

增长新起点、优势再巩固，锂周期见底向上

——赣锋锂业（002460）深度报告

买入（上调）

日期：2020年11月12日

报告关键要素：

赣锋锂业作为世界领先的锂生态企业，依托产品和成本优势分享全球新能源汽车产业链标杆客户成功，规模和竞争力将跃至全球首位。我们判断锂周期未来2年将温和复苏、2023年起或加速向上，公司新增锂盐和资源项目进入投产周期，电池板块高增，赛道高成长、锂周期见底向上、基本面加速改善逻辑将持续发酵。

投资要点：

- **全球领先的锂生态企业，资源、加工和锂电池业务处于新增长起点。**公司业务覆盖锂产业链资源开发、锂盐加工和锂电池应用环节，当前处于新一轮增长起点。**资源开发方面**，年产4万吨碳酸锂Cauchari-Olaroz盐湖项目预计21年中投产，碳酸锂产能明年翻倍，该项目生产成本3,600美元/吨处于全球低位，22年半产贡献归母净利润2.7亿元；**锂盐加工方面**，随着马洪三期扩建项目21年起投产，公司氢氧化锂产能由3.1万吨增至8.1万吨，超过雅宝位居全球首位；**锂电池板块**，公司加码消费锂电产能，前瞻布局固态技术，预计TWS带动锂电池板块20年增65%、21年再翻一倍。
- **锂盐加工优势巩固，竞争力升至全球首位。**公司吨锂盐投资成本1.5亿元行业最低，加工毛利率行业第一梯队，进入标杆客户核心供应链体系，资金实力雄厚、逆周期扩张，主要对手雅宝受制于项目前景不确定、天齐锂业则因资金紧张只能维持现有生产。公司业务增长伴随能力提升、能力提升则反过来保障业务可持续发展。
- **未来2年锂周期温和复苏，2023年起或加速向上：**我们逐一分析汇总全球锂资源和锂盐加工项目，发现由于产能普遍退出和闲置、投资不足的影响，未来5年产量预计按年增12%，需求量则受益于电动车加速渗透按年增24%，2022年需求量达到中低成本项目折碳酸锂45.7万吨产能，锂周期将温和复苏，2022年前锂盐价格涨幅或在30%左右；2023年起全行业供需关系逆转，锂周期或加速向上。
- **盈利预测与投资建议：**考虑业务增长和周期向上，预计公司20-22年归母净利润为4.5/9.5/17.2亿元，对应PE为215.1/102.1/56.7倍，分部给与1,400亿元估值，公司业务增长与竞争力提升相互促进和转化，上调至“买入”评级。
- **风险因素：**项目投产、产品认证和销售进度不及预期，新能源车渗透率不及预期，锂周期复苏进度不及预期。

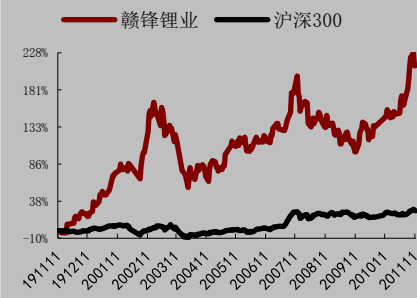
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	53.4	51.9	86.2	126.4
增长比率	6.8%	-2.9%	66.1%	46.6%
归母净利润(亿元)	3.6	4.5	9.5	17.2
增长比率	-73.3%	26.3%	110.6%	80.2%
每股收益(元)	0.27	0.34	0.71	1.29
市盈率(倍)	271.7	215.1	102.1	56.7

资料来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	李良彬/24.25%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,332.89
流通A股(百万股)	801.91
收盘价(元)	72.63
总市值(亿元)	968.08
流通A股市值(亿元)	582.43

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年11月12日

相关研究

万联证券研究所 20201030_公司季报点评
_事情正在起变化 锂探底过程或结束_赣锋锂业

分析师：夏振荣

执业证书编号：S0270520090002

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理：阮鹏

电话：18275035519

邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

投资核心观点

● 公司整体判断

赣锋锂业作为世界领先的锂生态企业，依托产品和成本优势分享全球新能源汽车产业链标杆客户成功，规模和竞争力将跃至全球首位。我们判断锂周期未来2年将温和复苏、2023年起或加速向上，公司新增锂盐和资源项目进入投产周期，电池板块高增，赛道高成长、锂周期见底向上、基本面加速改善逻辑将持续发酵。

● 差异化观点

市场关注公司在资源、加工和锂电池板块的业务增长，包括Cauchari-Olaroz 4万吨盐湖碳酸锂2021年中投中，马洪三期5万吨氢氧化锂产能2021年起投产，以及持续加码TWS和3C数码锂电投资、前瞻布局固态技术，锂电池业务高速增长；我们同时强调公司业务增长伴随竞争力提升、竞争力提升反过来保障业务可持续增长，赣锋锂业锂盐加工竞争力升至全球首位，表现在公司锂盐投资成本行业最低，加工毛利率行业第一梯队，进入标杆客户核心供应链体系，资金实力雄厚、逆周期布局，主要对手雅宝受制于项目前景不确定、天齐锂业则因资金紧张只能维持现有生产。

此外，我们逐一分析汇总全球锂资源和锂盐加工项目，发现由于产能普遍退出和闲置、投资不足的影响，未来5年产量预计按年增12%，在需求按年增24%的背景下，2022年需求量达到中低成本项目折碳酸锂45.7万吨产能，周期将温和复苏；2023年起全行业供需关系逆转，锂周期或加速向上。

估值方面，我们基于业务和市值空间并在15%的折现率假设下，给与公司1,400亿元估值。

● 估值和评级

考虑资源和锂盐项目投产，锂周期温和复苏，锂电池板块高增，我们预计公司20-22年营业收入分别为51.9/86.2/126.4亿元，归母净利润为4.5/9.5/17.2亿元，对应PE为215.1/102.1/56.7倍。采取分部估值，公司上游资源业务100亿元，中游锂盐业务1,100亿元，下游锂电池业务按2021年收入10倍PS估值为200亿元，合计1,400亿元，相比当前接近1,000亿元市值有40%上涨空间，上调至“买入”评级。

● 股价触发因素

新能源汽车渗透率提升；锂精矿/碳酸锂价格回升；锂盐业务毛利率回升

● 风险提示

项目投产、产品认证和销售进度不及预期，新能源车渗透率不及预期，锂周期复苏进度不及预期

目 录

1、世界领先的锂生态企业，布局资源、加工和应用	5
2、资源开发和加工新增优质产能，竞争优势巩固，锂电池高增	6
2.1 资源获取和运营成本较低，Cauchari-Olaroz 项目预计 2021 年中投产	7
2.2 加工优势强化，将成最具规模和竞争力锂盐企业	8
2.3 构筑长期发展基石，分享标杆客户成功	11
2.4 持续加码、前瞻布局，锂电池板块高速增长	13
3、未来 2 年锂周期温和复苏，2023 年起或加速向上	14
3.1 预计未来 5 年锂需求按年增 24%，氢氧化锂占比将过半	14
3.2 产能普遍退出和闲置，投资不足，未来 5 年产量预计按年增 12%	16
3.3 锂周期未来 2 年温和复苏期，2023 年起或加速向上	18
3.4 向上周期“厂多矿少”背景下一线锂盐企业更为受益	20
4、分部估值，锂盐、资源和锂电池合计 1,300~1,500 亿元	22
4.1 根据业务和市值空间测算，锂盐业务估值 1,000~1,200 亿元	22
4.2 资源端收益提升，锂电池高增，合计估值 300 亿元	23
5、盈利预测与投资建议	24
5.1 核心假设	24
5.2 盈利预测及投资建议	24
6、风险因素	25
图表 1：公司锂业资源、加工和应用布局全球	5
图表 2：公司业务布局锂产业链最主要环节（不含红色虚线）	5
图表 3：公司分业务营收结构	6
图表 4：公司分业务毛利结构	6
图表 5：公司原料供应体系（资源量和产能折 LCE）	7
图表 6：公司锂资源收购历程	8
图表 7：公司主力投资项目现金运营成本较低	8
图表 8：公司锂盐加工基地情况	9
图表 9：公司碳酸锂和氢氧化锂产能规划 2025 年分别达 10 万吨	9
图表 10：龙头企业碳酸锂加工产能对比（万吨）	10
图表 11：龙头企业氢氧化锂加工产能对比（万吨）	10
图表 12：公司锂盐加工毛利率水平位于行业第一梯队	10
图表 13：公司锂盐加工产能单位投资远低于同行	11
图表 14：公司进入海外优质客户核心供应链	11
图表 15：公司营收分区域结构	12
图表 16：公司毛利分区域结构	12
图表 17：大众和宝马发布新能源车型数量位列前二	12
图表 18：10 月欧洲新能源汽车销售大众居前	12
图表 19：公司锂电池板块布局	13
图表 20：公司锂电池板块高速增长	13
图表 21：2025 年规划国内新能源车销售占比 20%	14
图表 22：新能源汽车补贴延期至 2022 年（万元/辆）	15
图表 23：实现可持续发展要求海外新能源汽车按年增 36%	16
图表 24：预计至 2025 年全球折碳酸锂用量按年增 24%	16

图表 25: 全球锂资源产能及投产计划 (折 LCE, 假设产量均衡释放)	17
图表 26: 预计至 2025 年折碳酸锂产量按年增 12%	18
图表 27: 全球折碳酸锂供需平衡图	19
图表 28: 全球氢氧化锂生产成本曲线	19
图表 29: 全球锂盐加工现有产能及投产计划	20
图表 30: 至 2023 年碳酸锂加工产能按年增 13%	21
图表 31: 至 2023 年氢氧化锂加工产能按年增 18%	21
图表 32: 锂盐加工产能原料获得率 2022 年降幅较大	21
图表 33: 至 2023 年碳酸锂加工产能利用率	22
图表 34: 至 2023 年氢氧化锂加工产能利用率	22
图表 35: 公司股价与应用端锂电池龙头宁德时代相关性超 0.9	23
图表 36: 影响公司业绩的主要投资项目	23

万联证券

1、世界领先的锂生态企业，布局资源、加工和应用

世界领先的锂生态企业。赣锋锂业从中游锂化合物及金属锂制造商起步，向上拓展锂资源开采及提取，实现资源全球布局，向下延伸电池生产和回收业务，已成为世界领先的锂生态企业。

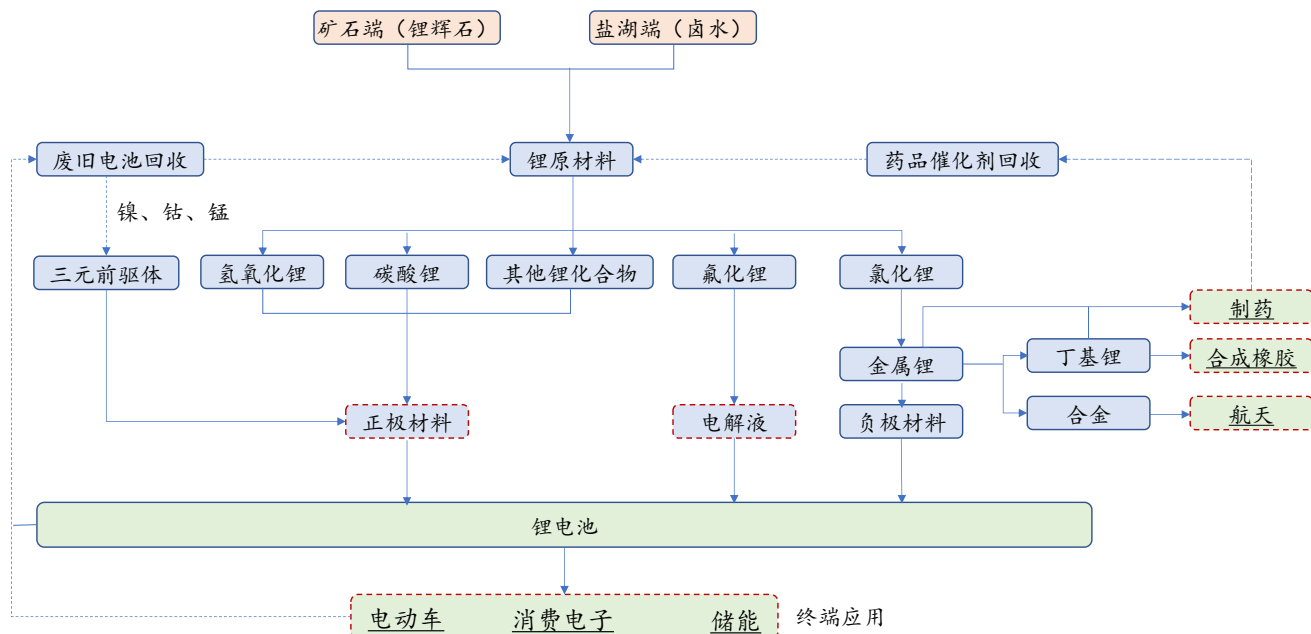
图表1：公司锂业资源、加工和应用布局全球



资料来源：公司公告，万联证券研究所

业务覆盖锂电正极、电解液和二次锂电负极材料外产业链各环节。公司已经形成垂直整合的业务模式，业务贯穿上游锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合回收利用，覆盖锂产业链各个环节。

