

# 天华超净： 向新的“锂”程出发

## 分析师及联系人

- |   |   |  |   |
|---|---|--|---|
| • 王鹤涛<br>(8621)61118772<br>wanght1@cjsc.com.cn<br>执业证书编号：<br>S0490512070002 | • 王筱茜<br>(8621)61118711<br>wangxx5@cjsc.com.cn<br>执业证书编号：<br>S0490519080004 | • 靳昕<br>(8621)61118711<br>jinxin1@cjsc.com | • 肖百桓<br>(8621)61118711<br>xiaobh@cjsc.com.cn |
|---|---|--|---|

## MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-09-19
公司研究	深度报告
评级	买入   首次
当前股价(元)	16.01

### 公司基本数据

总股本(万股)	55,128
流通 A 股/B 股(万股)	34,562/0
资产负债率	30.30%
每股净资产(元)	1.89
市盈率(当前)	39.78
市净率(当前)	8.31
12 个月内最高/最低价(元)	20.05/5.02

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

### 相关研究

## 天华超净(300390)

# 向新的“锂”程出发

### ● 引言

天华超净是一家集防静电超净业务、医疗器械、锂盐制造三大业务于一体的公司。预计未来公司的防静电超净、医疗器械业务将保持稳健增长，而锂盐制造业务将跟随其下游新能源汽车，呈高速增长的态势，也是公司未来发展的最大亮点。预计至 2022 年，锂业务贡献的营收将快速增长至公司总营收的大约六成。

### ● 设立天宜锂业，绑定宁德时代，步入新的“锂”程

经过在防静电超净业务和医疗器械领域的多年耕耘，2018 年天华超净与宁德时代以及其他股东共同成立天宜锂业，切入了新能源车上游这一充满成长性的新赛道，在资源、加工、客户三方面都具有很高的起点。资源上，天宜锂业入股了澳洲 AVZ Minerals，其持有刚果金 Manono 锂锡矿项目 60% 股权，有利于公司日后锁定 Manono 产品包销权。加工上，天宜锂业规划了两期共四万吨锂电材料（氢氧化锂等），其中一期产能有望于 2020 年内投产。客户方面，电池巨头宁德时代直接持有天宜锂业 15% 股权，并和天宜锂业签署了合作协议，将优先采购天宜锂业的锂盐。此外，股东宁德时代还是 Pilbara 第一大股东，进一步保障了天宜锂业的锂矿供应。

### ● 锂行业：氢氧化锂势不可挡，二线厂商将迎来契机

从行业角度来看，公司旗下天宜锂业或将在量、价两方面同时迎来契机。（1）海外新能源车产销全面加速将显著拉动海外氢氧化锂需求，预计 2021 年全球需求增量 7 万吨，在一线大厂仅有赣锋锂业有新增产能的情况下，总体供应较为紧张，预计单吨盈利将持续修复，最终有望超过 1 万元/吨；（2）2021 年氢氧化锂第一梯队厂商更加专注海外，二线厂商出口氢氧化锂也会开始逐步上量，意味着国内市场氢氧化锂供给方面的竞争可能减弱，天华超净旗下天宜锂业作为专注国内的二线氢氧化锂厂商将迎来大契机，饱满的订单有望支撑其产能利用率快速爬升。

### ● 推荐逻辑：主业稳健，锂业务成长性十足，给予“买入”评级

天华超净主业稳健，而新业务瞄准了氢氧化锂这一五年 CAGR 高达 40% 的细分市场，成长性十足。核心推荐逻辑如下：（1）前两大主业的下游分别是精密制造和医疗领域，稳健增长可期；（2）锂业务方面，公司通过天宜锂业同时布局了锂资源和氢氧化锂，具备较强的竞争力；公司和宁德时代关系紧密，氢氧化锂认证期有望大幅缩短，产能利用率也有望快速攀升；（3）海外新能源车产销大幅提速，氢氧化锂供给偏紧有望迎来涨价，增厚公司业绩。公司 2020 年新增防疫类业务，大幅增厚 2020 年业绩，但预计随着疫情平稳该业务将逐步淡化。假设 2020-2022 年氢氧化锂销量分别为 0.35/1.1/2.5 万吨、防疫类业务 2020 年后不再开展，对应公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.95/1.38/2.33 亿元，对应估值 30/64/38，给予“买入”评级。

### 风险提示：

1. 新能源车产销不及预期；
2. 锂价大幅下跌。

## 目录

引言 .....	5
天华超净：1997-2018，从防静电超净到医疗器械 .....	5
防静电超净业务——公司的支柱业务 .....	7
收购宇寿医疗，进军医疗器械行业 .....	9
设立天宜锂业，步入新的“锂”程 .....	10
Manono：储量巨大、前景光明的锂矿 .....	10
天宜锂业入股 AVZ，成为其第一大股东 .....	11
储量堪称世界级，一期规划 70 万吨锂精矿产能 .....	12
运输拖累成本，或直接出口硫酸锂 .....	13
天宜锂业：绑定电池巨头的锂业新星 .....	14
锂行业：氢氧化锂势不可挡，二线厂商迎来契机 .....	15
乘高镍之风，氢氧化锂势不可挡 .....	15
巨头专注海外，二线厂商迎来契机 .....	18
推荐逻辑：主业稳健，锂业务成长性十足，给予“买入”评级 .....	20

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	5
图 2：天华超净股权结构 .....	6
图 3：公司营业收入稳定增长，2019 年达 7.58 亿元 .....	7
图 4：2020H1 防疫类业务贡献了 51% 营收 .....	7
图 5：公司毛利率呈提升趋势，2019 年达 29.7% .....	7
图 6：公司医疗器械业务毛利近年稳步提升 .....	7
图 7：防静电超净技术产品应用领域 .....	8
图 8：天华超净防静电超净产品一览 .....	8
图 9：宇寿医疗产品一览 .....	9
图 10：Manono 项目（AVZ 持股 60%）和 Manono 扩展项目（AVZ 持股 100%）概览 .....	11
图 11：Manono 项目凭借巨大的规模跻身一线锂矿之列 .....	12
图 12：DFS 报告中研究的产品到港运输路线 .....	13
图 13：Manono 项目资本开支拆解明细 .....	13
图 14：宁德时代和比亚迪动力电池扩产规划（GWh） .....	15
图 15：2020 年 7 月动力电池装机份额 .....	15
图 16：2018-2020 年国内逐月新能源汽车销量（万辆） .....	17
图 17：疫情导致雅保和 Livent 新产能放量时间大幅延后（吨） .....	17
图 18：预计第一梯队厂商将专注海外，第二梯队厂商在国内氢氧化锂份额或将大幅提升 .....	19
表 1：公司主要业务板块简介 .....	5
表 2：公司防静电超净业务拓展时间表 .....	9

表 3: 天宜锂业是 AVZ Minerals 第一大股东 .....	11
表 4: Roche Dure 主矿区矿石资源量合计高达约 4 亿吨 (M+I+I 口径, 以 0.5%Li <sub>2</sub> O 为边界品位) .....	12
表 5: 若直接运输锂精矿, 单吨需要运费约 252 美元, 占 FOB 成本的 68% .....	13
表 6: 若加工成硫酸锂后运输, 运输费用占 FOB 成本的比重降低至 11% .....	14
表 7: 天宜锂业当前股权结构 .....	14
表 8: 2021 年全球电池级氢氧化锂的动态需求达到 15.73 万吨, 相对 2020 年增量高达 6.98 万吨 .....	16
表 9: 根据测算, 2021 年, 全球电池级氢氧化锂动态需求增量 7.1 万吨 .....	16
表 10: 公司业绩对氢氧化锂价格的敏感性分析 .....	20



