

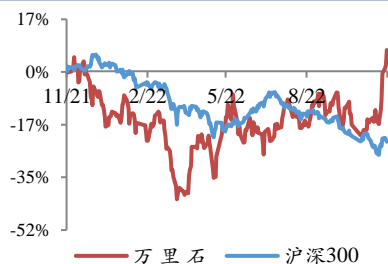
石材起家，鹏程万锂

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-10

收盘价(元)	32.61
近12个月最高/最低(元)	32.61/17.79
总股本(百万股)	201
流通股本(百万股)	167
流通股比例(%)	82.87
总市值(亿元)	66
流通市值(亿元)	54

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 立足中高端石材综合服务主业，探索新能源业务转型

公司是一家中高端石材综合服务商，一直专注于建筑装饰石材及景观石材的设计、加工、销售和安装，其销售网络遍布日美国、欧盟、日本等30多个国家和地区，国内30多座大中城市。近年来公司在深耕石材主业的基础上，先后投资设立万锂新能源、万锂（厦门）新能源等公司，并与新疆地矿局、新疆地矿投资集团、泰利信等单位签署合作协议，致力通过盐湖提锂赛道切入新能源领域。

● 泰利信 TMS 提锂技术加持，助力低品位盐湖开发

我国90%左右锂资源以液态矿形态分布在青海、西藏和新疆等地区，但由于含锂浓度低、杂质含量高和生产环境限制等多方面因素制约，国内盐湖锂资源开发程度整体较低。目前主流提锂技术中，吸附法凭借制作工艺相对简单、环境友好无污染以及锂回收率高等优点脱颖而出。泰利信新一代吸附提锂技术拥有适用性广、提取率高、投资和生产成本相对较低以及绿色环保等特点，适用于低品位盐湖提锂。目前泰利信已经能够实现年产1500吨吸附剂规模化生产，可满足供应10万吨盐湖提锂生产线使用。

● 整合技术和资源，多方合作切入新能源赛道

1) 通过参股泰利信并与其建立合资公司，掌握提锂技术：公司通过合伙企业厦门万锂新能源投资参股新疆泰利信矿业有限公司，掌握核心提锂技术，并与泰利信公司共同出资设立万锂新能源资源公司，以充分发挥双方各自拥有的资源及优势并且共同探索双方合作契机。2) 整合技术和资源，布局提锂新业务：公司计划通过整合盐湖提锂技术、盐湖及原卤水资源和上市公司资本实力，逐步开展在技术、资源与渠道的实质性探索，为公司积极拓展新的业务领域及业务的转型升级奠定基础。目前孙公司格尔木万锂新能源拟利用泰利信吸附提锂技术和青海地矿集团老卤水原料，投资建设年产5000吨电池级碳酸锂生产线。项目分两期建设，其中一期2000吨项目预计明年下半年建成投产，届时将为公司业务转型升级奠定坚实基础，并贡献新的利润增长点。3) 积极布局盐湖提锂矿权资源的整合与开发：公司在推进实施盐湖提锂产能建设生产线的同时，将进一步向上游延伸参与盐湖提锂矿权资源的整合与开发，与合作伙伴共同投资开发国内盐湖资源并且寻找海外盐湖锂资源合作开发计划。

● 投资建议

我们预计公司2022-2024年分别实现营业收入12.52亿元、21.27亿元、31.60亿元，同比分别增加8.3%、69.9%、48.6%；预计2022-2024年分别实现归母净利润0.08亿元、2.15亿元、4.14亿元，同比分别增加136.8%、2429.2%、92.9%。对应当前市值的PE分别为772.56X、30.55X、15.84X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

项目建设不及预期、锂价大幅波动、市场竞争风险、汇率波动经营风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1155	1252	2127	3160
收入同比 (%)	21.6%	8.3%	69.9%	48.6%
归属母公司净利润	-23	8	215	414
净利润同比 (%)	-291.0%	136.8%	2429.2%	92.9%
毛利率 (%)	9.9%	9.5%	29.1%	37.7%
ROE (%)	-3.9%	1.4%	26.1%	33.4%
每股收益 (元)	-0.12	0.04	1.07	2.06
P/E	—	772.56	30.55	15.84
P/B	8.84	10.76	7.96	5.30
EV/EBITDA	-259.70	-1136.80	18.27	8.30

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 立足石材综合服务主业，探索新能源业务转型	5
2 掌握提锂技术，整合多方资源切入新能源赛道	7
2.1 整合技术和资源，切入液态矿提锂赛道	7
2.2 泰利信新一代提锂技术加持，助力低品位盐湖开发	9
2.3 投建电池级碳酸锂生产线，项目利润释放可期	13
3 新疆锂资源概览：大红柳滩周边资源集中，苦水湖等盐湖锂开发潜力较大	15
3.1 大红柳滩周边资源禀赋较为集中，盐湖主要分布于其外围	15
3.2 苦水湖锂钾潜力大，盐湖锂资源集中有利于加速开发	17
4 定增发行对象哈富矿业为大股东全资控股公司	22
5 盈利预测与投资建议	24
5.1 盈利预测	24
5.2 投资建议	25
风险提示：	25
财务报表与盈利预测	26

图表目录

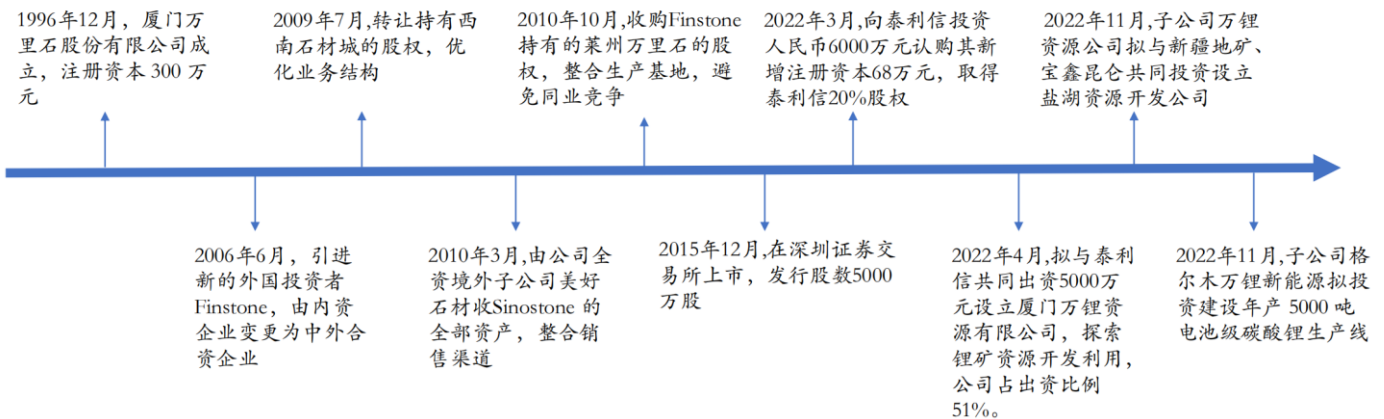
图表 1 公司历史沿革	5
图表 2 公司股权结构图	6
图表 3 石材行业产业链构成	6
图表 4 公司为切入新能源赛道采取一系列措施	7
图表 5 携手泰利信，开拓盐湖提锂新业务	8
图表 6 公司签订的四方合作协议内容	8
图表 7 合资设立盐湖资源开发合资公司新疆万锂昆仑新能源	9
图表 8 TMS-M 系列锰系和 TMS-T 系列钛系吸附剂	9
图表 9 全球提锂技术对比	10
图表 10 主流吸附剂对比	11
图表 11 提锂工艺流程图	12
图表 12 公司 TMS 技术可实现直接提锂	12
图表 13 泰利信核心技术优势对比	13
图表 14 公告投资建设年产 5000 吨电池级碳酸锂生产线项目概况 (2022.11.05)	13
图表 15 新疆锂资源梳理	15
图表 16 大红柳滩地区大地构造位置图	16
图表 17 大红柳滩一带主要矿床情况	17
图表 18 西昆仑地区盐湖矿分布图及大地构造分区	18
图表 19 苦水湖一带区域地质概况图	19
图表 20 苦水湖取样湖表卤水化学组成特征	19
图表 21 黄草湖矿区 3 号勘探线剖面图	20
图表 22 红山湖矿区地质图	21
图表 23 定增预案概况	22
图表 24 定增前后大股东合计控制股份变动情况	22
图表 25 中国铀业总经理访问哈富矿业子公司 SH MINERALS	23
图表 26 万里石分业务盈利预测表	24

1 立足石材综合服务主业，探索新能源业务转型

深耕石材综合服务行业二十余载。厦门万里石股份有限公司是一家中高端石材综合服务商，一直专注于建筑装饰石材及景观石材的设计、加工、销售和安装。同时，公司也是行业内少数能够提供大中型海外项目“设计供货安装”一体化服务的石材企业。公司成立于1996年12月，并于2015年12月在深交所上市，通过二十多年的经营，目前公司拥有3座自有矿山，7家现代化石材加工厂，29家下属子分公司，1000多名员工，并形成了年荒料产能10万m³，板材约300万m²，异型材环境材约2万m³。公司销售网络遍布日本、韩国、美国、欧盟、南非、阿尔及利亚、中东、东盟等30多个国家和地区，国内30多座大中城市。

立足石材主业，积极拓展新业务领域。公司在深耕石材主业的基础上，先后投资设立万锂新能源、万锂（厦门）新能源等公司，并与新疆地矿局、新疆地矿投资集团、泰利信等单位签署合作协议，致力通过盐湖提锂赛道切入新能源领域。