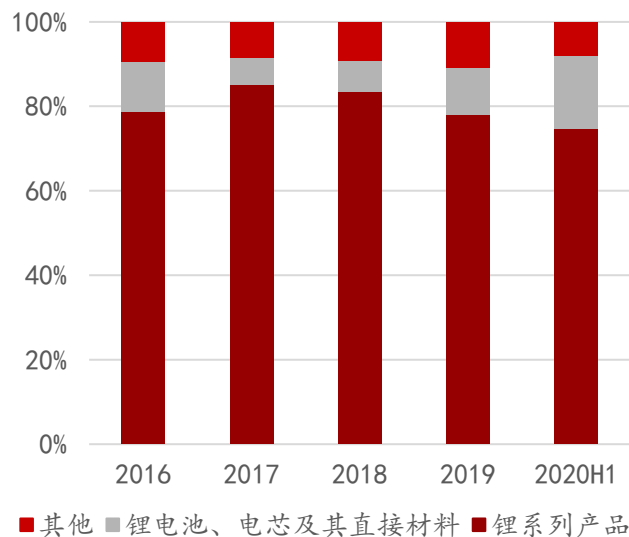
图表2：公司业务布局锂产业链最主要环节（不含红色虚线）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

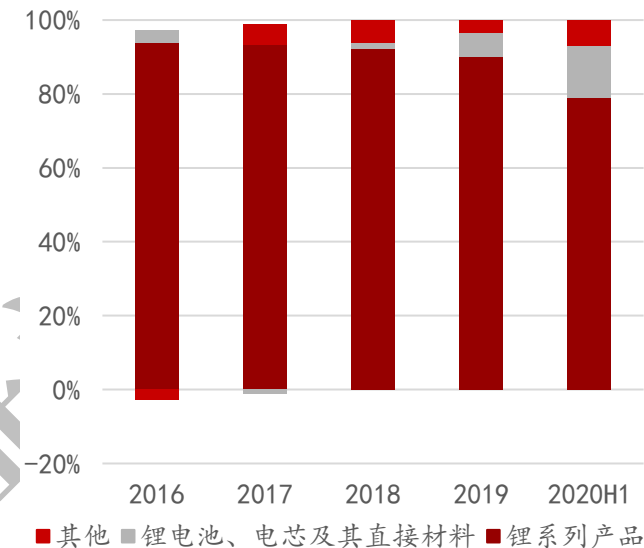
财务贡献锂盐为主体，锂电池高速增长。公司对外销售产品以锂系列产品为主，包括锂盐及金属锂，2019 年营收和毛利占比分别为78%和90%；锂电池业务近年增长迅速，2019年营收和毛利占比分别为11%和7%，2020年上半年营收和毛利占比进一步升至17%和14%。公司产品主要采用直销的营销模式，大多以长单销售为主。

图表3：公司分业务营收结构



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：公司分业务毛利结构



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、资源开发和加工新增优质产能，竞争优势巩固，锂电池高增

当前时点，我们总结公司四大发展看点，分别为优质资源开发、锂盐产能扩张、竞争优势巩固和锂电池延续高增，具体如下：

一是优质资源开发，控股51%的阿根廷4万吨盐湖碳酸锂项目预计2021年中投产，考虑产能爬坡预计21年产量1万吨、22年达产4万吨。该项目成本折吨锂精矿现金成本预计\$270元/吨，成本处于全球低位；

二是锂盐加工新增产能，5万吨氢氧化锂扩建项目于2020年10月底开工点火，于11月开始试生产，大约需要3个月的产能爬坡期，明年1季度将正式投产，与产品认证周期匹配。公司氢氧化锂设计产能达到8.1万吨/年，将超过雅宝成为全球最大同时也是最具竞争力的锂盐企业；

三是锂盐加工竞争力升至全球首位，锂盐投资成本行业最低，加工毛利率行业第一梯队，进入标杆客户核心供应链体系，资金实力雄厚、逆周期布局，主要对手雅宝受制于项目前景不确定、天齐锂业则因资金紧张只能维持现有生产；

四是锂电池高增，增长主要来自TWS，客户主要是OPPO、VIVO、JBL、漫步者等二三线手机厂商，预计20年全年收入达到10亿，利润六七千万；预计21年再翻一倍到20亿，利润1亿左右。

2.1 资源获取和运营成本较低，Cauchari-Olaroz项目预计2021年中投产

主要通过参股+包销模式布局上游资源。截至当前，公司共有8大资源基地，类型涵盖锂辉石、卤水和锂黏土，合计控制资源量4,818万吨（折LCE），权益资源量达到2,084万吨（折LCE）。在产主力项目包括澳洲Mount Marion和Pilgangoora，在建主力项目Cauchari-Olaroz为南美盐湖提锂项目，可研阶段项目Mariana、Sonara分别为卤水和锂黏土项目，将根据市场情况和公司需求及时推出。包销模式在控制原料采购成本的同时，亦保障公司原料稳定供应，公司原料自给率有望达到100%。

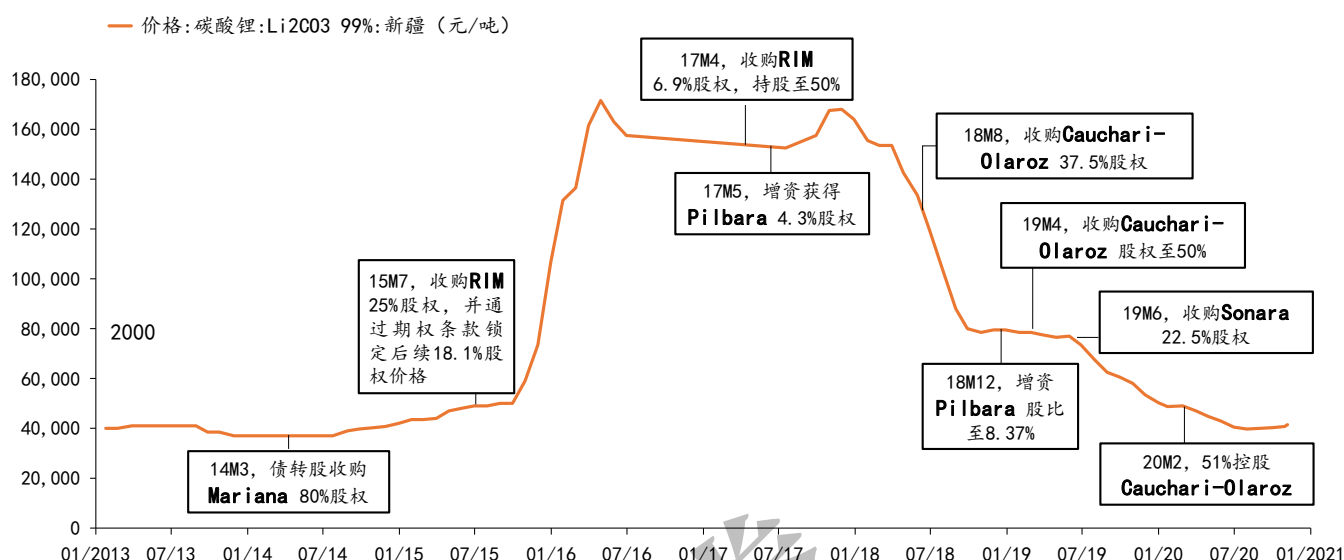
图表5：公司原料供应体系（资源量和产能折LCE）

项目	权益	位置	资源	资源量 (万吨)	品位	年产能 (万吨)	包销情况
投产							
Mount Marion	50.0%	澳洲	锂辉石	242	1.37%	5	17-19年可包销全部锂精矿，2020年后每年包销不少于192,570吨
宁都河源	100.0%	江西	锂辉石	10	1.03%		自有矿山
Pilgangoora	6.9%	澳洲	锂辉石	701	1.27%	4	一期每年向公司提供不超16万吨6%锂精矿；二期投产后，每年提供最高不超过15万吨的锂精矿
在建							
Cauchari-Olaroz	51.0%	阿根廷	卤水	2,458	585mg/L	4	公司已获得规划年产4万吨电池级碳酸锂中75%的产品包销权
可研							
Mariana	86.3%	阿根廷	卤水	525	306mg/L		对产出产品按照项目权益比例包销
Sonara	22.5%	墨西哥	锂黏土	882			公司对项目一期的50%锂产品产出进行包销，且公司将拥有选择权增加项目二期锂产品包销量至75%
探矿权							
Avalonia	55.0%	爱尔兰	锂辉石				
凤凰台	70.0%	青海	卤水				
合计				4,818			

资料来源：公司公告，万联证券研究所

先试探再加码投资模式，主要项目实现低位布局。回顾历史，公司资源布局有几个特点，其一，由于资源开发周期长、风险高，往往通过财务资助、债转股、先参股再加码等试探性模式进行投资，意在锁定包销权保障原料供应，资源端投资则在其次；其二，得益于多年经验，公司多数收购位于行业低迷时期，高位收购项目比例和金额较小，风险有效控制。

图表6：公司锂资源收购历程



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资源项目运营成本较低，生产和业绩保障性较强。Mount Marion 2020财年（19Q3-20Q2）EBITDA降至1,600万美元，吨锂精矿现金成本预计超过\$400元/吨，目前或已进入现金流亏损阶段；Pilgangoora 20Q3吨锂精矿现金成本 \$355元/吨，目标\$320~350元/吨，行业低迷期依然贡献正现金流；Cauchari-Olaroz作为南美盐湖提锂低成本项目，参照SQM，折吨锂精矿现金成本预计\$270元/吨，属于全球低位水平；储备项目Mariana、Sonara分别为卤水和锂黏土项目，其中Mariana成本参照其他盐湖项目、锂黏土项目成本则介于盐湖和锂辉石之间。公司资源项目成本整体较低，生产和业绩保障性强。

图表7：公司主力投资项目现金运营成本较低

项目	锂精矿现金成本 (CIF 中国)	备注
Mount Marion	预计>\$400 元/吨	19Q3-20Q2 EBITDA 已降至 1600 万美元
Pilgangoora	20Q3 \$355 元/吨, 目标\$320~350 元/吨	公司公告
Cauchari-Olaroz	~ \$270 元/吨	参照 SQM 项目