40%

氢氧化锂需求五年 CAGR

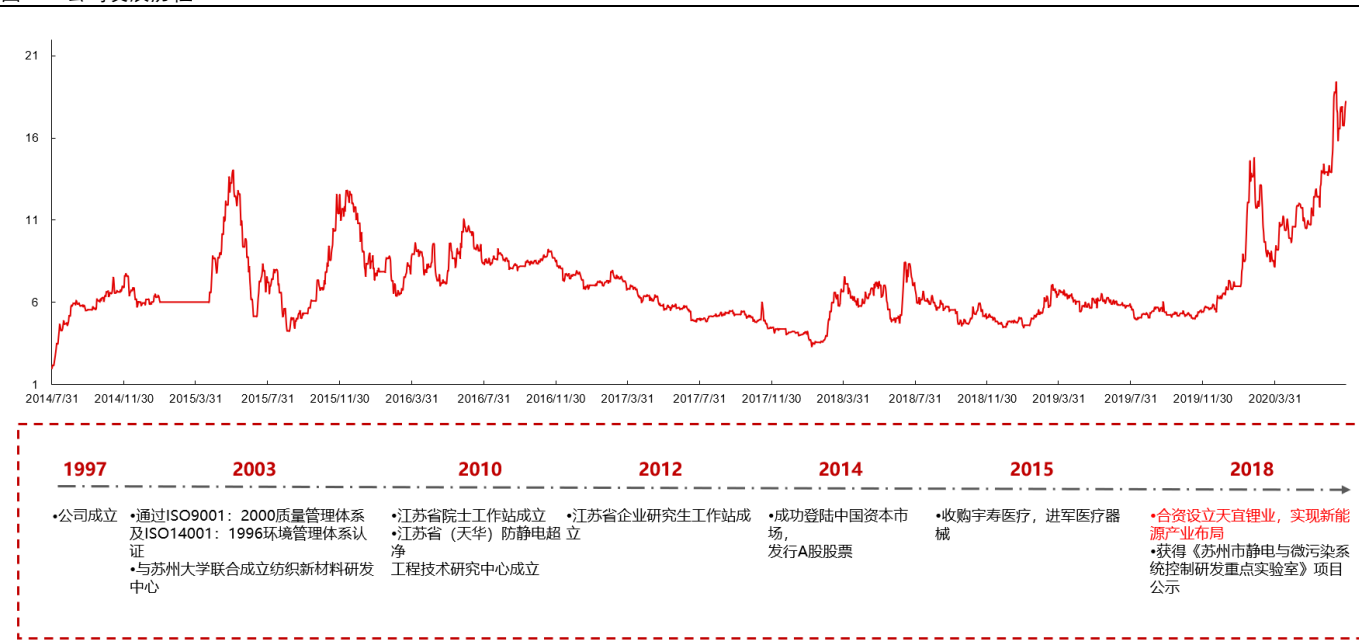
## 引言

天华超净原本是一家专注于防静电超净业务和医疗器械的公司，在 2018 年公司联合了包括宁德时代在内的其他股东，共同设立子公司天宜锂业，迈入氢氧化锂这一五年需求 CAGR 高达 40% 的新能源车上游细分领域。公司作为新进入者，在氢氧化锂领域的竞争力如何？和宁德时代的关系又将如何影响公司的业务？经历长期的下行后，氢氧化锂的价格又将如何演绎？本篇报告，我们旨在对以上问题作出解答。

## 天华超净：1997-2018，从防静电超净到医疗器械

公司成立于 1997 年，专注于防静电超净技术，产品涵盖了工业生产过程中静电与微污染防控的方方面面，逐步成为国内知名的静电与微污染防控解决方案提供商；2014 年于创业板上市，之后收购中垒科技和宇寿医疗，通过医疗器械产品切入了医疗领域。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，Wind，长江证券研究所

表 1：公司主要业务板块简介

业务板块	产品	用途	应用领域
防静电超净技术产品	人体防护系统、制程防护系统和环境防护系统等产品系列	对工业生产过程中的静电与微污染进行防护和控制，以提高产品的可靠性和良品率	电子信息（半导体、存储、新型显示、通讯等）、医药等
医疗器械	自毁式注射器、安全式注射器、高压注射器等	主要用于满足临床进行疫苗接种、肌肉注射、皮下注射、高压造影等药物注射过程	各国卫生部门、医院、诊所等各种医疗卫生或服务行业部门

新能源锂电材料

氢氧化锂等锂电材料

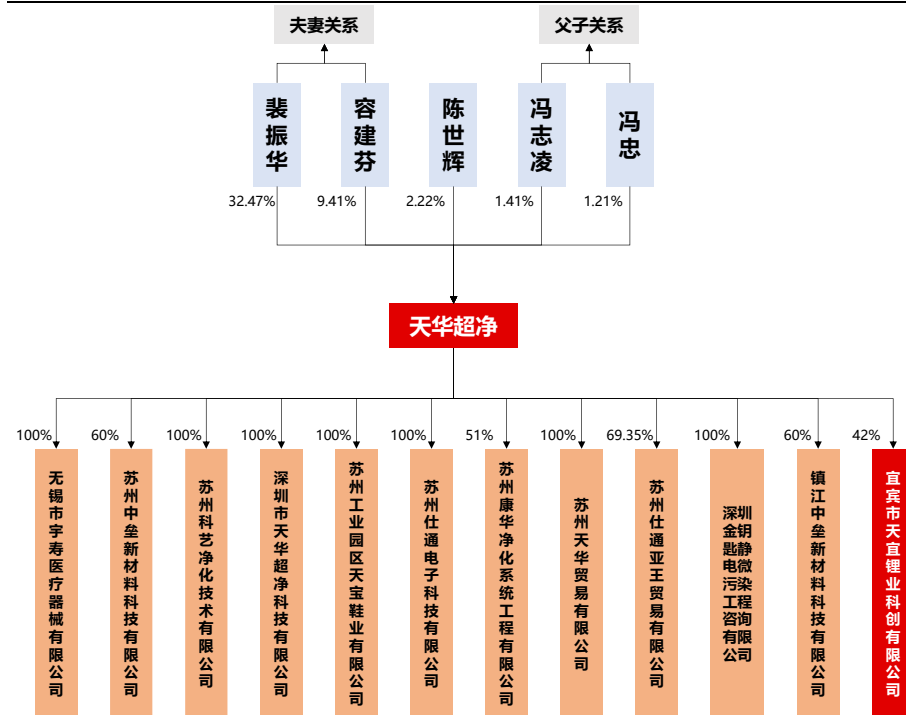
锂电池正极材料等

新能源汽车电池、通讯电子产品电  
源设备、能源存储等领域

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司一致行动人共计控股 41.88%。公司实际控制人为裴振华和容建芬，其为夫妻关系。截至 2020 年中报，其分别控股 32.47%和 9.41%。

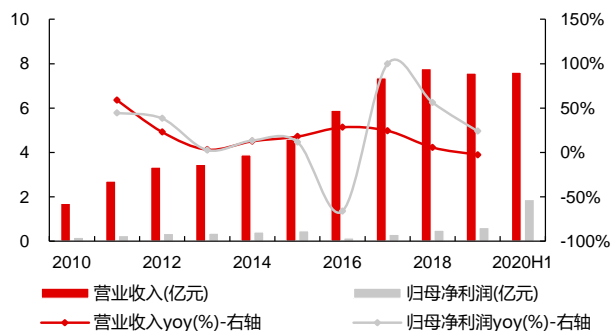
图 2：天华超净股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