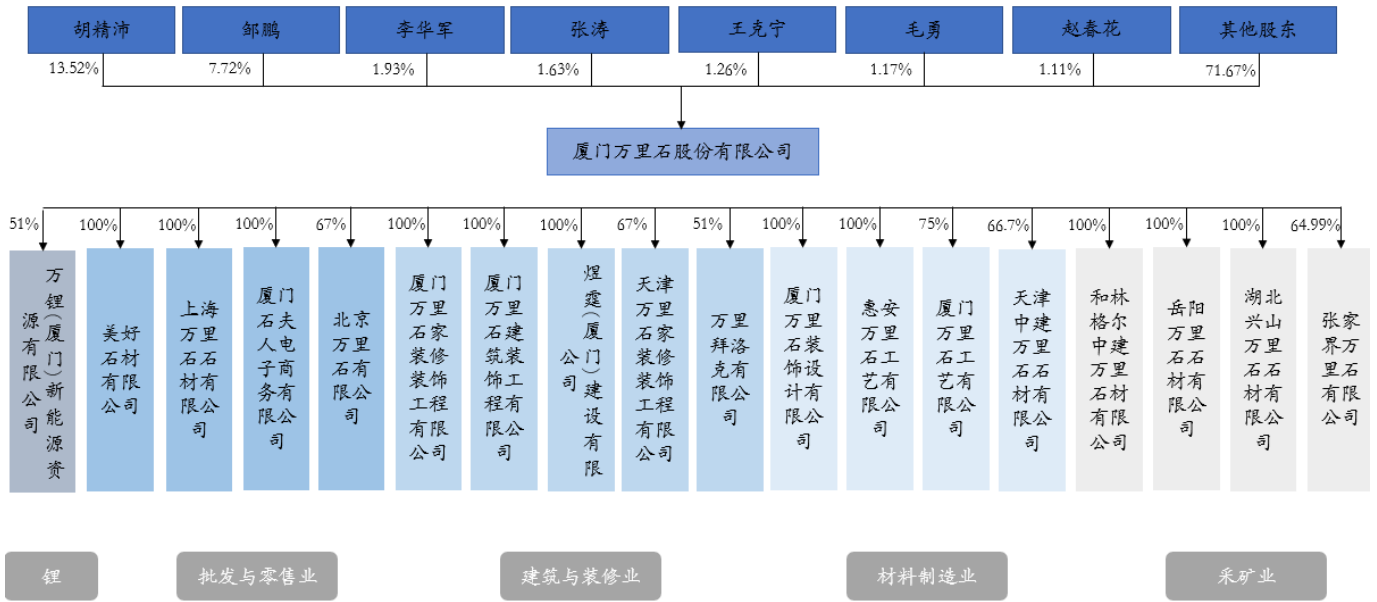
图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司股权结构分散，胡精沛先生是第一大股东。公司前十大股东共控股30.47%，且单个股东持股量不超过公司总股本的30%，董事长胡精沛先生控股13.52%为第一大股东。股权结构分散，有利于充分行使法人治理的结构。董事长胡精沛先生和总裁邹鹏先生均为成都理工大学矿产系毕业并一直从事石材行业，拥有丰富的专业知识和行业经验，保证决策和执行的高效高质。

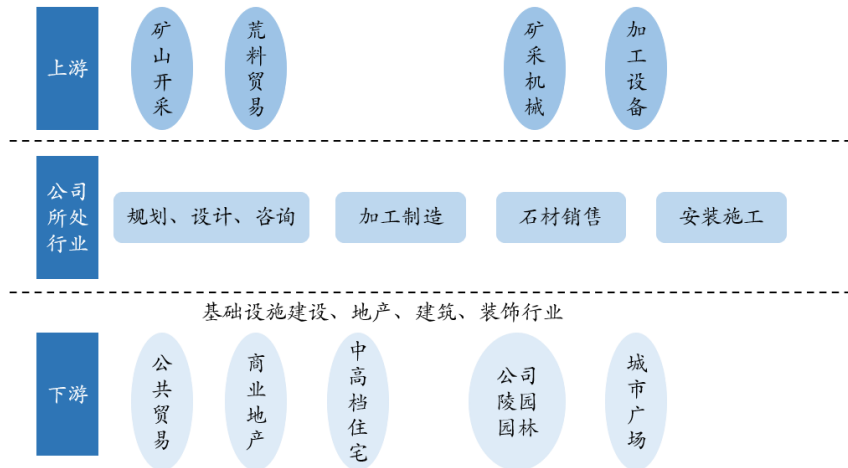
图表 2 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

一体化综合石材服务商, 产品应用范围广。公司主营业务属于石材加工制造业, 主要产品包括建筑装饰石材和景观石材, 应用于房地产行业 and 建筑装饰行业等。公司凭借国内外的 8 个生产基地, 具备生产加工、产品设计及施工的一体化综合服务能力, 为国内外客户广泛提供石材装饰系统解决方案。

图表 3 石材行业产业链构成



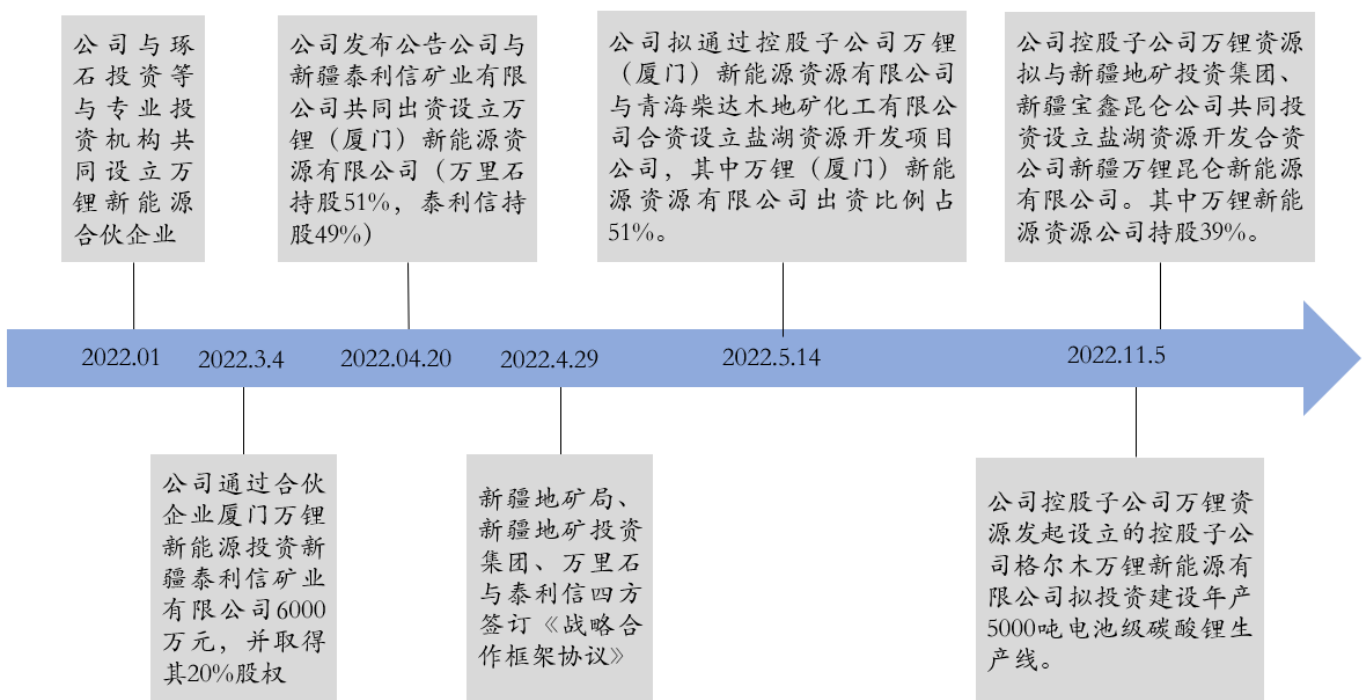
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 掌握提锂技术，整合多方资源切入新能源赛道

2.1 整合技术和资源，切入液态矿提锂赛道

携手多方合作，整合资源立志切入新能源赛道。公司今年以来先后投资设立万锂新能源、万锂（厦门）新能源等公司，参股泰利信矿业有限公司，与新疆地矿局、新疆地矿投资集团、泰利信等单位签署《战略合作框架协议》，在新能源产业发展领域进行初步探索。近期公司控股子公司万锂资源公司与新疆地矿集团、新疆宝鑫昆仑公司共同设立新疆万锂昆仑新能源有限公司以推进盐湖提锂矿权资源的整合与开发，并且投资建设 5000 吨电池级碳酸锂生产线正式向新能源锂资源行业迈进。