资料来源：Pilbara、公司公告，万联证券研究所

Cauchari-Olaroz项目预计2021年中投产，成本位于全球第一梯次。公司在项目层面持有Cauchari-Olaroz 51%股权实现控股。Cauchari-Olaroz位于阿根廷，盐湖资源量达到2,458万吨LCE，杂质含量较低，镁锂比仅为2.4，根据美洲锂业测算，对应电池级碳酸锂生产成本低于3,600美元/吨，折吨锂精矿约270美元/吨，低于Actama 盐湖，提锂成本居于第一档。该项目规划产能年产4 万吨电池级碳酸锂计划于2021年中投产，公司报销75%，考虑爬坡预计2021-2022年产LCE 1万吨、2万吨。

2.2 加工优势强化，将成最具规模和竞争力锂盐企业

马洪三期5万吨氢氧化锂产能2021年起投产，Cauchari-Olaroz 4万吨盐湖碳酸锂2021年中投中，公司2021年16万吨锂化合物产能全球领先。公司在江西新余总部、江西宁都、奉新赣锋和宜春赣锋形成了锂深加工产品生产基地，产品涵盖碳酸锂、氢氧化锂、丁基锂和金属锂等产品。截至2019年末，公司碳酸锂产能40,500吨/年（有效产能25,750吨/年），氢氧化锂产能3.1 万吨/年（有效产能为2.4万吨/年），金属锂产能1,600 吨/年（有效产能为1,600 吨/年）、产能全球第一，丁基锂产能600 吨/年（有效产能为600 吨/年）；此外，公司新余总部马洪工厂三期5万吨氢氧化锂产能已经建成，考虑爬坡和认证因素预计2021年起投产，Cauchari-Olaroz盐湖配套4万吨碳酸锂

产能预计2021年中投产，2021年锂盐产能达16万吨，加工能力全球领先。

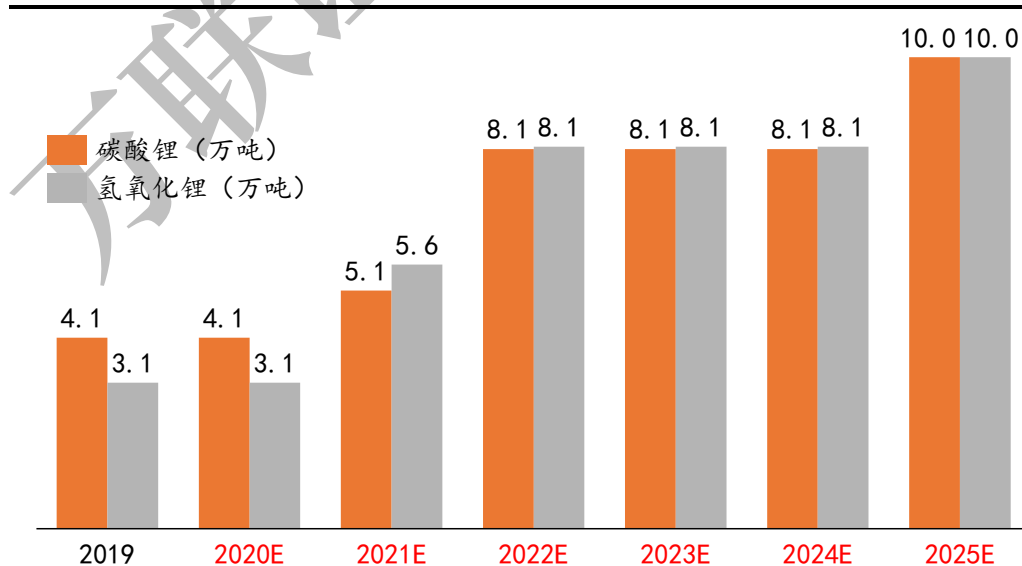
图表8：公司锂盐加工基地情况

基地	产品	设计年产能 (吨)	有效年产能 (吨)	备注
基础锂厂、宁都赣锋	碳酸锂	40,500	25,750	
基础锂厂	氢氧化锂	31,000	24,000	三期5万吨产能预计2020年底前投产
奉新赣锋、宜春赣锋	金属锂	1,600	1,600	
Caucharí-Olaroz	碳酸锂	40,000	40,000	盐湖配套碳酸锂产线

资料来源：公司公告，万联证券研究所

顺应高镍化发展趋势，2021年氢氧化锂产能全球第一。高镍三元材料对产品性能要求较高，必须要以氢氧化锂为原料。公司顺位高镍化的发展趋势，积极布局氢氧化锂领域，2014年推出第一条氢氧化锂产线，2018年马洪工厂年产2万吨氢氧化锂产线建成投产，氢氧化锂产能达到3.1万吨；2021年马洪工厂三期投产后氢氧化锂产能达到8.1万吨，将成为全球氢氧化锂第一大生产商。

图表9：公司碳酸锂和氢氧化锂产能规划2025年分别达10万吨

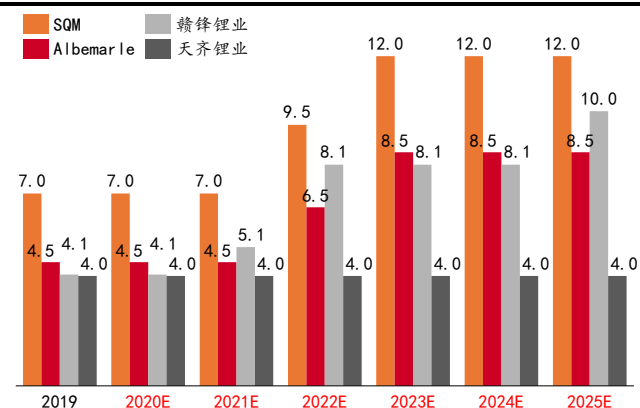


资料来源：公司公告，万联证券研究所

碳酸锂和氢氧化锂2025年规划分别达10万吨，高品质稳定产能有效满足下游需求。随着马洪基地三期5万吨氢氧化锂项目、阿根廷Caucharí-Olaroz盐湖4万吨电池级碳酸锂项目陆续投产，墨西哥Sonora锂黏土1.75万吨电池级碳酸锂项目、Mariana盐湖2万吨碳酸锂项目也将根据市场情况推出，公司2025年碳酸锂和氢氧化锂规划产能有望分别达10万吨。当前阶段，锂盐加工的核心能力在于稳定、连续和品质，公司持续增长的产能将有效匹配客户需求。

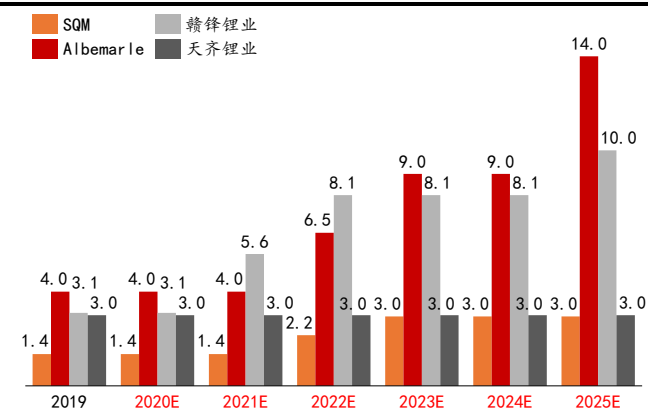
有望成为全球最具竞争力的锂盐加工企业。根据当前产能及现有规划，到2025年SQM碳酸锂产能、雅宝氢氧化锂产能均超赣锋锂业，但综合量和质的考虑，我们认为赣锋锂业将成为全球最具竞争力的锂盐加工企业，理由如下：

图表10: 龙头企业碳酸锂加工产能对比 (万吨)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

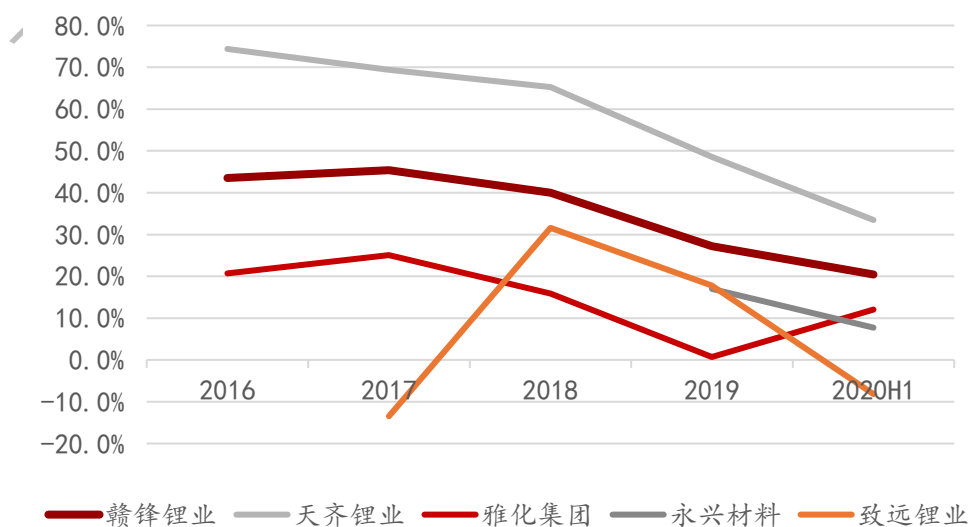
图表11: 龙头企业氢氧化锂加工产能对比 (万吨)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

- 国外竞争对手, 雅宝氢氧化锂规划产能虽超赣锋锂业、但充满不确定性。在建的澳洲Kemerton 5万吨氢氧化锂以及后续规划产能, 其高昂的单位投资将严重拉低产品竞争力, 配套的Wodgina锂矿项目也已经因高成本而停产, 扩张计划充满不确定性;
- 国外竞争对手, SQM盐湖碳酸锂很大部分用作氢氧化锂生产: SQM占据南美盐湖资源优势成为碳酸锂龙头, 但在高镍化长期趋势下氢氧化锂更具看点, 盐湖产碳酸锂往往用于苛化生产氢氧化锂, 且赣锋锂业碳酸锂产能本身也是数一数二;

图表12: 公司锂盐加工毛利率水平位于行业第一梯队



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

- 国内竞争对手, 天齐锂业未必有毛利率优势: 就与天齐锂业锂业毛利率差距而言, 我们认为很大一部分原因在于, 天齐锂业按其持股比例采购Greenbushes锂矿定价低于公允。事实上, 澳洲税务局已对关联销售价格提出异议并出具了《纳税调整通知书》, 要求增加Greenbushes项目应纳税额, 天齐锂业锂盐业务高毛利率很大一部分来自低价采购矿山、并不完全体现锂盐加工的盈利能力; 且就发展来看, 受限资金紧张天齐锂业奎纳纳一期氢氧化锂项目调试进度放缓, 其他项目也面临无法继续投入的风险;
- 低成本投资构建长期竞争力: 动态来看, 由于设备国产、人工成本更低, 加之占据全球83%氢氧化锂产量技术和经验积累, 中国锂盐企业投资和加工成本远低于

请阅读正文后的免责声明

于国外，赣锋锂业马洪三期氢氧化锂产能吨投资成本仅1.5亿元，远低于同行，持续加强竞争壁垒；

图表13：公司锂盐加工产能单位投资远低于同行

项目	产能(吨)	总投(亿元)	单位投资(亿元/吨)
雅宝 Kemerton	50,000	84.0	16.8
Piedmont	22,700	26.4	11.6
天齐锂业奎纳纳	48,000	53.8	11.2
天宜锂业	40,000	20.0	5.0
雅化集团	20,000	6.2	3.1
致远锂业	40,000	10.9	2.7
赣锋锂业马洪三期	50,000	7.7	1.5

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

- **客户优势、低成本运营致胜：**赣锋锂业客户主要是特斯拉、宝马、大众、LG等海外客户，产品售价相对国内有优势，满产满销摊薄固定成本、长期的运营经验和技術积累，助力成本下行，公司锂盐毛利率在行业内仅次于天齐锂业；
- **资金实力雄厚，逆周期拓展顺畅：**新能源车产业链虽然高景气度，但95%的融资资源集中在EV端，海外的锂加工和锂资源开发项目估值远低于国内、欠缺融资能力，而国内锂盐、锂电池企业资本市场募资渠道顺畅，频频财务资助、参股、收购、包销海外重要锂矿项目，主要锂开发项目国内企业均有参与；公司当前账面现金超46亿元，经营现金流20年以来持续改善转正，为逆势扩张准备了可贵的财务资源。