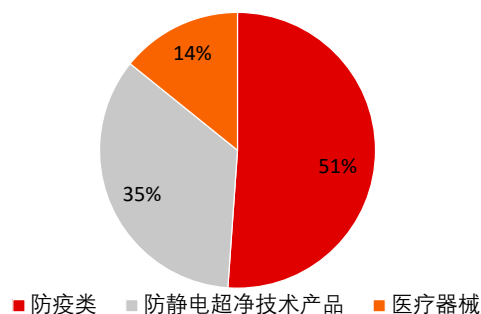
**主营业务稳定稳定，毛利率有抬头趋势。**公司 2019 年实现营收 7.58 亿元，归母净利润 0.62 亿元，归母净利润同比增长 23%。公司 2019 年防静电超净技术产品贡献营业收入的 64%，仍为公司的主要营收来源；医疗器械产品贡献营收的 30%，近年来增长稳健。公司近三年毛利率分别为 21.78%、25.69%及 29.71%，提升明显，主要系公司积极调整优化业务布局及产品结构，毛利率较高的产品销售比重增加所致。

图 3：公司营业收入稳定增长，2019 年达 7.58 亿元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2020H1 防疫类业务贡献了 51% 营收



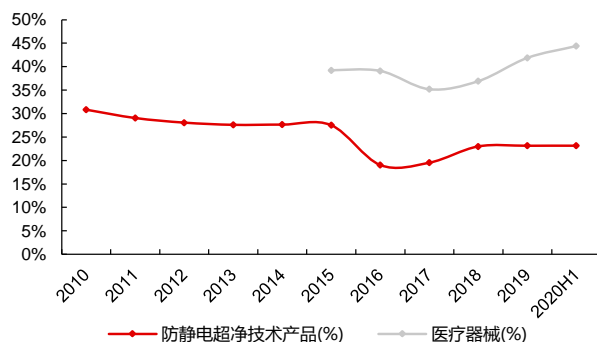
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司毛利率呈提升趋势，2019 年达 29.7%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司医疗器械业务毛利近年稳步提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 防静电超净业务——公司的支柱业务

公司是国内知名的静电与微污染防控解决方案提供商，防静电超净产品是公司传统主业，定位中高端。防静电超净技术产品主要对工业生产过程中的静电与微污染进行防护和控制，以提高产品的可靠性和良率，主要服务配套于先进制造业和相关服务业，为电子信息（液晶显示、半导体、硬盘存储、通讯、LED 等）、医药等诸多行业提供基础性保障。根据防静电超净技术产品的防护对象区分，可以分为人体防护产品、制程防护产品和环境防护产品。公司产品定位中高端，自成立后积极推行内生+外延式并购共同发展的战略，扩大主业规模，目前产品覆盖人体、制程、环境防护全分类。

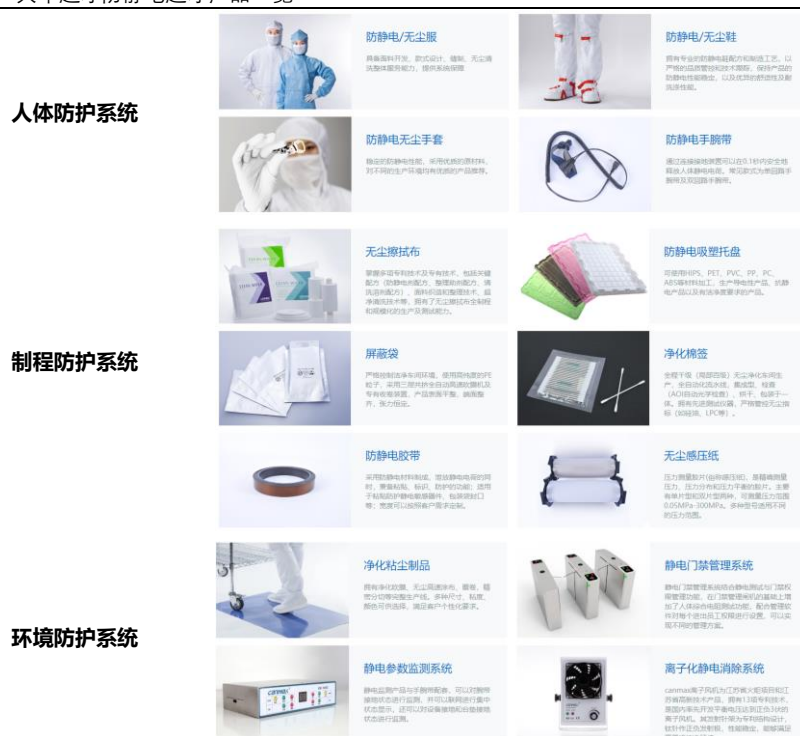
公司的主要客户涵盖了液晶显示、半导体、硬盘存储等精密电子制造行业的全球领导厂商，包括夏普、日立、三星、LGD、宸鸿科技、绿点科技、AMD、美光、英飞凌、西部数据、希捷等，同时公司也是华为、京东方、天马微电子、长城开发、中芯国际、中兴通讯等国内知名电子制造企业的核心供应商。

图 7: 防静电超净技术产品应用领域



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 8: 天华超净防静电超净产品一览



资料来源：公司官网，长江证券研究所



表 2：公司防静电超净业务拓展时间表

时间	股东名称
成立之初	以防静电无尘服、防静电无尘鞋和防静电无尘手套等人体防护产品为主
2001	开始进入环境保护领域，新增净化粘尘垫产品
2004	进入制程防护领域，开始生产无尘擦拭布产品
2005	开始研发离子化静电消除器和静电在线监测仪，并于 2008 年形成销售
2010	进入无尘电子保护膜领域，并于当年 10 月通过收购仕通电子正式进入市场规模较大的防静电吸塑制品领域
2012	根据客户需求，开发光学膜片和防静电包装盒
2015	收购了苏州中垒新材料科技有限公司 51% 的股权

资料来源：招股说明书，公司公告，长江证券研究所

## 收购宇寿医疗，进军医疗器械行业

**2015 年公司发行股份收购宇寿医疗 100% 的股权，进军医疗器械行业。**宇寿医疗专业从事自毁式、安全式注射器、高压注射器等产品的研发、生产与销售。宇寿医疗是我国首家拥有自主知识产权并通过 WHO 认证的自毁式注射器生产企业，并被选为联合国儿童基金会疫苗用自毁式注射器的合格生产商之一，还以“0”缺陷通过了美国 FDA 现场工厂审核。

并购宇寿医疗使天华超净进入迅猛发展的健康行业，并和公司的防静电超净业务形成显著的协同效应：其能够进一步提升宇寿医疗产品的品质和良品率，进而提升宇寿医疗的市场竞争力；宇寿医疗长期积累的无菌控制技术，又与天华超净防静电超净技术的应用结合，促进医用防护技术产品的进一步开发。天华超净医疗器械业务板块从 15 年入表后，持续稳定增长贡献不俗营收，2016-2019 年分别贡献营收 1.43/2.02/2.17/2.3 亿。