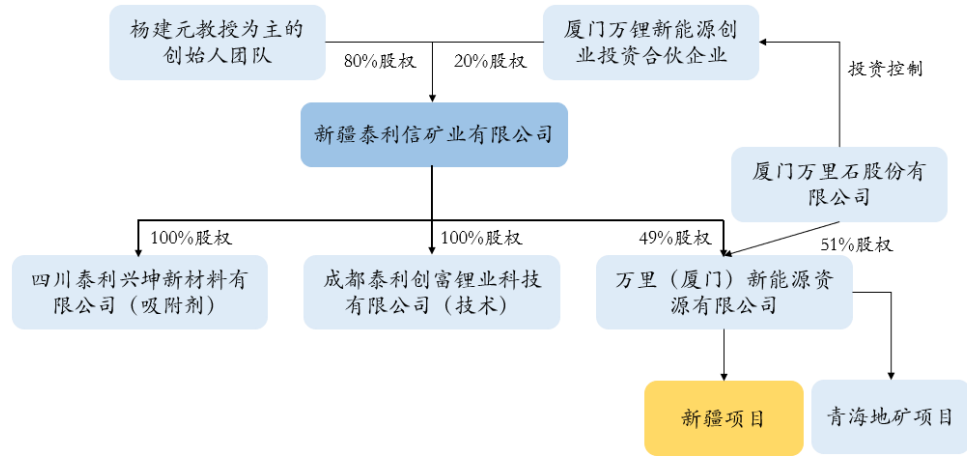
图表 4 公司为切入新能源赛道采取一系列措施



资料来源：公司公告，华安证券研究所

通过参股泰利信并与其建立合资公司，掌握提锂技术：2022 年初，公司参股合伙企业厦门万锂新能源，为把握新能源资源和技术产业的发展机遇做准备。3 月初通过合伙企业厦门万锂新能源投资新疆泰利信矿业有限公司 6000 万元，并取得其 20% 股权。4 月 20 日，公司发布公告称其拟与新疆泰利信矿业有限公司共同出资设立万锂（厦门）新能源资源有限公司（万里石持股 51%，泰利信持股 49%），以充分发掘双方各自拥有的资源及优势并且共同探索双方合作契机。

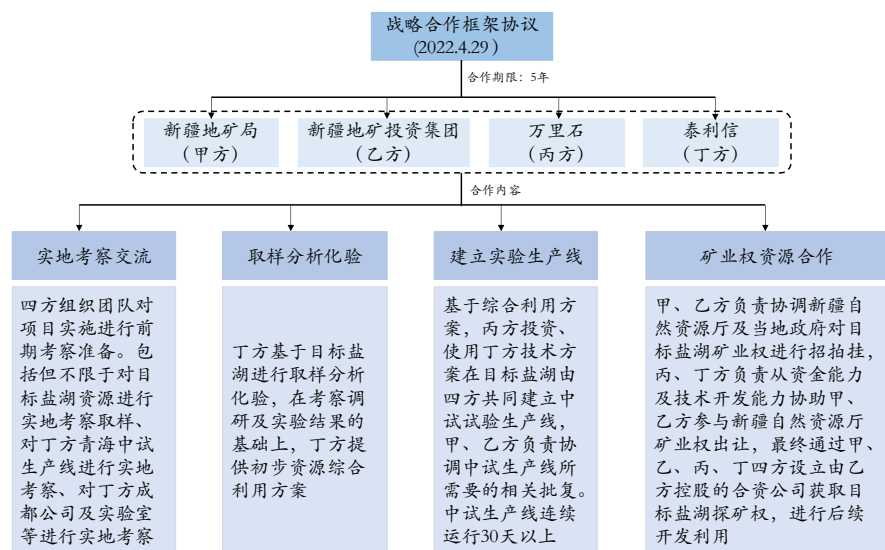
图表5 携手泰利信，开拓盐湖提锂新业务



资料来源：公司公告，华安证券研究所

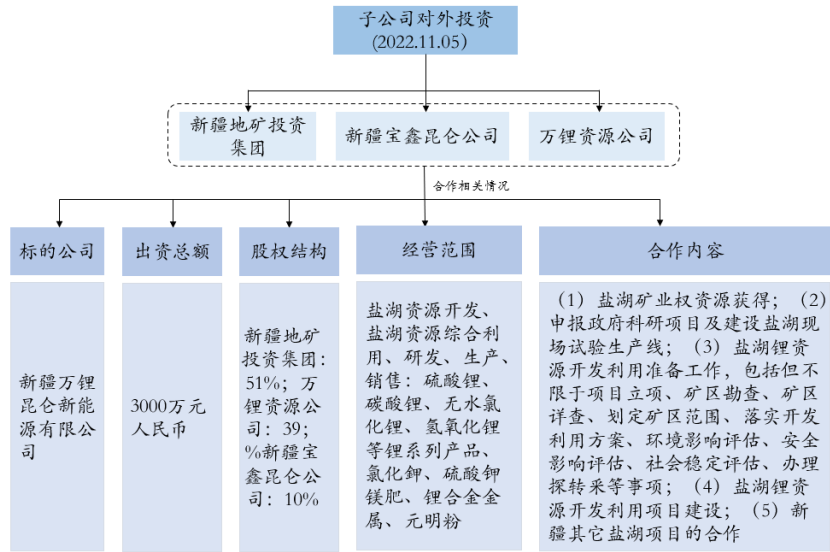
整合技术和资源，为后续新疆盐湖开发奠定基础：公司计划通过整合盐湖提锂技术、盐湖及原卤水资源和上市公司资本实力，逐步开展在技术、资源与渠道的实质性探索，为公司积极拓展新的业务领域及业务的转型升级奠定基础。2022年4月底，公司正式与新疆地矿局、新疆地矿投资集团、泰利信签订四方合作协议，以充分发挥各方在地质勘察、矿业开发、资本实力、盐湖锂矿综合利用等方面所拥有的互补性优势。2022年11月5日，公司控股子公司万锂资源公司（持股39%）与新疆地矿集团（持股51%）、新疆宝鑫昆仑公司（持股10%）共同设立新疆万锂昆仑新能源有限公司以推进盐湖提锂矿权资源的整合与开发。

图表6 公司签订的四方合作协议内容



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 合资设立盐湖资源开发合资公司新疆万锂昆仑新能源



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2 泰利信新一代提锂技术加持, 助力低品位盐湖开发

泰利信是一家专业从事盐湖卤水、地下卤水综合利用技术研发和推广及盐湖资源开发的综合性企业。泰利信于 2018 年 12 月由我国盐湖提锂行业著名专家杨建元教授为核心的创新创业团队在新疆设立, 其业务涉及盐卤锂资源投资、开发及技术服务, 应用领域除盐卤资源开发之外, 还可应用于矿石法锂产品生产中母液及固废(硫酸钠)中锂的回收以及废旧锂电池回收。

公司技术团队核心成员杨建元教授、安莲英教授近 40 年潜心研究盐卤资源综合利用工艺及相关组分分离提取关键技术, 通过技术创新及工程应用, 形成了盐卤资源综合利用全套工艺及先进技术。公司目前成功研发出高效率的 TMS-M 系列锰系和 TMS-T 系列钛系吸附剂以及成套提锂工艺技术, 该技术可适应全球不同类型的盐湖原卤水直接提锂, 以及盐湖固废水氯镁石、锂盐厂沉锂母液、十水硝、元明粉和废旧锂电池中的锂回收。

图表 8 TMS-M 系列锰系和 TMS-T 系列钛系吸附剂



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

吸附法适用于低品位盐湖提锂。卤水提锂工艺主要包括沉淀法、煅烧法、膜分离法、溶剂萃取法、吸附法等。其中，吸附法是利用对锂离子有较高选择性的材料来捕获锂离子，再使用一定溶剂将锂离子解吸下来，达到锂离子与其他杂质离子分离的目的。吸附法具有制作工艺相对简单、环境友好无污染以及锂回收率高等优点，与其他方法相比更适合从高镁锂比卤水中回收锂。

图表 9 全球提锂技术对比

主要方法	技术特点	适用盐湖卤水条件	优点	缺点
盐田浓缩-沉淀法	卤水经过盐田浓缩,分离钠盐、钾盐,加石灰分离镁,酸化萃取硼,再净化,加入化学沉淀剂沉淀锂盐	较高锂含量 低镁锂比	工艺成熟可靠,生产成本低	不适于处理高镁、高钙卤水及低锂含量卤水,生产周期长
吸附交换法	卤水通过对锂有选择性的吸附剂吸附,再用淡水解吸与其他杂质成分分离并富集,再通过小型盐田浓缩后化学沉淀锂	各类卤水	对卤水的适应性强,工艺简单、锂的回收率高、选择性好,对环境的影响小	工艺控制要求高,各公司的吸附剂都基于其专有技术专门生产,成本高
膜分离法	利用多种类型的滤膜,逐步将卤水中杂质成分分离,并富集浓缩锂后化学沉淀锂.	各类卤水	对卤水的适应性强,工艺简单、锂的回收率高、选择性好,对环境的影响小	需要多种滤膜配合,对滤膜要求高,滤膜研发和生产成本高,使用寿命短,工艺成熟度不够,多在工业试验阶段
萃取法	通过有机溶剂萃取锂实现锂与其他杂质成分的分离和浓缩,高浓度反萃液进一步生产各种锂盐	高锂含量 高镁锂比	可以处理高镁锂比卤水,易于工业化	高性能萃取剂研究投入大,进展慢,目前的萃取工艺腐蚀性大;回收率较低,生产成本低,不够成熟
煅烧浸取法	通过对提硼后的高锂高镁老卤浓缩干燥、煅烧分解为氧化镁,用水溶出氧化镁中的可溶性锂盐,再沉淀出碳酸锂产品	高锂含量 高镁锂比	工艺简单,综合利用	能耗大,腐蚀性强,环境影响大,副产大量盐酸,成本较高

资料来源:《全球提锂技术进展》,华安证券研究所

现阶段被市场广泛研究的吸附剂包括铝系吸附剂以及属于离子筛型的钛系和锰系吸附剂。铝系吸附剂铝盐吸附剂不需要成型造粒,且其损耗小,使用寿命长,目前已经实现成熟运用和规模化生产。锰系吸附剂和钛系吸附剂都是经过高温煅烧而成型,相对结构比较稳定的两种吸附剂,但存在合成条件相对苛刻、需造粒和溶损率高等缺点。锰系吸附剂主要是利用锂氢氧化合物和锰氧化合物为初始原料,采用煅烧和水热合成等步骤制备锰氧化物锂离子筛前驱体,再通过酸洗脱去锂后形成锂离子筛。钛系吸附剂生产流程相似,先合成含锂的离子筛前驱体,再用酸处理前驱体以制得锂离子筛。离子筛型锂吸附剂多为粉末状,其流动性和渗透性较差,导致吸附和洗脱过程中溶损率较高。此外,酸洗过程中会导致其筛体结构少量溶解进而造成吸附剂的损失。若要实现钛锰系吸附剂产业化应用,必须要研究出合适的造粒