2.3 构筑长期发展基石，分享标杆客户成功

相继与全球核心动力电池、主机厂签订战略供货协议：公司有效平衡业务发展、客户结构和盈利要求，客户发展重点以海外为主。一是与全球动力电池龙头LGC合作，2019年-2025年，公司向LG化学销售共计9.26万吨电池级锂产品；二是与全球标杆电动车主机厂特斯拉合作，特斯拉年采购数量约为公司电池级氢氧化锂当年总产能的20%；三是与欧洲汽车巨头大众、宝马合作，分别签署战略合作备忘录与长期供货协议。

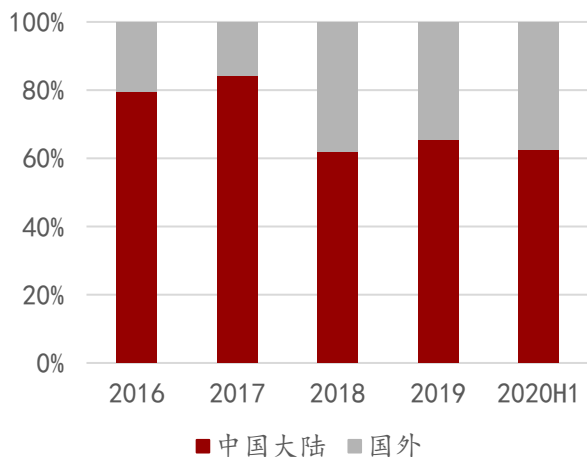
图表14：公司进入海外优质客户核心供应链

签约客户	签署日期	供应产品	合作内容
特斯拉	2018年9月	氢氧化锂	2018年至2020年，特斯拉指定其电池供货商向公司及赣锋锂业全资子公司赣锋国际采购电池级氢氧化锂产品，年采购数量约为公司该产品当年总产能的20%。
德国宝马	2018年9月	锂化工产品	自2018年至2023年，由公司及赣锋国际向德国宝马指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品。
韩国LG化学	2018年8月	氢氧化锂	2019年至2025年，由公司及赣锋国际向LG化学销售氢氧化锂产品。
德国大众	2019年4月	锂化工产品	约定未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品，在锂材料供应协议之外，德国大众还将与公司在电池回收和固态电池等未来议题上进行合作。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

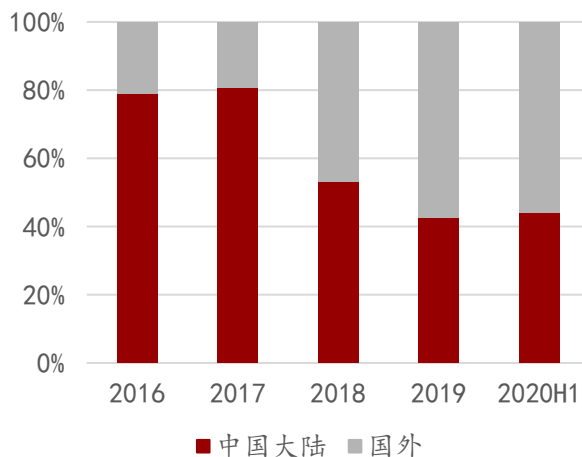
氢氧化锂价格高于国内，外销占比提升，毛利率高于国内。海外新能源车企普遍采用高镍三元材料，而采用氢氧化锂烧结出的正极材料具有更好的化学性能，因此氢氧化锂需求激增，海外氢氧化锂价格明显高于国内。销售结构上，由于特斯拉等海外客户需求更快增长，公司国内收入占比由2017年前80%降至60%左右；同时，由于公司外销的氢氧化锂价格高于国内，海外销售毛利占比则已达55%左右。

图表15：公司营收分区域结构



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：公司毛利分区域结构

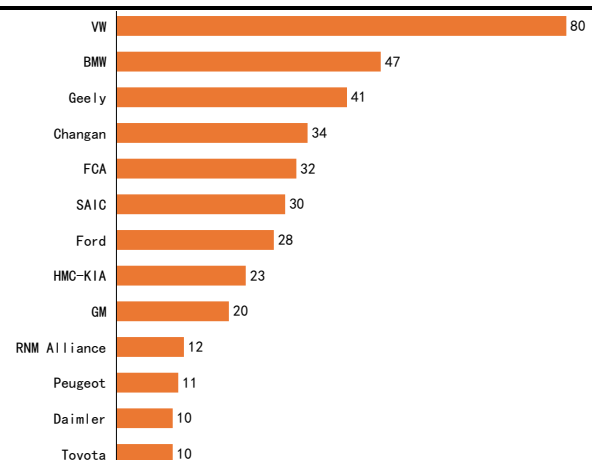


资料来源：Wind，万联证券研究所

分享特斯拉划时代产品的成功。作为赣锋锂业当前最主要海外客户，特斯拉推出的Model 3成为划时代产品，2019年特斯拉Model 3全年销量30万辆，同比增长106.2%，成为全球最畅销车型，上海工厂和德国工厂的启动则助力Model 3销量更上一层楼。

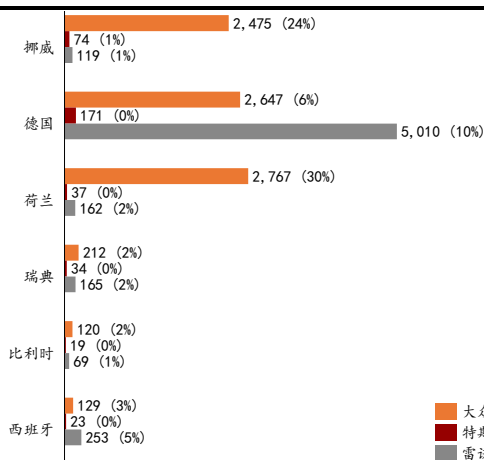
大众和宝马电动化转型坚决，赣锋锂业充分受益。大众启动MEB平台，未来5年大众EV销量CAGR 97%+，其中2019年10万，2020年40万，2025年300万，2029年之前交付2600万EV（MEB2000万+PPE600万），600万PHEV（MQB&MLB）。从2025年前新推新能源车型数量来看，签约客户大众和宝马位列前二，从10月销售数据来看，大众新能源车在欧洲多个市场已经处于领先地位，赣锋锂业将充分受益。

图表17：大众和宝马发布新能源车型数量位列前二



资料来源：Piedmont，万联证券研究所

图表18：10月欧洲新能源汽车销售大众居前



资料来源：根据公开资料整理，万联证券研究所

产业链核心企业协同共进，打造供应链体系高壁垒。目前，在政策推动以及技术突进下，新能源汽车以及电池企业快速成长且头部集中愈发明显，对全供应链的稳定性

和连续性要求不断提升；而锂盐上游端，经历15-17年牛市后，锂盐供应企业不断增多的同时产品、资源卡位等差异亦在不断加大，如何双向匹配，做到“门当户对”，是行业内企业都在做的事情。产业链两端“从量到质”的变化，推动锂盐告别纯粹“量的野蛮生长”，步入更加注重精细与稳定品质的后野蛮放量时代。赣锋锂业作为锂业龙头，依托品质、资源、规模以及稳定的供应体系等方面满足标杆客户的高要求，竞争优势随着产业与资本多层次、持续性的战略合作也愈发显著，构筑公司长期发展的基石。

2.4 持续加码、前瞻布局，锂电池板块高速增长

锂电池板块布局初成。2019年东莞赣锋3,000万只/年全自动聚合物锂电池锂电池生产线和赣锋电池6亿瓦时高容量锂离子动力电池项目顺利生产，产量快速提升；3C 消费类锂电池产品及储能电池产品的客户结构不断优化；动力和储能电池亦在发展中。

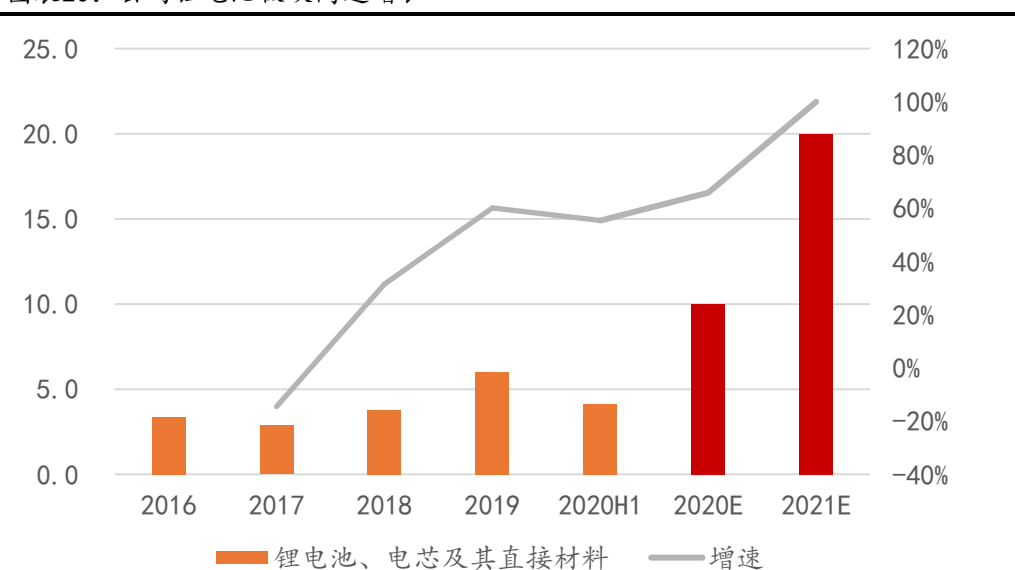
图表19：公司锂电池板块布局

基地	产品/产能	投产
东莞赣锋	3,000 万只/年消费电子全自动聚合物锂电池生产线	2016
赣锋电池	6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目	2016
赣锋电子	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池	2018
浙江锋锂	第一代固态锂电池	在建
江苏赣锋	动力与储能电池组、电池管理系统	2019

资料来源：公司公告，万联证券研究所

布局TWS消费电池，锂电池板块高增。赣锋锂业2018年开始布局TWS无线蓝牙耳机电池，2019年一季度正式投产。公司TWS扣式电池规划3,000万只/年，客户有OPPO、VIVO、JBL、漫步者等，其中JBL是全球最大的专业扬声器生产商，并积极拓展其他二三线手机厂商，主要用于蓝牙耳机和智能穿戴设备，已成为公司电池板块最重要增量。预计2020年公司电池板块收入达10亿元，同比增65%；2021年有望再翻一倍。

图表20：公司锂电池板块高速增长



资料来源：公司公告，万联证券研究所

TWS潜在市场空间广阔。在苹果推出Airpods之后，其他手机厂商也开始陆续推出自

己品牌的TWS产品，2016年全年TWS产品出货量仅有918万台，2018年TWS出货量达到4,600万台，2019年出货量达到1.2亿台，市场渗透率快速提升，根据Counterpoint预计，按照全球智能手机出货量14亿台，渗透率或将逐步达到50%，全球TWS出货量将达到7.0亿台，相比2019年增约5倍。

持续投资加码TWS和3C数码锂电。2020年10月，公司公告惠州赣锋拟投资30亿元，建设高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目，建设期2年。根据报道，项目主要建设研发中心、TWS和3C数码聚合物锂电池产线，大概率分期投入，将形成年产1.8亿只高性能聚合物锂电池产线、年产1.8亿只智能穿戴聚合物锂电池产能。

前瞻布局固态技术、引领行业建设中试产线。公司2016年成立固态电池研发中心，开始布局固态锂电池领域，2017年开始建设年产亿瓦时级的第一代固态锂电池试生产线。2019年公司年产亿瓦时级的第一代固态锂电池研发中试生产线建设完成，预期将大幅减少第一代锂电池的安全问题及续航里程问题。目前，公司研发的第一代固态锂电池研制品已通过多项第三方安全测试，处于客户送样测试阶段。

