

行业研究

锂矿石 VS 铁矿石：青似于蓝而胜于蓝

——碳酸锂产业链深度研究报告之三

要点

锂辉石是优质的锂资源。锂资源包括盐湖、云母、锂辉石，其中锂辉石元素含量的一致性最强、杂质含量最少，可预见的3-5年，在高镍三元材料中锂辉石被其他锂资源替代的可能性非常低，而高镍三元材料主要用于生产高端新能源车，预计未来3-5年全球新能源车高端品产量的占比将进一步提升，这也就意味着，锂辉石的需求增幅将会超过锂资源的平均水平。

锂辉石和铁矿石分别是两个时代的重要矿产。铁矿石的终端需求60%左右是房地产和基建，2000-2019年期间，固定资产投资驱动中国GDP累计增长460%，房地产基建产业链的商品迎来了大繁荣，这其中最受益的矿种之一是铁矿石；诸多材料中，锂的终端需求集中在新能源汽车，2020年已达到54%，在良好的产品体验以及双碳政策的共同驱动下，锂辉石将在新能源车时代迎来大发展。

锂辉石的供给结构和铁矿石非常类似。（1）产量和储量的国别分布中，锂资源比铁矿石更加集中：2020年澳大利亚和南美（智利、阿根廷、巴西）贡献全球锂资源储量的75%、产量的80%，贡献全球铁矿资源储量的48%、产量的55%；（2）集中度方面，锂资源和铁矿石的全球产量CR4均在44%-47%之间；（3）锂辉石和铁矿石的勘探开采周期均比较长。

锂辉石的需求增长空间远超过二十年前的铁矿石。（1）2000-2019年期间，全球和中国铁矿石需求量分别增长123%、518%，铁矿的重要终端下游中国房地产新开工面积累计增长668%，而2020-2039年期间，锂资源的重要终端全球新能源车产量有望增长20倍；（2）在替代品方面，铁矿石在2000-2019年间基本没有受到废钢的影响；而锂辉石由于其良好的产品一致性，广泛用于高端新能源车，未来随着高端新能源车以及高镍三元电池的放量，我们预计锂辉石占锂资源的产量比重有望由2020年的51%提升至2025年的56%；（3）2019年中国锂资源、铁矿石对外依赖度分别为74%和80%，总体比较接近。

锂矿的成本曲线更为陡峭，不排除未来锂辉石精矿价格上探至2300美元/吨。

（1）锂矿成本曲线更为陡峭，相同的需求增幅能带来更大的锂辉石价格涨幅。
（2）根据铁矿石的成本曲线以及供需情况两种角度推测，不排除未来锂辉石精矿价格上探至2300美元/吨的可能性，这较2021年8月4日价格上涨179%。

投资建议：继续全面看好锂辉石产业链。如果按照锂辉石精矿高点2300美元/吨预测，大部分锂辉石A股上市公司的2023年PE仅有10-20倍之间，这具有较强的投资吸引力，我们坚定看好锂辉石产业链，优先选择锂辉石精矿价格上涨盈利增幅大的公司，**推荐**天齐锂业、赣锋锂业、科达制造、雅化集团；**建议关注**融捷股份、天华超净、中矿资源、盛新锂能。

风险提示：国内外新能源汽车产量不及预期，全球锂矿产能产量扩张超预期的风险；相关政策调控和地缘政治风险；替代品进程显著超预期；价格不及预期等。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002466.SZ	天齐锂业	110.00	-1.24	0.43	0.96	-	257	115	增持
002460.SZ	赣锋锂业	190.00	0.76	1.43	2.10	248	133	90	增持
600499.SH	科达制造	20.36	0.15	0.46	0.64	135	44	32	增持
002497.SZ	雅化集团	31.20	0.29	0.70	1.02	109	44	31	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-04

有色
增持（维持）

作者

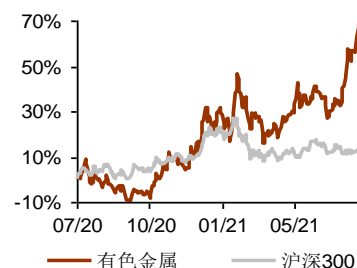
分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

《电动汽车照亮“锂”想——未来5年全球碳酸锂供需情况及价格推演》，2021年4月23日
《自主可控，大有可为——盐湖提锂助力国家“锂”想》，2021年7月10日

投资聚焦

2021 年中国和欧洲新能源汽车产销数据持续增长，而未来 1-2 年新增供给侧产能有限。我们认为锂盐以及上游原料锂矿价格的全面上涨将显著增厚国内上市公司的业绩，其中也蕴含着大量投资机会。

我们的创新之处

- 1、通过铁矿和锂矿供给侧、需求侧以及产品价格全维度对比，而两者在供给集中度、下游需求结构、中国对外依赖度等高度的相似性，也让铁矿石过去的价格走势能为未来锂辉石作出指引。
- 2、通过成本曲线和供需关系，我们按照铁矿石历史的价格数据来推演未来 3-5 年锂辉石精矿价格可能上探的高点。
- 3、我们通过测算 A 股锂相关上市公司 2021 年-2023 年权益锂盐产量和自给率的情况，对公司未来盈利情况作出预测。

股价上涨的催化因素

- 1、供需缺口带来锂辉石精矿以及锂盐产品价格的持续提升；
- 2、需求带动下，各企业产能利用率不断提升，产销数据持续向好。

投资建议

全面看好锂辉石产业链，按照锂辉石精矿价格每上升 1%，测算上市公司的盈利增幅作排序，**推荐**天齐锂业、赣锋锂业、科达制造、雅化集团；**建议关注**融捷股份、天华超净、中矿资源、盛新锂能。

目 录

1、缘起：锂辉石是青春版的铁矿	6
1.1、两种矿石的简介	6
1.2、铁矿石和锂辉石分别是两个二十年重要大赛道的重要矿产品	7
1.3、锂辉石更像 2003 年前后的铁矿石	8
2、供应篇：锂辉石产业秩序更强	9
2.1、澳洲和南美产储量在全球的占比：锂矿均高于铁矿	9
2.2、生产集中度 CR4：锂矿高于铁矿	10
2.3、矿山开采周期：锂矿总体长于铁矿	11
3、需求篇：锂辉石更加坡长雪厚	12
3.1、相似性：中国进口依赖度、对全球的引领作用	12
3.2、相似性：替代品的影响均较小.....	13
3.3、需求成长空间：锂辉石远强于二十年前的铁矿石	15
4、价格篇：两种方法推演锂矿价涨幅	16
4.1、方法一：成本曲线的对比推演长期价格	16
4.2、方法二：供需关系的对比推演短期价格	17
5、最乐观情形上市公司盈利测算	18
6、投资建议	19
6.1、天齐锂业	19
6.2、赣锋锂业	21
6.3、科达制造	23
6.4、雅化集团	25
6.5、盛新锂能	28
7、风险提示	30

图目录

图 1: 锂辉石图例.....	6
图 2: 锂盐（锂辉石下游）的全球 2020 年需求量分布.....	6
图 3: 铁矿石图例.....	6
图 4: 钢铁（铁矿石唯一下游）的 2020 年中国需求量分布.....	6
图 5: 2000-2019 年中国全社会固定资产投资额增长 17 倍.....	7
图 6: 固定资产投资的高速增长显著提振铁矿的需求.....	7
图 7: 2020-2039 年全球新能源车产量有望增长 20 倍.....	7
图 8: 新能源车产业大发展将带动锂辉石的需求增长.....	7
图 9: 锂辉石和铁矿的主导下游产业二十年需求增长空间.....	8
图 10: 2002 年以来铁矿石价格（元/吨）.....	8
图 11: 2020 年全球锂资源储量 75%集中在澳大利亚和南美.....	9
图 12: 2020 年全球铁矿储量 48%集中在澳大利亚和南美.....	9
图 13: 2020 年全球锂资源产量 80%集中在澳大利亚和南美.....	9
图 14: 2020 年全球铁矿石产量 55%集中在澳大利亚和南美.....	9
图 15: 2020 年全球铁矿产量 CR4 达到 43.7%.....	10
图 16: 2020 年全球锂矿产量 CR4 达到 46.9%.....	10
图 17: 全球前四大铁矿企业产量的占比演变趋势.....	10
图 18: 全球顶级矿山从发现到投产的所需时间, 2010-2019.....	11
图 19: 金矿与铜矿从发现到投产平均所需时间, 2010-2019.....	11
图 20: 2020 年以前采矿权办理流程.....	11
图 21: 环评批复、采矿权证办理流程.....	11
图 22: 中国铁矿石进口依赖度.....	12
图 23: 中国锂资源进口依赖度.....	12
图 24: 2019 年各国锂消费量占比.....	12
图 25: 中国和国外铁矿石需求量变迁（亿吨）.....	12
图 26: 动力电池回收流程.....	13
图 27: 动力电池应用区段.....	13
图 28: 铁矿石的唯一需求生铁产量变迁.....	14
图 29: 全球及中国生铁和粗钢的产量年度比值.....	14
图 30: 2020 年全球铁矿石产量-成本曲线（美元/吨, 百万吨）.....	16
图 31: 全球锂辉石产量-成本曲线（澳元/吨, 吨）.....	16
图 32: Li2O 5%min 中国到岸价（美元/吨）.....	16
图 33: 进口铁矿石:62%品位:干基粉矿到岸价（美元/吨）.....	17
图 34: 四大铁矿产量/全球生铁产量.....	17
图 35: 锂精矿价格 2300 美元/吨每上升 1%, 基于表 7 净利润增幅.....	19
图 36: 锂盐价格 19 万元/吨每上升 1%, 基于表 7 净利润的增幅.....	19
图 37: 天齐锂业产业链布局.....	19
图 38: 天齐锂业 2016-2021Q1 营收情况.....	20
图 39: 天齐锂业锂精矿、碳酸锂营业收入占比.....	20

图 40: 交易前后股权结构变化	21
图 41: 赣锋锂业业务布局	22
图 42: 赣锋锂业生产基地	22
图 43: 赣锋锂业 2016-2021Q1 主要财务指标情况	22
图 44: 赣锋锂业 2020 营业收入分业务占比	22
图 45: 科达制造 2016-2021Q1 主要财务指标情况	24
图 46: 科达制造 2020 年营业收入分业务占比	24
图 47: 雅化集团业务布局	25
图 48: 雅化集团销售网络	25
图 49: 雅化集团 2016-2021Q1 主要财务指标情况	26
图 50: 雅化集团 2020 营业收入分业务占比	26
图 51: 盛新锂能 2016-2021H1 主要财务指标情况	28
图 52: 盛新锂能 2020 年主营业务收入分业务占比	28

表目录

表 1: 锂辉石和铁矿石在三个维度的比较	8
表 2: 电池级碳酸锂行业标准	13
表 3: 各类电池能量密度对比	14
表 4: 全球锂矿需求预测	15
表 5: 全球锂矿新增产能释放情况	17
表 6: 锂盐成本拆分和预测	18
表 7: 基于 2023 年权益产量, 基于最乐观情形下 2300 美元/吨锂精矿价格和 19 万元/吨锂盐价格对应上市公司净利润测算	18
表 8: 天齐锂业盈利预测与估值简表	21
表 9: 赣锋锂业盈利预测与估值简表	23
表 10: 科达制造盈利预测与估值简表	24
表 11: 雅化集团收入拆分	26
表 12: 可比公司估值比较	27
表 13: 雅化集团盈利预测与估值简表	27
表 14: 盛新锂能收入拆分	29
表 15: 可比公司估值比较	29
表 16: 盛新锂能盈利预测与估值简表	30

1、缘起：锂辉石是青春版的铁矿

1.1、两种矿石的简介

锂辉石是主要含锂矿物之一，又称 α 型锂辉石。单斜晶系，晶体常呈柱状、粒状或板状；颜色呈灰白、灰绿、翠绿、紫色或黄色等；硬度 6.5~7，密度 3.03~3.22g/cm³。锂辉石原矿氧化锂品位在 1%~2%不等，进一步加工成氧化锂品位 5%~7%的锂辉石精矿（以下简称锂精矿）后，可作为锂盐生产的原料。

锂辉石主要产于富锂花岗伟晶岩中，共生矿物有石英、钠长石、微斜长石等。晶体在加热或被紫外线照射时会改变颜色，在阳光作用下也会失去光泽。焙烧至 1000°C 左右时迅速转变为 β 型锂辉石，并具热裂性质。作为锂化学制品原料，广泛应用于锂化工、玻璃、陶瓷行业，享有“工业味精”的美誉。

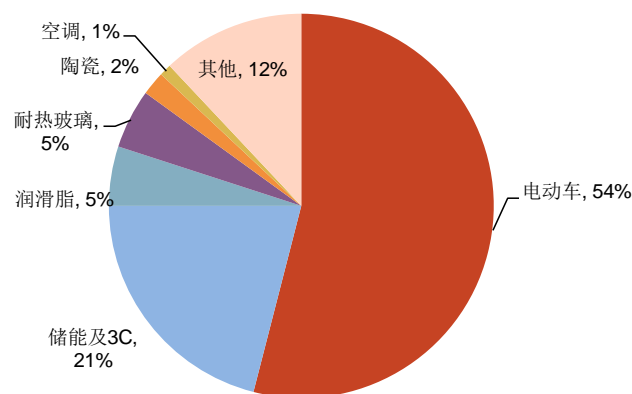
2020 年全球锂辉石的下游锂盐的需求量分布：电动车 54%、储能及消费电子 21%、润滑脂 5%、耐热玻璃 5%、陶瓷 2%、空调 1%、其他 12%。

图 1：锂辉石图例



资料来源：搜狐网、光大证券研究所

图 2：锂盐（锂辉石下游）的全球 2020 年需求量分布

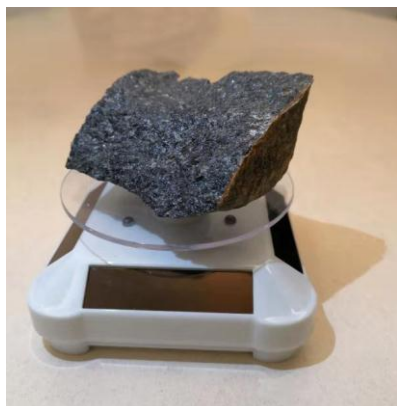


资料来源：SQM 公告、光大证券研究所

铁矿石是钢铁生产企业的重要原材料，天然矿石（铁矿石）经过破碎、磨碎、磁选、浮选、重选等程序逐渐选出铁；铁矿石是含有铁单质或铁化合物能够经济利用的矿物集合体。铁矿石的种类很多，一般默认品位是 62% 左右，主要的铁矿石有磁铁矿（Fe₃O₄）、赤铁矿（Fe₂O₃）和菱铁矿（FeCO₃）等。

