

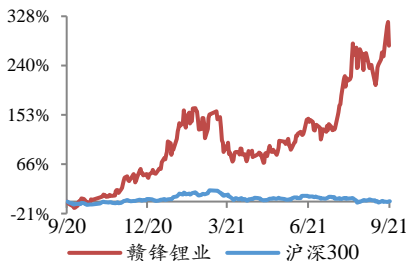
量价齐升提振业绩，多维布局拓宽远期成长空间

投资评级：买入（上调）

报告日期：2021-09-02

收盘价（元）	198.00
近 12 个月最高/最低（元）	220.00/46.77
总股本（百万股）	1,437
流通股本（百万股）	859
流通股比例（%）	59.79
总市值（亿元）	2,846
流通市值（亿元）	1,702

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

邮箱：wengjm@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

相关报告

1.量价齐升，助力锂盐龙头业绩高速增长 2021-05-04

2.加快布局全产业链，打造国内锂业龙头 2020-09-25

主要观点：

● 公司事件

公司披露 2021 上半年中报：

1) 公司上半年实现营业收入 40.64 亿元，同比增长 70.27%；实现归母净利润 14.17 亿元，同比增长 805.29%；实现 EPS 1.04 元/股。

2) 从单二季度看，公司 Q2 实现营业收入 24.57 亿元（同比+87.87%/环比+52.94%），实现归母净利润 9.41 亿元（同比+532.35%/环比+97.56%）。

● 锂盐产品量价齐升，助力公司业绩显著增长。

1) 价格方面，受益于新能源汽车产业高景气，锂价中枢持续上移。据中国汽车工业协会统计，上半年国内新能源汽车销量达到 120.6 万辆，同比增长约 200%。国内新能源汽车产业景气度提升，刺激上游锂盐需求释放，推动锂价持续上行。2021H1 国内电池级碳酸锂市场均价为 8.07 万元/吨，同比增长 74.27%；电池级氢氧化锂市场均价为 7.41 万元/吨，同比增长 29.96%。公司锂盐产品售价大幅上涨，增厚公司业绩。在锂原料供应趋紧局面短期难改情况下，我们预计锂盐价格有望继续维持高位，下半年公司产品售价得到有效保障。

2) 产销量方面，公司上半年锂盐产品产销规模实现同比增长，主要系锂盐项目产能有序爬坡贡献增量。公司去年建设完成的马洪三期年产 5 万吨氢氧化锂生产线产能爬坡顺利并于 2021Q1 满产；另外宁都年产 1.75 万吨电池级碳酸锂生产线进行产能升级改造，目前产能扩张到 2 万吨/年。

3) 成本端，受资源端扩建缓慢、下游碳酸锂需求暴增、精矿持续去库等影响，锂辉石精矿价格出现上涨，2021H1 锂辉石市场均价 550.64 美元/吨，同比涨 18.79%。虽然锂辉石均价上涨明显，但其涨幅远小于碳酸锂、氢氧化锂销售单价的增速，公司业务盈利能力持续向好。

● 多措并举稳步推进一体化建设，锂业龙头未来发展方向明确

公司多措并举稳步发展，目前已形成上游锂资源开发、中游锂盐生产、下游锂电池制造及回收等垂直一体化的业务模式。上游供给端，海外包销项目实现资源获取，推进项目收购保障原料供应；中游冶炼端，中外多个项目同步推进扩产锂产品；下游电池终端，锂电新能源材料项目延伸完善产业链。

***上游锂资源：**公司通过参股或签订包销协议，持续锁定优质锂资源，拓宽原材料的多元化供应渠道，为中下游业务拓展提供资源保障。锂黏土资源方面，公司正在积极推动墨西哥 Sonora 锂黏土项目，已完成锂黏土工艺和技术认证，加快推进生产线设计，同时公司计划收购 Bacanora 剩余股权，保障该项目的 100% 权益产能，力争将其打造成为

全球锂黏土提锂的领先项目。锂辉石资源方面，公司通过收购荷兰 SPV 公司 50% 的股权间接持有 Goulamina 锂辉石矿项目权益并取得包销权。盐湖资源方面，推进阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目的开发建设，计划于 2022 年投产。