图 9：宇寿医疗产品一览



资料来源：公司官网，长江证券研究所

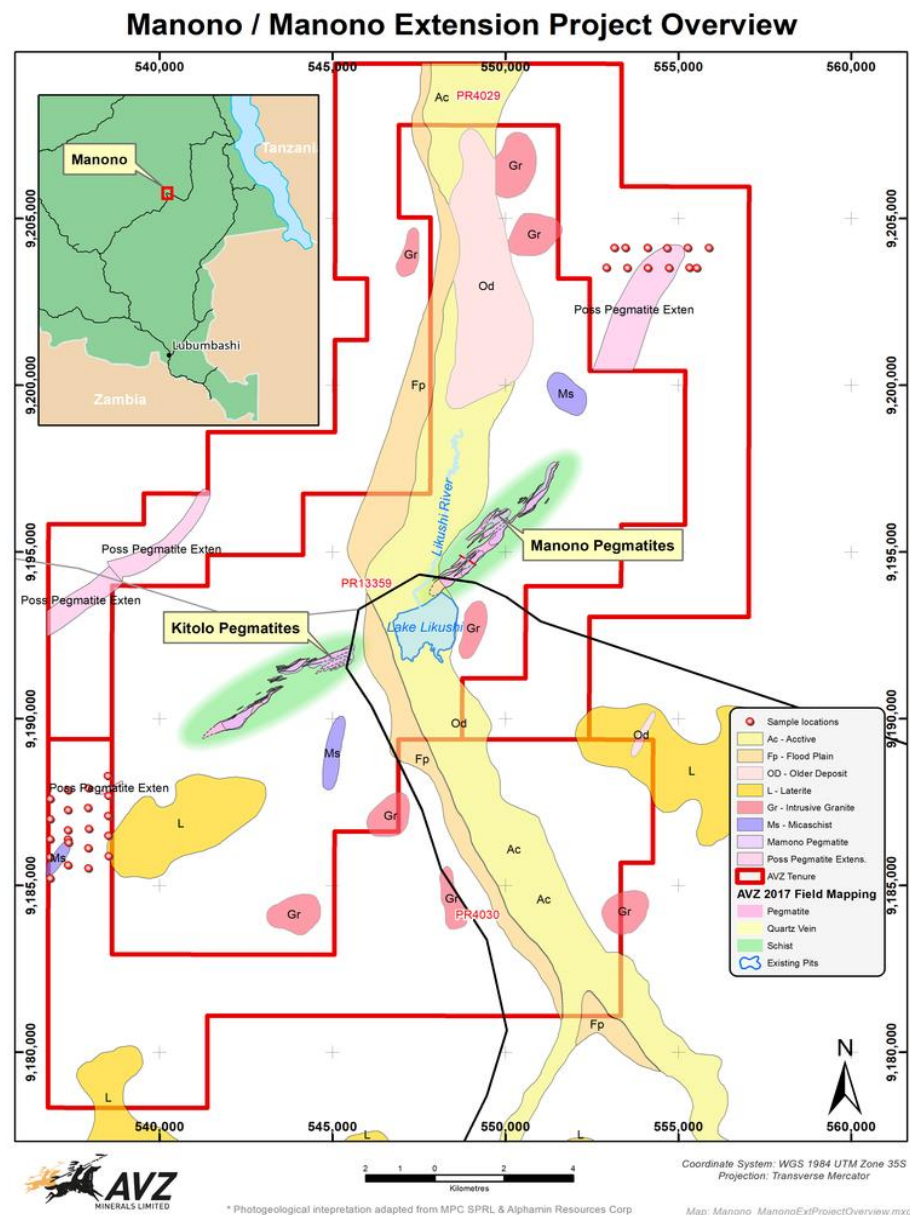
## 设立天宜锂业，步入新的“锂”程

天华超净通过和其他五位股东共同成立天宜锂业，切入新能源车上游这一成长性十足的新赛道。股权方面，天华超净直接持有天宜锂业 42% 股权（正筹划通过收购二股东股权，增持至 68%）；此外，电池巨头宁德时代直接持有天宜锂业 15% 股权，并和天宜锂业签署了合作协议，将优先采购天宜锂业的锂盐。资源方面，股东宁德时代是 Pilbara 第一大股东，保障了天宜锂业的锂矿供应；天宜锂业自身也入股了澳洲公司 AVZ Minerals，其持有刚果金 Manono 锂锡矿项目 60% 股权，有利于公司日后锁定 Manono 产品的包销权。产能方面，天宜锂业规划了两期共四万吨锂电材料（氢氧化锂等），分两期实施，其中一期产能有望于 2020 年内投产。

## Manono：储量巨大、前景光明的锂矿

Manono 是位于刚果金的锂锡矿项目，其第一大股东是澳洲公司 AVZ Minerals，后者拥有 Manono 项目 60% 股权。凭借巨大的储量和优异的品位，Manono 项目 M+I 口径碳酸锂含量达到 1095 万吨，跻身世界级锂矿之列。项目规划了 70 万吨锂精矿产能，预计 2022Q1 试车。天华超净子公司天宜锂业持有 AVZ 8.37% 股权，为其第一大股东。天宜锂业对于 AVZ 的入股，有利于其日后锁定 Manono 矿山的部分矿石包销权，对于公司稳固上游原料、在氢氧化锂产品认证过程中取得下游客户信任大有裨益。

图 10: Manono 项目 (AVZ 持股 60%) 和 Manono 扩展项目 (AVZ 持股 100%) 概览



资料来源：公司可研报告，长江证券研究所

## 天宜锂业入股 AVZ，成为其第一大股东

2020 年 5 月,天华超净公告称天宜锂业拟以约 1069 万澳元认购澳洲 AVZ 增发的股份。5 月 24 日, AVZ Minerals 发布公告称交易完成。根据 AVZ 最新披露的前 20 大股东数据 (截止 2020 年 6 月 30 日), 天宜锂业是 AVZ 的第一大股东, 持股比例 8.37%。天宜锂业对于 AVZ 的入股, 有利于其日后锁定 Manono 矿山的部分矿石包销权, 对于公司稳固上游原料、在氢氧化锂产品认证过程中取得下游客户信任大有裨益。

表 3: 天宜锂业是 AVZ Minerals 第一大股东

持股比例排名	股东名称	持股比例
--------	------	------

1	宜宾天宜锂业	8.37%
2	J P MORGAN NOMINEES AUSTRALIA PTY LIMITED	8.16%
3	华友国际	7.63%
4	LITHIUM PLUS PTY LTD	4.19%
5	CITICORP NOMINEES PTY LIMITED	3.07%
6	HSBC CUSTODY NOMINEES (AUSTRALIA) LIMITED	1.70%
7	BNP PARIBAS NOMINEES PTY LTD	1.70%
8	RIDGEBACK HOLDINGS PTY LTD	1.32%
9	MR KEVIN GRIFFITHS	0.97%
10	HSBC CUSTODY NOMINEES (AUSTRALIA) LIMITED	0.79%