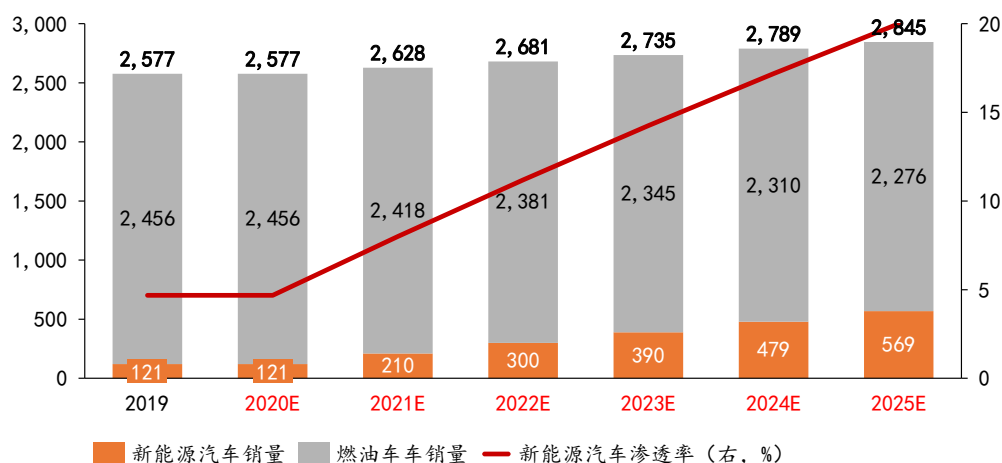
此外，公司还布局锂电池回收业务。公司2017年开始布局废旧电池回收业务，子公司赣锋循环投资建设的退役锂电池拆解及稀贵金属综合回收项目现已形成34,000吨的回收处理能力。未来规划中，公司将建立每年可回收10万吨退役锂电池的大型综合设施。公司通过扩充锂电池回收业务产能及在回收及再利用退役电池方面的专长继续向下游拓展业务。

3、未来2年锂周期温和复苏，2023年起或加速向上

3.1 预计未来5年锂需求按年增24%，氢氧化锂占比将过半

2025年规划国内新能源车销售占比20%。2019年，国内新能源车销量120.6万辆，2020年预计持平；根据《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》愿景，2025年“新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右”，2035年“纯电动汽车成为新销售车辆的主流”。

图表21：2025年规划国内新能源车销售占比20%



资料来源：国务院，万联证券研究所

新能源车渗透率虽以愿景形式提出，但基于以下方面，我们对2025年20%的销售占比

充满信心：

- **碳排放约束：**中国力争于2030年前达到二氧化碳排放峰值的约束，燃油车油耗要求进一步提高、上牌限制进一步加强，而且油耗要求也将一定程度上降低燃油车相比新能源汽车的性能表现。
- **财政补贴助力：**新能源汽车推广应用财政补贴期限延长至2022年底，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%，在完全市场化前提供政策助力。即使国家补贴到期后，为支持特定企业或兴办绿色文明城市地方补贴大概率继续跟进。

图表22：新能源汽车补贴延期至2022年（万元/辆）

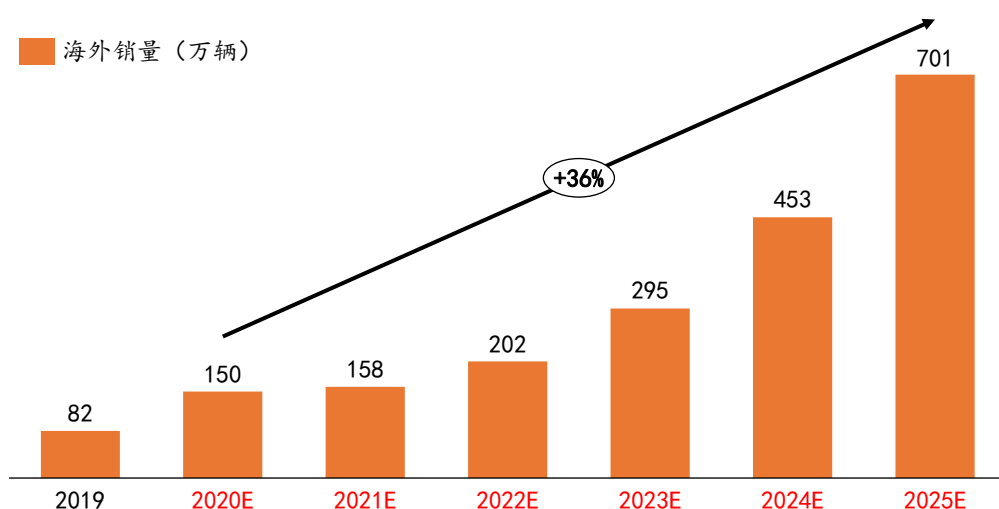
续航 (km)	纯电动						插电混动	
	[80, 100)	[100, 150)	[150, 200)	[200, 250)	[250, 300)	[300, 400)	≥400	≥50
2022E							退坡 30%	
2021E							退坡 20%	
2020						1.62	2.25	0.85
2019					1.8	1.8	2.5	1
2018			1.5	2.4	3.4	4.5	5	2.2
2017		2	3.6	3.6	4.4	4.4	4.4	2.4
2016		2.5	4.5	4.5	5.5	5.5	5.5	3
2015	3.2	3.2	4.5	4.5	5.4	5.4	5.4	3.2
2014	3.3	3.3	4.8	4.8	5.7	5.7	5.7	3.3
2013	3.5	3.5	5	5	6	6	6	3.5

资料来源：工信部，万联证券

- **中高端、最低端新能源汽车相比燃油车已显性价比：**包括以下，1) 品牌方面，绿色环保概念、自动驾驶功能等所带来身份认同，新能源汽车的品牌形象整体超出燃油车；2) 价格方面，特斯拉Model 3最新补贴后售价已降至25万元，如果再考虑购置税的免征，这一价格相比奔驰C级、宝马3系、奥迪A4L等主力品牌车型入门价格已有较大折让，如果考虑后端的用车和保养成本则更有优势；3) 性能方面，新能源汽车动力“随叫随到”、操作精准“指哪打哪”，操控更加平稳；4) 最低端市场，在5万元以下的市场，燃油车面临发动机成本与油耗难以均衡的困境，五菱宏光MINI EV自8月上市以来，占领低速电动车代步市场，9月起上险数即超越特斯拉成为新能源车“销冠王”即是生动证明。
- **短板渐补：**我们相信，5年的时间，足够完善充换电基础设施，金属进步也足以解决电池安全隐患和里程焦虑，电池成本持续降低也将使得综合售价不高于燃油车。

海外新能源车市场同步高增。海外方面，根据IEA发布的《Global EV Outlook 2020》，实现可持续发展要求2030年全球新能源汽车保有量达到当前的30倍，按年增长36%。其中，欧洲作为海外最重要新能源汽车市场，2020年10月销量为15万辆、同比增长217%，前10月累计销量92万辆、同比增长115%；我们预计受益于减排要求升级和补贴标准提升，欧洲2020年全年将实现120万辆销量，同比增超120%，将超过中国成为全球第一大市场。

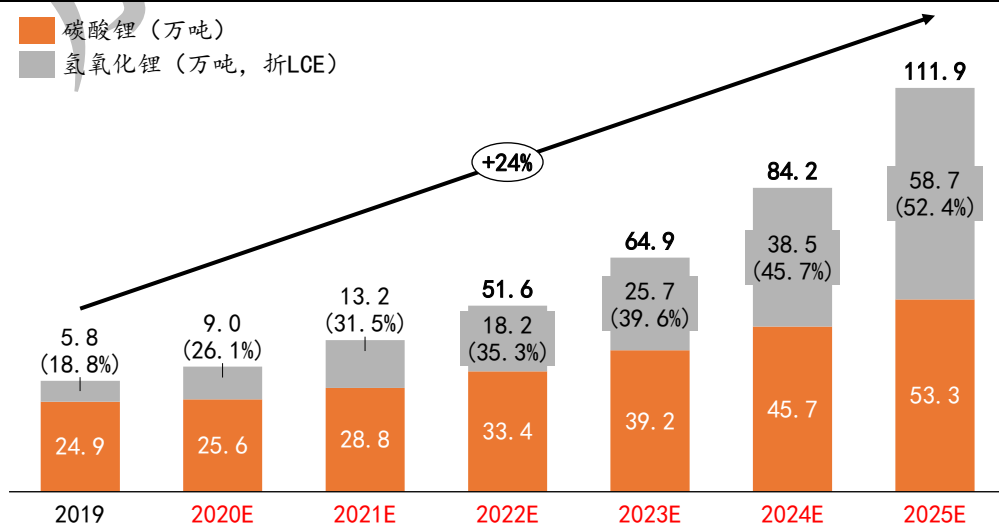
图表23：实现可持续发展要求海外新能源汽车按年增36%



资料来源：Global EV Outlook 2020，万联证券研究所

预计至2025年全球折碳酸锂用量按年增24%。除新能源汽车产销量高增用锂外，考虑单车带电量提升（中国当前60.3 kWh/辆至2025年65 kWh/辆，海外46.7 kWh/辆至2025年65 kWh/辆）、工业需求（与经济发展同步，按年增2.5%）、消费升级（更为耗电的5G渗透率提升及新型应用创造需求，按年增4.5%）、储能需要（当前起步阶段，配套新能源高速增长，按年增35%）和1个月库存需求，我们预计至2025年全球折碳酸锂用量按年增24%。

图表24：预计至2025年全球折碳酸锂用量按年增24%



资料来源：SQM，万联证券研究所

氢氧化锂占比提升，预计2025年份额过半。结构上，考虑续航里程提升需求和技术稳定性、安全性提升，我们预计主要用于高镍长续航电池的氢氧化锂用量占比将由当前18.8%提升至2025年52.4%；而主要用作磷酸铁锂电池的碳酸锂由于成本优势、储能需求以及潜在的技术进步，2025年时份额47.6%依然接近一半，占据相当重要地位。

3.2 产能普遍退出和闲置，投资不足，未来5年产量预计按年增12%

锂资源按成本可分为低（南美盐湖+澳洲Greenbushes）、中（澳洲在产矿山）、高（中国等其他项目）三个层次。全球锂资源主要分布在南美（智利、阿根廷）、澳大利亚和中国，其中南美和中国以盐湖为主、澳大利亚以锂辉石为主。成本方面，折合6%

锂精矿吨现金成本，南美盐湖和高品位的澳洲Greenbushes最低，均在350美元以下；澳洲在产项目多数位于400~450美元之间；国内盐湖和锂矿石项目则因高镁锂含量分离困难、低品位等原因成本最高，全球产量占比不到5%。