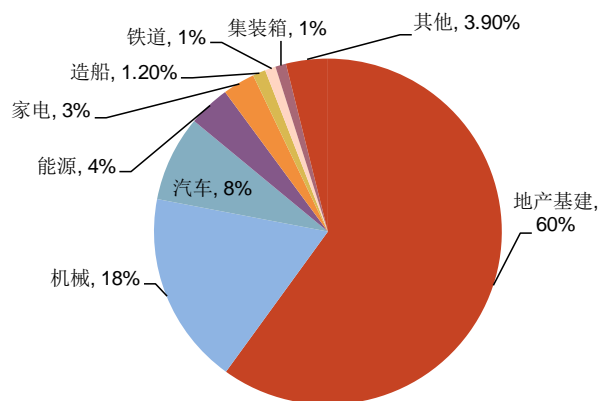
铁矿石全用来炼铁。2020 年全球钢铁的需求量分布：房地产 35%、基建 25%、机械 18%、汽车 8%、家电 3%，造船 1.2%，其他 3.9%。

图 3：铁矿石图例



资料来源：大中矿业官网、光大证券研究所

图 4：钢铁（铁矿石唯一下游）的 2020 年中国需求量分布



资料来源：中国产业信息网、光大证券研究所

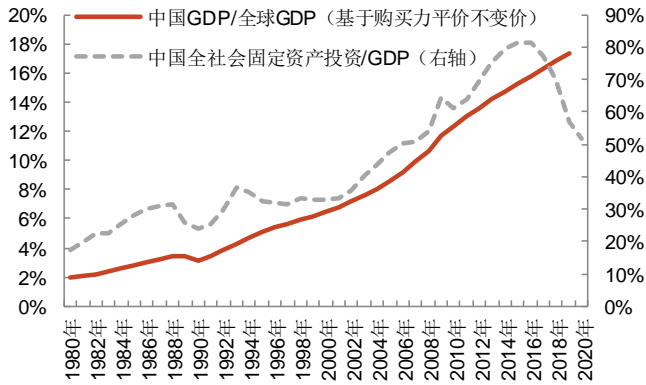
1.2、铁矿石和锂辉石分别是两个二十年重要大赛道的重要矿产品

2000-2019年，全球经济的重要增长引擎是中国。根据世界银行基于购买力平价不变价计算，这期间内，全球GDP增长100%、中国GDP增长460%，全球GDP增量的29%来自中国；中国GDP占全球GDP的比重（按购买力平价不变价计算）由2000年的6.43%跃升至2019年的17.3%。

2000-2019年，中国经济最重要的增长引擎是固定资产投资：这期间中国固定资产投资额增长17倍至2019年的56万亿元，中国GDP增量的60%来自全社会固定资产投资；全社会固定资产投资占中国GDP的比重由2000年的3.28%跃升至2015年的81.6%，在2019年降至56.9%。

而与中国固定资产投资相关性最高的是基建、地产产业链，该链条上相关的大类矿产品主要有：铁矿、铜精矿、铝矿、煤矿，其中铁矿与基建地产的关联度最高，在2000-2019年也是最耀眼的矿产品。

图 5：2000-2019 年中国全社会固定资产投资额增长 17 倍



资料来源：国家统计局、世界银行、WIND、光大证券研究所

图 6：固定资产投资的高速增长显著提振铁矿的需求

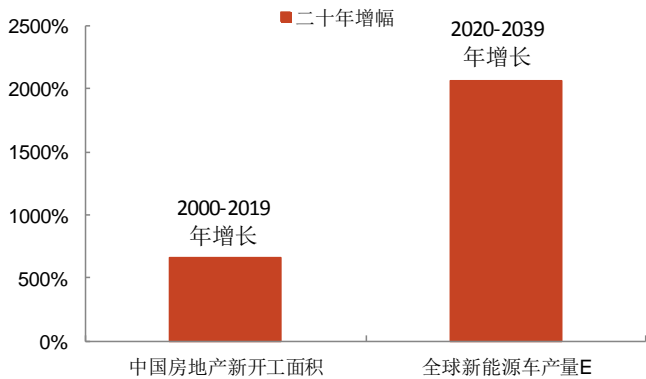


资料来源：光大证券研究所绘制

2020-2039年新能源车将是有望引领全球经济发展的主力行业之一，我们预计2039年前后全球新能源车产值有望达到10.5万亿元（假设70%新能源汽车渗透率、7000万辆车产量、单车售价15万元，只考虑车、未考虑产业链的产值）。

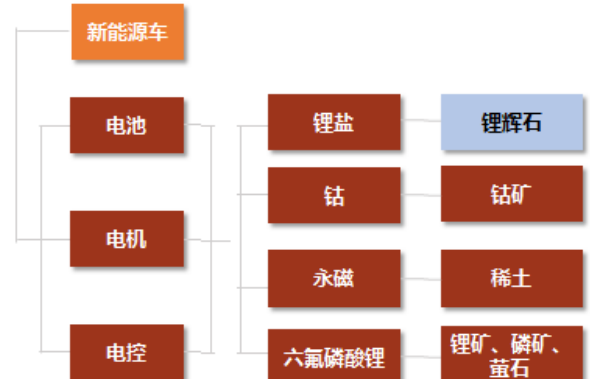
新能源车产量相关的矿产品有：锂精矿、钴矿、稀土矿等，其中只有锂精矿的下游锂盐（包括碳酸锂、氢氧化锂）的2020年需求分布中，新能源车已达到了54%，其他矿种显著低于该值，因此新能源车关联度最高的矿种是锂辉石。

图 7：2020-2039 年全球新能源车产量有望增长 20 倍



资料来源：EVTANK、首钢、WIND、世界钢协、国家统计局、光大证券研究所测算

图 8：新能源车产业大发展将带动锂辉石的需求增长



资料来源：光大证券研究所绘制

1.3、 锂辉石更像 2003 年前后的铁矿石

我们从供给、需求、成本曲线三大维度来比较锂辉石和铁矿石，发现二者均有很强的相似性：

从供给的角度看，2020 年两者的产量、储量均高度依赖澳洲、巴西、智利三国，而且生产集中度较高，CR4 都达到 44%以上；从需求的角度看，2020 年对单一行业的依赖度都达到 50%、2018 年中国需求占全球的比重都超过 55%、2019 年中国进口依赖度都超过 70%；从成本曲线的角度看，二者也均比较陡峭。

表 1：锂辉石和铁矿石在三个维度的比较

		锂资源	铁矿石	数据时间
供给量	澳洲南美储量占比	75%	48%	2020 年
	澳洲南美产量占比	80%	55%	2020 年
	全球产量 CR4	47%	44%	2020 年
需求量	下游最大行业占比	54% (电动车)	60% (基建地产)	2020 年
	中国需求量占比	56%	61%	2018 年
	中国进口依赖度	74%	80%	2019 年
	最大下游二十年全球增长	2000%	668%	
	可替代性	弱	弱	
成本	成本曲线	非常陡峭	陡峭	2020 年

备注：(1) 锂辉石全球需求增长空间按 2020-2039 年测算，铁矿石按 2000-2019 年计算；(2) 下游需求最大行业占比，锂辉石是按全球的分布、铁矿石是按中国的分布；(3) 锂资源包括锂辉石、盐湖等

资料来源：《稀土信息》2020 年第 6 期《稀土行业：情况并不好、但会变得更好》、Stormcrow、光大证券研究所

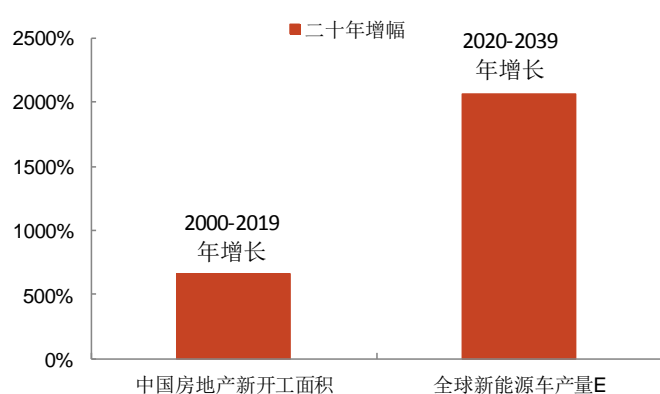
不过从产业发展所处的阶段而言，锂辉石仍处于青春期、铁矿石处于成熟期，那么锂辉石更像哪个时间段的铁矿石呢？我们从几个维度来比较：

(1) 发展空间的角度来看，铁矿石需求量在 2019 年前后进入平稳增长期，2000-2019 年期间，全球、全国铁矿石需求量分别增长 2.4 倍、4.2 倍，1995-2019 年期间，全球、全国铁矿石需求量分别增长 2.9 倍、7.4 倍；而全球锂辉石的需求量平稳期预计在 2040 年前后，其最主要的下游新能源车产销量 2020-2039 年期间预计仍会增长 20 倍，这么来看锂辉石更像 2000 年前的铁矿石。

(2) 供求平衡度来看，2002 年是铁矿石价格的底部，2002-2008 年期间，铁矿石价格最高涨幅达到 610%。从供求关系的发展趋势来看，锂辉石更像 2003 年前后的铁矿石。

在接下来的章节中，我们将从三大维度来详细对比锂辉石和铁矿石，并据此展望锂辉石的价格趋势和幅度。

图 9：锂辉石和铁矿的主导下游产业二十年需求增长空间



资料来源：EVTANK、首钢、WIND、世界钢协、国家统计局、光大证券研究所测算

图 10：2002 年以来铁矿石价格（元/吨）



资料来源：WIND、光大证券研究所，截至 2021 年 8 月 2 日

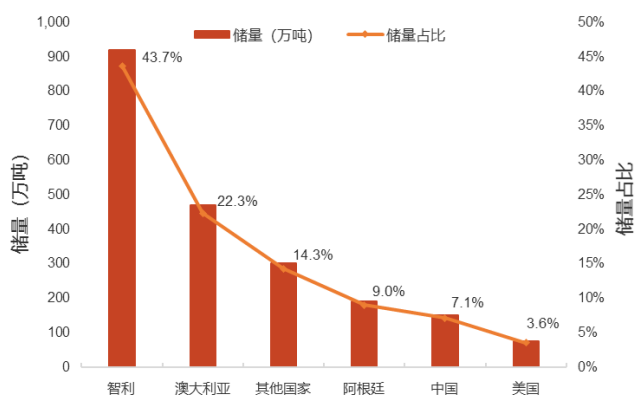
2、供应篇：锂辉石产业秩序更强

2.1、澳洲和南美产储量在全球的占比：锂矿均高于铁矿

据 USGS 的统计数据，2020 年全球锂矿和铁矿资源储量的 22.3%、28.5% 分布在澳大利亚，52.7%、19.4% 分布在南美（其中锂矿资源在南美主要是智利和阿根廷，而铁矿在南美主要是巴西）。也就是说，澳大利亚和南美两大区域合计占全球锂矿资源储量的 75%、铁矿资源储量的 48%，全球锂资源的区域集中度显著高于铁矿。

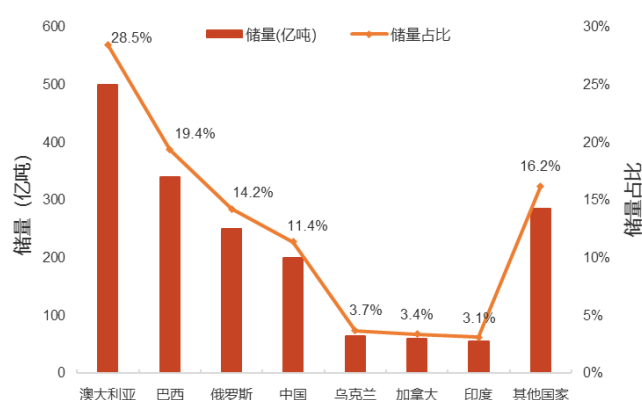
中国的锂矿、铁矿资源储量 2020 年分别占全球的 7.1%、11.4%，从这个角度而言，中国的锂资源比铁资源更稀缺。

图 11：2020 年全球锂资源储量 75% 集中在澳大利亚和南美



资料来源：USGS，光大证券研究所

图 12：2020 年全球铁矿储量 48% 集中在澳大利亚和南美

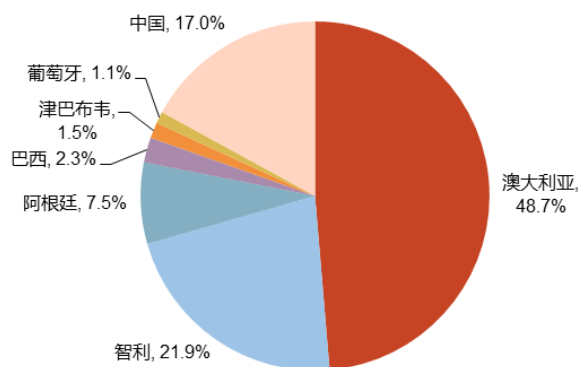


资料来源：USGS，光大证券研究所

产量方面的情况大体类似。2020 年全球锂矿和铁矿产量的 48.7%、37.5% 在澳大利亚，31.7%、16.7% 在南美（其中锂矿资源在南美主要是智利、阿根廷和巴西，而铁矿在南美主要是巴西）。也就是说澳大利亚和南美两大区域合计占全球锂矿、产量的 80%、铁矿产量的 55%，全球锂矿产量的区域集中度显著高于铁矿，而且锂矿更加集中在澳大利亚。