***中游锂盐深加工：**目前公司拥有碳酸锂产能 4.05 万吨/年，氢氧化锂产能 8.1 万吨/年、金属锂产能 0.2 万吨。公司重视锂盐产品的布局，根据市场需求扩产产能规模。江西锂电新能源材料一期项目建成后公司氢氧化锂产能将达到 10.6 万吨/年，同时宜春 0.7 万吨金属锂及锂材项目即将投建。随着公司中游锂盐布局持续推进，企业核心竞争力得到提升。

***下游锂电板块：**固态电池以及高端聚合物锂电池等是公司电池板块研发的重点领域。公司控股子公司赣锋锂电分别建设江西新余年产 5GWh 新型锂电池项目和重庆两江年产 10GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目，继续加大锂电产业布局。待项目顺利投产，公司锂电产能有望突破 20GWh，大幅提高公司盈利能力。

***废旧电池回收：**在远景规划中，公司将建立每年可回收 10 万吨退役锂电池的大型综合设备，实现公司业务可持续发展并创造多样化的收益来源。

● 投资建议

公司作为锂业行业龙头，持续推进垂直一体化产业布局，充分受益于新能源行业的快速发展。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 111.37/160.55/199.73 亿元，同比增长 101.6%/44.2%/24.4%；对应归母净利润分别为 35.73/46.62/56.12 亿元，同比增长 248.7%/30.5%/20.4%；当前股价对应 PE 分别为 80X/61X/50X，给予“买入”评级。

● 风险提示

锂盐价格波动风险、下游需求不及预期、项目进展不及预期、海外政策变动风险、新冠疫情反复。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5524	11137	16055	19973
收入同比 (%)	3.4%	101.6%	44.2%	24.4%
归属母公司净利润	1025	3573	4662	5612
净利润同比 (%)	186.2%	248.7%	30.5%	20.4%
毛利率 (%)	21.4%	42.7%	39.0%	37.4%
ROE (%)	9.6%	24.9%	24.5%	22.8%
每股收益 (元)	0.00	2.49	3.24	3.90
P/E	128.10	79.66	61.06	50.72
P/B	13.59	19.80	14.95	11.55
EV/EBITDA	120.47	56.41	44.57	37.67

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 1 公司上游优质锂资源和包销项目为锂盐产能扩张提供资源保障

	资源类型	项目	项目地	权益占比	资源量 (探明+控制+推断)
公司直接或间接拥有的上游锂资源	锂辉石	Mount Marion	澳大利亚	50%	241.6 万吨 LCE
		Pilgangoora	澳大利亚	6%	693.3 万吨 LCE
		Avalonia	爱尔兰	55%	勘探中
		宁都河源	中国江西	100%	10 万吨 LCE
	盐湖	Cauchari-Olaroz	阿根廷	47%	2458 万吨 LCE
		Mariana	阿根廷	89%	812.1 万吨 LCE
		青海海西良锂盐湖	中国青海	100%	勘探中
锂黏土	Sonora	墨西哥	Sonora 项目由公司持有 50%，Bacanora 持有 50%；公司持有 Bacanora 28.88% 股权	882 万吨 LCE	
	资源类型	项目	项目地	包销情况	项目情况
锂资源包销项目	锂辉石	Mount Marion	澳大利亚	公司订立了长期包销协议,于 2017 年至 2019 年可包销 Mount Marion 生产的全部锂精矿,和 2020 年后每年包销不少于 192,570 吨的锂精矿。	运营中
		Pilgangoora	澳大利亚	项目第一期投产后每年供应 16 万吨锂原材料的包销权,项目第二期建成投产后,将额外获得每年不超过 15 万吨锂原材料的包销权	一期项目运营中
		Manono	非洲刚果	公司已获得初始期限为 5 年的包销权,且可根据公司自身需求选择是否再延长 5 年期限。从第三年起,每年向公司提供 6%的锂精矿将增加到 16 万吨	建设中
		Goulamina	非洲马里	项目一期年产能约 45.5 万吨锂辉石精矿 50%的包销权。若公司直接提供财务资助或协助 LMSA 获得第三方银行或其他金融机构提供的债务资金,则可以获得项目一期剩余 50%产能的包销权。	建设中
	盐湖	Cauchari-Olaroz	阿根廷	年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76% 的产品包销权	建设中
		Mariana	阿根廷	按照项目权益比例包销	建设中
	锂黏土	Sonora	墨西哥	公司对项目一期的 50%的锂产品进行包销,项目二期公司可选择将包销量增至 75%	建设中