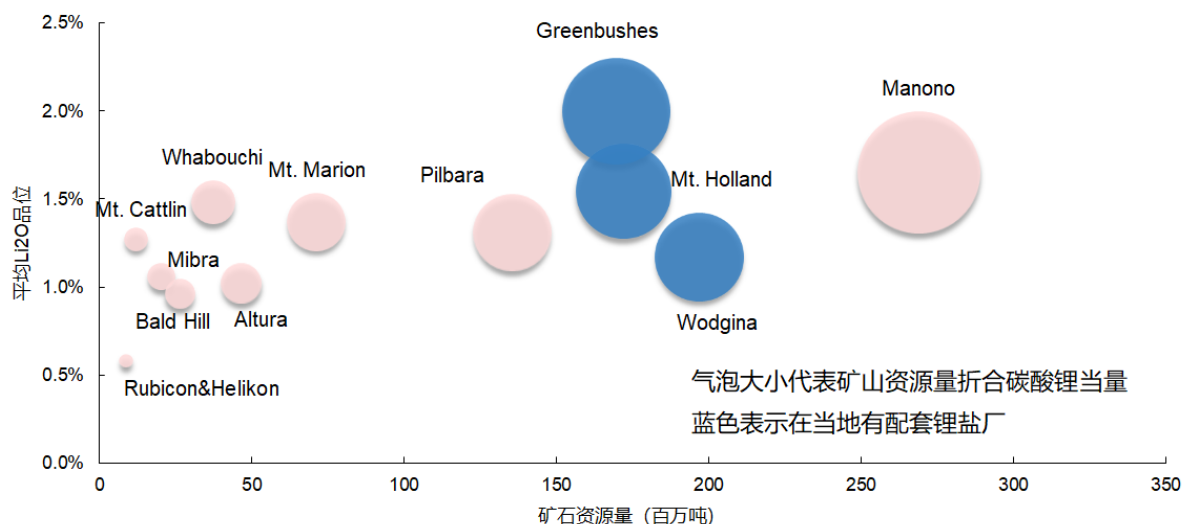
资料来源：公司资料，长江证券研究所

### 储量堪称世界级，一期规划 70 万吨锂精矿产能

AVZ 拥有刚果金 Manono 锂锡矿项目 60% 股权，后者 M+I 口径矿石资源量高达 2.69 亿吨，氧化锂品位 1.65%，折算 M+I 口径碳酸锂含量 1095 万吨，属于世界级的锂资源。根据 AVZ Minerals 2020 年 4 月公布的 Manono 项目 DFS 报告，项目规划了 70 万吨锂精矿产能，其中 15.3 万吨将用来生产硫酸锂；实际可供外售的产能为 54.7 万吨锂精矿和 4.6 万吨初级硫酸锂。目前项目正在建设中，预计 2022Q1 试车。

从天宜锂业的角度来说，总规划 4 万吨氢氧化锂产能每年约需要锂精矿 28 万吨，Manono & Pilbara (其股东宁德时代是 Pilbara 股东) 两大矿山护航保障了其原料的充足和稳定。

图 11: Manono 项目凭借巨大的规模跻身一线锂矿之列



资料来源：公司资料，长江证券研究所

表 4: Roche Dure 主矿区矿石资源量合计高达约 4 亿吨 (M+I+I 口径，以 0.5%Li<sub>2</sub>O 为边界品位)

类别	吨 (百万)	氧化锂 (%)	锡 (ppm)	钽 (ppm)	氧化铁 (%)	五氧化二磷 (%)
----	--------	---------	---------	---------	---------	-----------

Measured	107	1.68	836	36	0.93	0.31
Indicated	162	1.63	803	36	0.96	0.29
Inferred	131	1.66	509	30	1	0.28
合计	400	1.65	715	34	0.96	0.29

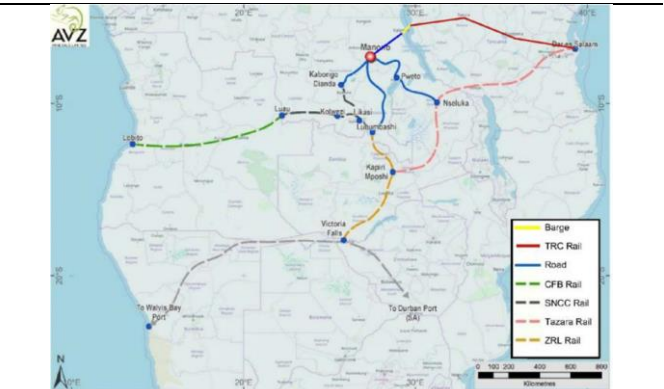
资料来源：公司资料，长江证券研究所

运输拖累成本，或直接出口硫酸锂

Manono 项目 DFS 预计初始资本开支为 5.45 亿美元，在随后的生命周期内还需要 9200 万美元维护性资本开支。由于 Manono 项目本身品位较高（1.65%），项目的采选&管理费用&权益金合计成本仅为 119 美元/吨。但当地基建条件较差，将产品运至就近的海港需要首先陆运再通过铁路运输，单吨锂精矿的运输成本高达 252 美元/吨，占合计 FOB 成本 371 美元/吨的 68%。鉴于此，项目决定将部分锂精矿进一步处理成硫酸锂后再进行运输&销售，运输成本占硫酸锂 FOB 成本的比例可以降低至 11%。我们认为，这不失为一个明智的决定：

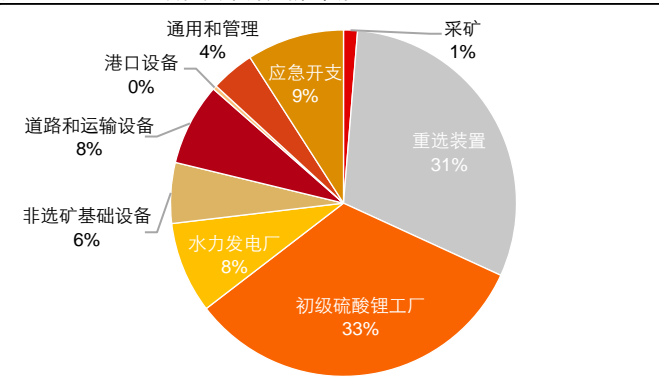
- **运输费用大幅侵蚀了矿山盈利能力。**由于高昂的运输费用，Manono 项目锂精矿仅可研 FOB 成本就高达 371 美元/吨，到中国的 CIF 成本将突破 400 美元/吨，在当前矿价下就算是完全将可研成本兑现也几乎没有盈利空间。
- **加工成硫酸锂后，单位 LCE 分摊的运输费用大幅降低。**将锂精矿处理成硫酸锂后，可能会失去一部分希望自己烧结、酸化精矿的客户，但同时也向一些大窑处理能力相对短缺的产线打开了大门（比如国内苛化、提纯厂），国内客户只需要运行后端的化工段即可。加工成硫酸锂可以将单位 LCE 上分摊的运输费用大幅降低，甚至 Manono 项目可以考虑进一步将碳酸锂/氢氧化锂的生产也一并囊括。

图 12：DFS 报告中研究的产品到港运输路线



资料来源：Manono DFS，长江证券研究所

图 13：Manono 项目资本开支拆解明细



资料来源：Manono DFS，长江证券研究所

表 5：若直接运输锂精矿，单吨需要运费约 252 美元，占 FOB 成本的 68%

	6%锂精矿 LOM 成本（百万美元）	6%锂精矿单吨成本（美元）	占总成本比例
采矿	\$559	49	13%
选矿	\$250	22	6%
管理费用	\$266	23	6%



运输（至就近的港口）	\$2,865	252	68%
权益金	\$268	25	7%
总计	\$4,208	371	100%

资料来源：公司可研报告，长江证券研究所

表 6：若加工成硫酸锂后运输，运输费用占 FOB 成本的比重降低至 11%

	LOM 成本（百万美元）	初级硫酸锂单吨成本（美元）	占总成本比例
处理&加工	1,891	2016	76%
管理费用	96	102	4%
运输（至就近的港口）	269	287	11%
权益金	242	257	10%
总计	2,498	2662	100%