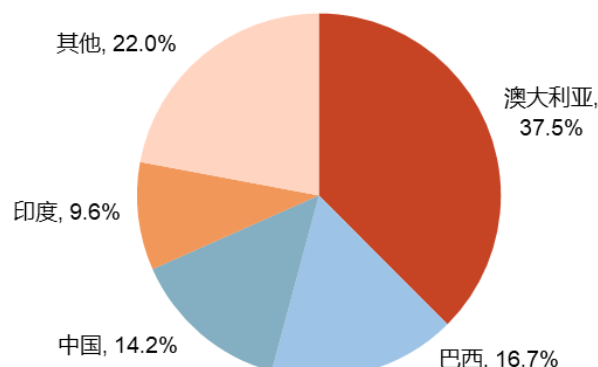
2020 年中国的锂矿、铁矿产量分别占全球的 17%、14.2%，两者基本接近，总体都偏低。

图 13：2020 年全球锂资源产量 80% 集中在澳大利亚和南美



资料来源：USGS，光大证券研究所

图 14：2020 年全球铁矿石产量 55% 集中在澳大利亚和南美



资料来源：USGS，光大证券研究所

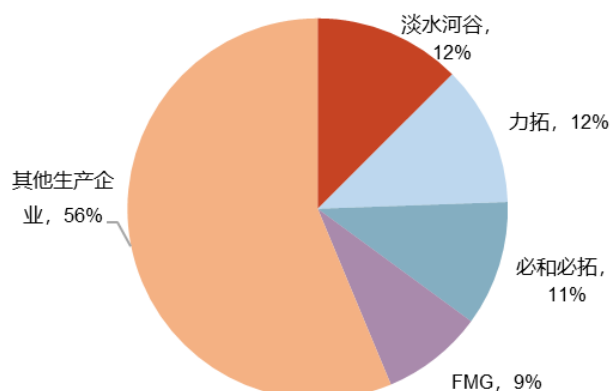
总体来看，无论是产量还是储量，锂矿对澳大利亚和南美（尤其是澳大利亚）的依赖度，均显著高于铁矿。

2.2、生产集中度 CR4：锂矿高于铁矿

结合 2020 年各上市公司年报和 USGS 的数据，我们测算，全球铁矿石前四大企业淡水河谷、必和必拓、力拓和 FMG 2020 年的产量合计占全球的 43.7%；全球锂矿的前四大企业 Greenbush、Marion、Pilbara、Cattlin 2020 年的产量合计占全球的 46.9%。

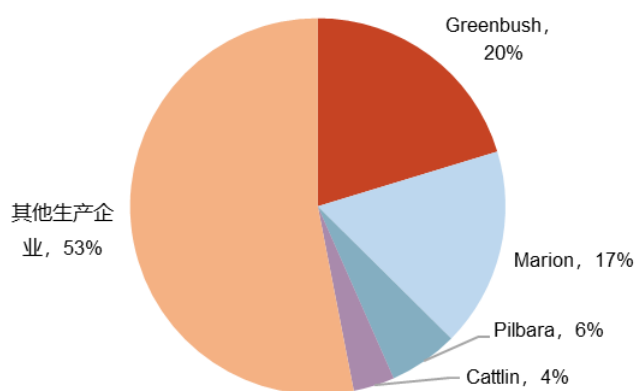
整体来看，全球锂矿和铁矿的生产集中度均较高，其中锂矿的生产集中度（CR4）略高于铁矿。

图 15：2020 年全球铁矿产量 CR4 达到 43.7%



资料来源：USGS、公司公告、光大证券研究所

图 16：2020 年全球锂矿产量 CR4 达到 46.9%



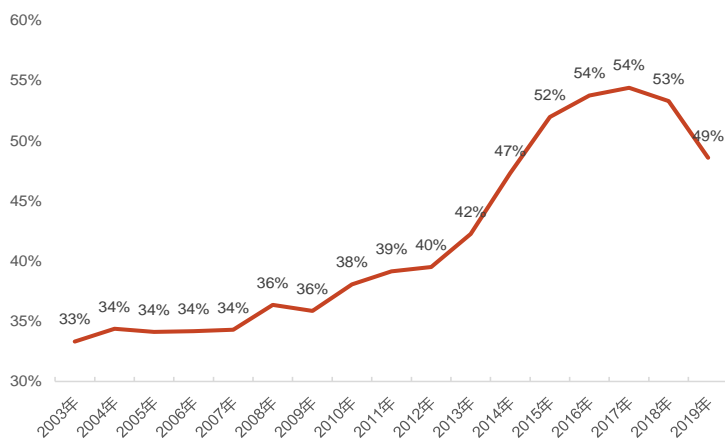
资料来源：USGS、公司公告、光大证券研究所

中国第一大铁矿企业是鞍钢集团，2020 年铁矿石产量约 4000 万吨（其中近 1000 万吨在海外），占全球的比重为 1.67%；中国本土第一大锂辉石企业是融捷股份，2020 年生产锂精矿 5.8 万吨，占全球锂资源比重的 1.91%；而天齐锂业控股的 greenbush 矿山权益产量 31.4 万吨占全球锂资源比重的 10.2%。

全球前四大铁矿石企业产量占比在 2004 年以前略超过 33%，2012 年以后才超过 40%，主要是 FMG 在 2009 年开始显著贡献产量，并由该年的 0.35 亿吨攀升至 2020 年的 2.08 亿吨，一举成为全球第四大铁矿生产企业，而全球前三大铁矿石企业产量 2020 年分别为 3 亿吨（淡水河谷）、2.86 亿吨（力拓）、必和必拓（2.55 亿吨）。

如果我们参考前文的推测（当前的锂辉石更像 2003 年及之前的铁矿石），那么当前的锂辉石的集中度（CR4 达 46.9%）远超过 2003 年铁矿石的集中度（33%左右）。

图 17：全球前四大铁矿企业产量的占比演变趋势

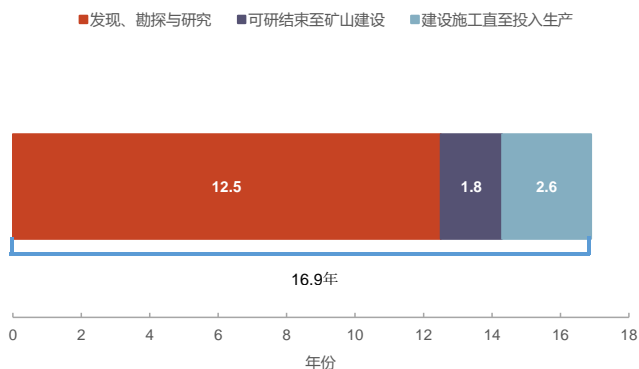


资料来源：世界钢协、海关总署、WIND、光大证券研究所

2.3、 矿山开采周期：锂矿总体长于铁矿

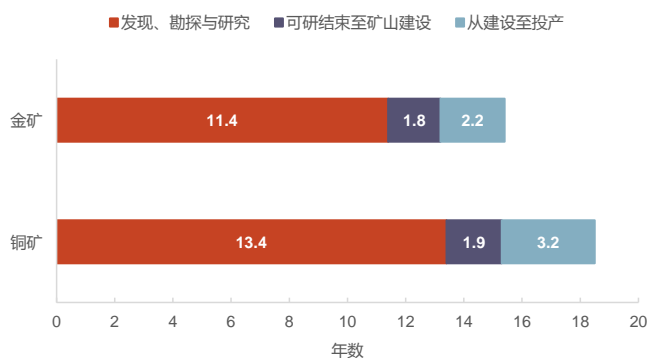
铁矿和锂矿开采流程复杂，开采周期较长，因此上游矿山产能投放的增速往往不及下游需求快速的增长。根据标准普尔全球市场财智 Paul Manalo 的文章，其梳理了 2010 年至 2019 年间全球最大的 35 个矿山，从发现到投产的平均所需时间为 16.9 年，其中最短的为 6 年，最长的为 32 年。

图 18：全球顶级矿山从发现到投产的所需时间，2010-2019



资料来源：全球地质矿产信息网刊载、光大证券研究所

图 19：金矿与铜矿从发现到投产平均所需时间，2010-2019



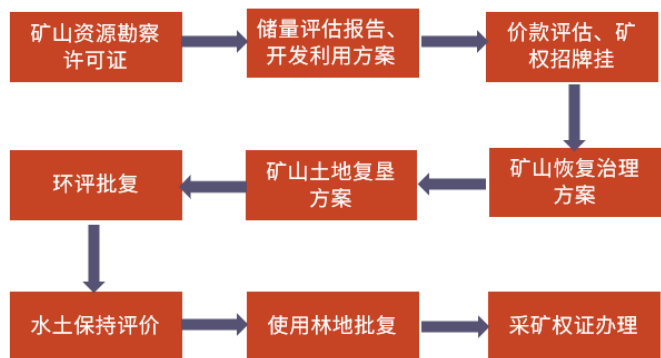
资料来源：全球地质矿产信息网刊载、光大证券研究所

以铁矿石为例，巴西淡水河谷 S11D 项目投资约 170 亿美元，年产能 9000 万吨铁矿石，位于巴西帕拉州东南部的卡拉加斯，是采矿行业有史以来最大的项目之一。2012 年 6 月，S11D 项目获得初步许可，2013 年 7 月，获得巴西环境和可再生资源部门颁发的安装环境许可证，2016 年 12 月，获得营运许可，开始投产。从获得初步许可到投产历时 4 年时间。

以锂矿石为例，甲基卡自 1965 年-1972 年均处于地质队勘查阶段，从 05 年其 24 万吨采选产能获得环评到 2010 年竣工环保验收，历时 5 年多的时间。其 105 万吨原矿开采产能自 2013 年 5 月获得采矿许可，经历产线技改以及停产事件，直到 2019 年才启动复产，历时 6 年时间。

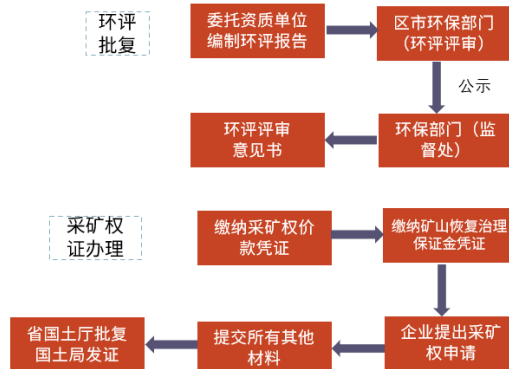
矿山开采中发现、勘探与研究所占的时间最长，平均占矿山从发现到投产时长 70% 以上。2020 年以前从矿山资源勘察到拿到采矿证，短则一年，长则十余年，资料繁多、流程复杂。2020 年自然资源部发布文件称精简矿业权申请材料，矿业权申请流程冗杂的局面将得到改善。

图 20：2020 年以前采矿权办理流程



资料来源：自然资源部、光大证券研究所

图 21：环评批复、采矿权证办理流程



资料来源：自然资源部、光大证券研究所

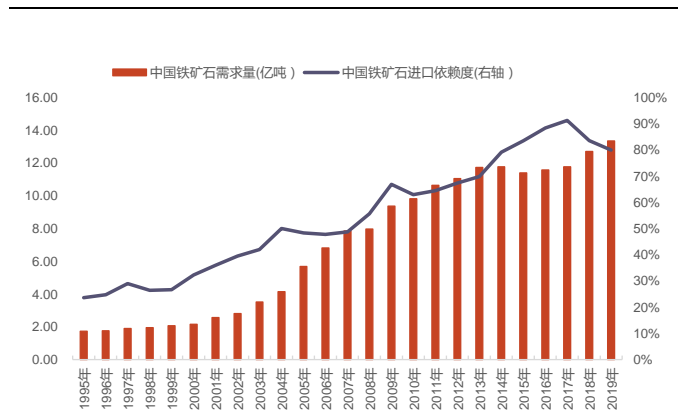
3、需求篇：锂辉石更加坡长雪厚

3.1、相似性：中国进口依赖度、对全球的引领作用

由于全球资源天然分布不均，中国无论在储量还是产量上，铁矿和锂矿占比都不高，而中国铁矿和锂矿下游需求都占据了全球的半壁江山，因而上游的资源势必大量依赖于国外进口。中国铁矿石的需求量从1995年的1.74亿吨上升至2019年的13.35亿吨，对应的中国铁矿石进口依赖度从24%上涨至80%。

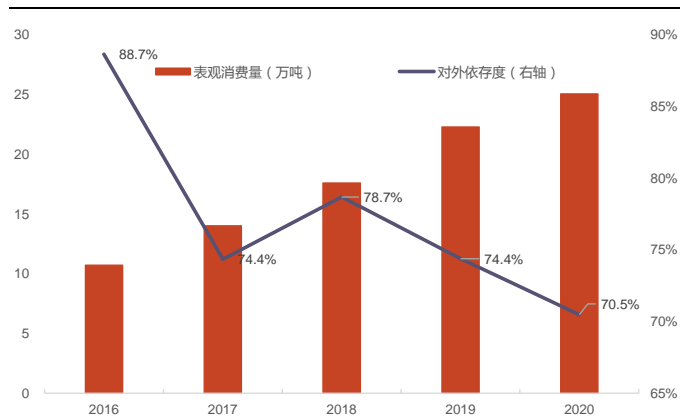
国内锂盐产能富余，2020年全球近60%的锂盐产量集中在中国，但是锂盐上游的原材料锂辉石等我国却大量依赖进口，根据我们的测算，2020年我国超过70%的锂盐原料来自海外。国内上市公司和海外矿山的锂精矿产品存在长期包销协议。

图 22：中国铁矿石进口依赖度



资料来源：WIND、世界钢协、国家统计局、光大证券研究所

图 23：中国锂资源进口依赖度

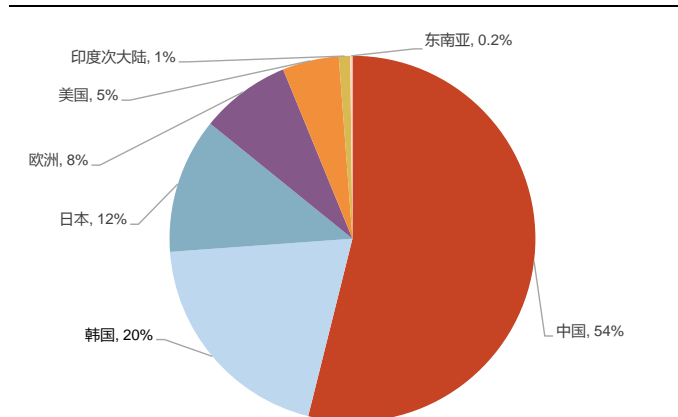


资料来源：USGS、百川盈孚，对外依存度数据为光大证券研究所测算

锂的需求主要来源于动力电池、消费电子、储能电池等。根据 Roskill 统计，中国 2019 年锂消费量位居全球首位，占全球消费量的 54%，韩国、日本排名前三，占比分别为 20%、12%。我国是全球最大的新能源汽车和动力电池产销基地，新能源汽车的发展带动了对上游锂盐需求的猛增。