技术、保障结构稳定性以降低溶损率以及需要有合适的工艺设备和控制策略进行匹配。

图表 10 主流吸附剂对比

吸附剂类型	容损及粉化	适用卤水	工艺	工艺特点
铝系	用量大，容损约 0.1%，粉化较严重，需停机清塔	氯化物型老卤水或锂含量>300mg/L 原卤水	固定床(吸附塔)，吸附剂无法清洗，锂离子分离不彻底	高压 60~80C 解析，需要纳滤膜
锰系	用量少，容损<0.05%，轻微粉化但易回收再造粒	氯化物型、硫酸盐型>50mg/L 原卤水	连续离交设备或反应釜+带滤机，吸附解析后可水洗吸附剂，锂离子分离彻底	常温常压，不需要纳滤膜
钛系	用量少，容损<0.02%，轻微粉化但易回收再造粒	碳酸盐型原卤水、沉锂母液、一蒸母液	连续离交设备或反应釜+带滤机，吸附解析后可水洗吸附剂，锂离子分离彻底	常温常压，需要纳滤膜

资料来源：CNKI，华安证券研究所

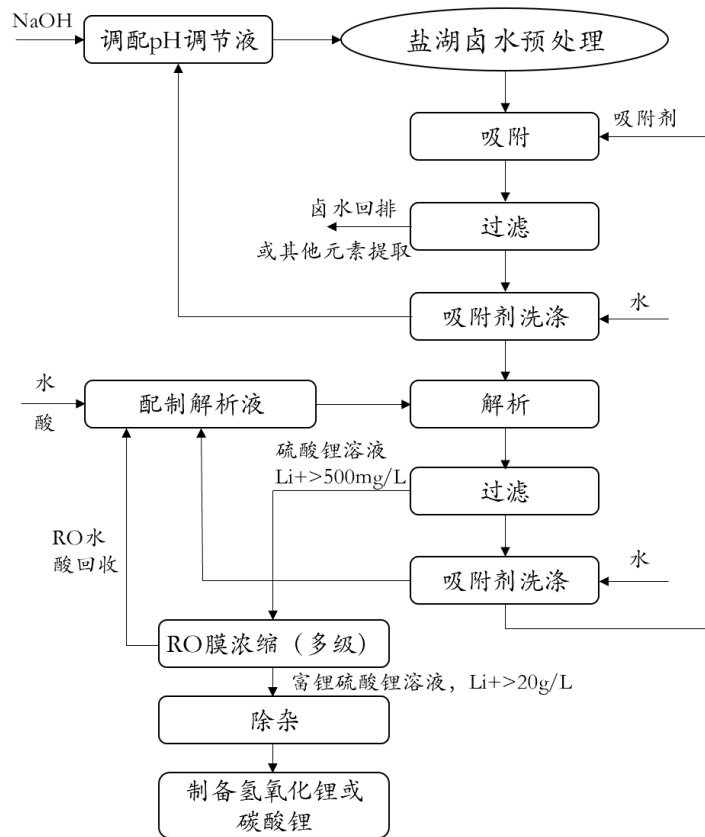
泰利信自主研发了两种提锂吸附剂 (TMS-M 系列锰系和 TMS-T 系列钛系) 并成功进行造粒，制得粒状高效锂吸附剂并且实现年产 1500 吨规模化生产。其中，锰系吸附剂用于硫酸盐型、氯化物型盐湖卤水直接提锂，钛系吸附剂用于碳酸盐型盐湖卤水直接提锂以及沉锂母液、锂电池湿法回收浸泡液等强碱性卤水提锂。2022 年 9 月泰利信的控股子公司四川泰利兴坤新材料有限公司年产 1500 吨锂离子吸附剂材料生产线正式实现批量量产，该吸附剂工厂产能可满足供应 10 万吨盐湖提锂生产线使用。

泰利信公司开发的新一代 TMS 吸附法提锂技术拥有适用性广、提取率高、投资和生产成本相对较低以及绿色环保等特点。

1) 技术适用范围广，盐湖原卤水直接分离生产电池级锂盐产品：该新型提锂技术凭借其较强的适应性，能够适用于硫酸盐型、氯化物型、碳酸盐型等不同类型盐湖卤水、地下卤水，以及沉锂母液回收、废旧锂电池回收再利用等。此外，该技术特别适合用于原料锂含量在 50mg/L 以上、镁锂比大于 500 环境下盐湖卤水直接提锂，能够直接生产电池级碳酸锂和氢氧化锂。

2) 吸附解析时间短：本工艺吸附、解吸、吸附剂洗涤过程均在常温常压下进行，吸附剂与卤水原料充分混合，不断更新固液相接触界面，加速吸附、解吸过程中离子交换反应速度，缩短了反应时间，能够在 1 小时内完成吸附解析流程。

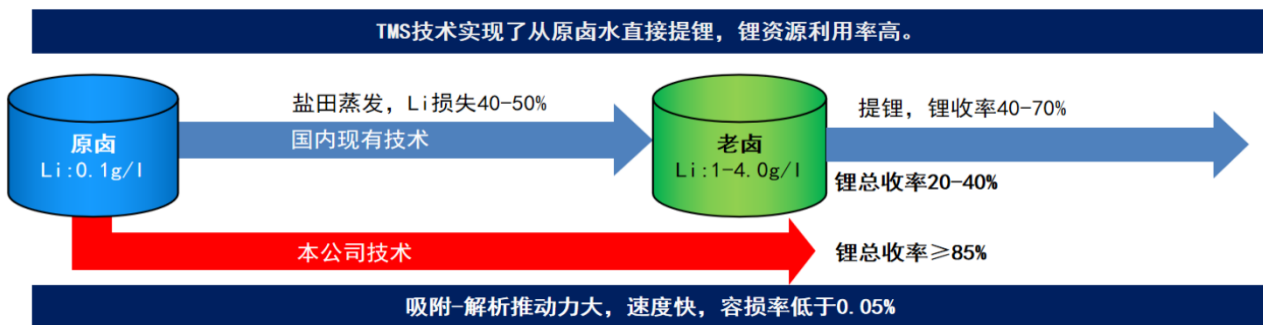
图表 11 提锂工艺流程图



资料来源：泰利信公司官网，华安证券研究所

3) 锂资源利用率提高 3 倍以上：国内现有吸附技术主要使用老卤进行提锂，锂回收率整体只有 20-40%，而公司的新型提锂技术能够从盐湖原卤水中直接提锂，减少了卤水蒸发浓缩过程的夹带损失，锂资源总利用率可达 85% 以上。

图表 12 公司 TMS 技术可实现直接提锂



资料来源：泰利信公司官网，华安证券研究所

4) 设备投资大幅下降：吸附剂选择性好，免去了后续膜分离除杂工艺。解析液采用初级及叠加 RO 膜浓缩，可将锂浓度浓缩至 20g/L 以上，节约了蒸发设备投资及成本。一次性工程总投资仅为现有其他吸附技术的 1/3-1/5。

5) 生产成本降低 50% 以上：每吨碳酸锂生产成本仅为 1.6-2.0 万元，是目前其他

盐湖提锂生产碳酸锂技术成本的 2/3。

图表 13 泰利信核心技术优势对比

	TMS 技术盐湖锂	其它技术盐湖提锂	矿石锂
原料供应	原卤水、老卤水、沉锂母液，废旧锂电池	高品位原卤，老卤	锂辉石矿，锂云母
环境要求	无特殊要求	日照、晒池用地	污染大
技术壁垒	较高	高	无
单位投资额	2.5-4 亿元/1 万吨	5-15 亿元/1 万吨	5-8 亿元/1 万吨
生产成本	1.6-3 万元/吨	4-5 万元/吨	6-8 万元/吨
产品及性能	电池级氢氧化锂/电池级碳酸锂	工业级碳酸锂	电池级氢氧化锂/电池级碳酸锂

资料来源：泰利信公司官网，华安证券研究所

6) 实现盐湖资源低能耗环保型开发：公司新型提锂技术对于温度和操作压力没有特殊要求，能耗小并且淡水需求低，投资生产条件限制少。该技术不需要修建盐田蒸发浓缩卤水原料，提锂后盐湖卤水直接回流或进行其他元素的提取，提锂过程不带来影响卤水组成的其他元素，生产能耗仅为传统技术能耗的 20%，生产单吨碳酸锂的耗水量不超过 200 吨并且能够实现循环使用。

7) 通过母液处理及硫酸钠后处理，提高锂利用率：变废为肥，每万吨碳酸锂或氢氧化锂产能配套约 3 万吨硫酸钾肥料生产，解决硫酸钠滞销问题，提高收益。

8) 溶损率较低，使用寿命长：锰系吸附剂溶损率在万分之二到万分之三之间，低于万分之五的定位指标，钛系吸附剂的溶损率更低。使用寿命方面，按万分之二溶损率测算，锰系吸附剂循环寿命为 4000-5000 次。

2.3 投建电池级碳酸锂生产线，项目利润释放可期

推进泰利信提锂技术产业化应用，正式投建年产 5000 吨电池级碳酸锂生产线。

泰利信公司已经成功完成青海东台吉乃尔盐湖卤水和宣汉地下卤水吸附提锂中试，皆达到量产开发技术条件。2022 年 11 月 4 日，公司控股子公司万锂（厦门）新能源资源有限公司发起设立的控股子公司格尔木万锂新能源有限公司拟在青海投资建设年产 5000 吨电池级碳酸锂生产线，项目总投资约 2 亿元。本次项目实施将利用新疆泰利信矿业有限公司吸附法提锂技术，以青海地矿集团老卤水为原料，建设吸附法提锂生产线。