注：包含 6% 锂精矿作为原料(3.4 吨 6% 锂精矿对应 1 吨初级硫酸锂)

资料来源：公司可研报告，长江证券研究所

## 天宜锂业：绑定电池巨头的锂业新星

天宜锂业于 2018 年 11 月由六位股东共同发起成立，注册资金 7 亿元。大股东天华超净持有天宜锂业 42% 股权，且已经与天宜锂业二股东长江晨道（湖北）新能源产业投资合伙企业（下称“晨道投资”）签署《股权转让框架协议》。晨道投资拟将其所持天宜锂业 26% 股权转让给天华超净，具体交易价款仍待定。若股权转让成功实施，天华超净持有的天宜锂业股权将增持至 68%。

**天宜锂业和宁德时代关系紧密。**（1）宁德时代直接持有天宜锂业 15% 股权；（2）天华超净实控人裴振华先生是宁德时代第三大股东宁波联合创新新能源投资管理合伙企业的实控人；（3）双方已签署合作协议：2019 年 11 月，宁德时代和天宜锂业签署合作协议，天宜锂业的锂盐产品将优先供应宁德时代，宁德时代也将优先采购天宜锂业的锂盐。**我们认为，和宁德时代紧密的关系有助于天宜锂业在产线投产后尽快提升产能利用率，且产品认证时间也有望缩短。**此外，宁德时代也是 Pilbara 的第一大股东，为天宜锂业锁定 Pilbara 锂精矿的稳定供应提供了保障。

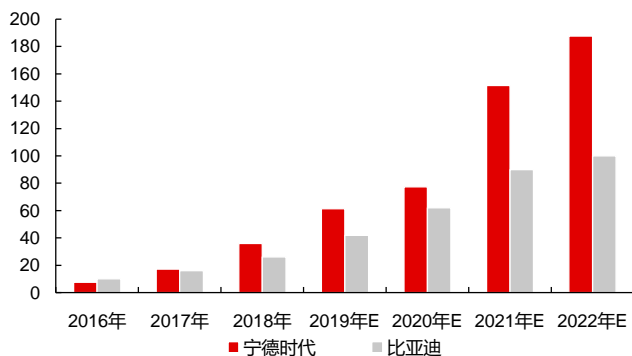
表 7：天宜锂业当前股权结构

股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
苏州天华超净科技股份有限公司	29400	42%
长江晨道（湖北）新能源产业投资合伙企业（有限合伙）	18200	26%
宁德时代新能源科技股份有限公司	10500	15%
宜宾天原集团股份有限公司	7000	10%
宁波翰逸投资合伙企业（有限合伙）	3150	5%
宁波梅山保税港区超兴投资合伙企业（有限合伙）	1750	3%
合计	70000	100%

资料来源：企查查，长江证券研究所

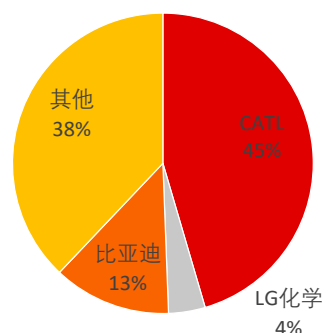
产能方面，天宜锂业规划了两期共四万吨锂电材料（氢氧化锂等），分两期实施（每期各两万吨），借助成熟的业内团队，天宜锂业的一期产线有望于 2020 年下半年开始放量。目前氢氧化锂第一梯队的厂商主供海外也兼供国内，而下半年海外新能源车产销大幅加速，将显著拉动第一梯队的氢氧化锂出口，而第一梯队厂商下半年的生产几乎没有增量，或将导致他们对国内的供应有所缩减。**天宜锂业深度绑定了国内最大动力电池制造商宁德时代，更加有望抓住这一时机赢得订单、快速放量，从二线氢氧化锂厂商中脱颖而出。**

图 14：宁德时代和比亚迪动力电池扩产规划（GWh）



资料来源：公司资料，长江证券研究所

图 15：2020 年 7 月动力电池装机份额



资料来源：真锂研究，长江证券研究所

## 锂行业：氢氧化锂势不可挡，二线厂商迎来契机

**从行业角度来看，公司旗下专注氢氧化锂的天宜锂业或将在量、价两方面同时迎来契机。**

(1) 海外新能源车产销全面加速，将显著拉动海外氢氧化锂的需求，预计 2021 年海外需求增量 7 万吨，在一线大厂仅有赣锋锂业有新增产能的情况下，总体供应较为紧张，**预计单吨盈利将持续修复，最终或有望超过 1 万元/吨**；(2) 随着 2021 年欧美新能源车发展再次提速，**氢氧化锂第一梯队厂商更加专注海外，二线厂商出口氢氧化锂也会开始逐步上量，意味着国内市场氢氧化锂供给方面的竞争可能减弱**，天华超净旗下天宜锂业作为专注国内的二线氢氧化锂厂商将迎来大契机，**饱满的订单有望支撑其产能利用率快速爬升。**

## 乘高镍之风，氢氧化锂势不可挡

全球疫情推迟了新能源车的产销，但却并未推迟欧盟的碳排放考核落地时间。**目标不变，爆发起点却被推后，新能源车的增长曲线将变得更加陡峭，也大大增加了供给向需求匹配的困难。**我们认为 2021 年在欧美带领下，**全球新能源车产销将实现跨越式增长。**即使是对新能源车、库存变动两方面均采用中性偏谨慎的预测，2021 年全球电氢动态需求增量也高达 7 万吨。**由于 2021 年第一梯队氢氧化锂厂商中仅赣锋锂业有新增产量投放（预计增量 3 万吨），剩余 4 万吨将由国内二三线厂商来填补（若欧洲超预期则需填补更多增量需求），供应形势较为紧张。**

测算方式一：通过新能源车总量的方式来测算氢氧化锂需求，2021 年氢氧化锂需求增量为 6.98 万吨。核心假设有二：（1）假设 2021 年中国新能源车产量 150 万辆，海外新能源车产量 251 万辆；（2）假设 2021 年中国乘用车新能源车 LFP<sup>1</sup>市占率约 29%（LFP 版 Model3 和比亚迪汉 EV 两款明星车型放量）。通过推算可得，**2021 年全球电池级氢氧化锂的动态需求达到 15.73 万吨，相对 2020 年增量高达 6.98 万吨**；2022 年全球锂电动态需求为 22.16 万吨，**2020-2022 两年间合计增量高达 13.41 万吨**。

表 8：2021 年全球电池级氢氧化锂的动态需求达到 15.73 万吨，相对 2020 年增量高达 6.98 万吨

		2019E	2020E	2021E	2022E
国内	国内新能源车总产量（万辆）	117	120	150	215
	乘用车新能源车铁锂渗透率	5%	21%	29%	31%
	氢氧化锂静态需求量（万吨）	0.53	1.35	1.98	3.21
	静态增量（万吨）	0.29	0.82	0.63	1.22
	超量采购（万吨）	1.10	1.22	1.19	1.76
	超量采购/静态需求	208% <sup>2</sup>	90%	60%	55%
	电池级氢氧化锂动态需求量（万吨）	1.48	1.47	1.95	3.78
	电池级氢氧化锂动态需求增量（万吨）	1.09	-0.01	0.48	1.83
海外	海外新能源车合计产量（万辆）	101	151	251	368
	氢氧化锂静态需求量（万吨）	3.68	5.99	11.21	15.84
	氢氧化锂静态需求增量（万吨）	1.07	2.31	5.22	4.63
	超量采购（万吨）	2.30	3.59	6.16	8.71
	超量采购/静态需求	63%	60%	55%	55%
	电池级氢氧化锂动态需求量（万吨）	5.48	7.28	13.78	18.38
	电池级氢氧化锂动态需求增量（万吨）	2.67	1.80	6.50	4.60
全球	电池级氢氧化锂动态需求量（万吨）	6.96	8.75	15.73	22.16
合计	电池级氢氧化锂动态需求增量（万吨）	3.76	1.80	6.98	6.43

