

## 持续布局锂业产业链，向一线锂业厂商进军

### ——盛新锂能深度报告

## 买入|首次推荐

#### 报告要点:

#### ● 公司剥离人造板业务，现向一线锂业厂商进军

公司前身威华股份成立于2001年，成立之初的主要业务为中（高）密度纤维板和林木的生产和销售，随着2016年公司增资控股致远锂业和万宏高新，其将业务布局延伸至锂盐和稀土产品等新能源材料业务，2020年9月公司出售人造板业务相关资产，聚焦于锂盐业务。2020年公司锂盐产能规划已达到4.3万吨，与天齐锂业接近，仅次于赣锋锂业，向一线锂业厂商进军。

#### ● 锂价开启中长期上涨，阶段高价或能突破10万元/吨

2020年下半年以来，受益于国内和欧洲新能源车消费回暖，锂盐需求持续增长，在澳洲锂矿产能不断出清的背景下，锂价周期性拐点显现，上行周期已开启，我们判断锂价将开启中长期上涨行情，预计2021年电池级碳酸锂均价回升至8万元/吨，阶段高价或能突破10万元/吨。

#### ● 公司产能快速扩张，锂矿资源布局加强，成本进入下行通道

公司产能高速扩张，预计到2021年底公司将拥有碳酸锂产能2.5万吨，氢氧化锂4.5万吨，氯化锂产能0.2万吨，金属锂产能0.1万吨，锂盐总产能合计7.3万吨。公司于2019年实现了对奥伊诺矿业75%股权的控制，从而拥有业隆沟锂辉石矿的采矿权，该矿规划产能40.5万吨/年，预计可供应1万吨碳酸锂，相比西澳锂矿，本土锂矿更具有显著的成本优势。

#### ● 公司绑定龙头客户，海外出口有望增强

2018年公司与国际锂业巨头ALB签订合同为其进行锂盐代加工。2020年7月和8月，公司先后公告了与宁德时代和LG化学签订供货协议，成为国内锂盐企业中继天齐锂业和赣锋锂业之后第三家实现对海外龙头客户大批量供货的企业。2019年7月以来，随着国内氢氧化锂价格快速下跌，海外价格与国内售价的价差持续拉大，目前仍存在0.85万元/吨的价差，预计未来出口业务将带动公司业绩提升。

#### ● 投资建议与盈利预测

预计公司2020-2022年营业收入为18.59/26.16/32.63亿元，同比增长-18.44%/40.73%/24.75%；归母净利润0.37/2.18/4.23亿元，同比增长163%/485%/94%，EPS0.05/0.29/0.56元/股，对应PE562.83/96.27/49.64倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

#### ● 风险提示

新能源车销量不及预期；锂原材料采购的风险；锂价大幅下跌的风险；公司产能扩建进度不及预期等。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2518.27	2278.79	1858.65	2615.63	3263.02
收入同比(%)	24.77	-9.51	-18.44	40.73	24.75
归母净利润(百万元)	116.51	-59.24	37.30	218.04	422.91
归母净利润同比(%)	343.66	-150.84	162.96	484.61	93.96
ROE(%)	5.56	-2.33	1.16	6.33	10.93
每股收益(元)	0.16	-0.08	0.05	0.29	0.56
市盈率(P/E)	33.50	-88.20	562.83	96.27	49.64

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：25.20元/33.60元

目标期限：12个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：30.14/7.41

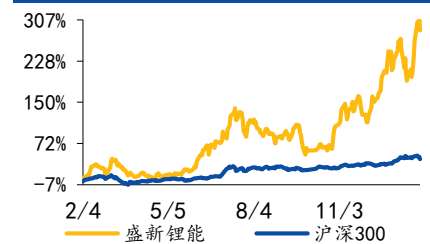
A股流通股(百万股)：696.25

A股总股本(百万股)：749.71

流通市值(百万元)：17545.43

总市值(百万元)：18892.67

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 彭聪

执业证书编号 S0020520040002

电话 02151097188

邮箱 pengcong@gyqz.com.cn

联系人 黄浦

电话 02151097188

邮箱 huangpu@gyqz.com.cn

## 目 录

1.剥离人造板业务，聚焦锂盐业务.....	4
1.1 剥离人造板业务，向一线锂业厂商进军.....	4
1.2 股权结构集中，团队经验丰富，股权激励落地.....	5
1.3 公司短期业绩承压，长期增长趋势不变.....	6
2.锂盐供需趋紧，锂价持续上涨.....	8
2.1 锂价结束单边下行，迎来筑底回暖.....	8
2.2 产能持续出清，行业集中度提升.....	9
2.3 全球新能源车消费回暖，需求端景气度持续上行.....	13
2.4 碳酸锂供需紧平衡，锂价将继续增长.....	14
2.5 高品质锂盐+锂矿资源的优势企业将赢得长跑.....	15
3.向一线锂业厂商进军的新秀.....	16
3.1 锂盐产能快速扩张，锂矿资源布局加强.....	16
3.2 绑定龙头客户，海外出口有望增强.....	19
3.3 定增夯实扩张能力，锂盐成主营业务.....	21
4.盈利预测与关键假设.....	23
5.风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 锂盐营收占比持续上升.....	4
图 3: 2020 年锂盐业务毛利率下降至-8.17%.....	4
图 4: 公司股权结构及子公司.....	5
图 5: 2020 年前三季度营收 14.79 亿元，同比下降 13.54%.....	7
图 6: 2020 年前三季度公司归母净利润扭亏为盈.....	7
图 7: 2019 年以来锂精矿价格下跌导致资产减值增多（亿元）.....	7
图 8: 2019 年公司费用率回升.....	7
图 9: 2019 年公司资产负债率提升.....	8
图 10: 2020 年公司经营性现金流转为负值（百万）.....	8
图 11: 碳酸锂价格触底回升（万元/吨）.....	8
图 12: 氢氧化锂价格在 2020 年 12 月末逐渐回升（万元/吨）.....	8
图 13: 2019 年全球锂资源储量分布.....	9
图 14: 2019 年全球锂资源产量分布.....	9
图 15: 2018 年海外产能供给格局.....	10
图 16: 预计 2020 年海外产能供给格局.....	10
图 17: 西澳锂矿与中国锂盐生产企业对应供应关系.....	13
图 18: 2020 年下半年新能源车销量显著回暖（万辆）.....	14
图 19: 2020 年下半年磷酸铁锂装机带动碳酸锂需求增长.....	14
图 20: 2020 年欧洲六国新能源车销量（辆）.....	14

图 21: 2020 年欧洲六国新能源车渗透率.....	14
图 22: 全球碳酸锂供需平衡预测 (万吨) .....	15
图 23: 锂盐生产企业产业链 .....	15
图 24: 国内主要锂盐生产企业锂盐产品毛利率 .....	16
图 25: 奥伊诺矿业所有权结构 .....	17
图 26: 致远锂业产销量 (吨) .....	19
图 27: 致远锂业营收及净利润情况 (亿元) .....	19
图 28: 氢氧化锂出口价及价差(单位: 万元/吨).....	20
图 29: 天齐锂业国内外营收占比.....	21
图 30: 赣锋锂业国内外营收占比.....	21
图 31: 公司中纤板产销量情况 (万平方米) .....	22
图 32: 公司林木产销情况 (万吨) .....	22
图 33: 公司稀土产销量及盈利能力 .....	23
图 34: 万弘高新营业与利润情况.....	23
表 1: 公司限制性股票分配情况.....	5
表 2: 公司首次授予的限制性股票的解除限售安排及业绩考核目标.....	6
表 3: 南美和西澳主要锂供应商.....	9
表 4: 主要锂供应商产能规划推迟 .....	10
表 5: 全球主要锂生产商产能预测 (LCE, 万吨) .....	11
表 6: 全球碳酸锂产量预测 (LCE, 万吨) .....	12
表 7: 中国锂资源储量情况 .....	16
表 8: 公司锂盐产能建设情况 .....	17
表 9: 业隆沟锂矿项目 .....	18
表 10: 业隆沟锂矿与国内其他主要锂矿对比 .....	18
表 11: 盛新锂能的客户合作协议.....	20
表 12: 盛新锂能非公开发行股票认购对象 .....	21
表 13: 标的资产交易信息.....	22
表 14: 盛新锂能主营拆分.....	24

## 1. 剥离人造板业务，聚焦锂盐业务

### 1.1 剥离人造板业务，向一线锂业厂商进军

公司前身广东威华股份有限公司成立于 2001 年，并于 2008 年 5 月在深交所上市。公司成立之初的主要业务为中（高）密度纤维板的生产与销售、木林种植与销售，随着 2016 年公司增资控股致远锂业和万宏高新，其将业务布局延伸至锂盐和稀土产品等新能源材料业务，形成新能源材料业务与人造板业务并进发展的格局。2018 年，致远锂业首条 1.3 万吨锂盐生产线投产；2019 年，公司全资收购盛屯锂业，布局上游开采领域；2020 年 9 月，公司完成出售人造板业务相关资产；2020 年 10 月，公司更名为盛新锂能集团股份有限公司。

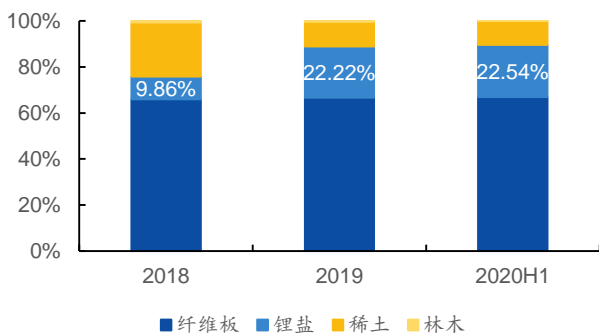
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

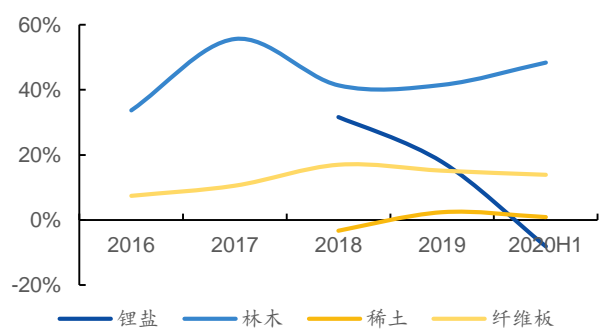
**公司全面进军一线锂业阵营。**目前公司已具备从锂资源（锂辉石矿）到锂盐（碳酸锂、氢氧化锂、金属锂）以及国内国际蓝筹客户（与 CATL、LGI 等客户签约）较为完整的产业链布局，形成了一线锂业龙头企业的雏形。自 2018 年首条锂盐生产线投产后公司锂盐产能持续扩张，锂盐业务营收占比从 2018 年的 9.86% 上升至 2020 年上半年的 22.54%，传统主业林木和纤维板业务营收占比持续下降。2019 年以来，因锂盐价格一路下跌，公司锂盐业务毛利率下降，2020 年上半年跌至负值。预计未来随着锂盐价格回升，锂业务将成为公司业绩增长的主要来源。