图表 14 公告投资建设年产 5000 吨电池级碳酸锂生产线项目概况 (2022.11.05)

投资建设年产 5000 吨电池级碳酸锂生产线	
项目概况	控股子公司万锂资源公司发起设立的控股子公司格尔木公司拟投资建设年产 5000 吨电池级碳酸锂生产线
项目方案	利用泰利信吸附法提锂技术，以青海地矿集团老卤水为原料，建设吸附法提锂生产线
规划产能	总产能 5000 吨/年，一期建成年产 2000 吨电池碳酸锂生产线，投资约 0.8 亿元，纯度为 99.5%
建设期限	一期建设期 8 个月；二期在一期投产后视原材料锁定情况启动
股权结构	万锂资源公司持股 70%，顾鸿骥持股 30%。其中万里石控股万锂资源 51%股权
投资金额	总投资约 2 亿元
资金来源	格尔木自有资金及自筹资金

实施地址

前端吸附解吸工厂：格尔木市青海地矿柴达木化工有限公司老卤池旁，后端沉锂工厂：租用藏青工业园厂房进行建设，预计工厂总占地面积为 10 亩

资料来源：公司公告，华安证券研究所

一期项目规划明年建成投产，盐湖提锂项目有望为公司业务转型升级奠定坚实基础。项目总产能规划 5000 吨，计划分两期建设，其中一期工程拟用 8 个月时间建成年产 2000 吨电池碳酸锂生产线（纯度为 99.5%。）；二期计划在二期项目投产后视原材料锁定情况启动建设。若明年该盐湖提锂产能项目如期建设完成并投产，将为公司业务转型升级奠定坚实基础，并有望贡献新的利润增长点。此外，公司在推进实施盐湖提锂产能建设生产线的同时，将进一步向上游延伸参与盐湖提锂矿权资源的整合与开发，目前泰利信矿业与国内多个新能源行业巨头达成了战略合作伙伴关系，不仅共同投资开发国内盐湖资源，而且就阿根廷、智利几个盐湖锂资源开发项目的技术服务和吸附剂供应事宜进行积极洽谈。

3 新疆锂资源概览：大红柳滩周边资源集中，苦水湖等盐湖锂开发潜力较大

3.1 大红柳滩周边资源禀赋较为集中，盐湖主要分布于其外围

新疆锂矿类型主要为硬岩性锂矿、盐湖卤水型锂矿两类，分布于四条成矿带上，分别为西昆仑-喀喇昆仑、阿尔泰山、阿尔金及东天山锂多金属成矿带。苦水湖、黄草湖、红山湖等主要的盐湖锂资源主要分布在西昆仑成矿带外围。

图表 15 新疆锂资源梳理

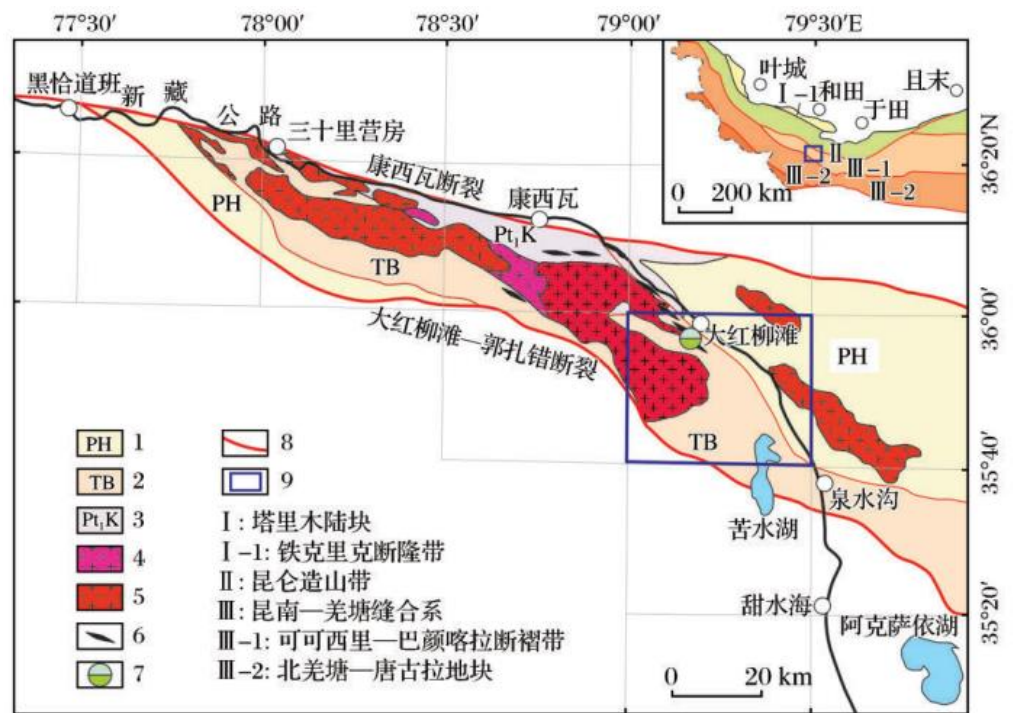
矿床	矿带	典型矿床及产地	规模	平均品位 (Li ₂ O/%)	矿石	
	西 昆 仑 喀 喇 昆 仑	和田县白龙山锂铷多金属矿床	超大	1.25%~1.60%	锂辉石	
		和田县大红柳滩锂铍锡铌钽矿床	中	1.24%~1.62%	锂辉石	
		雪凤岭、双牙、雪盆锂矿床	超大	0.6%~4.02%	锂辉石	
		俘虏沟锂铷矿床	中	1.1%~3.3%	锂辉石	
		俘虏沟南 1 号锂矿床	大	1.4%~3.8%	锂辉石	
		俘虏沟南 2 号锂矿床	大	1.4%~3.8%	锂辉石	
		509 道班西锂铷多金属矿床	大	0.4%~4.63%	锂辉石	
		喀拉卡锂铍矿床	大	0.4%~3.25%	锂辉石 锂云母	
		507 锂矿床	大	1.2%~2.5%	锂辉石	
		505 锂矿床	中	1.1%~3.3%	锂辉石 白云母	
	花 岗 伟 晶 岩	霍什塔什、三素等锂矿，木林场云母矿	-	-	-	
		富蕴县可可托海锂铍多金属矿床（已闭坑）	超大	1%~1.38%	锂辉石	
		福海县卡鲁安锂多金属矿床	大	0.7%~1.7%	锂辉石	
		富蕴县柯鲁木特锂铍多金属矿床（已闭坑）	中	0.93%	锂辉石	
		福海县库卡拉盖锂铍多金属矿床	中	1.02%~2.06%	锂辉石	
		阿勒泰市蒙库卡拉苏锂铍多金属矿床	小	1.23%	锂辉石	
		青河县库尔契米克锂铍多金属矿床	小	0.2%~0.9%	锂辉石	
	阿 尔 泰 山	福海县佳木开锂铍多金属矿床	小	-	锂云母	
		托盖勒克地区	大	0.48%~1.71%	锂云母	
		吐格曼北锂铍矿床	中	0.57%~6.1%	锂辉石	
		吐格曼铍锂矿床	中	0.26%~3.66%	锂辉石	
	阿 尔 金	瓦石峡南锂铍矿	-	-	锂辉石 锂云母	
		东天山	哈密市镜儿泉锂铍多金属矿床	小	0.46%~1.29%	锂辉石
	盐 湖	西	苦水湖硼锂矿	超大	LiCl 718 mg/L ~1528mg/L	卤水
		昆	红山湖钾锂矿	小	LiCl 279 mg/L ~316mg/L	卤水
		仑	黄草湖钾硼锂矿	中	LiCl 675 mg/L ~681mg/L	卤水

资料来源：《新疆锂矿资源分布、矿床类型及找矿方向》，华安证券研究所

3.1.1 西昆仑-喀喇昆仑锂多金属成矿带

大红柳滩一带是成矿带的主体，叠加外围的盐湖矿以及木吉-塔什库尔干一带形成了西昆仑-喀喇昆仑成矿带。西昆仑-喀喇昆仑地区发育大量的花岗伟晶岩脉，是新疆重要的伟晶岩成矿带，呈北西-南东向展布，长约 600km，成矿期多为三叠纪成矿。大红柳滩一带是成矿带主体，其外围还分布有苦水湖、黄草湖、红山湖等盐湖型锂硼钾矿床。再与木吉-塔什库尔干一带的霍什塔什锂矿、三素锂矿、木林场云母矿等连接起来，形成了西昆仑-喀喇昆仑锂多金属成矿带。

图表 16 大红柳滩地区大地构造位置图



资料来源：《新疆大红柳滩地区伟晶岩型锂铍资源潜力分析》，华安证券研究所

注：1.二叠系黄羊岭群；2.三叠系巴颜喀拉山群；3.古生界康西瓦岩群；4.寒武纪花岗岩；5.三叠纪二长花岗岩；6.花岗伟晶岩脉群；7.阿克塔斯锂矿；8.主要断裂；9.研究区