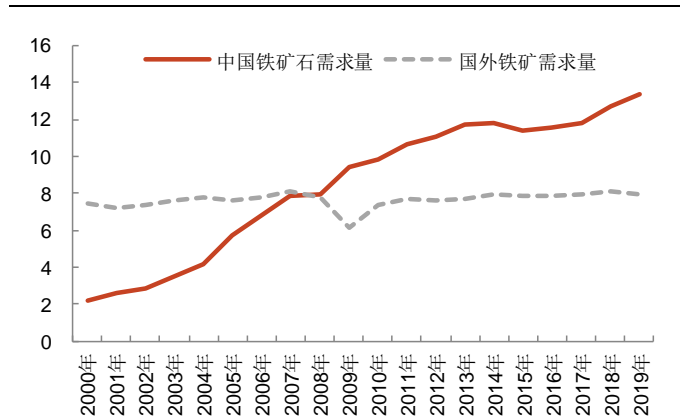
铁矿处于钢铁产业链的上游，铁矿占据了钢铁行业的主要成本。钢铁产业链中游包括高炉炼钢产生铁，转炉炼钢生产粗钢，主要的钢材是螺纹钢、线材、冷轧板卷、热轧板卷、涂镀层、中厚板等。下游产业主要用于建筑、机械、汽车、能源、造船、家电、铁道、集装箱等，建筑钢材用量占据半数以上。

图 24：2019 年各国锂消费量占比



资料来源：天齐锂业年报，Roskill，光大证券研究所整理

图 25：中国和国外铁矿石需求量变迁（亿吨）



资料来源：国家统计局、世界钢协、WIND

3.2、相似性：替代品的影响均较小

从锂盐生产的原料看，有锂辉石、盐湖卤水和锂云母三类。根据我们的测算，2020 年全球锂盐产量中 51.2% 来源于锂辉石，48.8% 来源于盐湖和云母。我们认为高镍三元仍是未来重要的电池技术路线之一，电动车高续航里程的诉求及智能化后耗电量的提升，高能量密度的高镍三元电池仍将占有日趋重要的地位，而高镍三元材料由于烧结温度不宜过高，只能采用熔点较低的氢氧化锂作为原料。

以锂辉石为原料酸化一步生产氢氧化锂的工艺由于生产环节少，成本相较盐湖更有优势，同时锂辉石产品的杂质含量控制和产品一致性也具有优势，因此氢氧化锂的原料仍优先选取锂辉石；相较而言碳酸锂下游应用场景包括电动车、储能、3C 等各类领域，针对客户需求的不同碳酸锂原料可广泛采用锂辉石、盐湖卤水或者锂云母。

一流电池厂商或者汽车主机厂在针对高镍三元电池原料氢氧化锂的使用上，也倾向于品质更高的矿石提锂品种。国内盐湖组分普遍具有镁、钠、钾、钙、硼、磁性物质等各类杂质，相较而言锂辉石不含有硼，同时锂辉石其他杂质的含量也低于盐湖卤水，杂质含量较高也会严重影响电池产品的一致性。

表 2：电池级碳酸锂行业标准

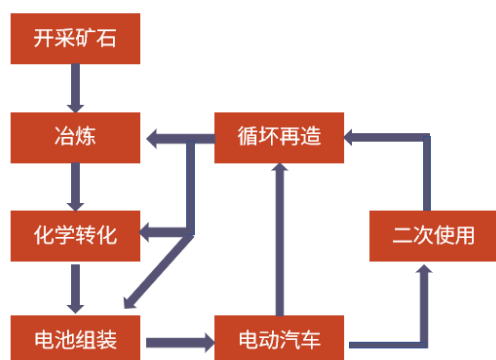
碳酸锂含量(%)	杂质含量，不大于(%)													
	Na	Mg	Ca	K	Fe	Zn	Cu	Pb	Si	Al	Mn	Ni	硫酸根	氯根
≥99.5	0.025	0.008	0.005	0.001	0.001	0.0003	0.0003	0.0003	0.003	0.001	0.0003	0.001	0.08	0.003

资料来源：中华人民共和国有色金属行业标准《YS/T 582-2013》

云母矿的品位较锂辉石更低，一般云母原矿品位在 0.3%-0.6% 之间，云母精矿在 2%-3.5% 之间。其成分也更为复杂，提炼难度更高。云母提锂短期内仍需解决氟元素环保的问题以及大规模废渣的处置和再利用，目前废渣中也会存在钠、钾、钙等元素，对其下游应用水泥行业不利。

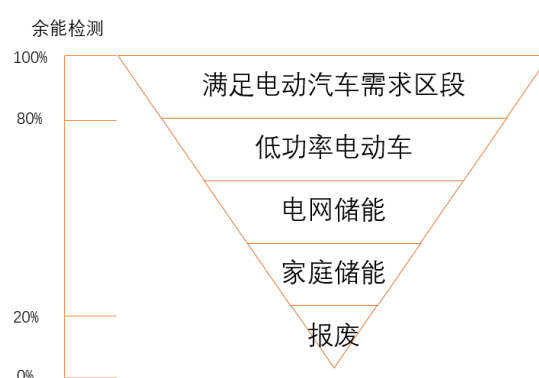
动力电池回收主要分为梯次利用和材料回收两种方式，理想的回收方式是先梯次利用再拆解回收。动力电池容量衰减到 80% 以下时，就需要退役不能再继续使用。如果从电动汽车上淘汰下来的动力电池没有损坏，电池容量在 20%-80% 时，可以进行梯级回收利用，用于低功率电动车、电网储能、低端储能等领域。当电池容量不及 20% 时，进行动力电池的资源化回收。

图 26：动力电池回收流程



资料来源：彭结林《报废动力电池回收预处理方案及技术研究》，光大证券研究所整理

图 27：动力电池应用区段



资料来源：郭京龙等《动力电池梯次利用进展研究》，光大证券研究所整理

根据中国电动汽车百人会秘书长的报告，动力电池回收还存在许多问题：

第一，动力电池回收评估方面存在标准缺失、评估成本高等问题。退役电池检测标准体系不完善，检测沿用车用动力电池标准，检测时间与资金成本高；退役电池安全性、可靠性方面检测标准不完善。

第二，关键技术尚需突破，包括拆解技术、电池成组连接技术等。

第三，目前动力电池回收体系不完善。业内存在一些回收小作坊，这些小作坊普遍存在工艺条件落后、资质不健全、环境破坏严重等问题。

第四，利益主体费用承担方式不明朗，动力电池回收涉及多方利益主体，包括电池生产商、整车消费商、消费者、梯次利用商等，各方费用承担不明晰。

第五，废旧磷酸铁锂动力电池回收经济性较差，由于电池中锂含量较少，使用传统技术进行废旧电池回收的经济效益较低，企业难以获得利润。

而从钠离子电池角度看，由于在元素周期表中钠离子元素排在锂元素之后，意味着锂离子电池将有更高的能量密度，更适宜作为能量的载体。当前钠离子电池的能量密度仍低于锂离子电池体系。我们认为随着汽车不断向智能化以及高端化演进，汽车的用电量不再局限于续航里程也包括其他智能化平台，汽车耗电量的提升会使高镍三元技术路线始终占有一席之地。

表 3：各类电池能量密度对比

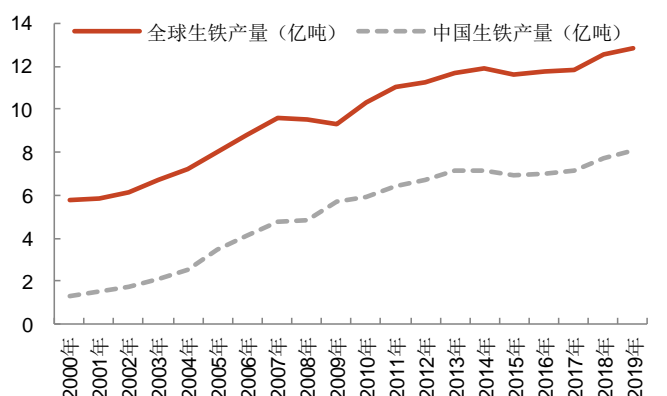
电池类型	能量密度区间 (Wh/Kg)
钠离子电池	70-200
三元锂离子电池	200-350
磷酸铁锂电池	150-210

资料来源：国轩高科、中科海钠、宁德时代，光大证券研究所整理

综上所述，我们认为至少在高端电池应用领域，锂辉石仍有较强的刚性需求，短期内被盐湖或者云母大规模替代的可能性不大。除了资源端的替代风险之外，短期内动力电池的新技术如电池回收以及钠离子电池也不会对锂精矿的需求造成太大的冲击。

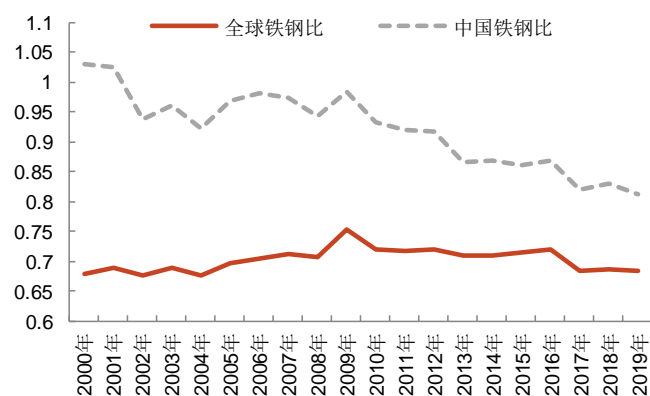
从铁元素的角度来看，铁矿石的替代品只有废钢。但是在 2000-2019 年、尤其是 2000-2010 年期间，废钢对铁矿石的替代作用并不明显，这主要有两个方面的原因：（1）生铁（铁矿石的唯一需求）的产量一直在增长；（2）废钢的回收平均普遍在 15-20 年，全球尤其是中国的废钢在这期间总体持续偏紧。

图 28：铁矿石的唯一需求生铁产量变迁



资料来源：国家统计局、世界钢协、WIND

图 29：全球及中国生铁和粗钢的产量年度比值



资料来源：国家统计局、世界钢协、WIND

3.3、需求成长空间：锂辉石远强于二十年前的铁矿石

根据我们的测算，2040 年全球锂辉石需求量将达到 2016 万吨，是 2020 年的 14 倍，其成长性远好于二十年前的铁矿石。

核心假设：(1) 受益于各国政策大力推进以及电动车消费成本的不断下降，新能源汽车在未来 20 年内仍将保持高增长态势。根据我们的测算，2025 年全球新能源汽车销量将达到 1900 万辆。而远期到 2040 年我们认为全球新能源汽车渗透率有望接近 70%，新能源汽车销量可达 7000 万辆；

(2) 未来主流电池技术路线我们仍看好磷酸铁锂和高镍三元，一方面，由于磷酸铁锂长循环寿命、低成本的优势在中低端乘用车、商用车等领域将占据主导地位；另一方面，高端长续航电动车仍具有较大客户需求，随着汽车智能化不断发展，汽车耗电量也将显著提升，因而高镍三元这样高能量密度的电池也将始终有一席之地。我们预测 2025 年全球磷酸铁锂电池占比约 50%，高镍三元电池占比约 30%；2040 年随着固态电池的大规模使用，高镍三元以及固态电池高能量密度体系将占据 50% 的市场份额，磷酸铁锂电池占比仍为 50%。

(3) 随着下游家用、风光、工商业、电网侧等应用需求的扩张，储能将在未来二十年迎来高速增长，预计 2025 年和 2040 年全球新增储能装机规模将达到 400GWH 和 4000GWH，相应的锂电储能的渗透率也将提升至 25% 和 50%。

(4) 假设 2025 年前高镍三元电池材料的原料仍优先选择锂辉石，根据我们的测算，2020 年全球锂盐中锂精矿供应比例达到 51.2%，由于高镍三元未来占比的提升，预计 2025 年全球锂精矿供应比例也将上升至 56.3%，在 2040 年由于工艺技术的改进，其他原料的产品品质也将得到对应的提升，锂精矿供应比例开始向全球资源储量的占比收敛，达到 40% 左右。

(5) 假设未来新技术如钠离子电池以及电池回收技术不会对锂电池造成大规模冲击，由于元素周期表中钠元素排在锂元素之后，因而钠锂离子电池理论的能量密度仍较锂电池有差距；而针对电池回收领域，电池不同型号的分拣测试以及产品一致性的保障也会是长期的难点问题。

表 4：全球锂矿需求预测

	2020E	2021E	2022E	2025E	2040E
全球汽车销量 (万辆)	7803	8583	9012	9500	10000
新能源汽车渗透率	4.2%	7.0%	9.0%	20.0%	70.0%
全球新能源汽车销量 (万辆)	324	601	811	1900	7000
高镍三元 811(含固态电池) 占比	8.5%	12.0%	16.0%	30.0%	50.0%
磷酸铁锂占比	26.1%	30.0%	35.0%	50.0%	50.0%
其他电池占比	65.3%	58.0%	49.0%	20.0%	0.0%
电动车对锂盐需求量 LCE (万吨)	17.8	33.7	46.8	127.1	448.0
储能装机量 (GWH)	158	205	267	400	4000
锂电储能渗透率	6%	10%	15%	25%	50%
锂电储能装机量 (GWH)	10	21	40	100	2000
储能对锂盐需求量 LCE (万吨)	0.8	1.6	3.2	8.0	160.0
手机对锂盐需求量 LCE (万吨)	4.9	5.5	6.1	8.2	10.0
传统工业对锂盐需求量 LCE (万吨)	10.5	10.7	11.0	11.9	12.0
总体锂盐需求量 LCE(万吨)	34.1	51.5	67.1	155.1	630.0
锂精矿供应比例	51.2%	52.0%	53.0%	56.3%	40.0%
盐湖/云母供应比例	48.8%	48.0%	47.0%	43.8%	60.0%
锂精矿需求 (万吨)	140	214	284	698	2016