图 2：锂盐营收占比持续上升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：2020 年锂盐业务毛利率下降至 -8.17%

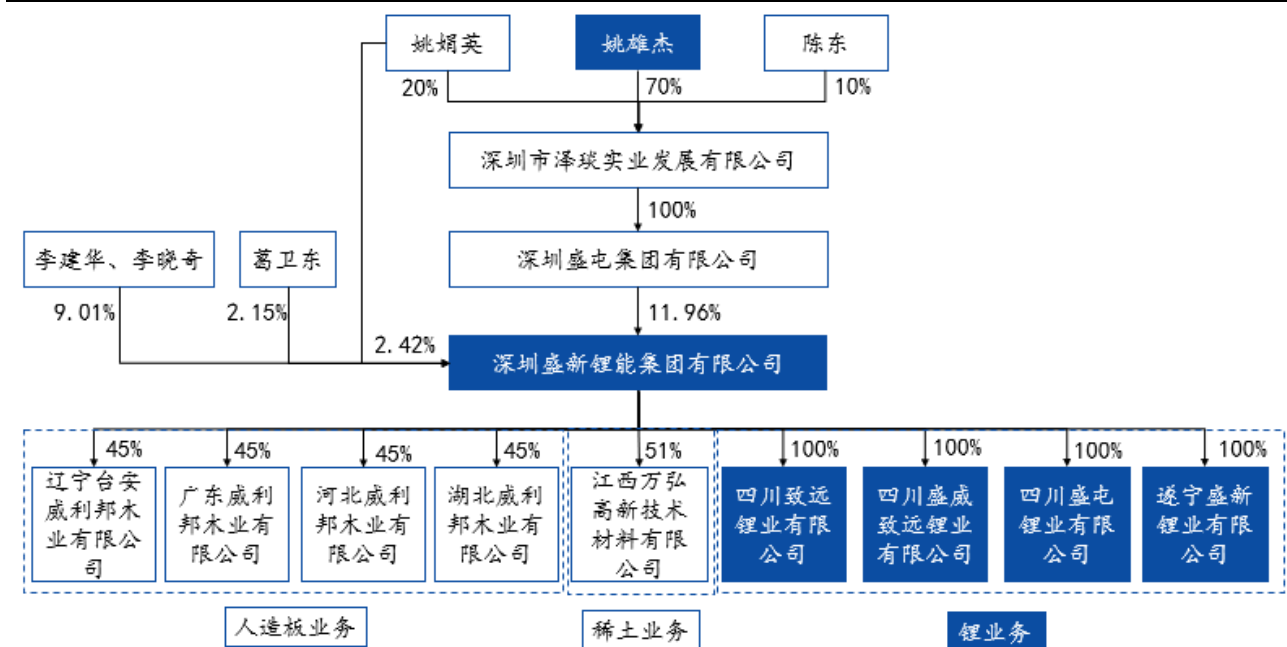


资料来源：Wind，国元证券研究所

## 1.2 股权结构集中，团队经验丰富，股权激励落地

公司股权结构集中，锂盐项目团队经验丰富。公司的控股股东为盛屯集团，持股比例11.96%，通过一致行动人控股比例达到18.43%。当前公司实际控制人为姚雄杰，持股盛屯集团70%的股权。公司锂业务主要由致远锂业、盛威致远锂业、盛新锂业、盛屯锂业等子公司完成；稀土业务由子公司万宏高新完成；人造板业务拥有5条进口生产线，2020年9月12日公司完成人造板业务55%股权出售。公司致远锂业锂盐项目由姚开林带领的团队负责实施，该团队具有丰富的锂盐产品研发、生产管理经验和深厚的专业功底，曾主导参与了“电池级氢氧化锂的制备方法”、“硫酸锂溶液生产低镁电池级碳酸锂的方法”等五项发明专利的研发，是“中国有色金属行业电池级碳酸锂标准”的主要起草人之一。

图 4：公司股权结构及子公司



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司实施股权激励，绑定核心骨干。为了健全公司长效激励机制，2020年12月4日，公司实行了第一期股权激励计划，以6.95元/股的价格向包括董监高在内的管理层以及核心技术骨干等54名激励对象授予577.5万股，占公司总股本的0.78%，预留111万股，占公司总股本的0.15%，总计688.5万股限制性股票。通过股权激励计划，公司将公司利益和核心骨干绑定，有利于提高员工积极性。

表 1：公司限制性股票分配情况

激励对象	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占本计划限制性股票总数的比例	占披露日公司总股本的比例
周祎	董事长	110	15.98%	0.15%
邓伟军	董事、总经理	85	12.35%	0.11%
方轶	董事、常务副总经理	35	5.08%	0.05%

姚开林	副总经理	35	5.08%	0.05%
王琪	财务总监	35	5.08%	0.05%
核心管理人员及核心技术（业务） 骨干（49人）		277.5	40.31%	0.37%
预留部分		111	16.12%	0.15%
合计		688.5	100.00%	0.93%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**首次授予的激励计划彰显公司锂业务高速增长预期。**据公司公告显示，本次激励计划的业绩考核目标要求公司锂相关业务整体营业收入在 2020/2021/2022 年的增长率与 2019 年相比不低于 30%/100%/300%，即公司 2020/2021/2022 年锂业务相关整体营业收入不低于 9.46/14.56/29.12 亿元。考虑到公司当前聚焦锂盐业务，未来锂盐产能将持续扩张，预计锂业务将进入高速增长期。

**表 2：公司首次授予的限制性股票的解除限售安排及业绩考核目标**

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	公司业绩考核目标
第一个解除限售期	自首次授予完成之日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数，2020 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 30%
第二个解除限售期	自首次授予完成之日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数，2021 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 100%
第三个解除限售期	自首次授予完成之日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数，2022 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 300%

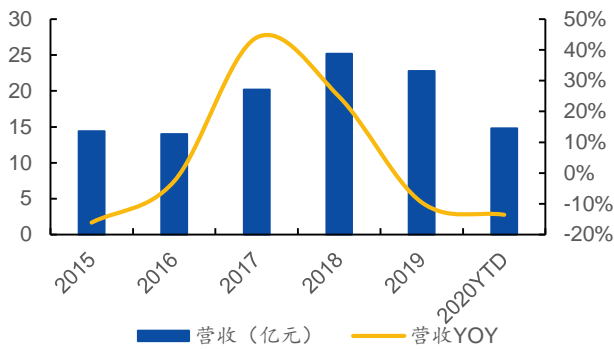
资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 1.3 公司短期业绩承压，长期增长趋势不变

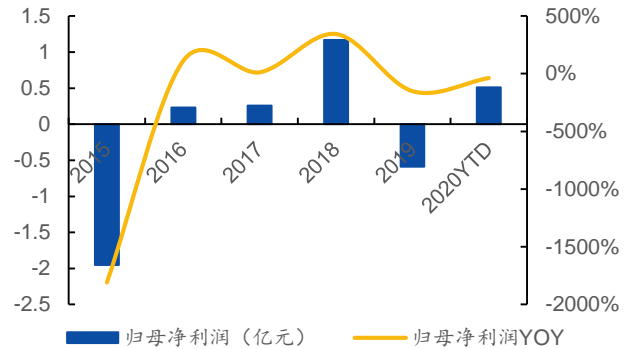
**公司短期业绩承压，长期增长趋势不变。**公司营收由 2018 年的 25.18 亿元下滑至 2019 年的 22.79 亿元，同比下降 9.51%；归母净利润由 2018 年的 1.17 亿元下滑至 2019 年的 -0.59 亿元，同比下降 150.84%。业绩下滑的主要原因是：1) 2019 年贸易战爆发导致木材需求下降；2) 国内房地产市场降温，纤维板价格下降；3) 锂盐价格一路下跌，由 16 万元/吨下跌至 4-5 万元吨。2020 年前三季度公司实现营业收入 14.79 亿元，同比下降 13.54%；实现归母净利润 0.51 亿元。公司实现扭亏为盈的主要原因是 9 月公司出售了 55% 股权的人造板业务，由此确认投资收益 2.48 亿元。由于公司未来聚焦于锂业务，因此锂价波动和锂盐产能将会对业绩产生较大影响。当前锂价处于周期底部，且公司锂盐产能处于快速扩张期，因此我们预计公司业绩长期增

长的趋势不变，仍有较大的上行空间。

图 5: 2020 年前三季度营收 14.79 亿元，同比下降 13.54% 图 6: 2020 年前三季度公司归母净利润扭亏为盈



资料来源: Wind, 国元证券研究所

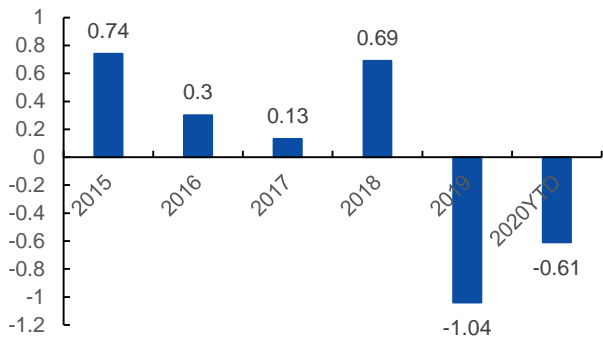


资料来源: Wind, 国元证券研究所

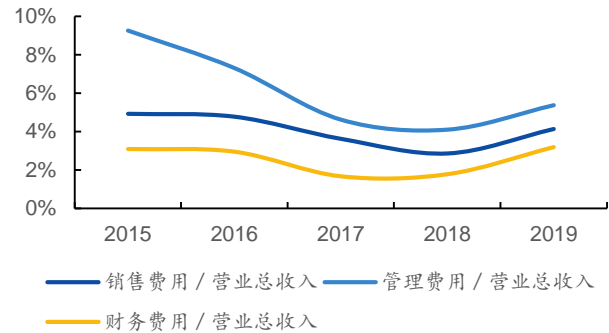
锂精矿价格下行计提资产减值，拖累公司净利润，且公司费用率回升。自 2018 年以来锂精矿价格持续处于下行通道，导致 2019 年公司计提 1.04 亿元资产减值损失，2020 年前三季度计提 0.61 亿元。2019 年公司费用率回升，财务费用率上升 1.42pct，主要系短期借款和应收账款增加；销售费用率和管理费用率上升 1.27pct。

图 7: 2019 年以来锂精矿价格下跌导致资产减值增多 (亿元)