大红柳滩一带的资源禀赋较好，探明氧化锂 202 万吨、氯化锂 330 万吨，具备资源潜力 500 万吨。大红柳滩一带累计发现稀有金属矿床（点）17 处，仅 2013 年以来新发现稀有金属矿床 15 处，包括盐湖型 4 处，伟晶岩型 11 处，其中大型以上矿床 7 处，中型矿床 4 处，小型及以下 4 处。全区累计探明氧化锂 202 万吨，氧化铍 4.48 万吨，氧化铷 7.69 万吨，氯化锂 330 万吨、氧化硼 277 万吨、氯化钾 1707 万吨。根据预测，仅 300 米以浅的氧化锂矿资源潜力达 500 万吨，找矿潜力较大。

图表 17 大红柳滩一带主要矿床情况

矿床	资源量	规模	矿石
大红柳滩锂矿	氧化锂 8.77 万吨	中性	伟晶岩
喀拉喀锂铍矿	氧化锂 9.06 万吨, 氧化铍 2.49 万吨, 氧化铷 4.35 万吨	大型	伟晶岩
停房沟南锂矿	预测氧化锂 66.5 万吨, 氧化铍 1.1 万吨	超大型	伟晶岩
谷顶锂矿	氧化锂 10.8 万吨	大型	伟晶岩
509 道班西锂矿	氧化锂 23.86 万吨, 氧化铍 0.05 万吨, 氧化铷 1.67 万吨	大型	伟晶岩
龙门山锂矿	氧化锂 15.33 万吨, 氧化铍 0.44 万吨	大型	伟晶岩
苦水湖锂钾硼矿	氯化锂 277.70 万吨, 氧化硼 246.61 万吨, 氯化钾 1559.53 万吨	超大型	盐湖

资料来源:《新疆大红柳滩一带稀有金属矿产勘查新进展》, 华安证券研究所

3.1.2 阿尔泰山锂多金属成矿带

位于新疆最北部, 呈北西-南东方向展布, 长约 500km, 宽 40~80km, 成矿期为海西期, 已发现伟晶岩脉 10 万余条, 35 个伟晶岩矿田。阿尔泰山锂多金属成矿带是中国典型的硬岩性锂矿分布区。也是我国稀有金属最早勘查开发的区域。该带上分布众多锂矿床, 如可可托海 (3 号脉)、卡鲁安、柯鲁木特、库卡拉盖锂、蒙库卡拉苏、库尔契米克、佳木开等锂多金属矿, 其中可可托海 3 号脉是世界著名的超大型稀有金属矿床, 是世界花岗伟晶岩型稀有金属矿床的典型代表。

3.1.3 阿尔金锂多金属成矿带

该成矿带位于阿尔金北缘, 呈北东向展布, 长约 150km, 伟晶岩较发育, 近年来, 已发现托盖勒克锂矿床、吐格曼铍锂矿床、吐格曼北铍锂矿床和瓦石峡南铍锂矿床等, 其中托盖勒克锂矿床初步估算达大型规模, 吐格曼铍锂矿床和吐格曼北铍锂矿床已达中型规模。遥感及蚀变提取结果显示, 吐格曼地区仍存在大量花岗伟晶岩脉亟待调查研究, 其中托巴与阿亚格岩体南缘接触带伟晶岩是潜在的稀有金属找矿靶区。阿尔金托盖勒克地区-吐格曼地区稀有金属找矿潜力大。阿尔金山山间盆地发育盐湖, 为一系列大型的封闭盐湖 (如阿牙克库木湖、阿其克库勒湖、鲸鱼湖等), 对其锂的评价工作有待开展, 潜力巨大。

3.1.4 东天山锂多金属成矿带

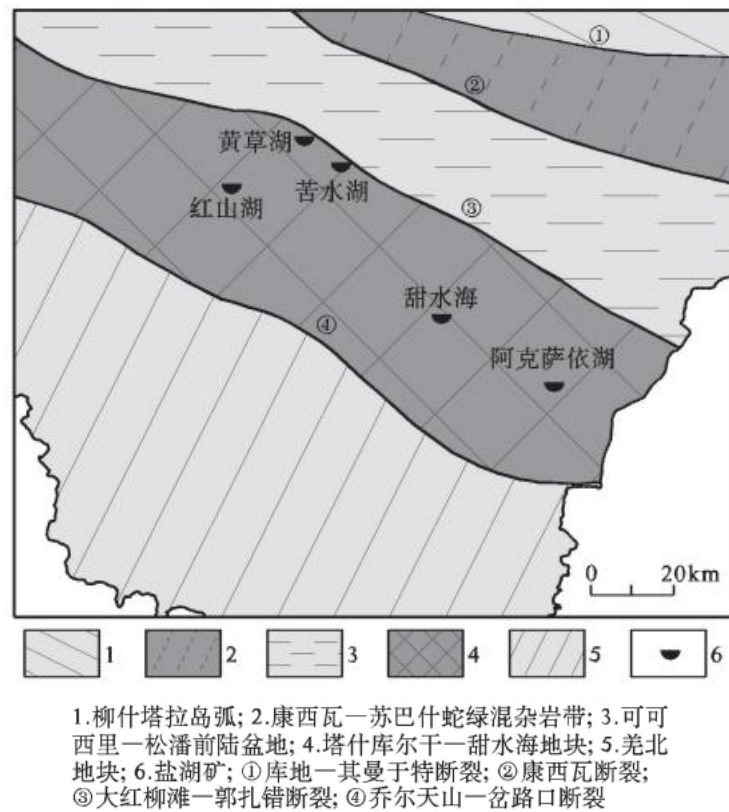
成矿带呈北东东方向, 长 200km, 宽 30~50km, 伟晶岩较发育, 已发现伟晶岩脉 200 余条, 稀有金属矿床 (或矿点) 10 余处, 其中镜儿泉铍多金属矿床规模较大, 为小型矿床, 位于康古尔韧性剪切带中, 品位 0.46%~1.29%。陈郑辉等通过对哈密镜儿泉铍多金属矿床中白云母的 $^{40}\text{Ar}/^{39}\text{Ar}$ 同位素定年研究, 测得该矿床的坪年龄为 (243 ± 2) Ma, 认为镜儿泉铍多金属矿床是印支期的产物。该成矿带具有寻找锂、铍、铷、钽、铷矿床的潜力。

3.2 苦水湖锂钾潜力大, 盐湖锂资源集中有利于加速开发

新疆盐湖锂资源主要集中于大红柳滩一带外围, 探明氯化锂 330 万吨, 其中苦水湖探明氯化锂 278 万吨, 是新疆盐湖锂的主力军。我们根据新疆地勘局第六勘查大队在学术期刊中公开发表的文章进行梳理, 目前新疆盐湖锂资源主要集中于苦水湖、黄草湖、红山湖三座盐湖, 分别为超大型、中型、小型矿床。直观看各盐湖的地理位置, 苦水湖与黄草湖仅相距 10-20km, 与红山湖相距也在 100km 以内, 资源的集中

有利于共享基础设施和生产配套。

图表 18 西昆仑地区盐湖矿分布图及大地构造分区



资料来源：《新疆和田县黄草湖钾硼锂矿矿床地质特征及矿床成因》，华安证券研究所

3.2.1 苦水湖

苦水湖锂、硼、钾资源丰富，为弱碱性湖，已探明氯化锂 278 万吨、氯化钾 1560 万吨，作为超大型矿床具备较大开发潜力。

矿区概况：苦水湖位于南疆和田县昆仑山及喀喇昆仑山之间的半封闭盆地中，矿区海拔 4700-4900m，与周边山系相对高差 500-1000m，区内发育沼泽地、盐碱滩等。矿区为固液并存的盐湖，液体矿主要为硼、锂、镁、石盐，固体矿主要为石盐、芒硝及少量钾盐、硼盐。

苦水湖湖面面积约为 20 平方公里，主湖区由北向南呈不规则状分布，湖表卤水主要分布在湖区北部，深度为 0.3~0.9 米，主湖区南部及西南部零星分布不规则状小型盐沼、盐碱滩，湖区残留卤水在蒸发作用下形成湖底大面积石盐沉积结晶，湖岸边发育有粉砂质石膏层、芒硝层和含碳酸盐的泥质层，还有少量钾盐、硼盐矿物分布。