资料来源：EVTank, Wind, CNESA, 彭博新能源财经, IDC, Gartner, 中国产业信息网, 光大证券研究所测算

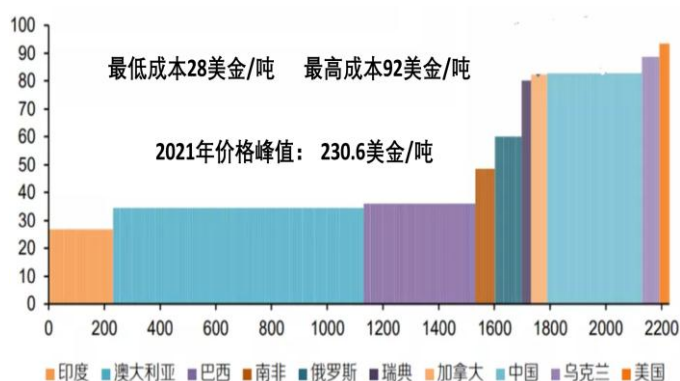
4、价格篇：两种方法推演锂矿价涨幅

4.1、方法一：成本曲线的对比推演长期价格

锂辉石的成本曲线陡峭程度远高于铁矿石。锂辉石最高成本约为 1250 澳元/吨，是最低成本的 5 倍、是成本中值的 3.3 倍。而铁矿石最高成本线约为 92 美元/吨，是最低成本的 3.3 倍；是成本中值的 2.5 倍。成本曲线陡峭程度越高意味着锂辉石相较铁矿石有更高的价格-需求弹性。

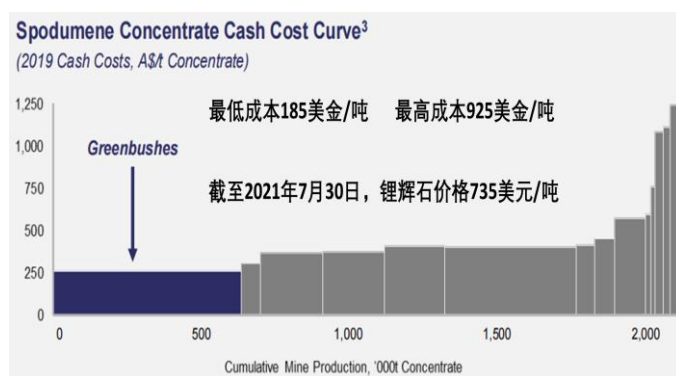
根据 2013-2021 年铁矿石现货价的数据，最高进口到岸价为 230.6 美元/吨（2021/5/12），根据铁矿石全球产量-成本曲线，最高成本 92 美金/吨，最低成本 28 美金/吨，成本中值 35 美金/吨。由此铁矿石峰值价格是最高成本的 2.5 倍，是最低成本的 8.2 倍，是成本中值的 6.6 倍。

图 30：2020 年全球铁矿石产量-成本曲线（美元/吨，百万吨）



资料来源：USGS、《Western Australia Iron Ore Profile - March 2021》、光大证券研究所整理

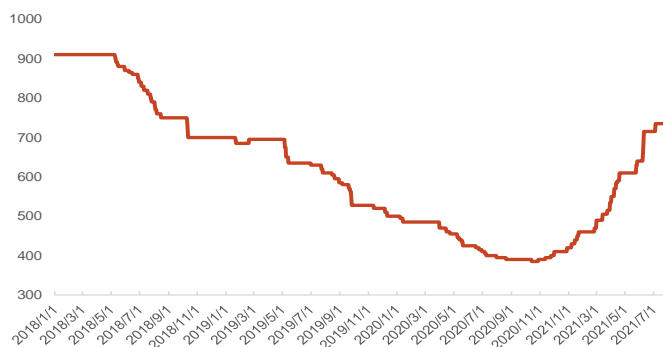
图 31：全球锂辉石产量-成本曲线（澳元/吨，千吨）



资料来源：IGO 公告，光大证券研究所整理

参考铁矿石最高现货价与成本之间的倍数关系，按照锂精矿最低成本 185 美元/吨乘以 8.2 倍，得到锂精矿价格 1517 美元/吨；最高成本 925 美金/吨乘以 2.5 倍，得到锂精矿价格 2312 美元/吨；成本中值 259 美金/吨乘以 6.6 倍，得到锂精矿价格 1709.4 美元/吨，因此我们取较高值，不排除未来锂精矿价格的高点上探至 2300 美元/吨的可能性。

图 32：Li2O 5%min 中国到岸价（美元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2021 年 8 月 6 日

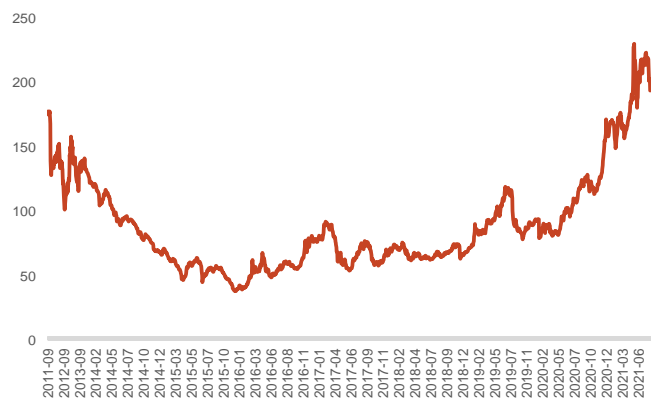
从我们 3.3 中的测算可以得知，2021 年预测的全球锂精矿的需求量已经突破了 200 万吨以上，从图 31 我们可以发现锂精矿目前已经进入了非常高的价格-需求弹性区域，即非常细微的需求变化，也可以迎来锂精矿价格的快速跳涨，假设锂精矿需求量从 200 万吨上升 4% 至 208 万吨，对应的成本线也将从约 600 澳元/吨上涨至 1250 澳元/吨，涨幅超过 100%。

4.2、方法二：供需关系的对比推演短期价格

供需关系是决定价格的主要因素。我们通过全球四大铁矿季度铁矿石的产量和全球季度生铁产量的比值趋势（以下简称“季度比值”）来近似代表全球铁矿石供需关系的趋势，2018年四个季度的比值在0.86-0.92之间，较为平稳，全年价格稳定在62美元/吨-76美元/吨，代表行业处于供需紧平衡状态。

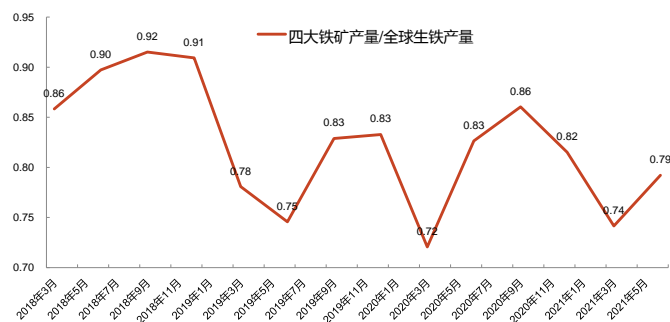
2021年上半年平均季度比值为0.77，较2018年下滑14%，近似代表行业供需缺口扩大了14%；2021年上半年铁矿石价格峰值为230.6美元/吨，是2018年铁矿石价格峰值的3倍。

图 33：进口铁矿石:62%品位:干基粉矿到岸价（美元/吨）



资料来源：国家统计局、世界钢协、WIND，截至 2021 年 7 月 30 日

图 34：四大铁矿产量/全球生铁产量



资料来源：国家统计局、世界钢协、WIND，截至 2021 年 6 月

在锂精矿的需求侧，根据我们在 3.3 章节中的预测，全球 2022 年锂精矿需求量将达到 284 万吨，较 2021 年提升 32.7%。

根据我们全球产能的梳理，主要锂精矿新增产能将集中在 2023 年前后释放，2022 年潜在的新增矿山产能仅 Altura 13.5-18.8 万吨锂精矿和李家沟 9 万吨锂精矿，约占全球供给的 9%-11%，我们预计 2022 年较 2021 年供需缺口扩大了 20%。

表 5：全球锂矿新增产能释放情况

运营公司	矿山	包销	2021 年 E 产能 (万吨)	2021 年 E 产量 (万吨)	预计新产能 投产时间	新增产能 (万吨)	新增产能占原产能占 比 (%)	备注
Talison Lithium	Greenbushes	天齐和雅宝	134	90	2025 年	46	34.3%	
RIM	Mt Marion	赣锋	45	45	/	/	/	暂无扩产
Pilbara	Pilgangoora	容汇锂业、长城汽车、天宜锂业、赣 38 锋锂业、浦项制铁	20	35	2023 年	30	78.9%	
银河资源	Cattlin	雅化集团、明和产业、盛新锂能	20	20	/	/	/	暂无扩产
Altura	Pilgangoora	赣锋、瑞福、盛新锂能、杉杉股份、/ LIONERGY	/	/	2022 年	13.5-18.8	/	目前停产状态
雅宝	Wodgina	雅宝	/	/	/	/	/	目前停产状态，官宣 3 年内复产
Alita	Bald hill	江特电机、宝威控股	/	/	/	/	/	目前停产状态，暂无复产计划
德鑫矿业	李家沟	雅化集团、川能动力	/	/	2022 年	9 (半年)	/	暂未投产
融达锂业	甲基卡	融捷股份	7.5	7.5	2023 年	34.2	456%	
金川奥伊诺	业隆沟	盛新锂能	6.8	6.8	/	/	/	暂无扩产
合计			251.25	204.3	2022 年	22.5-27.8	9%-11%	

资料来源：各上市公司公告

参考铁矿石 2021 年较 2018 年供需缺口扩大 14%，2021 年铁矿石价格峰值是 2018 年峰值的 3 倍；锂精矿 2022 年供需缺口较 2021 年扩大了 20%，不排除未来锂精矿价格高点上探至目前价格的 3 倍，即 2300 美元/吨的可能性。

假设单吨锂盐需要消耗 9 吨 5%氧化锂品位锂精矿，截至 2021 年 8 月 4 日锂精矿价格 825 美金/吨计算，单吨锂盐成本在 8.2 万元/吨左右，截至 2021 年 8 月 4 日，氢氧化锂和碳酸锂价格分别为 10.26 万元/吨以及 9.1 万元/吨，锂盐均价为 9.7 万元/吨。如果锂精矿价格上升至 2300 美金/吨，其他条件不变的情况下，单吨锂盐成本最高可上升至 17.5 万元/吨，则不排除单吨锂盐价格上探到 19 万元/吨的可能性。

表 6: 锂盐成本拆分和预测

计算方法	锂精矿价格 (美金/吨)	纯碱 (元/吨)	硫酸 (元/吨)	煤炭 (元/吨)	其他 (元/吨)	生产成本 (元/吨)	价格 (元/吨)
当前情况	825	3,550	1,850	6,500	18,000	81,875	97,000
加工费不变	2,300	3,550	1,850	6,500	18,000	174,800	189,925

资料来源：百川盈孚，Wind，光大证券研究所测算，测算时间为 2021 年 8 月 4 日

5、最乐观情形上市公司盈利测算

我们基于 2023 年各公司的权益锂精矿和权益锂盐产能，按照最乐观情形假设锂精矿价格上探到 2300 美金/吨，锂盐价格上探到 19 万元/吨测算各个上市公司的盈利情况。

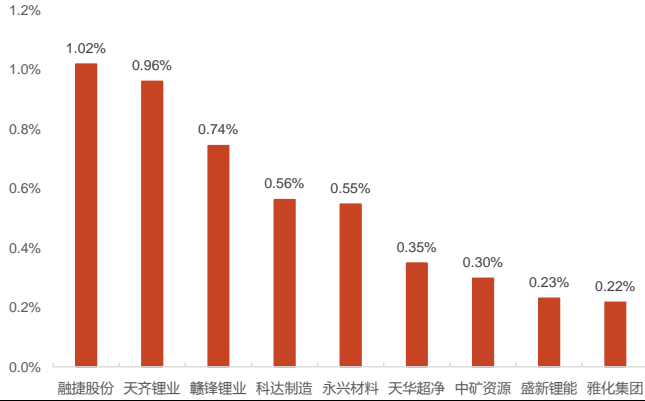
表 7: 基于 2023 年权益产量，基于最乐观情形下 2300 美元/吨锂精矿价格和 19 万元/吨锂盐价格对应上市公司净利润测算

上市公司	市值 (亿元) 截至 21/8/10	权益 LCE 产能(吨)			权益锂资源产能 (吨) 折算到锂精矿当量			锂精矿价格 2300 美元/吨，锂盐价格 19 万元/吨	
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	上市公司净利润预测 (亿元)	上市公司 PE 倍数
天齐锂业	1501	78,986	94,892	126,012	743,344	758,736	758,736	95	15.7
赣锋锂业	2418	120,237	140,178	160,119	283,240	358,045	990,837	161	15.0
融捷股份	344	7,667	11,667	19,667	75,000	75,000	416,667	49	7.0
永兴材料	335	12,500	27,500	30,000	49,000	135,873	135,873	30	11.2
科达制造	357	8,716	13,074	13,074	61,012	91,518	91,518	20	18.2
中矿资源	168	17,600	29,200	29,200	5,000	30,000	40,847	17	10.2
雅化集团	341	39,040	39,040	56,640	-	50,292	50,292	28	12.2
天华超净	372	11,968	26,928	26,928	-	-	63,000	22	17.1
盛新锂能	381	40,733	59,126	60,183	50,625	50,625	50,625	26	14.4

