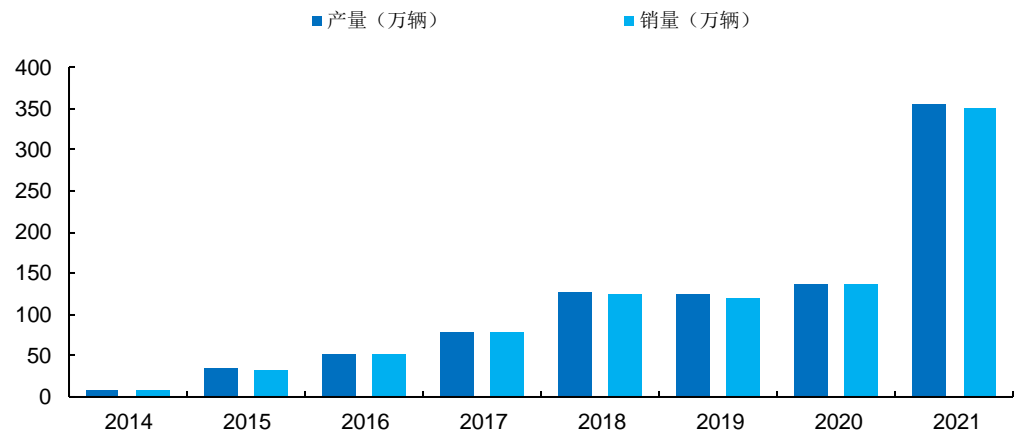
天成锂业立足江西宜春的丰富锂云母矿产资源,通过自主研发的锂云母复合硫酸盐焙烧方法和隧道窑混合焙烧工艺,实现了宜春地区低品位锂云母制备电池级碳酸锂的技术和工艺的重大突破,一步法制备硫酸锂溶液及综合回收碱金属等,使得宜春锂云母资源得到了综合高效循环利用。经过多年的研发、技改和建设,天成锂业已经建成万吨级碳酸锂当量的硫酸锂溶液生产线。随着公司的快速发展,天成锂业持续加大研发投入,改进配方和工艺、提高产能利用率、降低能耗,并启动了申请省级企业技术中心和工程研究中心的立项工作。

据公告,2021年天成锂业的产品主要销售给金辉锂业、南氏锂电、永兴材料等,由于协成锂业目前已拥有由天成锂业转移而来的年产6000吨碳酸锂、6000吨氢氧化锂项目,作为天成锂业硫酸锂母液的下游,未来或与天成锂业形成良好的协同效应。

### 2.3. 新能源需求确定性较高, 锂业有望维系高景气度

**新能源汽车产销量大幅增长。**我国新能源汽车自2015年起迅速放量,并随后保持快速增长趋势。据中国汽车工业协会统计,中国新能源汽车2015年产量为34.05万辆,同比增长333.76%,销量为33.11万辆,同比增长342.6%,产销的同比增速均较此前水平有显著提升。2021年,我国新能源汽车产量354.50万辆、销量352.10万辆,产销水平在2015年之后持续走高。

图 21：新能源车产销量



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

各国电动化目标明确，车企加快燃油车停售计划。随着欧洲各国禁售燃油车的时间表制定，中国“双积分”政策的落地实施，迫使车企主动规划停产停售燃油车的战略，加速电气化转型。

电池企业产能规划量庞大，中长期将对锂盐需求形成较强支撑。国内方面，根据公司公告及GGII，蜂巢能源此前将2025年全球电池产能规划目标提升至600GWh，中创新航宣布计划到2025年电池产能达500GWh，国轩高科2025年电池产能规划为300GWh，亿纬锂能2023年将建成200GWh电池产能，宁德时代2025年电池产能规划已达870GWh，比亚迪2025年电池产能规划超600GWh。海外方面，LG、SK On、松下、三星2025年电池产能规划分别达到460、226.5、159、83GWh。