图 8: 2019 年公司费用率回升



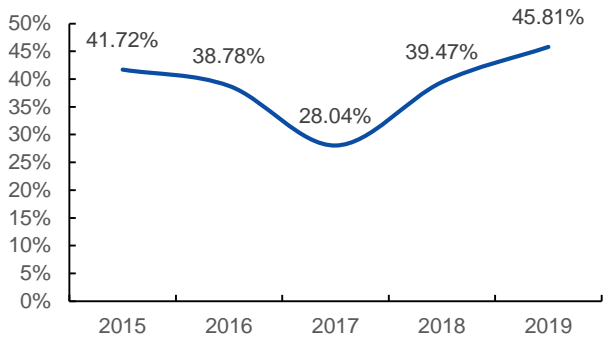
资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, 国元证券研究所

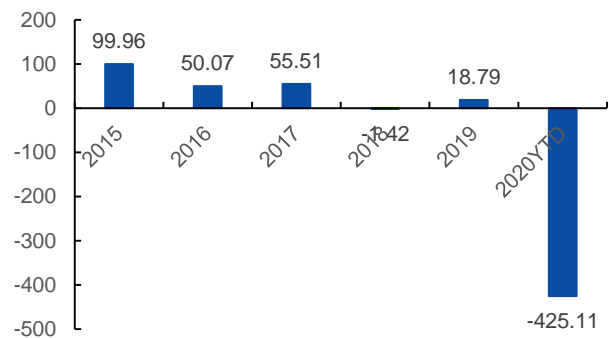
公司资产负债率提升，经营性现金流压力较大。公司 2019 年资产负债率 45.81%，相比 2018 年提升 6.34pct。现金流方面，2020 年因销售商品所得货款减少，支付原材料价款增加，公司经营性现金流转为负值，截至 2020 年第三季度，公司经营性现金流净额为 -4.25 亿元，投资和筹资现金流净额为 1.83、2.56 亿元。

图 9：2019 年公司资产负债率提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 10：2020 年公司经营性现金流转为负值（百万）



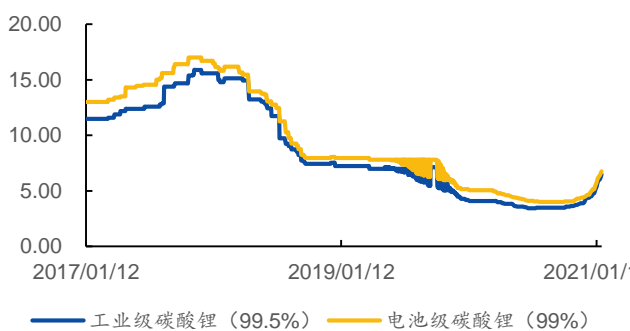
资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 2. 锂盐供需趋紧，锂价持续上涨

### 2.1 锂价结束单边下行，迎来筑底回暖

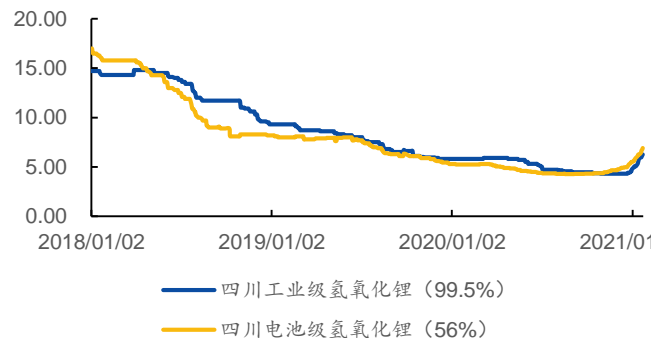
**2020 年锂盐价格经历长期下跌后迎来触底回升。**从 2017 年开始，因新能源车消费不及预期，前期投资的锂矿步入产能兑现期，供需矛盾突出，锂盐价格进入了长达三年的下行通道。2020 年内，工业级碳酸锂价格最低跌至 3.45 万元/吨，电池级碳酸锂跌至 4 万元/吨，截至 2021 年 1 月末，工业级碳酸锂价格均价回升至 6.5 万元/吨，电池级碳酸锂价格回升至 6.75 万元/吨。2020 年内，工业级氢氧化锂价格最低跌至 4.3 万元/吨，电池级氢氧化锂价格跌至 4.6 万元/吨，截至 2021 年 1 月末，工业级氢氧化锂价格回升至 6.25 万元/吨，电池级氢氧化锂价格回升至 6.92 万元/吨。

图 11：碳酸锂价格触底回升（万元/吨）



资料来源：安泰科, 国元证券研究所

图 12：氢氧化锂价格在 2020 年 12 月末逐渐回升（万元/吨）



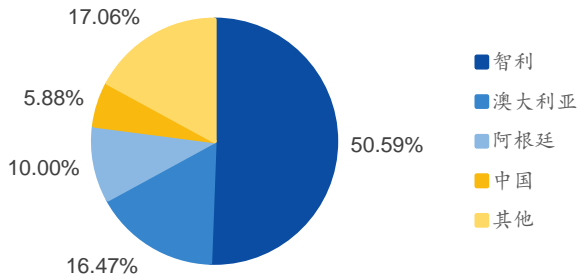
资料来源：中国金属新闻网, 国元证券研究所



## 2.2 产能持续出清，行业集中度提升

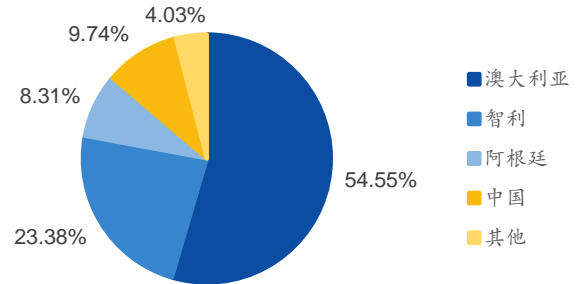
澳洲锂矿和南美盐湖构成全球锂盐核心供给产能，行业集中度高。据 UCGS 数据显示，全球锂储量主要分布在智利（50.6%）、澳洲（16.5%）、阿根廷（10.0%）。依托资源优势，澳洲锂矿（54.6%）和南美盐湖（智利 23.4%+阿根廷 8.3%）贡献了全球近 90%的锂原料，以“四湖七矿”而闻名。

图 13：2019 年全球锂资源储量分布



资料来源：UCGS，国元证券研究所

图 14：2019 年全球锂资源产量分布



资料来源：UCGS，国元证券研究所

表 3：南美和西澳主要锂供应商

企业	盐湖/矿山	产能（万吨，LCE）	
南美四湖	SQM	Salar de Atacama	7.0
	Albemarle	Salar de Atacama	4.5
		Silver peak	0.5
	Livent/FMC	Hombre Muerto	2.4
Orocobre	Olaroz	1.8	
澳洲七矿	Talison	Greenbush	16.9
	RIM	Mt Marion	4.4
	Galaxy Resources	Mt.Cattlin	2.8
	Pilbara Minerals	Pilbara	3.7
	Alita	Bald Hill	1.7
	Altura	Altura	2.4
	MRL/ALB	Wodgina	2.8

资料来源：公司公告，国元证券研究所

目前仅剩 4 座锂矿正常运营，供给格局进一步集中。BaldHills 于 2019 年因债务违约进入破产程序。Altura 于 2020 年 10 月被债权人委任的咨询顾问接管，寻求资产拍卖、资本重组的机会；2020 年 12 月 1 日，Pilbara 公告与 Altura 方面达成签署股份出售协议，拟以 1.75 亿美元收购 Altura。最终收购结果取决于方案是否获 Alutra 债权人会议批准以及 Pilbara2.4 亿澳元股权融资进展。此次收购成功的概率较大，一方面 Pilbara 矿山与 Altura 矿山地理位置相近，且开采方式、加工流程和采掘设备相似，两者合并后 Pilbara 将成为仅次于 Talison 的西澳锂精矿供应商；另一方面 Pilbara

付出的单吨交易对价高达 5983 元/吨 LCE，远超市场常规收购价，对于 Altura 是最优选择。Wodgina 于 2019 年 11 月被雅宝公司关停，短期内无复产预期。因此目前澳洲七大矿山中仅有 Talison、Mt Marion、Mt Cattlin 及 Pilbara4 家正常运营，海外锂原料供给格局进一步集中。

图 15：2018 年海外产能供给格局

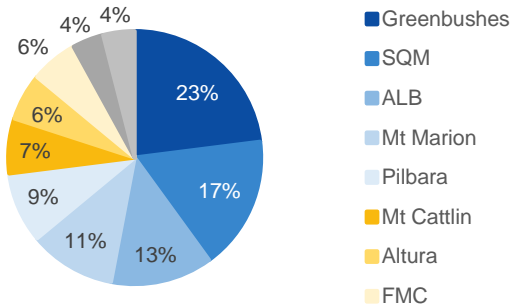
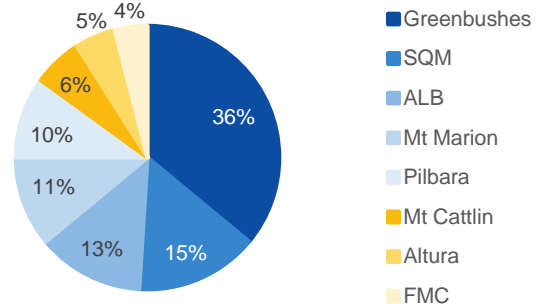


图 16：预计 2020 年海外产能供给格局



资料来源：各公司公告，国元证券研究所

资料来源：各公司公告，国元证券研究所

**南美盐湖和澳洲锂矿新增产能规划推迟。**受疫情及锂价持续低迷的影响，南美盐湖企业开始暂缓资本开支，ALB 将智利的 LeNegra III、IV 碳酸锂扩建项目由 2020 年底推迟至 2021 年中，将 Kemerton I 扩建项目由 2021 年推迟至 2021 年底；SQM 将智利的 5 万吨锂化合物扩建项目由 2020 年下半年推迟至 2021 年底；Livent 的阿根廷 0.95 万吨碳酸锂扩建项目和美国 0.5 万吨氢氧化锂项目原计划分别于 2020Q3 和 2020Q4 投产，现已因 2020 年 3 月决定暂停全球所有资本扩张工作而中断暂停；Orocobre 将 Olaroz 盐湖二期 2.5 万吨碳酸锂项目投产时间由 2020 年推迟至 2023 年。Greenbushes 三期项目设计产能 60 万吨锂精矿，原计划 20Q4 竣工投产，而天齐锂业 2020 中报披露其完成进度仅 16.58%；Pilbara 在 20Q3 季度活动报告中披露，在疲软市场下将审慎制定后续扩张计划，暂不进行产能扩张的进一步的可行性研究；Altura 二期 22 万吨产能随其进入破产管理而暂时搁浅。