图表25：全球锂资源产能及投产计划（折LCE，假设产量均衡释放）

企业	资源	项目名称	当前产能 吨/年	产量（吨）						
				2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
SQM	盐湖	Atacama	70,000	45,100	60,000	74,000	88,000	102,000	116,000	120,000
雅宝	盐湖	Silver Peak	4,500	3,500	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
雅宝	盐湖	Atacama	40,000	38,000	38,000	40,000	50,000	60,000	70,000	80,000
Livent	盐湖	Hombre Muerto	20,000	16,785	16,785	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
Galaxy	盐湖	Sal de Vida								
Orocobre	盐湖	Olaroz	17,500	11,922	12,000	17,500	17,500	17,500	17,500	17,500
Orocobre	盐湖	Olaroz 二期	25,000			12,500	25,000	25,000	25,000	25,000
LAC	盐湖	C-0 项目				10,000	40,000	40,000	40,000	40,000
Talison	锂矿	Greenbushes	160,000	95,571	100,000	120,000	140,000	160,000	192,500	225,000
低成本合计（折吨锂精矿<\$380）			337,000	210,878	229,785	297,000	383,500	427,500	484,000	530,500
SQM	锂矿	Mt. Holland								
雅宝	锂矿	Wodgina	停产							
RIM	锂矿	Mount Marion	50,000	48,250	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
Galaxy	锂矿	MT Cattlin	28,750	23,946	12,500	15,750	19,000	22,250	25,500	28,750
Galaxy	锂矿	James Bay						12,500	25,000	25,000
Bald Hill	锂矿	Tawana	破产	10,000						
Altura	锂矿	Pilgangoora	破产	20,588	16,250					
Pilbara	锂矿	Pilgangoora	41,250	19,001	20,000	24,250	28,500	32,750	37,000	41,250
Nemaska	锂矿	Quebec	破产	2,000						
Piedmont	锂矿	Piedmont						10,000	20,000	20,000
中成本合计（折吨锂精矿\$380~450）			120,000	123,786	98,750	90,000	97,500	127,500	157,500	165,000
*ST 盐湖	盐湖	查尔汗盐湖	10,000	11,302	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
*ST 藏格	盐湖	察尔汗盐湖	10,000			4,000	8,000	10,000	10,000	10,000
五矿盐湖	盐湖	一里坪	10,000	4,000	4,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
西藏矿业	盐湖	扎布耶	5,000	3,664	500	1,000	2,000	4,000	4,000	4,000
*ST 融捷	锂矿	甘孜甲基卡	10,000	3,413	5,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
*ST 江特	锂矿	宜春锂云母	5,000	5,000	5,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
永兴材料	锂矿	宜春锂云母	5,000		5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
国内合计			55,000	27,379	29,500	33,000	38,000	42,000	42,000	42,000
其他			30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
高成本合计			85,000	57,379	59,500	63,000	68,000	72,000	72,000	72,000
总计			542,000	392,042	388,035	450,000	549,000	627,000	713,500	767,500
增速					-1.0%	16.0%	22.0%	14.2%	13.8%	7.6%

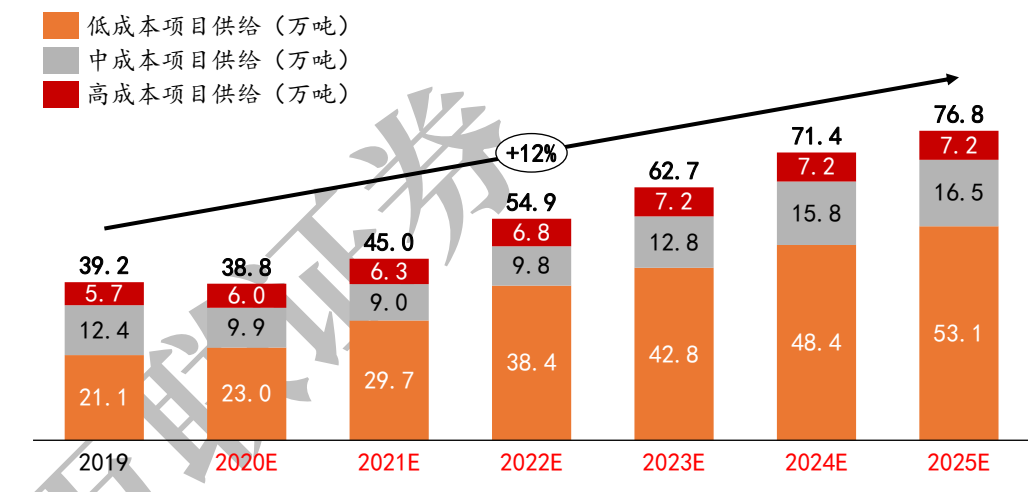
资料来源：各公司公告，万联证券研究所

供需失衡，当前中低成本锂资源项目产能利用率约70%。2019年以来，锂资源端先后有Nemaska、Bald Hill、Altura等澳洲锂企破产，雅宝Wodgina停产、Silver Peak项目20年9月起暂停，国内锂资源上市公司亦是整体亏损ST；即使如此，当前全球低

成本锂项目年产能折碳酸锂达33.7万吨、2020年预计产量23.0万吨，利用率约70%，中成本项目2020年产能利用率也接近70%。

预计至2025年折碳酸锂产量按年增12%。由于资源开发项目周期长达四五年，我们产量预测至2025年。我们对全球主要锂资源项目进行跟踪，假设产能平稳释放，逐一汇总显示2019年折碳酸锂产量39.2万吨，2020年受价格下滑、破产、停产等影响，产量预计略下滑至38.8万吨；2021年起，随着锂需求增加刺激生产，加上部分新增产能投产，预计至2025年折碳酸锂产量将增至76.8万吨，相比2019年按年增12%。

图表26：预计至2025年折碳酸锂产量按年增12%



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

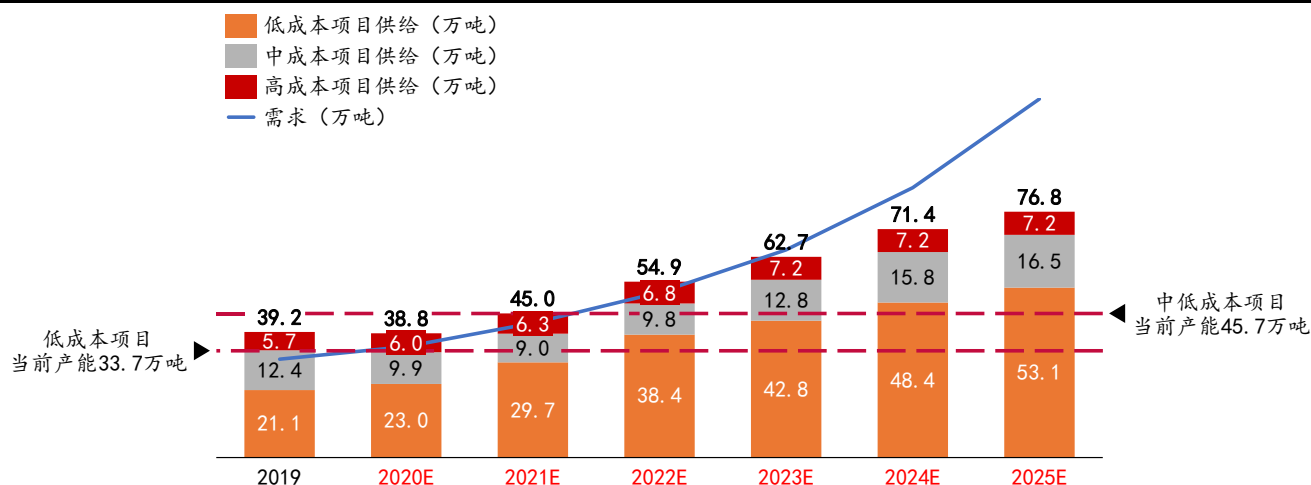
3.3 锂周期未来2年温和复苏期，2023年起或加速向上

3.3.1 预计锂精矿价格未来2年温和复苏，2023年起或加速向上

当前380美元左右吨锂精矿CIF中国价格应是底线。目前，锂辉石精矿(6%, CIF中国)价格为380-405美元/吨，从供需关系分析，这一价格水平应是底线，原因是价格如再行下降，将无足够产能满足当前需求。吨锂精矿价380美元以下，全球范围内几乎只有南美盐湖提锂项目和天齐锂业旗下Greenbushes矿(“低成本项目”)能产生正现金流，而低成本项目当前折合碳酸锂产能33.7万吨，与2020年碳酸锂需求量相当。虽然有库存因素和中高成本项目观望性生产(即使现金流亏损，但停产造成的损失更大)的影响，但由于当前低成本产能利用率也只有70%左右，无论如何更低的价格水平下生产都不足以满足当前需求。

预计吨锂精矿价格温和复苏，2021年450美元、2022年500美元。结合供需关系和产能水平来看，2021年锂需求超过中低成本项目产量、但低于中低成本项目产能，考虑库存因素影响，预计2021年吨锂精矿价格预计上行不超450美元；2022年，碳酸锂需求进一步增至51.6万吨，超过中低成本项目产能，但依然低于届时总产量，预计2022年吨锂精矿价格预计上行至500美元左右做从而支持高成本项目生产。

图表27：全球折碳酸锂供需平衡图



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

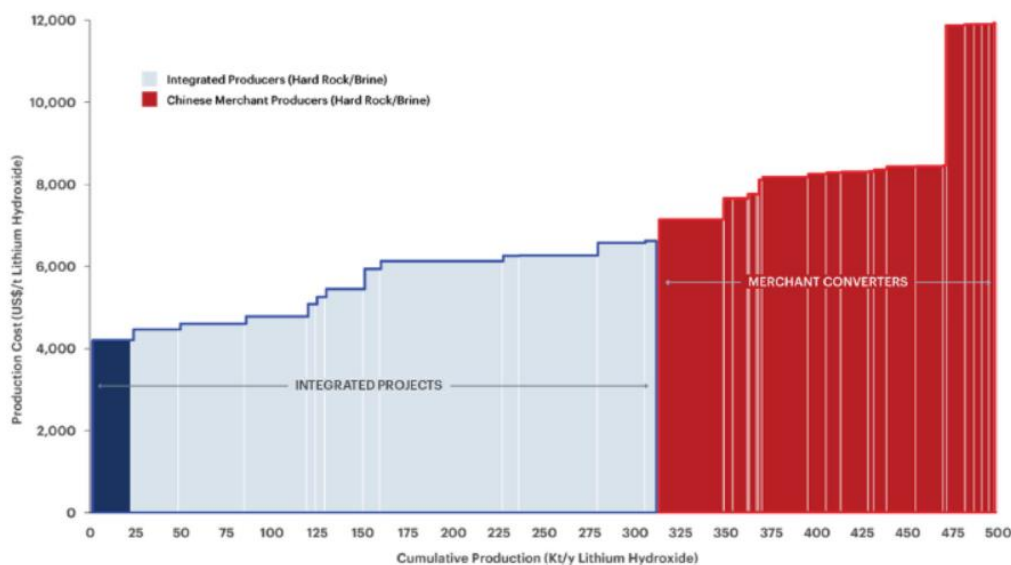
2023年起锂向上周期或加速。2023年起，碳酸锂需求量超过生产量，行业供需关系逆转，届时我们应能看到更大的价格弹性。

3.3.2 锂盐成本曲线同样亦佐证锂周期判断

40,000元同样是吨碳酸锂底价。从Piedmont锂盐成本曲线来看，40,000元/吨碳酸锂价格对应的锂盐累计产量不到32万吨，已不能满足2020年34.6万吨的需求，这也是近期碳酸锂价格回升的最重要原因。从锂精矿价格推算，按当前吨锂精矿400美元、8吨锂精矿制取1吨碳酸锂、赣锋锂业锂盐加工成本1万元/吨计，并考虑加工端20%的合理毛利率，对应的锂盐成本为40,500元/吨，高于国产碳酸锂价格年内40,000元/吨低点。

2022年前锂盐价格涨幅或在30%左右。从Piedmont成本曲线来看，6,000至8,000美元一段锂盐产量由32万吨增至47万吨，而2022年碳酸锂需求量达51.6万吨，存在一定缺口，但考虑到库存消耗和高成本项目生产，2022年前锂盐价格涨幅或在30%左右（对应6,000至8,000美元的涨幅）。

图表28：全球氢氧化锂生产成本曲线



资料来源：Piedmont，万联证券研究所

2023年起锂盐价格或加速上涨。2023年起，随着碳酸锂需求量明显超过锂盐成本曲线上8,000美元单价对应的产量，而成本曲线在8,000美元单价以上变得尤为陡峭，进入高成本项目生产区间，届时我们也将看到更大的锂盐价格弹性。