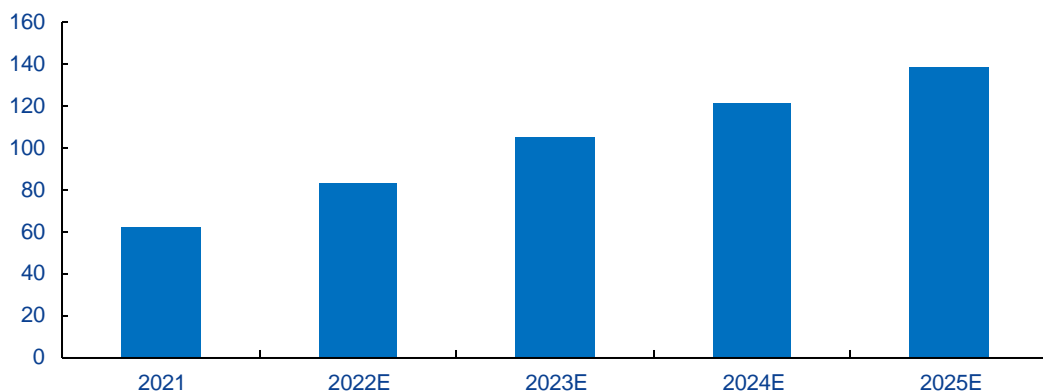
表 7：各大主机厂禁售燃油车时刻表

车企	实施时间	规划
沃尔沃	2019	停售停产传统燃油车
大众	2026	发布最后一代内燃机车型
戴姆勒	2022	停售停产传统燃油车
宝马	-	未来产品均实现电动化
通用	2025	实现不同程度电气化
丰田	2025	停售停产传统燃油车
捷豹路虎	2020	实现全部产品电气化
FCA 集团 Jeep 品牌	2021	全部采用电动版本
福特林肯品牌	2022	停售停产传统燃油车
长安	2025	停售传统燃油车
海马	2025	淘汰传统燃油车
北汽	2025	全国全面停售燃油车

资料来源：GGII，安信证券研究中心

随着全球双碳计划的推进，据中汽协及SMM，我们假设全球新能源车产量从2021年653万辆增加至2025年2097万辆，同时考虑储能、3C及传统玻璃陶瓷等领域需求，我们测算2025年全球锂盐需求将达到138.2万吨LCE，2021-2025年复合增速22%，锂盐需求或维系高景气度。

图 22: 锂盐需求量测算 (万吨 LCE)



资料来源: 中汽协, SMM, 安信证券研究中心

### 3. 盈利预测与投资建议

**投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 15.8、32.84、43.68 亿元, 实现净利润 1.68、3.2、3.97 亿元, 对应 EPS 分别为 1.05、1.99、2.47 元/股, 目前股价对应 PE 为 42.8、22.5、18.1 倍。首次覆盖, 给予“增持-A”评级, 6 个月目标价 56 元/股。