表 4：主要锂供应商产能规划推迟

公司	在建项目	产品	产能 (万吨/年)	原计划投产时间	最新计划投产时间/现状
Albemarle	La Negra III/IV 项目	碳酸锂	4	2020 年底	2021 年中
	Kemerton I 项目	氢氧化锂	5	2021 年	2021 年底
SQM	智利盐湖项目	锂化合物	5	2020 年下半年	2021 年底
		其中：氢氧化锂	0.8	2020 年下半年	2021 年底
Livent	阿根廷碳酸锂项目	碳酸锂	0.95	2020Q3	因资本支出中断暂停
	北美氢氧化锂项目	氢氧化锂	0.5	2020Q4	因资本支出中断暂停
Orocobre	Olaroz 盐湖二期项目	碳酸锂	2.5	2020 年	2023 年
赣锋锂业	Cauchari-Olaroz 盐湖	碳酸锂	4	2020 年底	2021 年底
Galaxy Resources	Sal de Vida 盐湖	碳酸锂	2.5	2022 年	2022 年底
Rincon	Sal de Rincon 盐湖	碳酸锂	1	2022 年	待定
Neo Lithium	3Q 盐湖	碳酸锂	2	完成可研工作	待定

西 澳 锂 矿	Talison	Greenbushes	锂精矿	60	20Q4 竣工并试生产	天齐锂业 2020 中报披露其进 度仅 16.58%
	Pilbara Mineral	Pilgangoora II/III	锂精矿	55	20Q3 试生产	暂缓可研工作, 视市场情况作 出投资决策
	Altura	Altura II	锂精矿	22	20Q1 开始运营	公司进入破产管理

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

预计 2020 年全球主要锂生产商碳酸锂产能达 56.55 万吨, 2020-2025 年 CAGR 为 16.81%。2021 年锂生产商的扩产项目进度放缓, 海外盐湖无新增产能, 海外锂矿除 Greenbush 和 Pilbara 外无新增提锂产能, 2022 年以后扩建项目逐渐恢复。假设国内外盐湖提锂和矿石提锂的项目无新增扩产计划, 我们预计 2020 年全球碳酸锂合计产能为 56.55 万吨, 2020-2025 年合计产能的 CAGR 为 16.81%, 2025 年合计产能达 123 万吨。

表 5: 全球主要锂生产商产能预测 (LCE, 万吨)

企业		盐湖/矿山	国家	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
海外盐湖	SQM	Salar de Atacama	智利	7	7	7	7	12	18	18	18	
	Albemarle	Salar de Atacama	智利	4.5	4.5	4.5	4.5	8.5	8.5	8.5	8.5	
		Silver peak	美国	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
	Livent/FMC	Hombre Muerto	阿根廷	1.8	1.8	1.8	1.8	2.75	3.7	4.65	5.6	
	Orocobre	Olaroz	阿根廷	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	4.25	4.25	
		Olaroz Phase II	阿根廷						2.5	2.5	2.5	
	LAC	Cauchari-Olaroz	阿根廷					2.5	2.5	2.5	4	
	Galaxy Resources	Sal de Vida	阿根廷						2.5	2.5	2.5	
	Talison	Greenbush	澳大利亚	8.75	16.88	16.88	24.38	24.38	28.75	28.75	28.75	
	RIM	Mt Marion	澳大利亚	5.00	5.00	5.63	5.63	5.63	5.63	5.63	5.63	
海外锂矿	Galaxy Resources	Mt.Cattlin	澳大利亚	2.25	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	
	Pilbara Minerals(PLS)	Pilbara	澳大利亚	4.00	4.00	4.00	5.25	10.50	10.50	10.50	10.50	
	Alita	Bald Hill	澳大利亚	1.94	2.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	Altura	Altura	澳大利亚	2.75	2.75	2.75	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	MRL/ALB	Wodgina	澳大利亚	0.00	1.13	0.00	0.00	0.00	4.38	5.63	9.38	
	Wesfarmers/SQM	Mt Holland	澳大利亚	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.20	2.40	3.60	
	其他锂矿			1.25	1.88	2.50	2.88	3.75	5.00	6.25	8.75	
	国内盐湖	盐湖股份	察尔汗盐湖	中国	1	1	2	3	3	3	3	3
		藏格控股	察尔汗	中国		1	1	1	1	1	1	1
		五矿盐湖	一里坪	中国		1	1	1	1	1	1	1
西藏矿业		扎布耶	中国	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
融捷股份		甘孜甲基卡	中国		1	1	1	1	1	1	1	
国内锂矿	江特电机	宜春锂云母	中国	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
	永兴特钢	宜春锂云母	中国		0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	
合计产能				43.49	57.68	56.55	64.23	82.80	105.95	113.10	123.00	

资料来源: 各公司公告, 公开资料整理, 国元证券研究所

预计 2020 年全球碳酸锂产量 43.08 万吨，2020-2025 年 CAGR 为 13.84%。2019 年下半年以来，受锂盐价格持续下跌影响，锂盐生产商多采取减产降库存的销售策略，产量逐渐下降；2020 年三季度以后，随着下游消费好转、行业供应趋紧，锂盐生产商不急于在价格处于低位时销售更多产品，而是看好未来市场行情，并采取延期销售的策略。我们假设 2021 年以后多数锂盐生产商的产量能达到产能的 70%，主要锂生产商的供应量在全球占比 89%，预计 2020 年全球碳酸锂供应量为 43.08 万吨，2020-2025 年供应量的 CAGR 为 13.84%，2025 年供应量达 82.37 万吨。

表 6：全球碳酸锂产量预测（LCE，万吨）

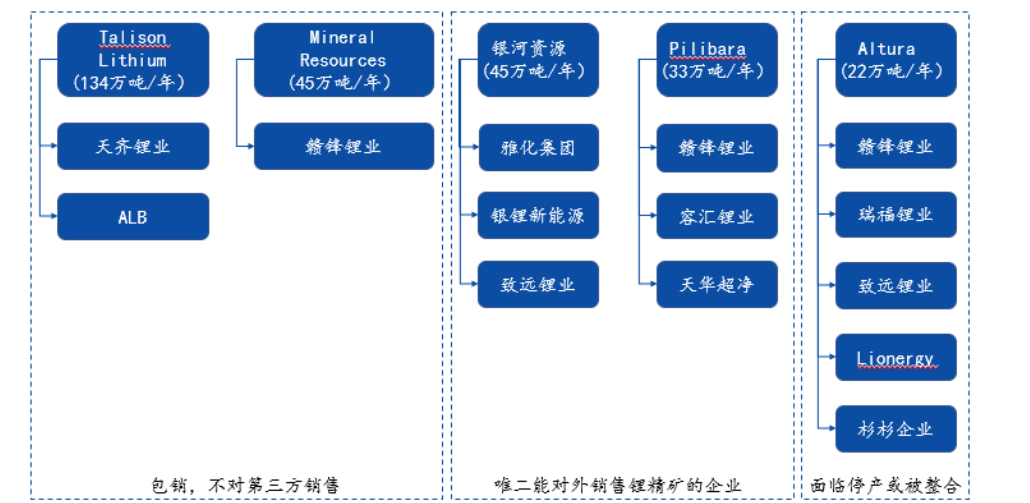
企业	盐湖/矿山	国家	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E		
南美盐湖	SQM	Salar de Atacama	智利	4.50	4.51	5.75	6.09	8.40	12.60	12.60	12.60	
	Albemarle	Salar de Atacama	智利	3.50	3.80	3.80	5.00	5.95	5.95	5.95	5.95	
		Silver peak	美国	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	
	Livent	Hombre Muerto	阿根廷	1.72	1.68	1.68	1.87	1.93	2.59	3.26	3.92	
	Orocobre	Olaroz	阿根廷	1.17	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	2.98	2.98	
		Olaroz Phase II	阿根廷						0.25	0.25	0.25	
	LAC	Cauchari-Olaroz	阿根廷					0.25	0.25	0.25	0.25	
	Galaxy Resources	Sal de Vida	阿根廷						0.25	0.25	0.25	
	Talison	Greenbush	澳大利亚	9.05	9.56	7.50	9.38	13.13	16.88	16.88	16.88	
	RIM	Mt Marion	澳大利亚	5.50	5.45	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	
海外锂矿	Galaxy Resources	Mt.Cattlin	澳大利亚	1.96	2.40	1.25	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	
	Pilbara Minerals(PLS)	Pilbara	澳大利亚	0.74	1.90	2.13	2.13	3.13	3.75	3.75	3.75	
	Bald Hill	Tawana	澳大利亚	0.86	0.96	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	Altura	Altura	澳大利亚	0.41	2.06	1.66	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	MRL/ALB	Wodgina	澳大利亚	0.00	0.39	0.00	0.00	0.00	3.06	3.94	6.56	
	Wesfarmers/SQM	Mt Holland	澳大利亚	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.84	1.68	2.52	
	盐湖股份	察尔汗盐湖	中国	1.10	1.13	1.40	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10	
	藏格控股	察尔汗，青藏铁路以东	中国		0.20	0.30	0.40	0.50	0.60	0.70	0.80	
国内盐湖	五矿盐湖	一里坪	中国		0.60	0.80	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
	西藏矿业	扎布耶	中国	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	
	融捷股份	甘孜甲基卡	中国		0.34	0.60	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	
	国内锂矿	江特电机	宜春锂云母	中国	0.50	0.50	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
		永兴特钢	宜春锂云母	中国		0.20	0.50	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
合计供应量（LCE，吨）				34.82	40.81	38.34	42.78	51.21	64.95	69.08	73.31	
样本占全球供应量比例				91%	93%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	
全球碳酸锂供应量（吨）				38.26	43.88	43.08	48.07	57.53	72.98	77.62	82.37	

资料来源：各公司公告，国元证券研究所

澳洲锂矿只剩 2 家外销企业，国内锂盐企业原材料供应紧张。Talison 和 Mineral Resources 与天齐、赣锋锂业签订了包销协议，不对第三方销售。Altura 与国内包括赣锋锂业、致远锂业等公司在内的多家锂盐生产企业签订了包销协议，若 Altura 后续无法复产，将造成国内多家锂盐生产企业的供应紧张。因此中国锂盐生产企业的供应商中仅剩银河资源和 Pibara 能够对外销售锂精矿，其合计产能无法满足国内锂盐