资料来源：海关数据，长江证券研究所

测算方式二：根据电池厂的高镍排产规划来反推氢氧化锂需求，在中性偏保守的库存假设下，**2021 年全球电池级氢氧化锂动态需求增量高达 7.1 万吨，2022 年增量为 6.2 万吨（17%备库比例，依旧保守）。2020-2022 年，两年间氢氧化锂动态需求大增 13.3 万吨。**

表 9：根据测算，2021 年，全球电池级氢氧化锂动态需求增量 7.1 万吨<sup>3</sup>

		2018	2019	2020	2021	2022
高镍电池排产 (GWh)	松下	22.6	28.7	32.6	47.9	69.0
	LG	9.0	23.0	50.0	85.0	115.0
	SKI	0.2	0.8	3.0	6.0	11.3

<sup>1</sup> LFP 使用碳酸锂作为正极原料，而不是氢氧化锂；因此给出合理的 LFP 在中国乘用车领域的市占率对国内氢氧化锂需求预测十分重要。

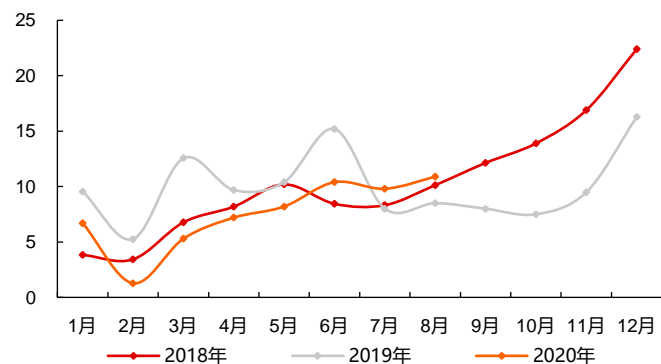
<sup>2</sup> 2019 为国内高镍元年，全产业链都在为高镍备货但实际装机量小（基数小），因此超量采购比例高

<sup>3</sup> 按照 0.09kg LiOH · H<sub>2</sub>O/KWh 进行测算。

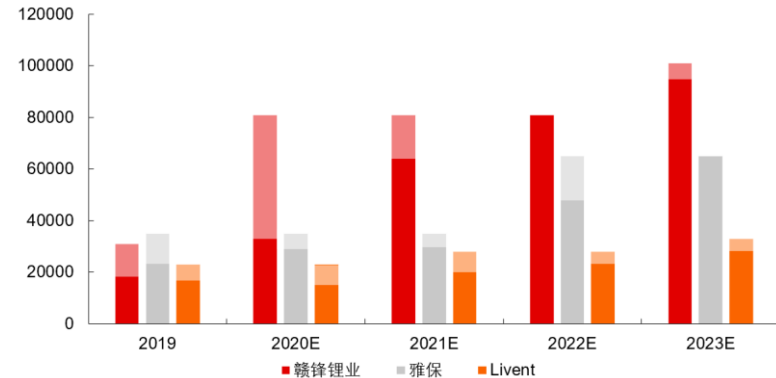
	三星 SDI	2.8	4.7	7.2	10.1	13.1
	宁德	0.7	3.3	12.0	21.9	33.0
	合计	35.3	60.5	104.8	170.9	241.4
电池级氢氧化 锂需求测算 (万吨)	排产对应氢氧化锂需求	3.2	5.4	9.4	15.4	21.7
	超量采购	1.3	2.8	2.4	3.1	3.7
	超量采购/静态需求	42%	51%	25%	20%	17%
	动态需求	3.8	6.9	9.0	16.1	22.3
	当年动态需求增量	-	3.1	2.1	7.1	6.2

资料来源：公司资料，长江证券研究所

图 16：2018-2020 年国内逐月新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，长江证券研究所

图 17：疫情导致雅保和 Livent 新产能放量时间大幅延后（吨）<sup>4</sup>

资料来源：公司资料，长江证券研究所

**欧美新能源车强劲复苏势不可挡，21 年或再次提速。**疫情的打压缓解后，欧美新能源车开始展现强复苏的势头：6 月海外新能源车销量合计 11.3 万辆，同比增长 29%，环比增长 74%。值得一提的是，疫情过后欧美新出台的新能源车刺激政策大部分均在 2020 年 6 月中旬-8 月开始陆续落地，因此 6 月大概率只是欧美强复苏的起点，下半年表现更值得期待。我们认为，2020 年海外新能源车市场有望实现 130 万辆产销；考虑到海外新能源车强劲的发展势头和 2020 年受疫情影响总基数不大，2021 年海外市场增速有望高达 80%。从锂盐的角度来看，欧美是高镍体系的大本营，也是氢氧化锂的主要需求方，强劲的表现将显著拉动氢氧化锂需求，预计 2021 年海外新能源车对应的氢氧化锂增量需求达到 5 万吨，同比接近翻倍。

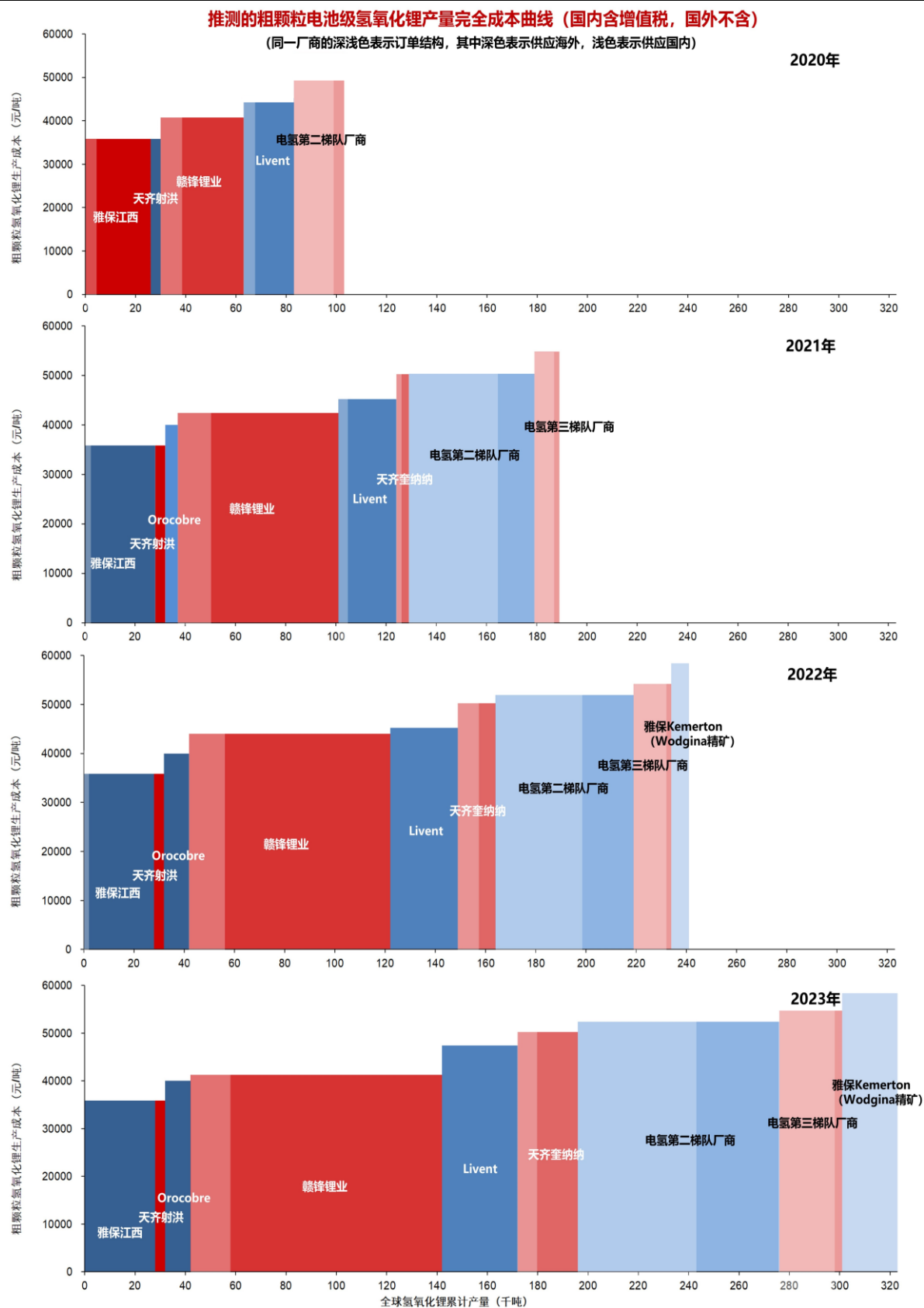
<sup>4</sup> 图为推测的三家氢氧化锂一线公司 2019-2023 年产能&产量，深色部分表示实际产量