图表 19 苦水湖一带区域地质概况图

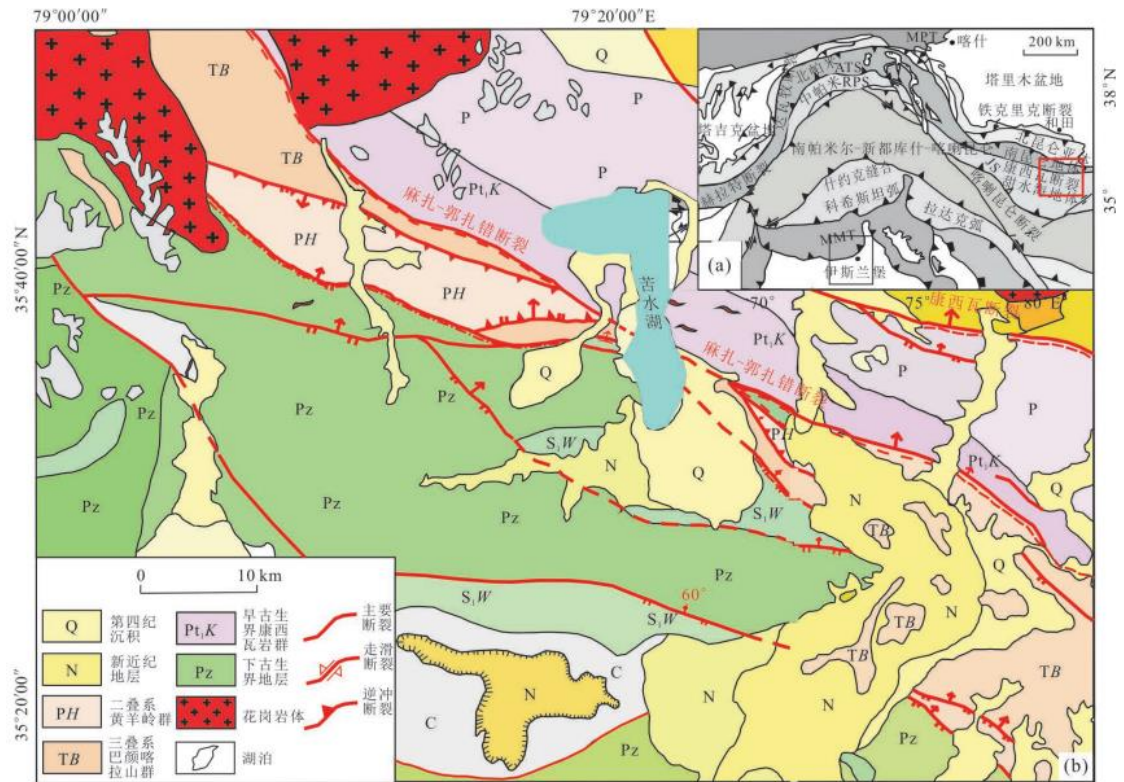


图 1 苦水湖一带区域地质概况图

资料来源：《西昆仑地区苦水湖富锂盐湖湖水化学特征及成盐元素来源》，华安证券研究所

资源储量：根据《新疆大红柳滩一带稀有金属矿产勘查新进展》，苦水湖目前已探明氯化锂 277.70 万吨，氧化硼 246.61 万吨，氯化钾 1559.53 万吨。

湖表卤水化学组成特征：根据《西昆仑地区苦水湖富锂盐湖湖水化学特征及成盐元素来源》中对卤水样品的取样，湖表卤水样品中阳离子以 Na⁺、Mg²⁺ 为主，阴离子以 Cl⁻、SO₄²⁻ 为主，水化学类型以硫酸钠亚型为主。湖表卤水 TDS 普遍较高 (31.50~319.0g/L，平均值为 240.6g/L)。pH 值的变化范围为 7.1~8.4，呈现弱碱性。湖表卤水超常富集 B、Li、Br、Rb、Sr 等微量元素，其中锂平均含量为 160.1mg/L，最高值 262.7mg/L；硼平均含量为 1074.5mg/L，最高值 2012.5mg/L。根据样品离子含量数据，镁锂比为 43.85。

图表 20 苦水湖取样湖表卤水化学组成特征

pH	主要离子平均含量 (mg/L)							TDS (g/L)	镁锂比
	钠	钾	镁	碳酸	硫酸	硼	锂		
7.3	79630.6	2986.9	7021.1	1403.7	12500.8	1074.5	160.1	240.63	43.85

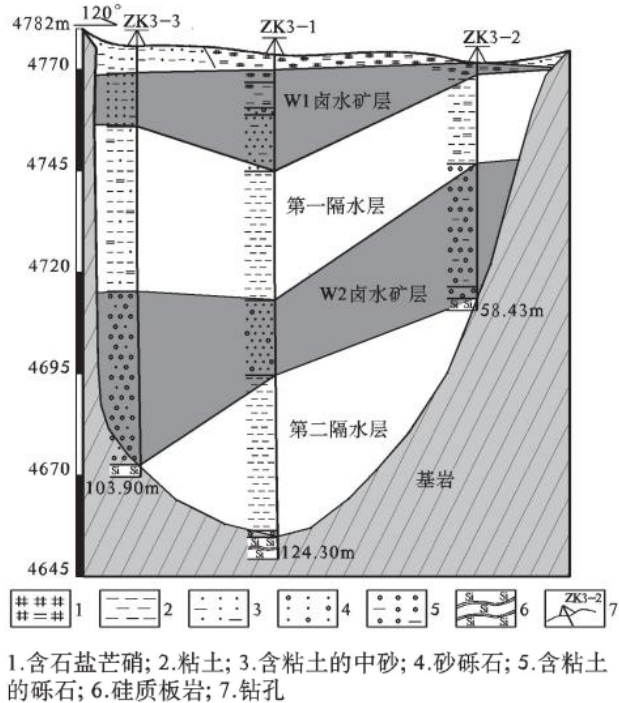
资料来源：《西昆仑地区苦水湖富锂盐湖湖水化学特征及成盐元素来源》，华安证券研究所

3.2.2 黄草湖

矿区概况：黄草湖钾硼锂矿位于新疆西昆仑地区，属于青藏高原钾硼锂成矿带北亚带西段，目前西段已找到苦水湖、黄草湖、红山湖、甜水海、阿克萨依湖等多处盐湖型钾硼锂矿床。黄草湖矿区中心湖盆区海拔 4765~4810m，与其周边山系相对高差 150~300m。具有明显的高山深盆的特点。黄草湖矿区为固液两种矿体并存的盐湖，其中液体矿富含钾、硼、锂、镁、溴矿等多种稀缺矿种，固体矿主要为石盐、芒硝矿，

其中液体矿为完全干枯的盐湖，根据《新疆和田县黄草湖钾硼锂矿矿床地质特征及矿床成因》，在盆地下部圈定了W1和W2两个卤水钾硼锂矿层。

图表 21 黄草湖矿区 3 号勘探线剖面图



资料来源：《新疆和田县黄草湖钾硼锂矿矿床地质特征及矿床成因》，华安证券研究所

资源储量：根据《新疆和田县黄草湖钾硼锂矿矿床地质特征及矿床成因》，矿区求得 (333) + (334?) 液体矿给水度资源量为：氯化锂 10.59 万吨、氯化钾 62.06 万吨。

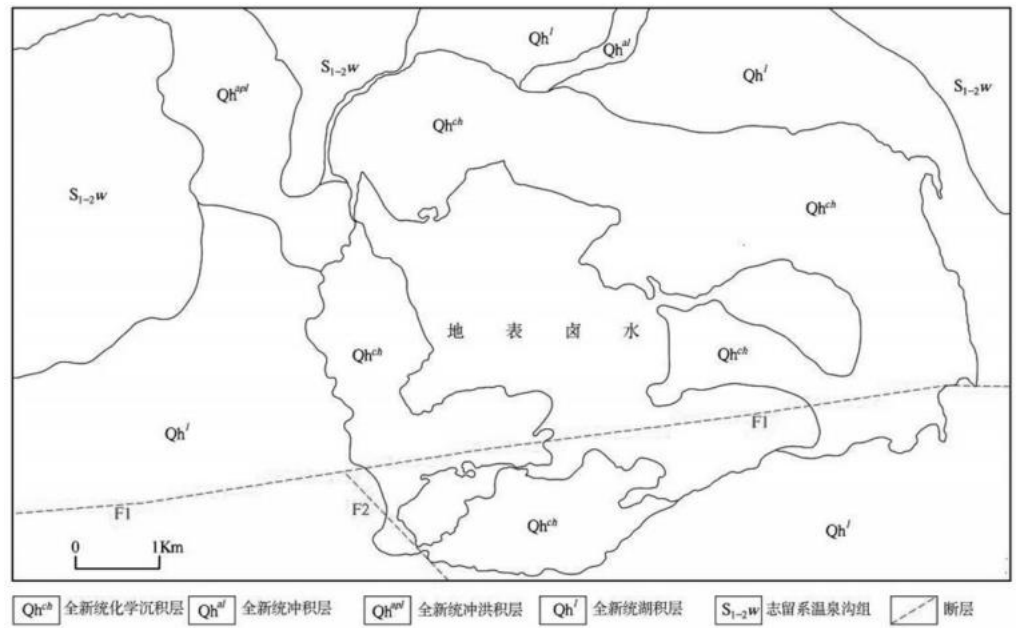
卤水化学组成特征：根据《新疆和田县黄草湖钾硼锂矿矿床地质特征及矿床成因》，W1 钾硼锂矿层分布于湖盆浅部，矿层面积 20.37 平方公里，卤水埋深 0.1~11.9m，性质为潜藏卤水，卤水呈近水平层状产出，该卤水层平均厚度 17.10m，卤水水化学类型为硫酸钠亚型，氯化锂平均品位 681mg/L、氧化硼平均品位 1019mg/L、氯化钾平均品位 0.50%，镁锂比为 53。

W2 钾硼锂矿层分布于 W1 卤水层下部，与 W1 卤水层之间有厚 20~45m 的粘土相隔。矿层面积 20.37 平方公里，卤水埋深 20~81m，该卤水层平均厚度 50.13m，卤水水化学类型为硫酸钠亚型，氯化锂平均品位 675mg/L、氧化硼平均品位 1016mg/L、氯化钾平均品位 0.51%，镁锂比为 56。

3.2.3 红山湖

矿区概况：红山湖钾盐矿位于新疆西昆仑甜水海地区，矿区为高山环绕的封闭盆地，中心湖盆区与周边高山区相对高差可达 300m，高山深盆特征较为明显。矿区内目前发现液体钾盐矿层 2 个，主要为地表卤水钾盐矿层及浅部的潜藏卤水钾盐矿层，综合分析认为盆地下部局部地段具有一定的承压卤水钾盐矿层找矿潜力。

图表 22 红山湖矿区地质图



资料来源：《新疆西昆仑红山湖钾盐矿地质特征及找矿前景分析》，华安证券研究所

卤水化学组成特征：根据《新疆西昆仑红山湖钾盐矿地质特征及找矿前景分析》，

(1) **地表层：**丰水期卤水面积 11.95 平方公里，卤水平均深度 1.64m，平均 pH 值 7.8、氯化钾平均品位 0.31%、氯化锂平均品位 279mg/L；枯水期卤水面积 9.82 平方公里，卤水平均深度 1.41m，平均 pH 值 7.7、氯化钾平均品位 0.34%、氯化锂平均品位 313mg/L。丰水期补给较大，溶解大量钠镁盐，从而使湖水中 Na、Mg 含量较高；枯水期卤水处于水盐均衡体系上端，更利于 K、Li 的富集。