生产企业的原材料需求。

图 17：西澳锂矿与中国锂盐生产企业对应供应关系



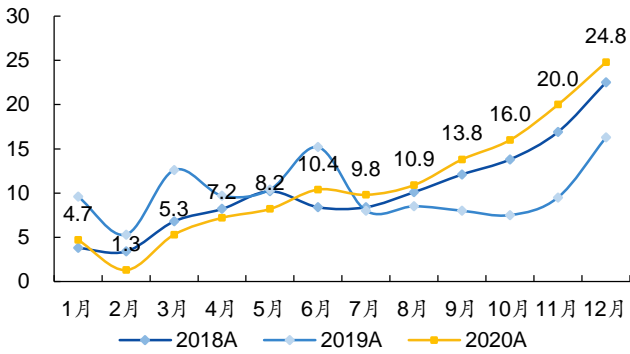
资料来源：各公司公告，国元证券研究所

### 2.3 全球新能源车消费回暖，需求端景气度持续上行

**补贴平稳退坡，爆款车型驱动排产继续增加。**2020年12月31日，财政部、工信部、科技部、发改委发布关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知称，2021年新能源汽车补贴标准在2020年基础上退坡20%；为推动公共交通等领域车辆电动化，城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，补贴标准在2020年基础上退坡10%，与20年4月公布方案一致，符合预期。当前电动车市场的驱动力已经完成从“政策驱动”向“爆款车型内生驱动”的转变，2C端明显放量，据SMM报道，随着特斯拉Model Y、大众ID.4等爆款车型的上市，21Q1国内头部电池企业订单预计将会超过20Q4。

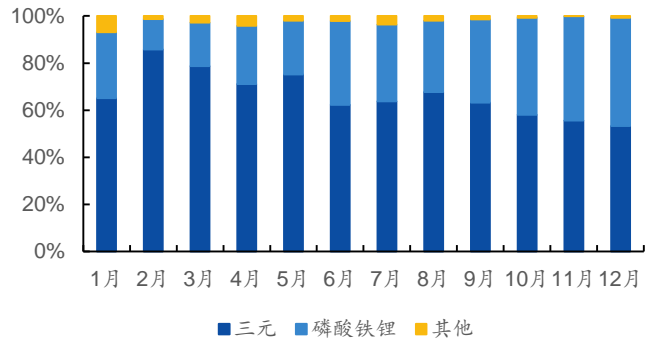
**下半年国内新能源车销量回暖，磷酸铁锂装机不断提升。**受新冠疫情影响，2020年上半年国内新能源车累计销量36.9万辆，同比下降41%。三季度以来产销大幅回暖，2020年国内新能源汽车产量和销量分别为126.8万辆和132.4万辆，同比分别增长2.3%和9.8%，产销均结束了下降趋势。12月，新能源车产销分别达到23.5万辆和24.8万辆，环比增长18.7%和24.0%，同比增长57.7%和52.1%，创历史新高，已连续6个月高于去年同期。2020年12月动力电池装机总量12.2GWh，磷酸铁锂装机5.6GWh，装机占比45.9%，下半年以来磷酸铁锂装机占比不断提升，从而带动碳酸锂消费需求回升。未来下游新能源车销量将继续高速增长，同时两轮车和储能等锂电需求也开始兴起，预计锂盐价格将继续回升。

图 18: 2020 下半年新能源车销量显著回暖 (万辆)



资料来源: 中汽协, 国元证券研究所

图 19: 2020 下半年磷酸铁锂装机带动碳酸锂需求增长



资料来源: GGII, 国元证券研究所

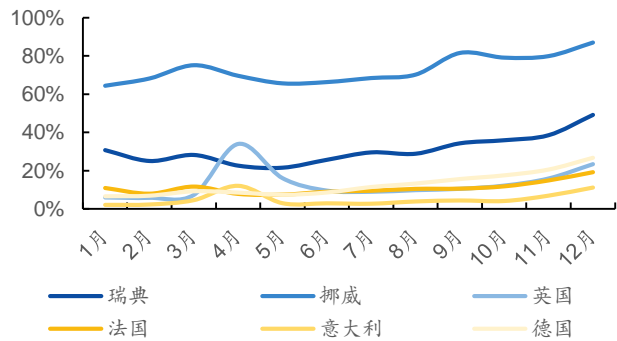
**欧洲新能源政策加码, 销量延续高增长趋势。**欧盟委员会近期公布的一项战略规划草案, 要求汽车行业加快向电动化转型, 要求到 2030 年新能源汽车保有量达到 3000 万辆 (当前规模为 140 万辆); 乘用车碳排放需较 2021 年下降约 55%, 则对应 2030 年碳排放目标下降至 47.5g/km (此前为 59g)。欧洲 6 国 2020 年 12 月新能源车销量 19.85 万辆, 同比增长 392.7%, 环比增长 57.0%; 2020 全年新能源车销量累计 101.50 万辆, 同比增长 166.8%。各国新能源车渗透率持续上升, 12 月瑞典/挪威/英国/法国/意大利/德国达到 49%/87%/23%/19%/11%/27, 创历史新高。

图 20: 2020 年欧洲六国新能源车销量 (辆)



资料来源: 各国官网, 国元证券研究所

图 21: 2020 年欧洲六国新能源车渗透率

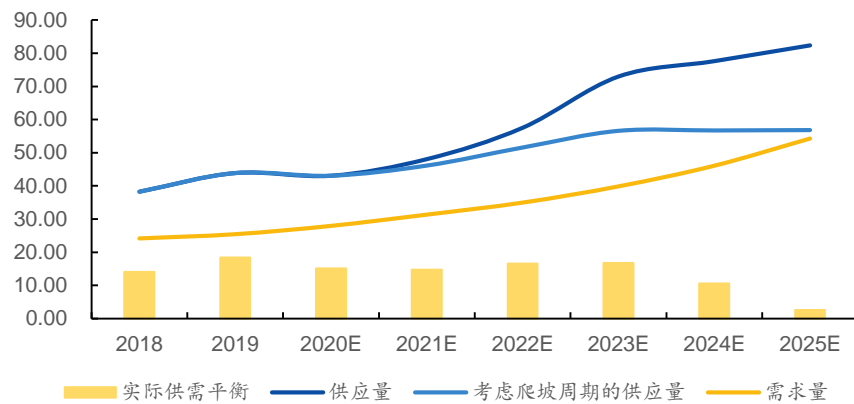


资料来源: 各国官网, 国元证券研究所

## 2.4 碳酸锂供需紧平衡, 锂价将继续增长

考虑产能爬坡周期后, 全球碳酸锂供需格局实际偏紧。到 2025 年全球碳酸锂规划产量达到 82.4 万吨 LCE, 显著高于 54.3 万吨的需求量预测值。若剔除仅有规划尚未建设的项目以及 3 年左右的达产周期, 预计到 2025 年全球碳酸锂有效产能仅为 56.8 万吨, 仅略高于需求量预测值, 全球碳酸锂产能过剩并不严重。若需求端出现超预期的增长, 则可能会出现碳酸锂供应短缺, 引发价格大幅上涨。

图 22：全球碳酸锂供需平衡预测（万吨）



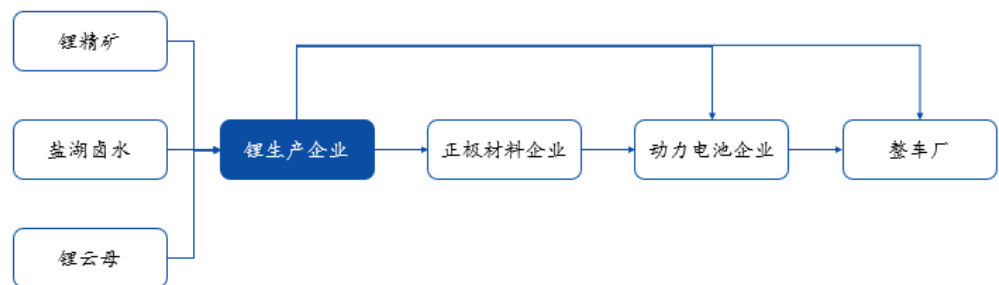
资料来源：国元证券研究所

预计 2021 年电池级碳酸锂均价回升至 8 万元/吨，阶段高价或能突破 10 万元/吨。目前澳洲七大矿中仅有 Talison、Mt Marion、Mt Cattlin 及 Pilbara 4 家正常运营，且少有散单流通。随着锂盐需求回暖，中游备货情绪强烈，2021 年锂矿或出现供给紧张局面，将有力支撑价格上涨。长期来看，16-17 年锂价大涨，吸引大量资本涌入行业，导致 18-19 年供给端产能快速攀升，锂价一路下行，给企业带来沉重的财务压力。当前时点，锂原料端供应压力已较大程度释放，过剩产能持续出清，周期性拐点显现，锂价已开启长期上行周期。

### 2.5 高品质锂盐+锂矿资源的优势企业将赢得长跑

锂盐品质是进入高端客户供应链的关键。锂盐品质对正极材料和电池品质均有一定影响，下游优势客户如宁德时代和特斯拉会对锂盐企业进行认证和采购，从而更好地把控产品品质与成本。因此对于锂盐生产企业来说，保障原料品质、产能规模获得优质的客户的核心。

图 23：锂盐生产企业产业链



资料来源：国元证券研究所

国内锂矿资源开发有待加速，龙头企业布局资源端。据安泰科显示，2019 年中国锂资源对外依存度为 80%，锂盐生产商主要原材料依赖于进口。与西澳锂矿相比，国内卤水锂和矿石锂的开发程度都较低，未来有很大的增储空间。国内锂矿资源主要分

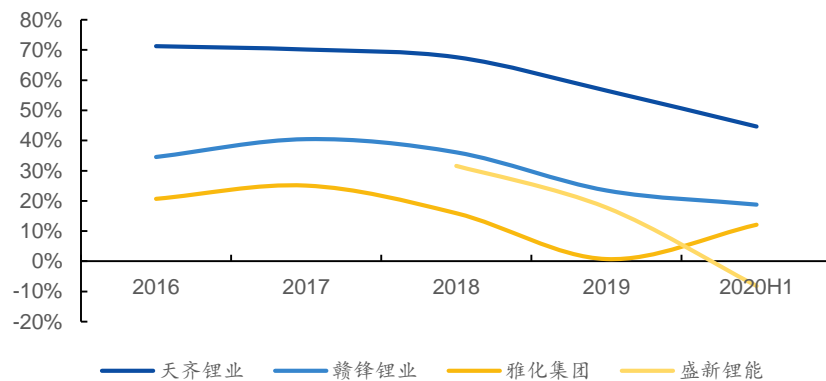
布于四川省，查明资源储量 189.25 万吨，成矿条件优越，资源丰富，其中阿坝、甘孜两州探明储量大，具备大规模开发的条件。随着锂盐生产企业对本土资源的重视度提高，本土锂矿有望成为锂盐企业的下一个盈利增长点。从国内锂盐生产商的毛利率可看出，布局资源端的龙头企业天齐锂业和赣锋锂业利润率水平显著较高，且受锂价下跌的影响较小。

表 7：中国锂资源储量情况

产地	主要矿物	储量	基础储量	资源量	查明资源储量
<b>LiCl (万吨)</b>					
湖北	盐湖卤水	-	-	309.09	309.09
青海	盐湖卤水	359.96	1073.23	427.19	1545.42
西藏	盐湖卤水	-	0.07	0.36	0.43
<b>Li<sub>2</sub>O (万吨)</b>					
四川	锂辉石	1.42	36.14	153.11	189.25
江西	锂云母	32.99	37.15	5.61	42.76
新疆	锂辉石	0.08	2.71	11.56	14.27
河南	锂云母	-	-	7.02	7.02
内蒙古	锂云母	-	-	4.14	4.14
贵州	铝土矿伴生	-	-	16.94	16.94
湖南	锂云母	0.01	0.01	35.53	35.54