3.4 向上周期“厂多矿少”背景下一线锂盐企业更为受益

预计锂盐加工产能至2023年按年增15%。由于锂盐加工厂建成投产周期约2年，我们加工产能预测至2023年。按现有产能及已明确的投产计划，至2023年碳酸锂加工产能51.4万吨、相比2019年按年增13%，氢氧化锂加工产能40.4万吨、相比2019年按年增18%，折碳酸锂合计加工86.9万吨、按年增15%。

图表29：全球锂盐加工现有产能及投产计划

企业	工艺	现有产能	生产模式	投产计划
SQM	盐湖锂	碳酸锂 7 万吨+氢氧化锂 1.35 万吨	一体化	21H2 新增碳酸锂 5 万吨+21H1 新增 1.6 万吨氢氧化锂
Albemarle	盐湖锂+矿石锂	碳酸锂 4.5 万吨+氢氧化锂 4 万吨	独立厂商	22 年起新增智利 La Negra 项目 3、4 期碳酸锂 4 万吨+澳大利亚 Kemerton 项目氢氧化锂 5 万吨
Livent	盐湖锂	碳酸锂 1.8 万吨+氢氧化锂 2.5 万吨	一体化	
Orocobre	盐湖锂	碳酸锂 1.75 万吨	一体化	21 年中新增 Olaroz 二期碳酸锂 2.5 万吨+Naraha 项目氢氧化锂 0.95 万吨
赣锋锂业	矿石锂+盐湖锂	碳酸锂 4.05 万吨+氢氧化锂 3.1 万吨	独立厂商	21 年起新增马洪三期氢氧化锂 5 万吨+21 年中 Caucharí-Olaroz 盐湖碳酸锂 4 万吨
天齐锂业	矿石锂	预计碳酸锂 4 万吨+氢氧化锂 3 万吨	独立厂商	流动性和行业景气度影响推迟，现无明确计划
雅化集团	矿石锂	碳酸锂 0.6 万吨+氢氧化锂 3.2 万吨	独立厂商	定增募投氢氧化锂 2 万吨，预计在 23 年投产
天华超净（天宜锂业）	矿石锂		独立厂商	21 年起新增氢氧化锂 2 万吨
中矿资源（东鹏新材）	矿石锂	碳酸锂 0.6 万吨	独立厂商	21H2 新增碳酸锂 1 万吨+氢氧化锂 1.5 万吨
永兴材料	矿石锂	碳酸锂 1 万吨	独立厂商	
盛新锂能（致远锂业）	矿石锂	碳酸锂 1.8 万吨+氢氧化锂 0.5 万吨	独立厂商	21 年起新增 2 万吨锂盐
*ST 盐湖	盐湖锂	碳酸锂 1 万吨	一体化	新增碳酸锂 2 万吨在建，当前受资金制约；与比亚迪合资碳酸锂 3 万吨报建
*ST 藏格	盐湖锂		一体化	21 年起新增 1 万吨碳酸锂
五矿盐湖	盐湖锂	碳酸锂 1 万吨	一体化	
西藏矿业	盐湖锂	碳酸锂、氢氧化锂 0.5 万吨	一体化	
*ST 融捷	矿石锂	碳酸锂 0.3 万吨+氢氧化锂 0.18 万吨	独立厂商	21 年起新增成都融捷一期锂盐 2 万吨
*ST 江特	矿石锂	碳酸锂、氢氧化锂 0.5 万吨	独立厂商	达产后碳酸锂、氢氧化锂 3 万吨

其他

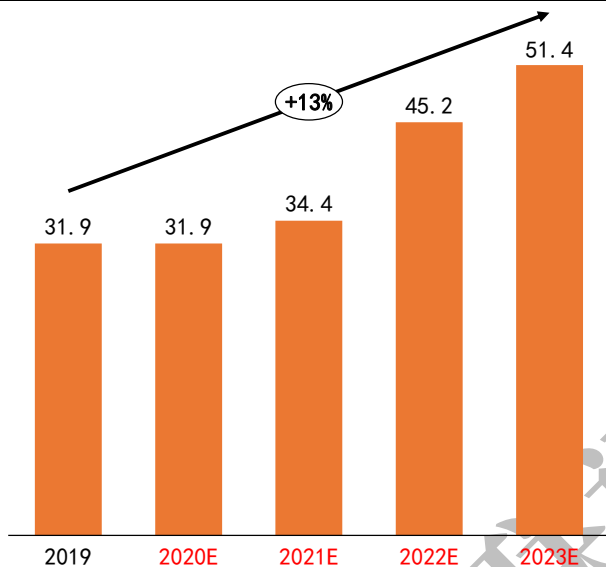
锂盐 4 万吨

合计

碳酸锂 31.9 万吨+氢氧化锂 20.3 万吨

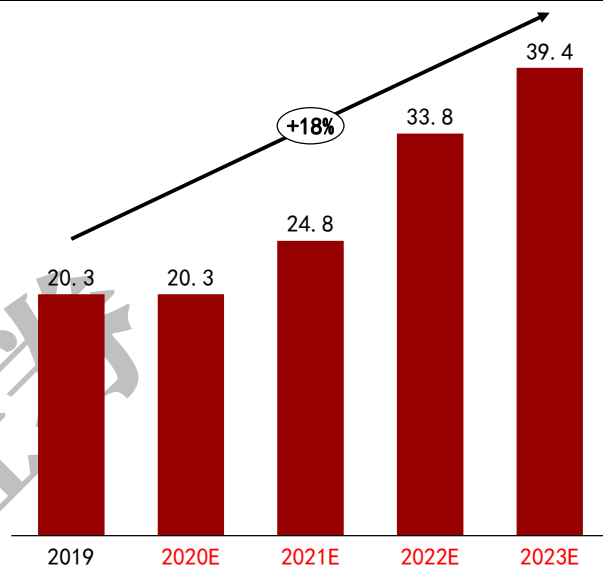
资料来源：各公司公告，万联证券研究所

图表30：至2023年碳酸锂加工产能按年增13%



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

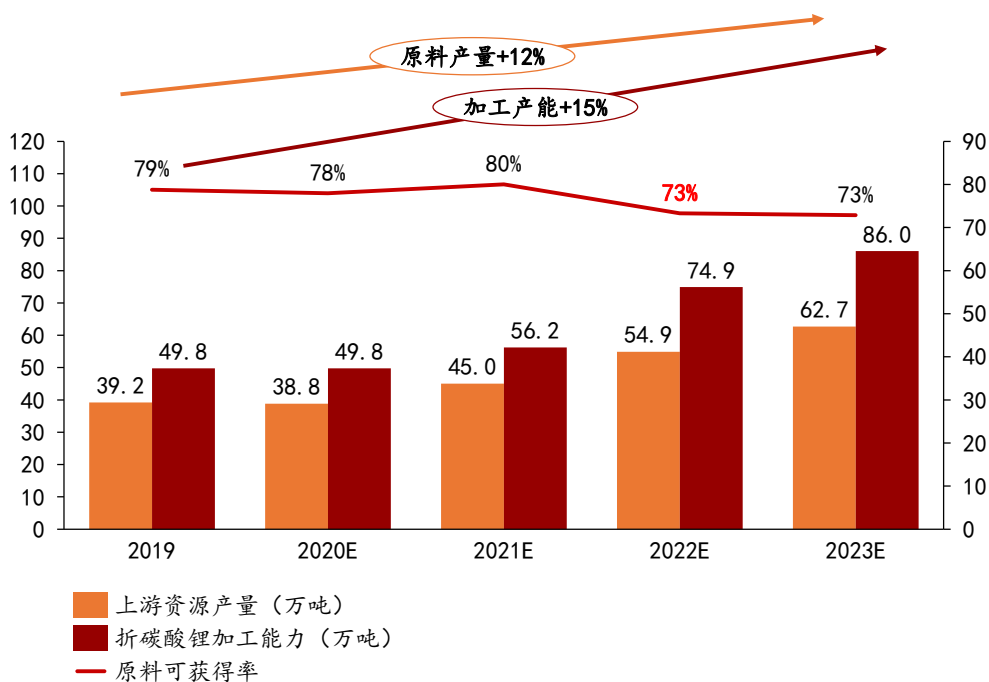
图表31：至2023年氢氧化锂加工产能按年增18%



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

2022年后锂盐加工确实有可能面临“厂多矿少”的问题。至2023年新增的38.6万吨锂盐加工产能中，国外产能23.1万吨、国内15.6万吨，由于国外更多为资源和加工一体化产能，而国内更多为锂盐加工独立厂商，加之至2023年加工产能按年增15%高于资源端12%的开发增速，锂盐加工原料获得率（资源端折碳酸锂产量/锂盐加工产能）在2022年降幅较大。

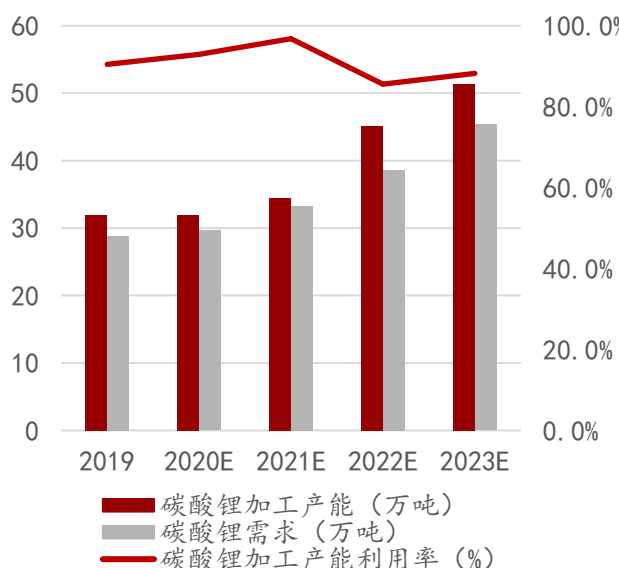
图表32：锂盐加工产能原料获得率2022年降幅较大



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

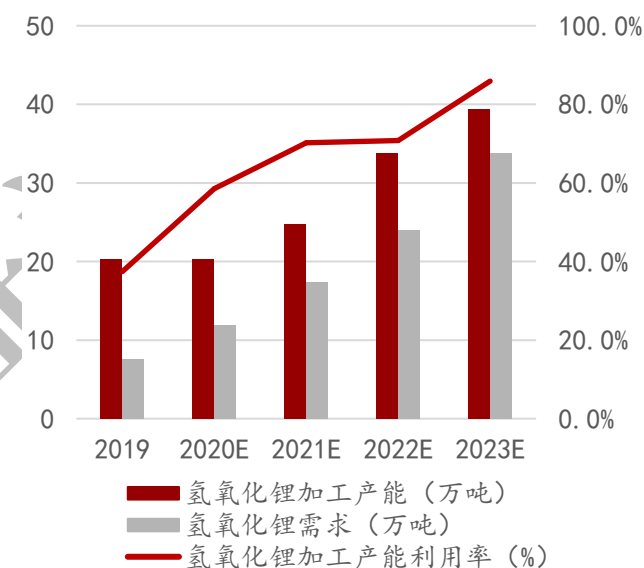
加工产能无过剩风险，向上周期“厂多矿少”背景下一线锂盐企业更为受益。虽然至2023年加工产能按年高增达15%，但由于锂盐需求快速增长，碳酸锂产能利用率大致稳定，长续航高镍正极用氢氧化锂占比提升，氢氧化锂产能利用率稳步提升，整体上我们并不担心锂盐加工面临原料和需求端的两头挤压；但在结构上，由于2023年锂盐供需关系逆转，资源保障度下降，二三线加工厂商不得不竞争更高价的资源，从而伤害加工毛利率，而具备低成本和包销资源的厂商则可在上涨环境中保障原料稳定、稳定资源价格，从而提升其毛利率表现。

图表33：至2023年碳酸锂加工产能利用率



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

图表34：至2023年氢氧化锂加工产能利用率



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

4、分部估值，锂盐、资源和锂电池合计1,300~1,500亿元

4.1 根据业务和市值空间测算，锂盐业务估值1,000~1,200亿元

按空间法测算，龙头锂盐估值1,000亿元。就远景而言，假设2035年新能源车渗透率到50%，年销售4,500万辆，单车售价20万元，市场规模可到90,000亿元。根据电车规模，倒推届时锂盐产品市场规模：