**风险提示:** 需求不及预期, 锂价大幅波动, 项目进展不及预期, 测算结果不及预期

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1,013.5	1,052.6	1,580.3	3,283.8	4,368.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	739.0	813.1	1,276.6	2,645.1	3,466.5	营业收入增长率	2.7%	3.9%	50.1%	107.8%	33.0%
营业税费	7.6	7.0	10.5	21.8	29.0	营业利润增长率	65.8%	-414.6%	-163.7%	137.5%	37.1%
销售费用	50.0	50.0	55.3	82.1	109.2	净利润增长率	53.4%	-300.9%	-209.2%	90.1%	24.1%
管理费用	76.5	101.9	118.5	131.4	174.7	EBITDA 增长率	43.8%	127.5%	-29.7%	113.9%	37.7%
研发费用	37.3	44.7	47.4	98.5	131.1	EBIT 增长率	55.4%	151.4%	-53.5%	143.1%	35.7%
财务费用	33.0	41.0	-9.9	-12.8	-24.2	NOPLAT 增长率	111.2%	-346.4%	-159.6%	136.3%	35.0%
资产减值损失	-17.8	-362.9	-	-	-	投资资本增长率	43.5%	5.1%	124.1%	33.4%	24.7%
加:公允价值变动收益	19.3	-0.7	-	-	-	净资产增长率	7.2%	-29.9%	30.1%	40.5%	39.4%
投资和汇兑收益	24.3	15.4	120.4	162.6	176.6	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	101.0	-317.8	202.3	480.5	658.7	毛利率	27.1%	22.8%	19.2%	19.5%	20.6%
加:营业外净收支	-0.3	0.0	-0.4	-0.2	-0.2	营业利润率	10.0%	-30.2%	12.8%	14.6%	15.1%
<b>利润总额</b>	100.7	-317.8	201.9	480.2	658.5	净利润率	7.6%	-14.7%	10.7%	9.7%	9.1%
减:所得税	13.5	10.5	23.1	66.7	94.2	EBITDA/营业收入	19.8%	43.3%	20.3%	20.9%	21.6%
<b>净利润</b>	76.8	-154.3	168.4	320.1	397.3	EBIT/营业收入	16.2%	39.3%	12.2%	14.2%	14.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	306.2	166.8	126.4	262.7	349.5	固定资产周转天数	135	142	186	174	190
交易性金融资产	60.2	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	141	103	100	102	98
应收账款	129.3	134.0	261.3	560.0	532.5	流动资产周转天数	356	373	244	224	225
应收票据	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	46	45	45	45	45
预付账款	414.6	10.9	657.2	726.9	1,087.0	存货周转天数	117	147	77	77	76
存货	348.8	511.1	164.0	1,234.7	598.3	总资产周转天数	645	764	661	517	505
其他流动资产	35.5	66.6	42.1	48.1	52.3	投资资本周转天数	382	445	492	382	369
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.0%	-16.4%	14.5%	21.6%	21.1%
长期股权投资	-	176.7	176.7	176.7	176.7	ROA	4.0%	-14.5%	5.1%	7.0%	8.9%
投资性房地产	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4	ROIC	13.1%	-22.5%	12.8%	13.5%	13.6%
固定资产	410.4	417.2	1,214.3	1,968.3	2,649.2	<b>费用率</b>					
在建工程	81.0	526.9	610.8	644.3	657.7	销售费用率	4.9%	4.7%	3.5%	2.5%	2.5%
无形资产	112.0	122.1	117.8	113.6	109.4	管理费用率	7.5%	9.7%	7.5%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	298.2	136.9	157.4	161.9	142.7	研发费用率	3.7%	4.2%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>资产总额</b>	2,198.8	2,271.5	3,530.4	5,899.7	6,357.6	财务费用率	3.3%	3.9%	-0.6%	-0.4%	-0.6%
短期债务	438.8	557.6	1,341.8	1,302.7	1,257.4	四费/营业收入	19.4%	22.6%	13.4%	9.1%	8.9%
应付账款	248.1	458.2	103.1	1,213.1	618.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	38.8	46.0	90.9	191.0	176.7	资产负债率	49.1%	65.5%	71.1%	75.7%	68.6%
其他流动负债	102.8	364.9	178.9	215.8	254.8	负权益比	96.6%	189.6%	246.1%	311.5%	218.2%
长期借款	208.5	37.1	772.4	1,513.6	2,027.2	流动比率	1.56	0.62	0.73	0.97	1.14
其他非流动负债	43.4	23.4	23.3	30.0	25.6	速动比率	1.14	0.27	0.63	0.55	0.88
<b>负债总额</b>	1,080.4	1,487.2	2,510.4	4,466.2	4,359.7	利息保障倍数	4.99	10.09	-19.41	-36.40	-26.21
少数股东权益	20.6	-154.6	-144.1	-50.6	116.4	<b>分红指标</b>					
股本	158.2	160.7	160.7	160.7	160.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	951.2	835.0	1,003.4	1,323.5	1,720.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	1,118.4	784.3	1,020.0	1,433.5	1,997.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
净利润	87.2	-328.3	168.4	320.1	397.3	EPS(元)	0.48	-0.96	1.05	1.99	2.47
加:折旧和摊销	43.2	49.6	128.4	218.7	310.8	BVPS(元)	6.83	5.84	7.24	9.24	11.71
资产减值准备	17.8	362.9	-	-	-	PE(X)	93.9	-46.7	42.8	22.5	18.1
公允价值变动损失	-19.3	0.7	-	-	-	PB(X)	6.6	7.7	6.2	4.9	3.8
财务费用	35.3	40.4	-9.9	-12.8	-24.2	P/FCF	30.9	-60.7	-87.9	146.1	-73.1
投资损失	-24.3	-15.4	-120.4	-162.6	-176.6	P/S	7.1	6.8	4.6	2.2	1.7
少数股东损益	10.4	-174.0	10.4	93.5	167.0	EV/EBITDA	18.2	12.6	28.2	14.1	10.9
营运资金的变动	-507.9	97.8	-808.3	-224.3	-277.8	CAGR(%)	68.0%	-219.8%	51.8%	68.0%	-219.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-298.7	19.3	-631.4	232.4	396.5	PEG	1.4	0.2	0.8	0.3	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-251.6	-384.7	-879.6	-837.4	-823.4	ROIC/WACC	1.6	-2.8	1.6	1.7	1.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	638.5	215.2	1,470.6	741.2	513.6	REP	1.8	-1.6	1.9	1.5	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034