	产品	现有产能 (吨/年)	在建项目	在建产能
公司锂盐产品产能情况	碳酸锂	43000	Cauchari-Olaroz	一期产能 4 万吨碳酸锂, 二期扩产产能不低于 2 万吨碳酸锂当量
	氢氧化锂	81000	Sonora	一期产能 2 万吨氢氧化锂
			年产 5 万吨锂电新能源材料项目	形成年产 5 万吨碳酸锂当量的锂电新能源材料产能, 项目分两期建设, 一期建设年产 2.5 万吨氢氧化锂项目
	金属锂	2000	年产 7000 吨金属锂及锂材项目	分期投资建设年产 7,000 吨金属锂及锂材项目, 新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等产线
	氯化锂	-	Mariana	一期产能 2 万吨氯化锂

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8775	10901	14456	17469	营业收入	5524	11137	16055	19973
现金	2176	1500	1500	1500	营业成本	4343	6378	9786	12497
应收账款	1359	2378	3489	4410	营业税金及附加	23	52	73	90
其他应收款	33	174	169	229	销售费用	48	123	166	206
预付账款	545	623	978	1293	管理费用	169	465	636	775
存货	2215	3474	5260	6690	财务费用	171	107	113	100
其他流动资产	2448	2753	3059	3347	资产减值损失	-23	0	0	0
非流动资产	13246	15704	18250	20724	公允价值变动收益	526	0	0	0
长期投资	1636	1400	905	238	投资净收益	29	207	258	302
固定资产	2272	1992	1553	954	营业利润	1135	4171	5432	6478
无形资产	3562	5183	7070	9090	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	5776	7129	8722	10441	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	22020	26604	32706	38192	利润总额	1127	4171	5432	6478
流动负债	4078	4941	6300	6065	所得税	64	548	690	756
短期借款	1631	1407	1561	83	净利润	1064	3623	4742	5722
应付账款	1212	1707	2585	3347	少数股东损益	39	51	80	110
其他流动负债	1234	1826	2154	2635	归属母公司净利润	1025	3573	4662	5612
非流动负债	4524	4524	4524	4524	EBITDA	1158	5123	6488	7637
长期借款	1658	1658	1658	1658	EPS (元)	0.00	2.49	3.24	3.90
其他非流动负债	2866	2866	2866	2866					
负债合计	8602	9465	10824	10589					
少数股东权益	2713	2763	2844	2954	主要财务比率				
股本	1340	1437	1437	1437	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	4843	4843	4843	4843	成长能力				
留存收益	4523	8096	12757	18369	营业收入	3.4%	101.6%	44.2%	24.4%
归属母公司股东权益	10706	14376	19038	24650	营业利润	138.8%	267.5%	30.2%	19.3%
负债和股东权益	22020	26604	32706	38192	归属于母公司净利	186.2%	248.7%	30.5%	20.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	21.4%	42.7%	39.0%	37.4%
					净利率 (%)	18.5%	32.1%	29.0%	28.1%
					ROE (%)	9.6%	24.9%	24.5%	22.8%
					ROIC (%)	4.3%	15.9%	17.1%	17.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	39.1%	35.6%	33.1%	27.7%
					净负债比率 (%)	64.1%	55.2%	49.5%	38.4%
					流动比率	2.15	2.21	2.29	2.88
					速动比率	1.48	1.38	1.30	1.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.25	0.42	0.49	0.52
					应收账款周转率	4.07	4.68	4.60	4.53
					应付账款周转率	3.58	3.74	3.79	3.73
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.79	2.49	3.24	3.90
					每股经营现金流薄)	0.52	1.91	2.31	3.45
					每股净资产	7.45	10.00	13.24	17.15
					估值比率				
					P/E	128.10	79.66	61.06	50.72
					P/B	13.59	19.80	14.95	11.55
					EV/EBITDA	120.47	56.41	44.57	37.67

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

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

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 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。