资料来源：百川盈孚，Wind，光大证券研究所测算

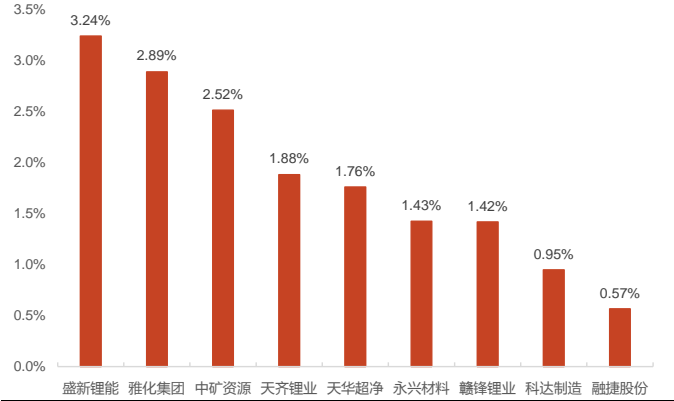
我们再分别根据锂盐或者锂精矿每上升 1%，其他条件不变的情况下，测算上市公司净利润的增加值，将净利润的增加值比上表 7 中我们测算的整体净利润，该比值代表上市公司的盈利增幅。标的选择上我们优先按照锂精矿价格每上升 1%，上市公司的盈利增幅作为排序。

图 35：锂精矿价格 2300 美元/吨每上升 1%，基于表 7 净利润增幅



资料来源：百川盈孚，Wind，光大证券研究所测算

图 36：锂盐价格 19 万元/吨每上升 1%，基于表 7 净利润的增幅



资料来源：百川盈孚，Wind，光大证券研究所测算

6、投资建议

考虑到锂精矿价格持续走高，我们仍优先关注上游锂资源有一定供应保障的企业，自给率越高，意味着终端锂盐产品价格的上涨可以转化为更多的利润。

6.1、天齐锂业

(1) 公司介绍

公司是中国和全球领先、以锂为核心的新能源材料企业，公司业务涵盖锂产业链的关键阶段，包括硬岩型锂矿资源的开发、锂精矿加工销售以及锂化工产品的生产销售。公司通过控股泰利森实现了锂精矿的自给自足，可以完全覆盖公司生产锂化工产品所需的所有锂原料，同时以四川甘孜州的矿产资源作为战略储备，并参股 SQM 实现了对世界上最大储量和最高品位的盐湖卤水型锂矿的战略布局。公司以成都为管理、贸易和研发中心，在四川射洪、江苏张家港、重庆铜梁和澳洲奎纳纳均设有规模领先、技术先进的锂化合物生产基地。

图 37：天齐锂业产业链布局



资料来源：天齐锂业公告，光大证券研究所整理

(2) 经营状况

2020 年公司营业总收入 32.39 亿元，同比减少 33.08%，归母净利润-18.34 亿元，亏损额较上年同期减少 41.50 亿元。营收减少的主要原因系锂化工品的价格在 2020 年前三季度持续走低，叠加海外新冠疫情扩大因素导致出口份额降低。归母净利润亏损收窄的主要原因系：（1）2019 年度计提了大额长期股权投资减值准备合计 53.53 亿元人民币。（2）受公司重要的联营公司 SQM 股票价格、Libor 利率波动等因素影响，2020 年度公司持有的 SQM2.1%B 股领式期权业务与套期保值业务产生的公允价值变动收益较 2019 年度下降约 8.9 亿元人民币；（3）受 2020 年度汇率变动导致汇兑收益等原因，2020 年度公司财务费用较 2019 年度减少约 7 亿元人民币。

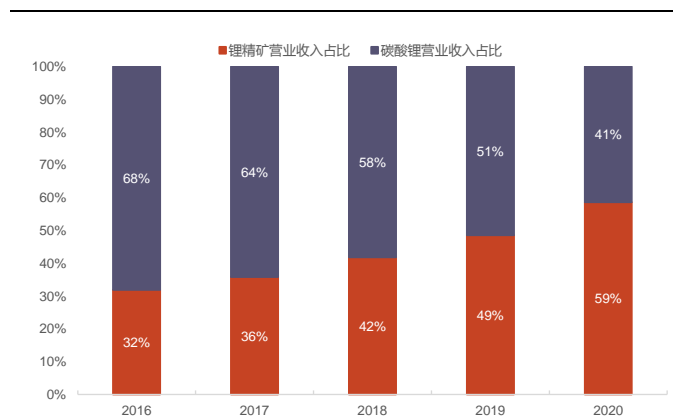
2021 年一季度公司实现营业收入 9.04 亿元，同比减少 6.63%；归母净利润-2.48 亿元。业绩变动的主要原因系（1）2021 年一季度澳元兑美元汇率相对平稳，因此财务费用中汇兑损失金额较上年同期大幅减少。（2）受公司重要的联营公司 SQM 股票价格、Libor 利率波动等因素影响，2021 年一季度公司持有的 SQM2.1%B 股领式期权业务与套期保值业务产生的公允价值变动收益较上年同期大幅下降约 2.4 亿人民币。

图 38：天齐锂业 2016-2021Q1 营收情况



资料来源：天齐锂业公司公告，光大证券研究所整理

图 39：天齐锂业锂精矿、碳酸锂营业收入占比

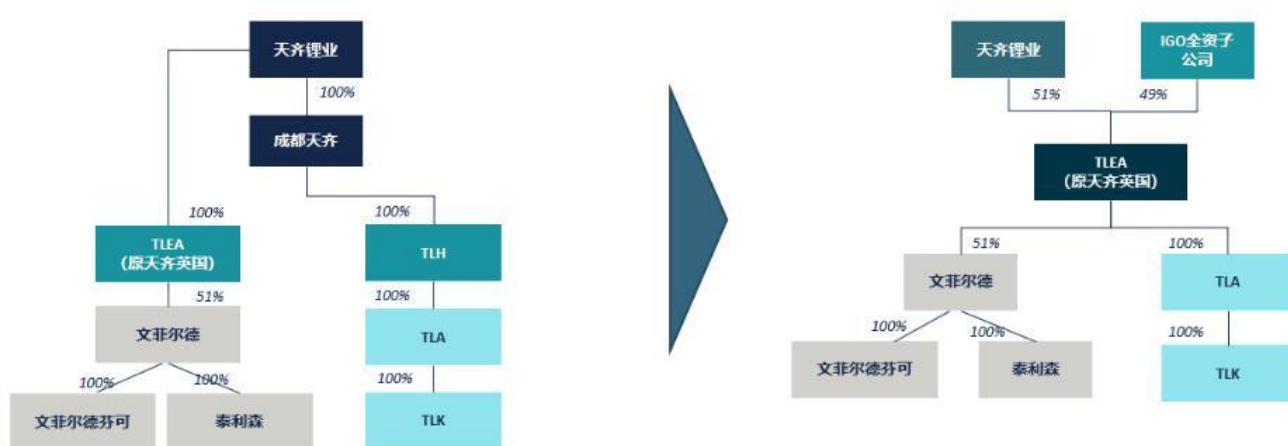


资料来源：天齐锂业公司公告，光大证券研究所整理

布局全球最优质资源。公司是全球极少数同时布局优质锂矿山和盐湖卤水矿两种原材料资源的企业之一。矿石方面，公司控股子公司泰利森拥有的格林布什锂辉石矿，公司全资子公司盛合锂业拥有四川雅江县措拉锂辉石矿采矿权。格林布什矿石氧化锂品位高达 2.1%，储量折合碳酸锂当量 690 万吨，为全球最优质矿产资源之一。盐湖方面，公司通过参股日喀则扎布耶 20%的股权和参股 SQM25.86%的股权分别布局全球以及中国最优质盐湖 Atacama 盐湖以及扎布耶盐湖。Atacama 盐湖禀赋优异，镁锂比仅为 6.4，储量折合碳酸锂 4855 万吨，为全球最优质的盐湖资源之一。

IGO 战投落地，财务问题缓解，反转将至。公司境外全资子公司 TLEA 通过增资扩股方式引入战略投资者 IGO，交易完成后，公司持有 TLEA51%的股权，仍为 TLEA 控股股东。本次交易完成后，文菲尔德仍为天齐锂业控制子公司，其合并报表范围不变。截至 2021 年 7 月 6 日，TLEA 及公司海外子公司等相关银行账户已收到 IGO 支付的本次增资 TLEA 的全部资金合计 13.95 亿美元。按照公司资金划转安排，银团并购贷款主体公司已偿还并购贷款本金 12 亿美元及对应的全部利息，并购贷款本金余额约为 18.84 亿美元。公司 A+C 类贷款还剩余 6.84 亿美金于 2022 年 11 月 25 日到期，B 类贷款 12 亿美金于 2024 年 11 月 29 日到期，公司后续仍将推进各类融资方案。

图 40：交易前后股权结构变化



资料来源：天齐锂业公告

盈利预测与评级：预计 2021 年-2023 年公司归母净利润为 6.3 亿元、14.2 亿元、21.4 亿元，对应 EPS 0.43 元、0.96 元、1.45 元，维持盈利预测不变。公司全球范围内优质资源的布局以及远期锂盐产线投放，维持“增持”评级。

表 8：天齐锂业盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,841	3,239	5,857	7,164	9,716
营业收入增长率	-22.48%	-33.08%	80.79%	22.32%	35.62%
净利润（百万元）	-5,983	-1,834	633	1,415	2,137
净利润增长率	-371.96%	-	-	123.69%	51.00%
EPS（元）	-4.05	-1.24	0.43	0.96	1.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	-85.93%	-35.22%	10.83%	19.51%	22.75%
P/E	-	-	257	115	76
P/B	23.3	31.2	27.8	22.4	17.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-04；

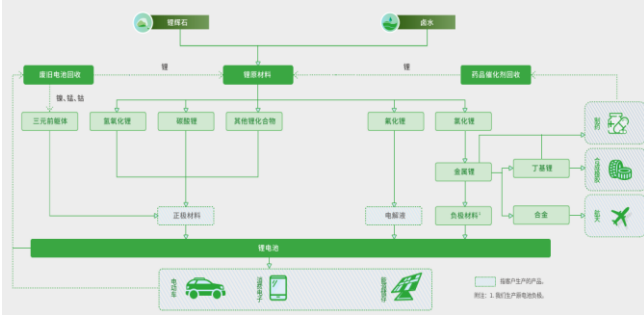
风险提示：下游新能源汽车、储能、3C 消费电子等需求不及预期；供给侧资本开支加剧，全球产能过快释放；锂盐价格快速下跌；公司债务问题加剧；公司流动性风险。

6.2、赣锋锂业

(1) 公司介绍

赣锋锂业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，拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，是锂系列产品供应最齐全的制造商之一。通过在全球范围内的锂矿资源布局，分别在澳大利亚、阿根廷、爱尔兰、墨西哥和我国青海、江西等地，掌控了多块优质锂矿资源。目前赣锋锂业在全球范围内拥有 9 大生产基地、2 大研发基地，掌控了多处优质锂资源。

图 41：赣锋锂业业务布局



资料来源：赣锋锂业公司公告

图 42：赣锋锂业生产基地



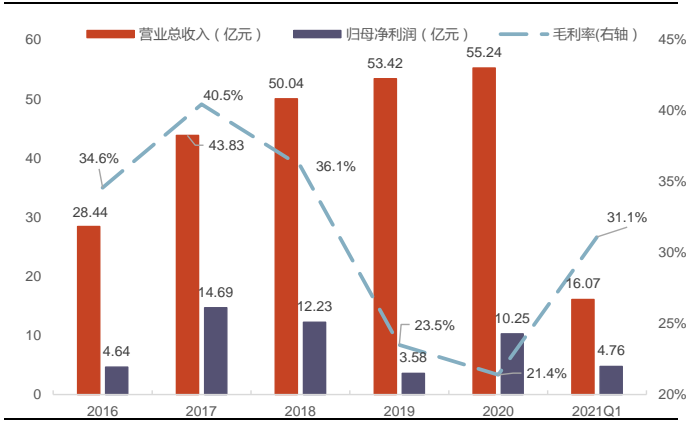
资料来源：赣锋锂业公司公告

(2) 经营状况

2020 年公司实现营业收入 55.24 亿元，同比增长 3.4%；归母净利润 10.25 亿元，同比增长 186%。业绩大幅增长主要由于利润表“公允价值变动受益”科目较 2019 年增加了 9.2 亿元，系公司持有 Pilbara 股票公允价值变动而获得的收益。主营业务方面，锂盐业务 2020 年销量超过 6.3 万吨 LCE，同比增加 30%，但由于价格下跌，整体锂系列产品营业收入下降 7.18%；而锂电池系列产品营收则大幅增长，同比上升 110.33%。

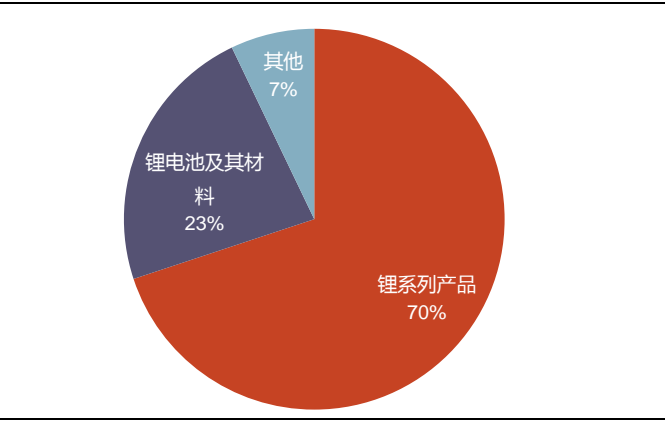
2021 年一季度公司实现营业收入 16.07 亿元，同比增加 48.94%；归母净利润 4.76 亿元，同比增加 6,046.30%。除了锂盐价格提升带来的业绩提升之外，还有金融资产股价上涨所导致的公允价值变动收益。

图 43：赣锋锂业 2016-2021Q1 主要财务指标情况



资料来源：赣锋锂业公司公告，光大证券研究所整理

图 44：赣锋锂业 2020 营业收入分业务占比



资料来源：赣锋锂业公司公告，光大证券研究所整理

全球范围资源布局，支撑 2025 年 20 万吨 LCE 产能指引。赣锋锂业计划于 2025 年形成年产 10 万吨 LCE 矿石提锂、10 万吨 LCE 卤水及黏土提锂产能。公司已通过参股或签订包销协议的形势锁定全球大量锂资源，如锂辉石项目：Mount Marion、Pilbara Pilgangoora、AVZ Manono、Goulamina 等；盐湖卤水项目：Cauchari-Olaroz、Mariana；锂黏土项目 Sonora、一里坪等。