(2) **潜藏层：**分布于湖底及湖滨地带，矿层面积 6.54 平方公里，含水层平均厚度 3.07m，水化学类型为硫酸盐型的硫酸钠亚型，平均 pH 值 7.51、氯化钾平均品位 0.36%、氯化锂平均品位 316mg/L。

4 定增发行对象哈富矿业为大股东全资控股公司

定增发行对象为大股东旗下优质资产哈富矿业，股权提升彰显大股东对公司未来发展的信心。公司在 2020 年曾有一次定增方案，当时拟面向哈富矿业发行 2000 万股、募资 3.34 亿元，由于定增预案披露时间跨度较长且相关情况有变化，因此定增终止。而 2021 年公司又推出新一版的定增方案，本次定增发行价 15.65 元/股，发行 2518 万股、募资 4.04 亿元，募资金额提升 21%。

图表 23 定增预案概况

	发行对象	发行价	发行股数	募资金额
2020 年版	哈富矿业	16.68 元/股	2000 万股	3.34 亿元
2021 年版	哈富矿业	15.65 元/股	2518 万股	4.04 亿元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

哈富矿业为大股东胡精沛全资子公司，定增发行后大股东成为实控人，大股东及哈富合计持股比例将提升至 23.34%。胡精沛目前持有万里石股权 13.51%，哈富矿业为其全资控股公司，本次定增发行后大股东自身以及所控制的哈富矿业合计持股 23.34%，胡精沛将成为公司实控人，一方面为公司发展提供充足的资金保障，另一方面也进一步增强大股东话语权，有利于公司后续发展规划更加明晰高效。

图表 24 定增前后大股东合计控制股份变动情况

项目	发行前		发行后	
	股份数	股比	股份数	股比
哈富矿业	-	-	25,814,695	11.37%
胡精沛先生	27,165,451	13.51%	27,165,451	11.97%
胡精沛先生合计控制股份	27,165,451	13.51%	52,980,146	23.34%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

哈富矿业控股子公司 SH Minerals LLP 在哈萨克斯坦南部 Suzak 区域有铀矿开采权，Suzak 区域是哈萨克斯坦铀矿最密集区域，未来前景可期。哈富矿业本身未开展实质性经营业务，主要资金用于哈萨克斯坦矿业投资。哈富控股 SH Minerals LLP，持有 80% 的股权，该子公司主要从事铀矿勘探、开采、销售。

中哈合作源远流长，中国铀业总经理到访哈萨克斯坦与哈原工洽谈深化有资源相关合作，并访问 SH Minerals，与相关管理和技术人员就推进项目合作开发进行深入交流。根据中国铀业微信公众号，中国铀业总经理王成访问了哈萨克斯坦，访哈期间，王成总经理会晤了哈萨克斯坦国家原子能工业公司（哈原工）首席执行官穆卡诺夫，深入开展铀资源相关合作洽谈，中国铀业代表团与哈原工就铀资源项目合作、天然铀贸易、阿拉山口保税库、技术交流合作、伴生放射性矿产开发等进行了广泛深入的洽谈。访哈期间，王成一行还访问了 SH Minerals 公司，考察了勘探项目现场，并与相关管理人员和技术人员就推进项目合作开发进行了深入交流。

图表 25 中国铀业总经理访问哈富矿业子公司 SH Minerals



资料来源：中国铀业公众号，华安证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

根据我们对公司的分析，公司未来的业务可以分为传统石材业务以及新切入的新能源锂盐业务，因此我们做业绩测算时也分为两部分进行考虑。

(1) 传统石材业务：我们预计石材业务仍然保持稳健经营，按照当前增速做相对稳定的预测，假设景观石材、建筑装饰石材、工程施工、其他收入的营收增速和毛利率为下表所示；

(2) 锂盐业务：

①量：青海 5000 吨项目 2023 年投产，假设 23 年产量 2000 吨（假设当年产能利用率为 40%），24 年产量 5000 吨；

②价：假设锂盐维持高景气，2023、2024 年锂盐单吨含税价格分别为 40 万元、35 万元；

③利：假设锂盐 2023、2024 年单吨成本分别为 11 万元、10 万元。

从而得到下表的盈利预测：

图表 26 万里石分业务盈利预测表

收入(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
景观石材	172.60	219.02	247.49	280.90	320.23
建筑装饰石材	402.93	343.59	257.69	231.92	220.33
工程施工	268.53	358.53	430.23	494.77	544.24
其他收入	105.82	234.24	316.23	411.10	526.20
锂电	-	-	-	708.00	1,548.67
成本(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
景观石材	135.77	183.91	202.94	228.94	259.39
建筑装饰石材	328.01	294.67	220.97	198.76	188.71
工程施工	245.05	332.69	395.38	454.19	497.98
其他收入	100.27	229.23	313.07	406.99	520.94
锂电	-	-	-	220.00	500.00
毛利(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
景观石材	36.83	35.10	44.55	51.97	60.84
建筑装饰石材	74.92	48.93	36.72	33.17	31.62
工程施工	23.48	25.84	34.85	40.57	46.26
其他收入	5.55	5.01	3.16	4.11	5.26
锂电	-	-	-	488.00	1,048.67
毛利率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
景观石材	21.34%	16.03%	18.00%	18.50%	19.00%
建筑装饰石材	18.59%	14.24%	14.25%	14.30%	14.35%
工程施工	8.75%	7.21%	8.10%	8.20%	8.50%
其他收入	5.24%	2.14%	1.00%	1.00%	1.00%
锂电	-	-	-	68.93%	67.71%

营业收入-同比	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
景观石材	-26.39%	26.90%	13.00%	13.50%	14.00%
建筑装饰石材	7.00%	-14.73%	-25.00%	-10.00%	-5.00%
工程施工	4.65%	33.51%	20.00%	15.00%	10.00%
其他收入	-31.65%	121.36%	35.00%	30.00%	28.00%
锂电					118.74%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 12.52 亿元、21.27 亿元、31.60 亿元，同比分别增加 8.3%、69.9%、48.6%；预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.08 亿元、2.15 亿元、4.14 亿元，同比分别增加 136.8%、2429.2%、92.9%。对应当前市值的 PE 分别为 772.56X、30.55X、15.84X。

5.2 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 12.52 亿元、21.27 亿元、31.60 亿元，同比分别增加 8.3%、69.9%、48.6%；预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 0.08 亿元、2.15 亿元、4.14 亿元，同比分别增加 136.8%、2429.2%、92.9%。对应当前市值的 PE 分别为 772.56X、30.55X、15.84X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

项目建设不及预期、锂价大幅波动、市场竞争风险、汇率波动经营风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1039	1140	1578	2460	营业收入	1155	1252	2127	3160
现金	100	-159	-622	-361	营业成本	1041	1132	1509	1967
应收账款	614	871	1618	2040	营业税金及附加	5	6	10	14
其他应收款	8	29	33	56	销售费用	47	55	90	134
预付账款	59	68	91	118	管理费用	61	71	119	175
存货	174	278	304	444	财务费用	23	0	0	0
其他流动资产	83	53	154	164	资产减值损失	-10	-1	-1	-1
非流动资产	313	335	451	515	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	149	154	160	165	投资净收益	28	22	53	95
固定资产	74	67	133	180	营业利润	-37	12	457	970
无形资产	17	15	13	11	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	73	98	145	159	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1352	1475	2029	2975	利润总额	-36	12	457	970
流动负债	700	812	1009	1201	所得税	-10	2	99	217
短期借款	332	356	382	409	净利润	-26	9	358	753
应付账款	245	307	423	518	少数股东损益	-3	1	143	339
其他流动负债	124	149	203	275	归属母公司净利润	-23	8	215	414
非流动负债	22	22	22	22	EBITDA	-21	-6	415	886
长期借款	8	8	8	8	EPS (元)	-0.12	0.04	1.07	2.06
其他非流动负债	14	14	14	14					
负债合计	722	834	1031	1223	主要财务比率				
少数股东权益	31	31	175	513	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	200	201	201	201	成长能力				
资本公积	173	173	173	173	营业收入	21.6%	8.3%	69.9%	48.6%
留存收益	226	235	450	864	营业利润	-341.8%	131.9%	3801.9%	112.1%
归属母公司股东权益	600	609	824	1238	归属于母公司净利	-291.0%	136.8%	2429.2%	92.9%
负债和股东权益	1352	1475	2029	2975	获利能力				
					毛利率 (%)	9.9%	9.5%	29.1%	37.7%
					净利率 (%)	-2.0%	0.7%	10.1%	13.1%
					ROE (%)	-3.9%	1.4%	26.1%	33.4%
					ROIC (%)	-2.7%	-0.7%	22.6%	31.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.4%	56.5%	50.8%	41.1%
					净负债比率 (%)	114.5%	130.1%	103.2%	69.8%
					流动比率	1.48	1.40	1.56	2.05
					速动比率	1.07	0.90	1.06	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	0.89	1.21	1.26
					应收账款周转率	1.88	1.69	1.71	1.73
					应付账款周转率	4.48	4.11	4.13	4.18
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.12	0.04	1.07	2.06
					每股经营现金流薄)	-0.11	-1.40	-2.07	1.07
					每股净资产	3.00	3.03	4.10	6.16
					估值比率				
					P/E	—	772.56	30.55	15.84
					P/B	8.84	10.76	7.96	5.30
					EV/EBITDA	-259.70	-1136.80	18.27	8.30

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。