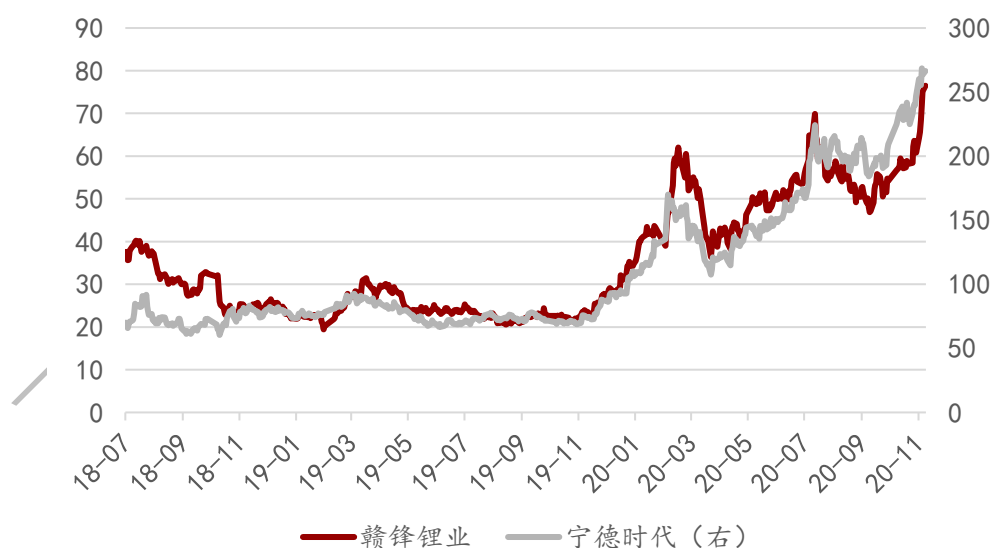
- ☐ 整车制造环节毛利率20%；
- ☐ 电池成本占比40%；
- ☐ 电池业务毛利率按30%（参考宁德时代）；
- ☐ 锂电池成本结构，原料占比80%；
- ☐ 锂电池原料成本结构，正极材料、电解液用六氟磷酸锂、原电池负极用锂成本超50%；
- ☐ 正极材料、电解液和负极生产商毛利率按20%；
- ☐ 正极材料、电解液和负极整体成本结构，锂盐及前驱体占比超90%

锂盐市场=新能源车市场*(1-20%)*40%*(1-30%)*80%*50%*(1-20%)*90%，大约占新能源车市场1/15；如按电池端计，则锂盐市场=锂电池市场*(1-30%)*80%*50%*(1-20%)*90%，大约占锂电池市场1/5。

以上，预计2035年锂盐市场规模2,000亿元，按20%净利率实现净利润400亿元，作为加工业务成熟期按20倍PE估值，市值8,000亿元；就工业化学品行业特点及当前发展趋势而言，龙头市占率按1/3计，按15%年折现率，对应当前市值约1,000亿元。

对标锂电池龙头，锂盐龙头估值1,200亿元。赣锋锂业和宁德时代同为全球锂电产业链上龙头企业，股价走势高度相关，按锂盐市场占锂电池市场1/5计，当前宁德时代当前市值约6,000亿元，则锂盐龙头赣锋锂业估值可达1,200亿元。

图表35：公司股价与应用端锂电池龙头宁德时代相关性超0.9



资料来源：公司公告，万联证券研究所

4.2 资源端收益提升，锂电池高增，合计估值300亿元

锂周期复苏将从以下方面提振公司业绩：

- **参股项目20-22年投资收益预计0.4/0.7/1.0亿元：**主要来自在产项目Mount Marion以及运营企业国际锂业ILC、美洲锂业LAC两家矿业公司，锂周期复苏背景下预计贡献20-22年投资收益0.4/0.7/1.0亿元；
- **控股Cauchar i-Olaroz项目21-22年归母净利润预计1.1/2.7亿元：**项目2021年中投产，预计新增2021-2022年营收5.9/13.1亿元，归母净利润1.1/2.7亿元；

图表36：影响公司业绩的主要投资项目

投资	权益	会计处理	投资成本 (亿元)	净利润(亿元)		
				2018	2019	2020H1
Mount Marion	50.0%	合营企业，权益法	8.4	5.6	2.5	-0.3
Sonara	22.5%	联营企业，权益法	0.6			
ILC	11.6%	联营企业，权益法	0.0	-0.1	-0.1	-0.1

LAC	16.7%	联营企业，权益法	3.3	-1.6	-1.8	-1.4
Bacanora	25.8%	联营企业，权益法	1.1			
Cauchari-Olaroz	51.0%	并表	20.2			
Pilbara	6.9%	权益工具投资，公允价值计量	3.7			
合计			37.5			

资料来源：公司公告，万联证券研究所

- **Pilbara股价回升贡献公允价值变动损益：**公司持有Pilbara 6.86%股份，当前持股市值约3.7亿元，按权益投资工具核算，公允价值计量，锂周期复苏持股市值有望上行。

公司资源板块盈利贡献2022年可达4亿元左右，综合考虑接近40亿元投资成本、周期向上和盈利贡献，公司资源板块给与25倍PE估值，市值100亿元。

此外，公司布局锂电池板高增，持续加码TWS和3C数码锂电，前瞻布局固态技术、引领行业建设中试产线，预计2021年营收可达20亿元，按2021年10倍PS给与200亿元估值。

5、盈利预测与投资建议

5.1 核心假设

- **锂盐产销增量：**马洪三期5万吨氢氧化锂项目2021年起投产，分别新增2021-2022年氢氧化锂产量25,000/50,000吨；Cauchari-Olaroz 4万吨盐湖碳酸锂项目2021年中投产，分别新增2021-2022年碳酸锂产量10,000/20,000吨；
- **锂盐价格变动：**锂周期温和复苏，2021年碳酸锂价格中枢47,250万元/吨、2022年52,500万元/吨，2020-2022年价格同比分别为-36.9%/+8.6%/+11.1%；
- **锂盐毛利率：**复苏周期一线锂盐企业更为受益，预计2020-2022年毛利率分别为18.0%/22.0%/25.0%，鉴于复苏相对温和，2022年毛利率依然未回到2019年27.2%水平；
- **锂电池板块：**客户拓展顺利，TWS消费电池带动业务高增，预计2020-2022年收入分别为10/20/30亿元，毛利率18%；
- 其他维持稳定。

5.2 盈利预测及投资建议

考虑资源和锂盐项目投产，锂周期温和复苏，锂电池板块高增，我们预计公司20-22年营业收入分别为51.9/86.2/126.4亿元，归母净利润为4.5/9.5/17.2亿元，对应PE为215.1/102.1/56.7倍。采取分部估值，公司上游资源业务100亿元，中游锂盐业务1,100亿元，下游锂电池业务按2021年收入10倍PS估值为200亿元，合计1,400亿元，相比当前接近1,000亿元市值有40%上涨空间，上调至“买入”评级。

6、风险因素

项目投产、产品认证和销售进度不及预期，新能源车渗透率不及预期，锂周期复苏进度不及预期

万联证券

资产负债表		单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	5,717	8,259	9,237	11,210	
货币资金	1,700	2,964	2,048	1,080	
应收票据及应收账款	915	1,852	2,093	3,249	
其他应收款	24	131	218	276	
预付账款	230	312	477	649	
存货	2,334	2,457	3,827	5,353	
其他流动资产	513	543	573	603	
非流动资产	8,496	9,023	10,155	11,255	
长期股权投资	3,680	3,680	3,680	3,680	
固定资产	2,070	2,219	2,336	2,420	
在建工程	912	1,312	2,312	3,312	
无形资产	348	362	377	391	
其他长期资产	1,487	1,451	1,452	1,453	
资产总计	14,213	17,283	19,392	22,465	
流动负债	3,259	4,013	5,067	6,162	
短期借款	1,131	1,131	1,131	1,131	
应付票据及应付账款	1,045	1,277	2,026	2,744	
预收账款	0	20	17	28	
其他流动负债	1,083	1,586	1,893	2,258	
非流动负债	2,544	3,211	3,211	3,211	
长期借款	1,430	2,079	2,079	2,079	
应付债券	762	780	780	780	
其他非流动负债	351	351	351	351	
负债合计	5,803	7,224	8,278	9,373	
股本	1,293	1,333	1,333	1,333	
资本公积	3,181	4,431	4,431	4,431	
留存收益	3,554	4,007	4,959	6,676	
归属母公司股东权益	8,355	9,998	10,951	12,667	
少数股东权益	55	60	163	424	
负债和股东权益	14,213	17,283	19,392	22,465	

现金流量表		单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1,339	334	551	469	
净利润	353	458	1,055	1,978	
折旧摊销	234	257	289	321	
营运资金变动	278	-448	-839	-1,846	
其它	473	68	46	16	
投资活动现金流	-2,823	-742	-1,347	-1,317	
资本支出	-814	-786	-1,421	-1,421	
投资变动	-1,971	0	0	0	
其他	-37	44	74	104	
筹资活动现金流	241	1,672	-120	-120	
银行借款	4,320	649	0	0	
债券融资	0	18	0	0	
股权融资	6	40	0	0	
其他	-4,086	964	-120	-120	
现金净增加额	-1,891	1,264	-916	-968	
期初现金余额	3,219	1,700	2,964	2,048	
期末现金余额	1,328	2,964	2,048	1,080	

利润表		单位: 百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	5,342	5,189	8,620	12,639	
营业成本	4,086	4,301	6,701	9,373	
营业税金及附加	25	28	43	66	
销售费用	63	59	97	143	
管理费用	273	132	220	323	
研发费用	80	104	173	254	
财务费用	70	114	119	123	
资产减值损失	-43	0	0	0	
公允价值变动收益	-395	0	0	0	
投资净收益	162	45	75	105	
资产处置收益	-13	-1	-1	-1	
营业利润	475	561	1,350	2,473	
营业外收入	3	1	0	0	
营业外支出	4	3	0	0	
利润总额	474	559	1,350	2,473	
所得税	121	102	295	495	
净利润	353	458	1,055	1,978	
少数股东损益	-5	5	103	261	
归属母公司净利润	358	452	953	1,717	
EBITDA	1,050	821	1,675	2,803	
EPS (元)	0.27	0.34	0.71	1.29	

主要财务比率		2019A	2020E	2021E	2022E
至12月31日					
成长能力					
营业收入	6.8%	-2.9%	66.1%	46.6%	
营业利润	-65.3%	18.0%	140.7%	83.2%	
归属于母公司净利润	-73.3%	26.3%	110.6%	80.2%	
获利能力					
毛利率	23.5%	17.1%	22.3%	25.8%	
净利率	6.6%	8.8%	12.2%	15.7%	
ROE	4.3%	4.5%	8.7%	13.6%	
ROIC	4.8%	3.1%	6.8%	11.1%	
偿债能力					
资产负债率	40.8%	41.8%	42.7%	41.7%	
净负债比率	29.7%	18.1%	24.6%	28.3%	
流动比率	1.75	2.06	1.82	1.82	
速动比率	0.97	1.37	0.97	0.85	
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.30	0.44	0.56	
应收账款周转率	5.84	2.80	4.12	3.89	
存货周转率	1.75	1.75	1.75	1.75	
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.34	0.71	1.29	
每股经营现金流	1.00	0.25	0.41	0.35	
每股净资产	6.27	7.50	8.22	9.50	
估值比率					
P/E	271.66	215.06	102.12	56.66	
P/B	11.64	9.73	8.88	7.68	
EV/EBITDA	45.25	118.68	58.74	35.44	

资料来源: Wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区竹林路101号陆家嘴基金大厦6楼

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场