## 巨头专注海外，二线厂商迎来契机

二线氢氧化锂厂商有望在量、价两方面同时迎来契机。氢氧化锂三巨头赣锋锂业、美国雅保、Livent 主供海外，也兼供国内。2021 年，三巨头仅赣锋能供应增量，甚至难以满足海外增量需求的一半，因此大概率将调转部分原本供应国内的产能转向海外；另一方面，二线厂商出口氢氧化锂也会开始逐步上量，意味着国内市场氢氧化锂供给方面的竞争可能减弱，天华超净旗下天宜锂业作为专注国内的二线氢氧化锂厂商将迎来巨大契机，饱满的订单有望支撑其产能利用率快速爬升。在海外强劲需求的拉动下，国内氢氧化锂亦有望因为供应紧张迎来涨价契机，预计单吨盈利将持续修复，最终有望超过 1 万元/吨。综上所述，对于天宜锂业来说，2021 年有望迎来量价齐升的契机。



图 18：预计第一梯队厂商将专注海外，第二梯队厂商在国内氢氧化锂份额或将大幅提升



资料来源：公司资料，长江证券研究所

## 推荐逻辑：主业稳健，锂业务成长性十足，给予“买入”评级

天华超净主业稳健，而新业务绑定了宁德时代，瞄准氢氧化锂这一五年 CAGR 高达 40% 的细分市场，成长性十足。核心推荐逻辑如下：（1）前两大主业的下游分别是精密制造和医疗领域，稳健增长可期；（2）公司通过天宜锂业同时布局了锂资源和氢氧化锂，具备极强的竞争力；（3）公司和宁德时代关系紧密，氢氧化锂认证期有望大幅缩短，产能利用率也有望快速攀升；（4）海外新能源车产销大幅提速，氢氧化锂供给偏紧有望于下半年迎来涨价，增厚公司业绩。公司 2020 年新增防疫类业务，大幅增厚 2020 年业绩，但预计随着疫情平稳该业务将逐步淡化。假设 2020/2021/2022 年氢氧化锂销量分别为 0.35/1.1/2.5 万吨、防疫类业务 2020 年后不再开展，对应公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.95/1.38/2.33 亿元，对应估值 30/64/38，给予“买入”评级。

表 10：公司业绩对氢氧化锂价格的敏感性分析

氢氧化锂价格假设（万元/吨）	5.5	6	6.5	7	7.5
2021 年归母净利润（亿）	1.10	1.38	1.65	1.92	2.19
氢氧化锂价格假设（万元/吨）	6.0	6.5	7.0	7.5	8.0
2022 年归母净利润（亿）	1.32	1.95	2.59	3.22	3.86

资料来源：长江证券研究所

## 财务报表及指标预测

## 利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	758	1547	1669	2883
营业成本	533	941	1228	2136
毛利	225	606	441	747
%营业收入	30%	39%	26%	26%
营业税金及附加	7	14	16	27
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	46	81	75	115
%营业收入	6%	5%	5%	4%
管理费用	51	96	92	144
%营业收入	7%	6%	6%	5%
研发费用	32	58	58	81
%营业收入	4%	4%	4%	3%
财务费用	3	1	2	2
%营业收入	0%	0%	0%	0%
加: 资产减值损失	-9	0	0	0
信用减值损失	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	2
营业利润	75	361	205	391
%营业收入	10%	23%	12%	14%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	75	361	205	391
%营业收入	10%	23%	12%	14%
所得税费用	10	55	29	55
净利润	65	307	176	335
归属于母公司所有者的净利润	62	295	138	233
少数股东损益	3	11	38	102
EPS (元/股)	0.11	0.54	0.25	0.42

## 现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	147	121	177	131
取得投资收益收回现金	0	0	1	2
长期股权投资	-104	0	0	0
资本性支出	-49	-550	-250	-300
其他	-20	0	0	0
投资活动现金流净额	-173	-550	-249	-298
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	71	542	92	164
筹资成本	-56	0	0	0
其他	-80	0	0	0
筹资活动现金流净额	-65	542	92	164
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-92	114	20	-3

## 资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	87	201	221	217
交易性金融资产	14	14	14	14
应收账款	165	365	385	657
存货	108	180	239	418
预付账款	4	10	11	19
其他流动资产	16	31	31	51
流动资产合计	393	800	900	1377
长期股权投资	177	177	177	177
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	263	813	1063	1363
无形资产	35	35	35	35
商誉	217	217	217	217
递延所得税资产	9	9	9	9
其他非流动资产	52	52	52	52
资产总计	1147	2103	2453	3230
短期贷款	64	606	697	861
应付款项	106	182	235	416
预收账款	12	18	22	39
应付职工薪酬	20	25	35	66
应交税费	9	20	21	36
其他流动负债	23	32	45	80
流动负债合计	233	883	1056	1498
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	14	14	14	14
负债合计	249	899	1073	1514
归属于母公司所有者权益	881	1177	1314	1548
少数股东权益	16	28	66	168
股东权益	898	1204	1380	1716
负债及股东权益	1147	2103	2453	3230

## 基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.11	0.54	0.25	0.42
每股经营现金流	0.27	0.22	0.32	0.24
市盈率	55.89	29.87	64.14	37.83
市净率	3.92	7.50	6.72	5.70
EV/EBIDTA	26.82	25.91	46.56	24.92
总资产收益率	5.4%	14.0%	5.6%	7.2%
净资产收益率	7.0%	25.1%	10.5%	15.1%
净利率	8.2%	19.1%	8.2%	8.1%
资产负债率	21.7%	42.7%	43.7%	46.9%
总资产周转率	0.66	0.74	0.68	0.89

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 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。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层

P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼

P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层

P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼

P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