盐湖提锂技术重大革新，产业化应用加速推进。2021年5月26日，由五矿盐湖主导，西安蓝深合作研发的“盐湖原卤高效提锂技术研究”项目，在北京通过了青海省科技厅组织的专家评审。该工艺亮点在于从原始卤水直接实现钠、镁、钾与锂的同时分离及浓缩脱硼提锂，大大提高了锂离子的总收率。在工艺上主要省去分离浓缩时间长、收率低的盐田摊晒工序，将原来2年的生产周期缩短到20天。目前，五矿盐湖万吨装置的工艺提升改造扩建项目正在快速推进中。赣锋锂业2021年3月9日公告，拟收购伊犁鸿大100%财产份额，伊犁鸿大通过持有五矿盐湖49%的股权间接拥有青海省柴达木一里坪锂盐湖项目的权益。

布局下游电池业务形成协同效应。公司锂电池业务已布局消费类电池、TWS电池、动力/储能电池以及固态电池等各领域。消费类电池：东莞赣锋3,000万只/年全自动聚合物锂电池生产线投产；TWS电池：截至2020年底，TWS电池全自动化生产线达日产30万只；动力/储能电池：截至2020年底，赣锋锂电磷酸铁锂电池产能已达到1GWh，并计划扩产到3GWh；固态锂电：第二代固态锂电池基于高镍三元正极、含金属锂负极材料。目前该产品能量密度超过350Wh/kg，循环寿命接近400次。

盈利预测与评级：预计2021年-2023年公司归母净利润为20.5亿元、30.2亿元、37.1亿元，对应EPS 1.43元、2.10元、2.58元，维持盈利预测不变。考虑到公司全球范围分散化布局锂资源以及上下游一体化的布局，维持“增持”评级。

表9：赣锋锂业盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,342	5,524	8,257	11,427	13,926
营业收入增长率	6.75%	3.41%	49.48%	38.39%	21.87%
净利润（百万元）	358	1,025	2,052	3,022	3,710
净利润增长率	-70.73%	186.16%	100.25%	47.26%	22.76%
EPS（元）	0.28	0.76	1.43	2.10	2.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.29%	9.57%	16.61%	20.72%	21.64%
P/E	686	248	133	90	74
P/B	29.4	23.8	22.1	18.7	15.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-04；

风险提示：下游新能源汽车、储能、3C消费电子等需求不及预期；供给侧资本开支加剧，全球产能过快释放；锂盐价格快速下跌；上游矿石原料进口受限制；上游布局的锂资源开采因政府政策、地缘政治、自然灾害等不可抗力无法及时达产。

6.3、科达制造

(1) 公司介绍

科达制造的主要业务为建材机械和海外建筑陶瓷的生产和销售，另有洁能环保、锂电材料、液压泵、流体机械等培育业务。科达制造参股蓝科锂业43.58%股权（不并表，记长期股权投资），蓝科锂业拥有1万吨/年碳酸锂产能，该项目以生产钾肥排放的老卤为原料，引进俄罗斯先进的提锂技术，2020年共生产碳酸锂13,602吨，较上年度增加2,300吨。同时蓝科锂业的2万吨电池级碳酸锂项目部分装置已投入试运行状态，2021年预计将全部投入运行。

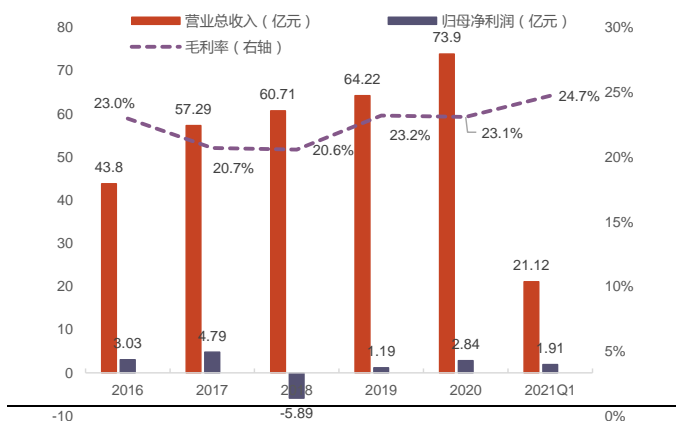
(2) 经营状况

科达制造2020年实现营业收入73.9亿元，同比增长15.06%；实现归母净利润2.84亿元，同比增加138.39%；归母扣非净利润0.33亿元，同比下滑50.12%。营收的增长主要来源于建材机械装备业务以及建筑陶瓷业务，建材机

械装备受益于下游市场的带动;建筑陶瓷业务增长主要因为非洲子公司充分释放产能,生产的建筑陶瓷产品大量替代进口瓷砖市场。公司归母净利润增长主要是由于转让佛山市科达陶瓷科技有限公司 51%股权、政府补助、诉讼预计负债等非经常性损益所致,影响金额约为 2.49 亿元。

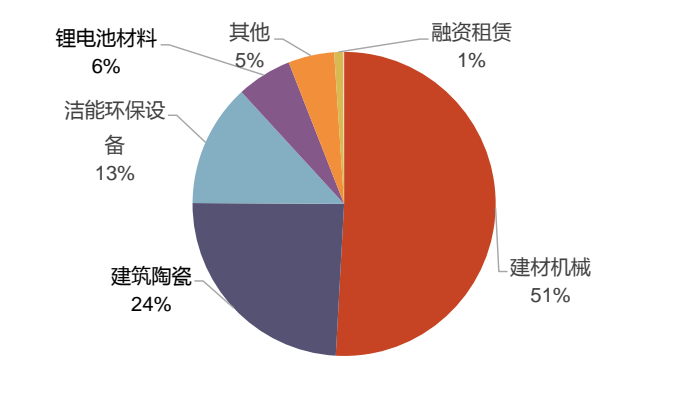
科达制造 2021 年一季度实现营业收入 21.1 亿元,同比增加 65.91%;归母净利润 1.91 亿元,同比增加 526.95%。营业收入的增长主要由于下游市场需求影响,公司国内建材机械产品销售收入大幅增长;归母净利润的增长主要由蓝科锂业投资收益所贡献。

图 45: 科达制造 2016-2021Q1 主要财务指标情况



资料来源: 科达制造公司公告, 光大证券研究所整理

图 46: 科达制造 2020 年营业收入分业务占比



资料来源: 科达制造公司公告, 光大证券研究所整理

蓝科锂业将进一步扩产。蓝科锂业拥有 1 万吨/年碳酸锂产能, 2 万吨电池级碳酸锂项目部分装置已投入试运行状态, 2021 年预计将全部投入运行。蓝科锂业通过多年的工艺优化和创新, 目前已经形成了一整套集吸附提锂、膜分离浓缩技术耦合为一体的工业化示范装置, 突破了从超高镁锂比低锂型卤水中提取锂盐的技术, 该项技术荣获 2019 年中国石油和化学工业联合会科学技术进步一等奖, 并被认定为国际领先科技成果。蓝科锂业是国内为数不多已经实现万吨级碳酸锂产量的企业。

盈利预测与评级: 预计 2021 年-2023 年公司归母净利润为 8.6 亿元、12.1 亿元、14.0 亿元, 对应 EPS 0.46 元、0.64 元、0.74 元, 维持盈利预测不变。考虑到公司参股的蓝科锂业已达到万吨级以上碳酸锂产线规模, 其吸附加膜的工艺组合已初见成效, 维持“增持”评级。

表 10: 科达制造盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,422	7,390	8,312	9,106	9,903
营业收入增长率	5.79%	15.06%	12.48%	9.56%	8.75%
净利润 (百万元)	119	284	864	1,208	1,401
净利润增长率	-120.28%	138.39%	203.86%	39.74%	15.96%
EPS (元)	0.08	0.15	0.46	0.64	0.74
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.57%	4.79%	13.07%	15.99%	16.57%
P/E	269	135	44	32	27
P/B	6.9	6.5	5.8	5.1	4.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-04;

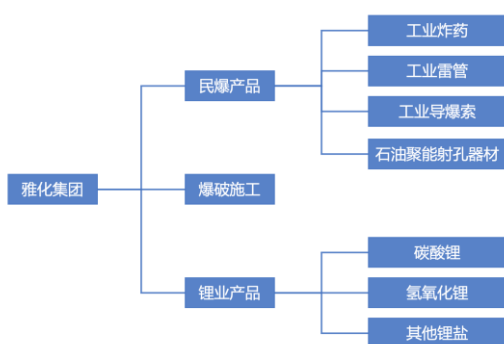
风险提示: 公司大量并购业务, 被收购公司发展低于预期商誉减值; 公司海外投资业务因文化、政治、法律等差异经营管理出现问题; 下游新能源汽车、储能、3C 消费电子等需求不及预期; 供给侧资本开支加剧, 全球产能过快释放; 锂盐价格快速下跌; 盐湖产能扩产进度不及预期。

6.4、雅化集团

(1) 公司介绍

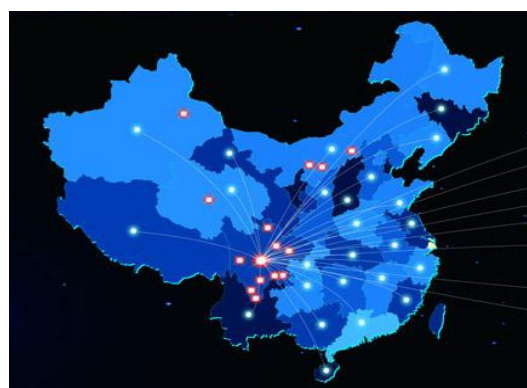
雅化集团以民爆产业和锂产业为主业。集民爆产品销售与服务，锂产品开采生产与危险品运输为一体，实现资源协同发展。在民爆业务板块中，民爆产品的生产与销售为公司传统产业，工程爆破服务为公司近年来大力发展业务。在锂业务板块中，公司聚集于深加工锂产品的研发、生产与销售，主要产品包括电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂等锂系列产品，为国内最早生产锂盐产品企业之一。同时公司涉足运输业务，其下属全资子公司运输公司是四川省最大的一类危险化学品运输企业。未来雅化将实现民爆产业和锂产业联动发展，打造具有国际影响力的双产业供应商。

图 47：雅化集团业务布局



资料来源：雅化集团公司公告，光大证券研究所整理

图 48：雅化集团销售网络



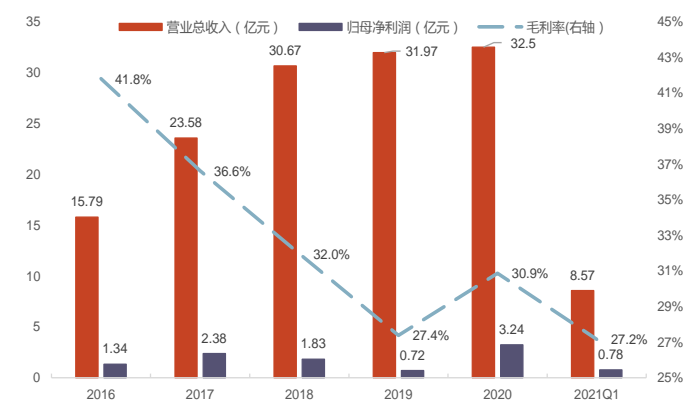
资料来源：雅化集团公司官网

(2) 经营状况

2020 年公司实现营业收入 32.50 亿元，同比增长 1.67%；归母净利润 3.24 亿元，同比增长 351.79%。2019 和 2020 年营收增速低主要系疫情导致锂电行业经营困难，正极材料厂开工率低，锂盐产品价格持续走低，行业多数企业经营困难，但民爆业务仍逆势增长。公司净利率大幅增长是因锂行业材料成本大幅下降所致。

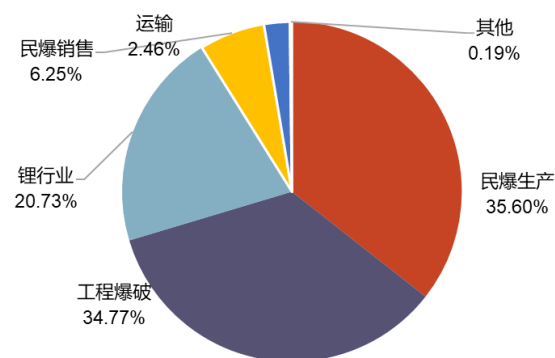
2021 年一季度公司实现营业收入 8.57 亿元，同比增加 87.31%；归母净利润 0.78 亿元，同比增加 1211.58%。主要系公司生产经营从去年疫情影响中恢复，且公司加大市场开发实现业务有序增长。

图 49：雅化集团 2016-2021Q1 主要财务指标情况



资料来源：雅化集团公司公告，光大证券研究所整理

图 50：雅化集团 2020 营业收入分业务占比



资料来源：雅化集团公司公告，光大证券研究所整理

民爆产业具有区位优势，川藏铁路推动持续增长。雅化前瞻性布局在民爆需求最旺盛的中西部以及内蒙、山西、云南等区域，随着疫情恢复各地项目陆续开工，国家持续加大基建投入，未来将给雅化民爆产业带来持续性发展机会。

远期 10 万吨锂盐产能规划，牵手国际巨头进入高端市场。公司目前综合产能合计约 4.3 万吨，2025 年规划综合锂盐产能达到 10 万吨以上。公司拥有稳定的销售渠道和优质的客户资源，2020 年公司切入特斯拉供应链，约定从 2021 年起至 2025 年，Tesla 向雅安锂业采购价值总计 6.3 亿美元至 8.8 亿美元的电池级氢氧化锂产品，进一步打开高端市场的知名度。

锂矿资源供应充足，支撑未来氢氧化锂产能。公司通过多渠道拓展锂资源供应，以确保锂业务现有产线的生产和后续产线的扩张。目前与澳洲银河资源签订了长期的锂精矿供货协议，拥有李家沟锂辉石矿的优先供应权，入股澳洲上市公司 Core 并达成后续锂精矿合作意向等。未来还将继续寻找合适的锂资源标的，建立稳定的锂资源供应保障体系。

(3) 关键假设

考虑到下游电动汽车需求不断释放，氢氧化锂和碳酸锂产品供需情况维持向好，公司产能陆续释放，民爆业务持续稳步增长，未来几年公司产品预计将处于量价齐升阶段。分板块收入方面：

1、在锂业务中，公司现有锂盐产能 4.3 万吨，根据公司公告，预计 2022 年底公司将新增 3 万吨氢氧化锂和 1.5 万吨氯化锂，2025 年新增 2 万吨氢氧化锂。锂板块预计 2021 年-2023 年营业收入为 28.0 亿元、47.7 亿元和 77.0 亿元。