资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会，国元证券研究所

图 24：国内主要锂盐生产企业锂盐产品毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

### 3. 向一线锂业厂商进军的新秀

#### 3.1 锂盐产能快速扩张，锂矿资源布局加强

公司已建成 2.5 万吨/年碳酸锂和 1.5 万吨/年氢氧化锂产能。公司 2016 年开始布局



锂盐加工业务，由子公司致远锂业启动建设 4 万吨锂盐项目，其中 1.3 万吨/年产能（0.8 万吨碳酸锂+0.5 万吨氢氧化锂）于 2018 年 3 月建成投产。2019 年 4 月，公司投产 1 万吨碳酸锂项目，并迅速顺利达产，碳酸锂年产能增长至 1.8 万吨。2021 年 1 月公司表示已完成 1.5 万吨/年氢氧化锂和 2.5 万吨/年碳酸锂设计产能的建设，基础锂盐年产能达到 4 万吨，与天齐锂业产能（4.5 万吨）接近，在国内仅次于赣锋锂业（11.4 万吨）。

预计 2021 年底公司拥有 7 万吨基础锂盐（碳酸锂和氢氧化锂）产能。2020 年 9 月和 10 月，公司子公司盛威锂业和盛新锂业分别计划建设 1000 吨金属锂和 3 万吨氢氧化锂，其中盛威锂业一期 600 吨金属锂项目首组 150 吨生产线已投产，盛新锂业首期年产 2 万吨氢氧化锂在年内开工建设。预计到 2021 年底公司将拥有碳酸锂产能 2.5 万吨/年，氢氧化锂 4.5 万吨/年，氯化锂产能 0.2 万吨/年，金属锂产能 0.1 万吨/年，锂盐年产能合计 7.3 万吨。

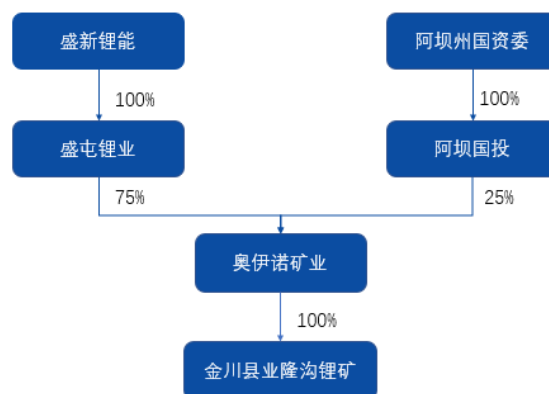
表 8：公司锂盐产能建设情况

年份	产能建设情况
2016.07	致远锂业年产 2000 吨氯化锂生产线建成投产
2017.06	启动 4 万吨基础锂盐项目一期建设（8000 吨碳酸锂+5000 吨氢氧化锂）
2018.03	1.3 万吨生产线投产，并与雅保公司签署矿石采购和锂盐销售合同
2019.04	致远锂业新增 1 万吨碳酸锂产能投产，并迅速顺利达产
2020.09	盛威锂业计划建设 1000 吨金属锂项目，一期 600 吨首组 150 吨已投产
2020.10	盛新锂业首期年产 2 万吨氢氧化锂项目开工建设
2020 年底	致远锂业完成 1.5 万吨/年氢氧化锂和 2.5 万吨/年碳酸锂设计产能建设

资料来源：公司公告，国元证券研究所

收购奥伊诺锂矿取得业隆沟矿采矿权，公司上游资源布局加强。2019 年公司以发行股份的方式收购盛屯锂业 100% 的股权，从而实现对奥伊诺矿业 75% 股权的控制。奥伊诺矿业拥有四川省金川县业隆沟锂辉石矿采矿权和四川省金川县太阳河口锂多金属矿详查探矿权，其中业隆沟锂辉石矿已于 2019 年 11 月投产。

图 25：奥伊诺矿业所有权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所

业隆沟锂矿规划产能 40.5 万吨/年，预计 2021 年全面达产后可生产 1 万吨碳酸锂。

据公司 2020 年 10 月披露的增储报告显示，业隆沟锂矿总矿石量 857.9 万吨，含氧化锂资源量 11.15 万吨，平均品位 1.3%，资源量达大型规模；原矿生产规模 40.5 万吨/年，项目寿命为 14.2 年。据《可行性研究说明书》，业隆沟锂矿入选矿石品位为 1.16%，选矿回收率为 83%，生产碳酸锂矿石转化率为  $1.16\% \times 83\% \times 46.67\% / 18.92\% = 2.37\%$ ，因此 2021 年业隆沟锂矿全前面达产后，40.5 万吨矿石可生产大约 1 万吨碳酸锂。

据《四川省金川县业隆沟锂多金属矿采矿权出让收益评估报告》显示，业隆沟锂矿的露天开采成本为 301.53 元/吨，折合 6% 锂精矿成本为 257.8 美元/吨（回收率按照 80%，汇率按照 6.8 元/美元，下同），地下开采成本为 358.43 元/吨，折合 6% 品位锂精矿 306 美元/吨。

**表 9：业隆沟锂矿项目**

指标	数值
资源量	探明资源量+控制资源量+推断资源量矿石量 857.9 万吨
Li2O 资源量	11.15 万吨
Li2O 平均品位	1.30%
锂原矿产能	40.5 万吨/年
项目寿命	14.2 年
露天开采成本	301.53 元/吨，折合 6% 锂精矿成本为 258 美元/吨
地下开采成本	358.43 元/吨，折合 6% 锂精矿成本为 306 美元/吨

资料来源：《四川省金川县业隆沟锂多金属矿采矿权出让收益评估报告》，公司公告，国元证券研究所

**业隆沟锂矿助力公司原材料成本进入下行通道。**据 Roskill 数据显示，西澳锂矿中除 Greenbushes 外，其余澳矿锂精矿的成本均在 350-400 美元/吨水平，业隆沟锂矿的生产成本则在 300 美元/吨左右，考虑运费等因素，本土锂矿具有显著的成本优势。而国内锂辉石矿主要集中在四川地区，四川锂矿成矿条件优越，资源丰富，其中阿坝、甘孜两州探明储量大，具备大规模开发的条件，业隆沟锂矿的开采总成本费用大概在 325 元/吨，经营成本费用约 231 元/吨。

**表 10：业隆沟锂矿与国内其他主要锂矿对比**

企业名称	矿山名称	矿石资源量 (万吨)	Li2O 品位	开采规模 (万吨/年)	开采成本	投产状态
融捷股份	康定甲基卡	2895	1.42%	105	一期单位总成本为 236.14 元/吨，单位经营成本为 201.15 元/吨；二期单位总成本 195.25 元/吨，单位经营成本 176.35 元/吨	2019 年复产，现有采选能力 45 万吨/年，一期扩产至 105 万吨/年并推进二期 145 万吨/年建设
天齐锂业	雅江措拉	1971	1.30%	120	露采单位总成本费用为 224.96 元/吨，单位经营成本为 192.68 元/吨；地采单位总成本费用为 244.65 元/吨，单位经营成本为 211.43 元/吨	目前暂缓建设
雅化集团	李家沟	4036	1.30%	105	单位总成本费用为 204.61 元/吨，单位经营成本为 187.56 元/吨	2019 年起复工建设，计划 2021 年底建成投产

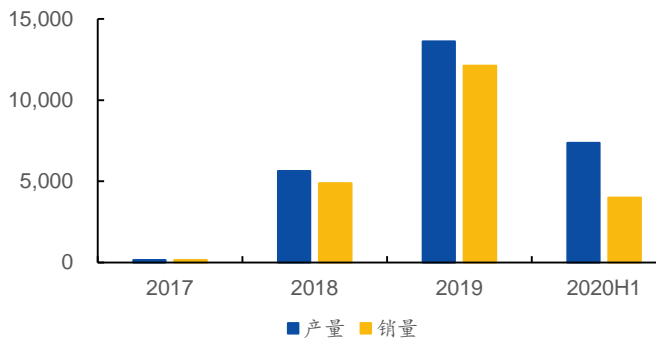
金鑫矿业	马尔康	2199	1.33%	85	单位总成本费用为 211.17 元/吨， 单位经营成本为 192.14 元/吨	处于小规模生产状态
赣锋锂业	河源	576	1.30%	40	总成本费用为 196.17 元/吨，经营 成本为 175.93 元/吨	2017 年至今少量开采
盛新锂能	业隆沟	858	1.30%	40.5	-	2019 年 11 月试生产， 2020 年正式产出锂精矿
斯诺威矿业	德扯弄巴	2625	1.34%	100	总成本费用 325.44 元/吨，经营成 本 231.10 元/吨	正在办理采矿权证，办结 后会推进项目建设

资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 3.2 绑定龙头客户，海外出口有望增强

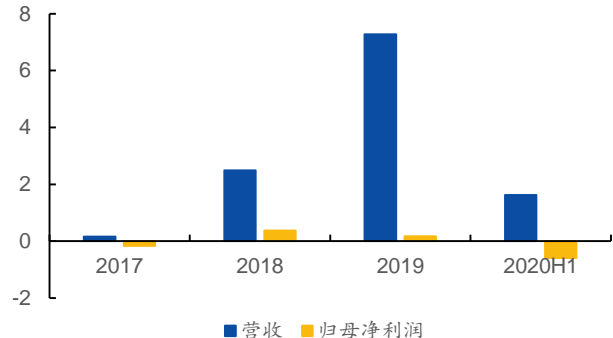
公司投产初期与国际锂业巨头 ALB 签订合同为其进行锂盐代加工。2018 年公司与 ALB 签署了三年合作框架协议，协议规定公司 2018 年向洛克伍德提供 6875-8430 吨锂盐产品（包括碳酸锂和氢氧化锂），2019-2020 年向洛克伍德提供至少 1 万吨锂盐产品。同时，根据致远锂业的产品情况以及洛克伍德的需求，洛克伍德拥有一项选择权，即 2018 年要求致远锂业再提供不超过 1570 吨锂盐产品；2019 年及 2020 年在提供 10000 吨锂盐的基础上，最高可以要求致远锂业提供不超过 15000 吨锂盐。对于选择权部分的产量，需由双方协商同意后书面确认。洛克伍德承诺向致远锂业绵竹工厂及时提供相应的锂辉石。借助与雅保公司的合作协议，2018 年公司锂盐产线投产后迅速放量，2018、2019 年产量分别为 5632 吨、13632 吨，实现收入分别为 2.49 亿元、7.28 亿元。2020 年因疫情导致新能源车产销和动力电池装机停滞，公司产量同比大幅下滑。

图 26：致远锂业产销情况（吨）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 27：致远锂业营收及净利润情况（亿元）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

**2020 年公司绑定动力电池龙头客户。**2020 年 7 月和 8 月，公司先后与宁德时代和 LG 化学签订供货协议，向其供应碳酸锂和氢氧化锂产品，成为国内锂盐企业中继天齐锂业和赣锋锂业之后第三家实现对海外龙头客户批量供货的企业。宁德时代和 LG 是全球动力电池龙头供应企业，拥有绝对的产能规模和核心技术优势，两者下游客户几乎涵盖了所有主流车企，公司与其签订供货协议，表明公司已进入特斯拉、大众等国际主流车企的供应链，成为锂电新能源“核心圈”成员，拥有了与国际蓝筹客户建立长期稳定的战略合作关系的先发优势。

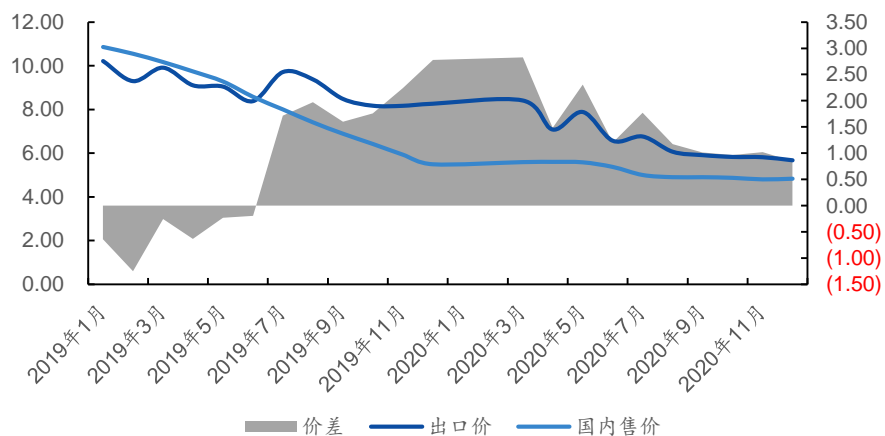
表 11: 盛新锂能的客户合作协议

年份	客户合作协议
2018.02	雅保公司与致远锂业签署了三年合作框架协议, 协议约定 2018 年致远应为雅保代工 6875-8430 吨锂盐产品, 2019-2020 年应提供不少于 1 万吨锂盐, 雅保公司则向致远提供所需的锂精矿
2019.06	威华股份与巴莫科技签订战略合作协议, 巴莫科技拟向致远锂业采购锂盐, 预计 2019 年度至 2024 年度每年采购量分别为 300 吨、10000 吨、10000 吨、18000 吨、21000 吨、25000 吨
2020.07	与宁德时代署长协合同, 在 2020.07-2021.06 期间供货 1 万吨碳酸锂和 3000 吨氢氧化锂
2020.08	LG International 与致远锂业签署细磨氢氧化锂购买协议, 其中 1500 吨在 2020.07-2020.12 装运, 2021 年预估采购量在 2020 年底前协商确定

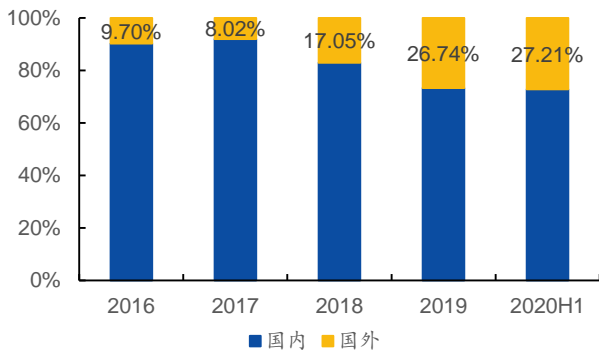
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

锂盐出口价保持溢价, 预计公司出口业务将带动业绩提升。2019 年 7 月以来, 随着国内氢氧化锂价格快速下跌, 海外价格与国内售价的价差持续拉大, 最高时超过 3 万元/吨, 截至 2020 年底仍存在 0.85 万元/吨的价差。在此背景下, 出口业务占比较高的国内企业会占据一定的优势。2020 年上半年, 天齐锂业出口业务占比已达 27%, 赣锋锂业出口业务占比已达 37%, 受益于海外出口业务, 两者利润水平处于显著领先水平。公司于 2020 年导入海外龙头客户 LGI 后, 未来有望借助出口业务带动业绩提升。

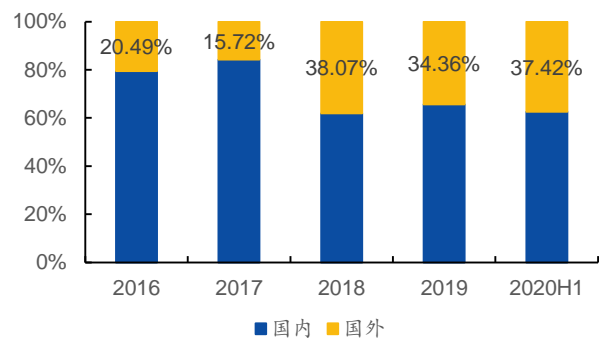
图 28: 氢氧化锂出口价及价差(单位: 万元/吨)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

**图 29：天齐锂业国内外营收占比**


资料来源：公司年报，国元证券研究所

**图 30：赣锋锂业国内外营收占比**


资料来源：公司年报，国元证券研究所

### 3.3 定增夯实扩张能力，锂盐成主营业务

公司定增补充营运资金，彰显实控人信心。公司于 2020 年 8 月发布公告称，将非公开发行股票，募集金额不超过 9.5 亿人民币，认购对象为盛屯益兴、盛屯汇泽和厦门屯澁。其中盛屯益兴、盛屯汇泽为盛屯集团的全资子公司，厦门屯澁的出资人为盛屯集团，为非公开发行方式，盛屯集团总计出资 9.5 亿元。本次定增三个对象都是集团公司实际控制公司，定增成功后，盛屯集团及一致行动人持股比例从目前的 18.43% 大幅提高至 29.32%。在锂盐板块近年产销规模不断扩大的情况下，公司未来需要增加较多营运资金投入，募集所得资金主要用于补充锂盐板块流动资金，这将有助于夯实公司在锂盐板块的扩张能力。

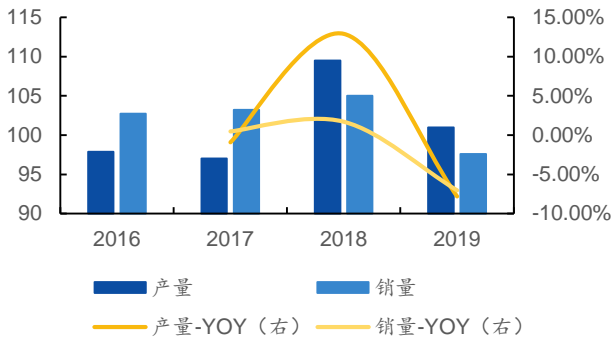
**表 12：盛新锂能非公开发行股票认购对象**

发行对象	认购股数 (亿股)	认购金额 (亿元)
盛屯益兴	0.36	3.00
盛屯汇泽	0.54	4.50
厦门屯澁	0.24	2.00
杉杉创晖基金 (拟设立)	0.24	2.00
合计	1.39	11.50

资料来源：国元证券研究所

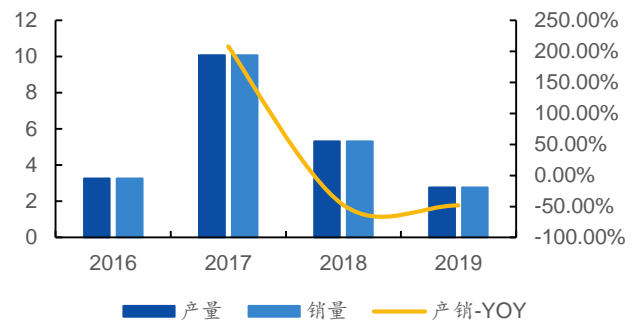
公司中纤板和林木业务产销持续下降。据 2019 年报，公司中纤板产量 101 万 m<sup>3</sup>，同比下降 7.81%；销量 97.61 万 m<sup>3</sup>，同比下降 7.05%；营业收入 15.2 亿元，同比下降 8.81%；净利润 0.51 亿元，同比下降 72.04%；毛利率为 15.13%，同比下降 1.84%。另外公司林木产销量也下降明显，2019 年产销量 2.76 万吨，同比下降 48.02%。

图 31：公司中纤板产销量情况（万平方米）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 32：公司林木产销情况（万吨）



资料来源：公司年报，国元证券研究所

**公司出售纤维板业务控制权，主营业务发生变更。**公司于 2020 年 9 月公司向厦门盛屯宏瑞泽实业有限公司及盛屯集团出售其纤维板业务的控股权。本次重大资产出售事项的完成，标志着公司主营业务发生了重大变化，公司主营业务由两大板块变更为专注锂电新能源材料业务。一方面，纤维板和林木业务竞争较为激烈，价格维持压力大，现有情况下对公司人员精力以及经营资金的投入提出了较高要求；另一方面，公司看好新能源材料的发展前景，将自身定位为“产能、品质领先的全球锂电新能源材料领先企业”，在现有条件下，集中精力和资源做大做强锂电产业链，聚焦新能源材料主营业务成为较优选择。

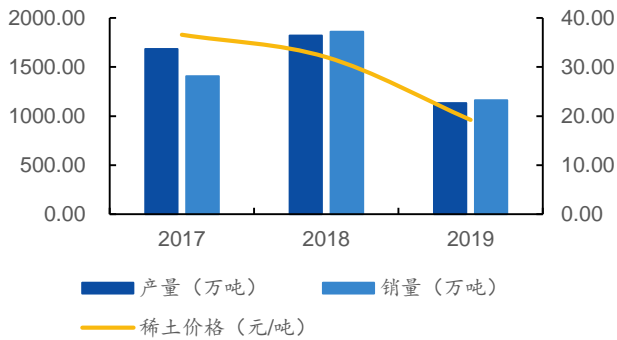
表 13：标的资产交易信息

标的资产	交易对方
河北威利邦木业有限公司 55%股权	深圳盛屯集团有限公司、厦门盛屯宏瑞泽实业有限公司
辽宁台安威利邦木业有限公司 55%股权	
湖北威利邦木业有限公司 55%股权	
广东威利邦木业有限公司 55%股权	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

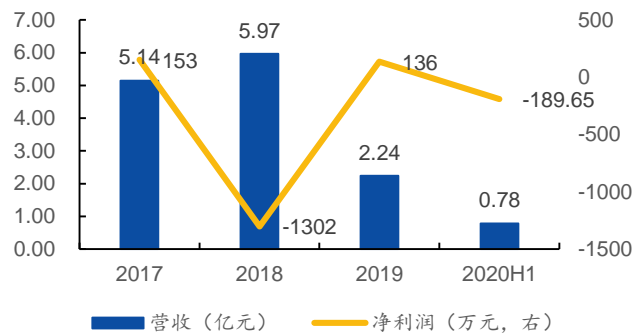
**2019 年稀土业务扭亏为盈，2020 上半年转为亏损。**公司稀土业务由子公司万弘高新实施，通过综合回收利用废旧磁性材料生产稀土氧化物，年处理废旧磁性材料的设计产能为 6000 吨，产品以氧化镨钕为主，主要应用于永磁材料、催化剂、玻璃、陶瓷、硬质合金等领域，产能规模、技术水平和产品线丰富程度在国内均居于前列。2019 年，为了避免稀土产品过大的价格波动增加经营风险，公司加强成本控制，提升工艺水平，实现营业收入 2.2 亿元，同比下降 62.5%；净利润 135.9 万元，实现了稀土业务扭亏为盈。2020 上半年实现收入 0.78 亿元，同比下降 24.99%；实现净利润-189.65 万元，转为亏损。

图 33：公司稀土产销量及盈利能力



资料来源：公司年报，国元证券研究所

图 34：万弘高新营业与利润情况



资料来源：公司年报，国元证券研究所

## 4. 盈利预测与关键假设

### 关键假设

公司已剥离人造板业务，未来锂盐及锂矿业务的业绩占比将进一步提升，预计 2021 年锂盐营收将超过纤维板业务，另有部分稀土业务的贡献。

**假设一：** 2021-2022 年锂价持续上涨，公司 2020 年电池级碳酸锂和氢氧化锂含税价分别为 4.2 和 5.2 万元/吨，假设公司 2021-2022 年电池级碳酸锂售价为 7.5/8.5 万元/吨，电池级氢氧化锂售价为 8.8/9.5 万元/吨。

**假设二：** 预计 2021 年底公司建成基础锂盐产能 7 万吨，假设 2020-2022 年公司公司锂产品销售量分别为 1.55/1.94/2.20 万吨。

**假设三：** 公司自产锂精矿从 2021 年起贡献 7000-9000 吨 LCE 的产能，成本约为 2200 元/吨；预计外购锂精矿价格从 2021 年起上涨，2020-2022 年公司外购锂精矿成本为 430/400/500 美元/吨。

### 盈利预测

预计公司 2020-2022 年营业收入为 18.59/26.16/32.63 亿元，同比增长 -18.44%/40.73%/24.75%；归母净利润 0.37/2.18/4.23 亿元，同比增长 163%/485%/94%，EPS0.05/0.29/0.56 元/股，对应 PE 562.83/96.27/49.64 倍。参考锂资源行业公司的平均估值，给予公司 2022 年 60 倍 PE 估值，目标价为 33.60 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

1) **锂盐：** 伴随新能源汽车、消费电子和储能行业发展，锂盐需求保持快速增长，公司在剥离人造板业务后，产能规划已与国内一线锂盐厂商持平，客户涵盖宁德时代、LGI 等国际蓝筹客户。公司一方面持续扩大锂盐产能，另一方面业隆沟锂矿助力公司原材料成本进入下行通道，毛利率有望提升。预计 2020-2022 年锂盐营收分别为 6.03/13.34/16.99 亿元，毛利率分别为 -16.64%/28.14%/41.22%。

2) **金属锂：** 公司金属锂产线主要用于技术调试，出货量预计较低，我们预计 2020-

2022 年金属锂营收分别为 0/0.25/0.43 亿元，毛利率分别为 0/-12%/-11.89%。

- 3) **纤维板**：公司纤维板业务于 2020 年 10 月完成股权转让，自 2020Q4 起不再计入公司收入，我们预计 2020-2022 年纤维板营收分别为 10.78/11.03/12.75 亿元，毛利率分别为 14.10%/19.40%/17.25%。
- 4) **稀土**：公司稀土业务未来不会扩张，毛利率保持稳定，我们预计 2020-2022 年稀土营收分别为 1.78/1.74/2.46 亿元，毛利率分别为 2.81%/2.84%/2.85%。

**表 14：盛新锂能主营拆分**

盛新锂能收入拆分		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
锂盐	营业收入（百万）	248.90	506.29	602.65	1333.63	1699.12
	销量（吨）	4882.6	12129.7	15500	19400	22000
	不含税单价（万元/吨）	5.10	4.17	3.89	6.87	7.72
	毛利率	31.59%	17.79%	-16.64%	28.14%	41.22%
金属锂	营业收入（百万元）				25	42.9
	销量（吨）				50	78
	单价（万元/吨）				50	55
	毛利率				-12.00%	-11.89%
纤维板	营业收入（百万元）	1664.27	1517.57	1078	1103	1275
	毛利率	16.97%	15.13%	14.10%	19.40%	17.25%
稀土	营业收入（百万元）		245.11	178	174	246
	毛利率		2.42%	2.81%	2.84%	2.85%

资料来源：国元证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 新能源车产销量不及预期；
- 2) 锂原材料采购的风险；
- 3) 锂价大幅下跌的风险；
- 4) 公司产能扩建进度不及预期等风险。



**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1676.38	1973.18	1756.34	2233.73	2440.18
现金	305.55	399.79	448.38	557.60	520.31
应收账款	143.53	214.11	111.61	182.50	241.81
其他应收款	12.71	13.19	377.74	503.82	459.73
预付账款	90.49	36.34	70.26	66.94	70.78
存货	958.95	1050.20	637.86	806.52	1034.60
其他流动资产	165.13	259.56	110.49	116.35	112.94
<b>非流动资产</b>	1920.47	2910.22	4038.91	4419.37	4557.20
长期投资	52.55	45.53	825.53	825.53	825.53
固定资产	1486.30	1937.36	2353.69	2792.99	2921.63
无形资产	142.70	382.47	378.73	374.94	371.09
其他非流动资产	238.93	544.86	480.97	425.91	438.95
<b>资产总计</b>	3596.84	4883.40	5795.26	6653.10	6997.38
<b>流动负债</b>	1231.37	1986.63	2347.36	2974.41	2871.03
短期借款	561.00	920.74	1493.32	2001.84	1768.94
应付账款	303.62	585.63	302.62	410.10	523.59
其他流动负债	366.75	480.26	551.42	562.47	578.51
<b>非流动负债</b>	188.25	250.27	110.27	110.27	110.27
长期借款	134.05	189.97	49.97	49.97	49.97
其他非流动负债	54.20	60.30	60.30	60.30	60.30
<b>负债合计</b>	1419.62	2236.89	2457.63	3084.68	2981.30
少数股东权益	82.38	108.56	110.57	123.33	148.08
股本	535.34	657.21	749.71	749.71	749.71
资本公积	1511.93	1924.62	2483.93	2483.93	2483.93
留存收益	84.61	-6.84	30.46	248.50	671.40
归属母公司股东权益	2094.84	2537.95	3227.05	3445.10	3868.00
<b>负债和股东权益</b>	3596.84	4883.40	5795.26	6653.10	6997.38

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-1.42	18.79	113.20	359.97	773.67
净利润	109.87	-62.38	39.30	230.81	447.66
折旧摊销	142.79	156.02	213.96	275.97	329.29
财务费用	44.92	72.93	96.46	128.09	136.90
投资损失	7.80	7.55	-262.00	-30.00	-30.00
营运资金变动	-367.58	-269.79	-99.94	-294.62	-66.27
其他经营现金流	60.78	114.47	125.41	49.72	-43.90
<b>投资活动现金流</b>	-227.64	-397.99	-1082.98	-631.18	-441.15
资本支出	325.54	395.68	556.74	635.54	439.27
长期投资	0.00	3.05	785.91	20.89	27.85
其他投资现金流	97.90	0.74	259.67	25.25	25.97
<b>筹资活动现金流</b>	81.91	287.07	1018.36	380.43	-369.80
短期借款	154.00	359.74	572.58	508.52	-232.90
长期借款	134.05	55.92	-140.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	121.86	92.50	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	412.69	559.31	0.00	0.00
其他筹资现金流	-206.13	-663.13	-66.03	-128.09	-136.90
<b>现金净增加额</b>	-147.15	-92.13	48.58	109.22	-37.28

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2518.27	2278.79	1858.65	2615.63	3263.02
营业成本	2173.77	1949.19	1801.95	2023.31	2340.66
营业税金及附加	27.70	20.92	19.98	26.96	32.89
营业费用	72.27	94.36	71.56	97.56	116.16
管理费用	103.46	122.69	107.80	107.24	137.05
研发费用	0.00	21.48	46.55	46.24	52.13
财务费用	44.92	72.93	96.46	128.09	136.90
资产减值损失	69.27	-104.04	16.43	4.88	-0.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.80	-7.55	262.00	30.00	30.00
<b>营业利润</b>	102.26	-64.98	43.51	270.25	527.08
营业外收入	8.71	1.24	4.25	4.73	3.41
营业外支出	2.27	3.02	5.04	3.44	3.83
<b>利润总额</b>	108.70	-66.76	42.72	271.54	526.66
所得税	-1.18	-4.38	3.42	40.73	79.00
<b>净利润</b>	109.87	-62.38	39.30	230.81	447.66
少数股东损益	-6.64	-3.14	2.01	12.76	24.75
<b>归属母公司净利润</b>	116.51	-59.24	37.30	218.04	422.91
EBITDA	289.96	163.97	353.93	674.31	993.27
EPS (元)	0.22	-0.09	0.05	0.29	0.56

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.77	-9.51	-18.44	40.73	24.75
营业利润(%)	322.09	-163.54	166.96	521.12	95.04
归属母公司净利润(%)	343.66	-150.84	162.96	484.61	93.96
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.68	14.46	3.05	22.65	28.27
净利率(%)	4.63	-2.60	2.01	8.34	12.96
ROE(%)	5.56	-2.33	1.16	6.33	10.93
ROIC(%)	6.02	0.22	3.55	8.00	12.68
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.47	45.81	42.41	46.36	42.61
净负债比率(%)	55.99	57.91	64.82	68.13	62.68
流动比率	1.36	0.99	0.75	0.75	0.85
速动比率	0.53	0.39	0.39	0.40	0.42
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.77	0.54	0.35	0.42	0.48
应收账款周转率	18.16	11.08	9.83	14.69	13.00
应付账款周转率	10.30	4.38	4.06	5.68	5.01
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.16	-0.08	0.05	0.29	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.79	3.39	4.30	4.60	5.16
<b>估值比率</b>					
P/E	180.17	-354.35	562.83	96.27	49.64
P/B	10.02	8.27	6.50	6.09	5.43
EV/EBITDA	75.35	133.26	61.73	32.40	22.00

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 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或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188