2、民爆业务受益于基建投入的持续增长，预计未来三年仍呈稳步增长态势，民爆板块预计 2021 年-2023 年营业收入为 27.9 亿元、31.1 亿元和 34.5 亿元。

毛利率方面：锂盐业务受益于未来的量价齐升，2022 年后随着李家沟产能释放，公司原料自给率也对应的提升，将提升公司的毛利率水平；其余业务我们认为将维持稳中向上的趋势。我们预计 2021-2023 年公司整体毛利率为 35.1%、35.8%和 37.0%。

表 11：雅化集团收入拆分

雅化集团	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入(亿元)	31.9	32.5	56.8	79.7	112.5
总体营收增速	4.2%	1.7%	74.9%	40.3%	41.2%
总体毛利率	27.4%	30.8%	35.1%	35.8%	37.0%

锂业务营收 (亿元)	8.3	6.7	28.0	47.7	77.0
同比增速	-5.0%	-18.9%	316.3%	70.2%	61.4%
毛利率	0.7%	13.0%	34.2%	35.0%	36.4%
民爆业务 (亿元)	22.4	24.9	27.9	31.1	34.5
同比增速	8.0%	11.2%	12.0%	11.4%	11.2%
毛利率	37.4%	36.0%	36.1%	37.3%	38.3%
其他业务营业收入 (亿元)	1.3	0.9	0.9	0.9	1.0
同比增速	6.7%	-32.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	25.2%	22.3%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

(4) 估值分析

我们选取行业内碳酸锂上市公司永兴材料、天华超净以及中矿资源作为可比公司, 2020年-2022年行业平均PE为59、54、37。永兴材料的锂电新能源业务中拥有自己的矿产资源, 已建设从采矿、选矿到碳酸锂深加工的锂盐全产业链, 具备成熟提锂技术。天华超净主要提供静电与微污染防控解决方案, 子公司天宜锂业远期规划10万吨氢氧化锂总产能。中矿资源主要包含铯铷盐和锂盐产品, 子公司东鹏新材将于2021年新建2.5万吨锂盐产线。雅化集团21年和22年PE低于行业平均水平, 考虑到公司进入全球一流车企特斯拉供应链体系, 上游锂资源布局国内李家沟矿山, 保障一定的自给率, 远期氢氧化锂产能扩张明确, 具有一定的投资空间。

表 12: 可比公司估值比较

代码	证券简称	收盘价 (元) (2021-8-4)	EPS(元)			市盈率 PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002756.SZ	永兴材料	92.80	0.66	1.88	2.99	83	49	31
300390.SZ	天华超净	72.20	0.52	1.08	1.53	47	67	47
002738.SZ	中矿资源	56.38	0.57	1.26	1.75	47	45	32
平均值						59	54	37
002460.SZ	雅化集团	31.20	0.29	0.70	1.02	109	44	31

资料来源: 雅化集团为光大证券研究所预测, 其他为 Wind 一致预测

盈利预测与评级: 预计2021年-2023年公司归母净利润为7.95亿元、11.5亿元、17.1亿元, 对应EPS 0.70元、1.02元、1.51元。我们认为公司未来扩建的产能以及新能源车产业景气度的维持, 公司有望继续保持量价齐升的状态。公司上游李家沟矿山的投放也对其未来大规模的锂盐扩产奠定坚实基础。参考结合相对估值法, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 13: 雅化集团盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,197	3,250	5,683	7,972	11,254
营业收入增长率	4.24%	1.67%	74.85%	40.28%	41.17%
净利润 (百万元)	72	324	795	1,147	1,705
净利润增长率	-60.91%	351.79%	145.59%	44.27%	48.58%
EPS (元)	0.07	0.29	0.70	1.02	1.51
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.53%	6.31%	13.46%	16.36%	19.69%
P/E	417	109	44	31	21
P/B	10.6	6.9	6.0	5.0	4.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为2021-08-04;

风险提示：下游新能源汽车、储能、3C 消费电子等需求不及预期；供给侧资本开支加剧，全球产能过快释放；锂盐价格快速下跌；上游矿石原料进口受限制；国内矿山资源开采进度低于预期。

6.5、盛新锂能

(1) 公司介绍

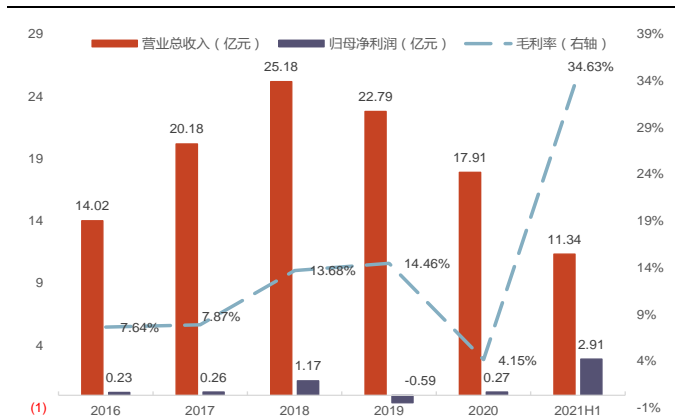
盛新锂能主要布局新能源材料业务和中（高）密度纤维板业务。新能源材料业务主要包括锂矿采选、基础锂盐和稀土产品的生产与销售。公司拥有的业隆沟锂辉石矿已于 2019 年 11 月投产，原矿生产规模 40.5 万吨/年。公司锂盐业务也在不断发展中，2020 年锂盐产品产量 2.11 万吨，同比增长 55%。锂盐业务还在进行不断扩张，子公司致远锂业碳酸锂 2.5 万吨，氢氧化锂 1.5 万吨项目已于 2020 年四季度建成；子公司遂宁盛新年产能 3 万吨锂盐项目首期 2 万吨氢氧化锂项目已于 2020 年末开工建设。

(2) 经营状况

2020 年公司实现营业收入 17.9 亿元，同比下降 21.43%；归母净利润 2,717.47 万元，同比扭亏为盈。营收下滑的主要原因系人造板及林木业务营收同比减少 42.38%。2020 年 9 月，公司完成对下属人造板子公司控股权的转让，不再纳入合并报表范围，公司将专注新能源材料业务的发展。2020 年锂盐产品产量 2.11 万吨，同比增长 55.15%；销量 2.02 万吨，同比增长 66.15%；锂盐产品销售收入 6.93 亿元，同比增长 37.04%。

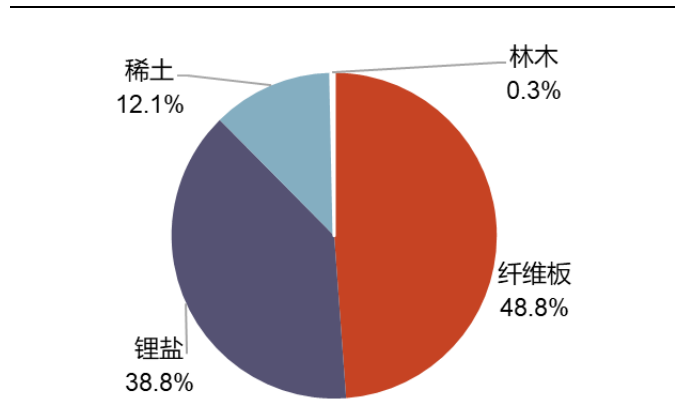
2021 年上半年公司实现营业收入 11.34 亿元，同比增加 50.6%；归母净利润 2.91 亿元，同比扭亏为盈。业绩提升的主要原因是新能源汽车、储能电池需求的增长带动公司锂盐、稀土产品量价齐升。

图 51：盛新锂能 2016-2021H1 主要财务指标情况



资料来源：盛新锂能公司公告，光大证券研究所整理

图 52：盛新锂能 2020 年主营业务收入分业务占比



资料来源：盛新锂能公司公告，光大证券研究所整理

剥离人造板、稀土业务，聚焦锂盐业务发展。2020 年 9 月底，公司完成对人造板业务子公司控股权的出售，交易完成后，人造板业务子公司不再纳入公司合并报表范围。2021 年 5 月初，公司发布公告称将出售子公司万弘高新 51% 股权，对稀土业务进行转让，所得款项将用于锂产业链项目建设、补充锂产业链流动资金等。人造板、稀土业务剥离后公司的业务将聚焦于锂盐，有利于加快锂盐业务的发展。

(3) 关键假设

考虑到下游电动汽车需求不断释放，氢氧化锂、碳酸锂和氯化锂产品供需情况维持向好，公司远期 7 万吨碳酸锂+氢氧化锂产能规划指引明确，未来几年公司产品预计将处于量价齐升阶段。分板块收入方面：

1、受益于下游电动车和动力电池需求强劲，根据公司公告，21 年公司具有 2.5 万吨碳酸锂产能、1.5 万吨氢氧化锂产能、2000 吨氯化锂产能、150 吨金属锂产能。预计 2023 年前公司将新增 2 万吨氢氧化锂产能以及 450 吨金属产能，假设 2021 年-2023 年公司锂盐产能可达到 4.2 万吨，5.7 万吨，6.3 万吨，2021 年-2023 年锂盐营业收入预计为 29.0 亿元、47.4 亿元和 54.3 亿元。

2、公司人造板业务和稀土业务子公司分别于 2020 年 9 月和 2021 年 5 月剥离，不再纳入并表范围。

毛利率方面：锂盐业务主要受益于价格未来 3 年的持续增长，同时成本端由于自有矿业隆沟低成本带动整体锂盐成本降低，毛利率有望进一步提升，金属锂产量稳步增长。我们预计 2021-2023 年公司整体毛利率为 34.2%、37.6%和 38.8%。

表 14：盛新锂能收入拆分

盛新锂能	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入(亿元)	22.8	17.9	30.4	47.4	54.3
总体营收增速	-9.5%	-21.4%	69.6%	56.1%	14.5%
总体毛利率	14.5%	4.2%	34.6%	37.6%	38.8%
锂业务营收(亿元)	5.1	6.9	29.0	47.4	54.3
同比增速	103.4%	37.0%	317.5%	63.6%	14.5%
毛利率	17.8%	-9.4%	35.1%	37.6%	38.8%
稀土业务(亿元)	2.5	2.2	1.4		
同比增速	-58.5%	-11.6%	-35.7%		
毛利率	2.4%	11.3%	23.5%		
人造板业务营收(亿元)	15.2	8.7			
同比增速	-8.4%	-42.5%			
毛利率	15.1%	13.0%			

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

(4) 估值分析

我们选取行业内碳酸锂上市公司永兴材料、天华超净以及中矿资源作为可比公司，2020 年-2022 年行业平均 PE 为 59、54、37。永兴材料的锂电新能源业务中拥有自己的矿产资源，已建设从采矿、选矿到碳酸锂深加工的锂盐全产业链，具备成熟提锂技术。天华超净主要提供静电与微污染防控解决方案，子公司天宜锂业远期规划 10 万吨氢氧化锂总产能。中矿资源主要包含铯铷盐和锂盐产品，子公司东鹏新材将于 2021 年新建 2.5 万吨锂盐产线。盛新锂能 21 年和 22 年 PE 均高于行业均值。

表 15：可比公司估值比较

代码	证券简称	收盘价(元) (2021-8-4)	EPS(元)			市盈率 PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002756.SZ	永兴材料	92.80	0.66	1.88	2.99	83	49	31
300390.SZ	天华超净	72.20	0.52	1.08	1.53	47	67	47
002738.SZ	中矿资源	56.38	0.57	1.26	1.75	47	45	32
	平均值					59	54	37
002240.SZ	盛新锂能	42.91	0.04	0.66	1.14	1,184	65	38

资料来源：盛新锂能为光大证券研究所预测，其他为 Wind 一致预测

盈利预测与评级：预计 2021 年-2023 年公司归母净利润为 5.7 亿元、9.8 亿元、11.9 亿元，对应 EPS 0.66 元、1.14 元、1.38 元。我们认为公司未来扩建的产能以及新能源车产业高景气度的维持，公司有望继续保持量价齐升的状态，建议关注。

表 16：盛新锂能盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,279	1,791	3,036	4,740	5,427
营业收入增长率	-9.51%	-21.43%	69.57%	56.11%	14.49%
净利润（百万元）	-59	27	572	985	1,194
净利润增长率	-150.84%	-	2003.58%	72.29%	21.25%
EPS（元）	-0.09	0.04	0.66	1.14	1.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	-2.33%	0.84%	15.09%	21.63%	22.42%
P/E	-	1,184	65	38	31
P/B	11.1	10.0	9.8	8.1	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-04；

风险提示：下游新能源汽车、储能、3C 消费电子等需求不及预期；供给侧资本开支加剧，全球产能过快释放；锂盐价格快速下跌；上游矿石原料进口受限制；上游进口锂矿价格持续大幅上涨；自由现金流持续为负；前几大客户依赖度较高；信息披露曾收到证监局警示函。

7、风险提示

下游新能源汽车产量增长不及预期。芯片断供恢复进程不及预期，电动化渗透率不及预期，同时储能、3C 消费电子以及传统工业等其他下游应用场景需求增长不及预期。

全球锂矿产能扩张或复产 2-5 年超预期。国内外矿山加大资本开支提升新产能投放或者加速重启关停产能；全球范围内新资源被不断勘探发现以及我们还监测到的产能也进行了扩张，锂精矿价格的上涨不及预期。

替代品进程显著超预期。新技术如钠离子电池或者电池回收商业化进程加快，并在成本、循环寿命、能量密度等指标方面均优于锂电池，从而替代锂电池的需求；盐湖或云母提锂进程超预期，在局部应用场景中开始增加市场份额。

宏观政策调控风险。上游价格涨幅过高过快，本身不利于行业长期的健康发展，不排除国家未来政策调控原材料价格的风险。

地缘政治风险。企业布局境外资源，存在因当地政治、税收等政策额变化影响到境外企业正常的生产运营。

突发事件风险。资源端因一些突发的不可抗力如自然灾害、重大事故、罢工运动等影响正常的生产运营。

技术路线变化导致氢氧化锂、碳酸锂及锂精矿需求减少。

企业经营激进、战略出现偏差、治理失败等风险、宏观政策以及流动性调整的风险。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE