

盛新锂能(002240.SZ)

资源、规模优势突出的锂业龙头

推荐(首次)

现价: 72.48元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.cxlithium.com
大股东/持股	深圳盛屯集团有限公司及其一致行动人/29.12%
实际控制人	姚雄杰
总股本(百万股)	864
流通A股(百万股)	696
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	626
流通A股市值(亿元)	505
每股净资产(元)	4.70
资产负债率(%)	28.1

行情走势图



证券分析师

陈建文
投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn



平安观点:

- **坚定转型, 锂业龙头:** 公司原有业务为纤维板和林木, 自现有大股东盛屯集团入主后, 公司加快转型, 聚焦到新能源材料。目前公司已形成涵盖锂矿采选、锂盐生产较为完整产业链, 拥有锂盐产能 4 万吨, 是我国锂行业的龙头企业。目前除少量的林木外, 锂相关产品成为公司最主要业务, 2021 年上半年收入占比高达 87%。
- **供需紧平衡, 预计锂产品价格有望维持强势:** 2021 年以来新能源汽车重回高速增长轨道, 我们预计未来全球及中国锂产品需求快速增长, 其中 2021~2025 年中国锂的需求复合增速约 30%, 并于 2025 年达到 67 万吨碳酸锂当量; 全球 2021~2025 年锂需求复合增速为 32%, 并于 2025 年达到 148 万吨碳酸锂当量。供给方面, 根据对全球主要锂矿产区跟踪, 我们认为 2021 年全球锂矿供给增长有限, 2022 年南美和中国供给将有较快增长, 澳大利亚主要是停产项目复产。结合供需, 我们判断, 2021 年到 2022 年上半年全球锂维持供给偏紧格局, 价格有望保持强势。
- **我国固体锂矿开发引领者, 多渠道提升原料保障力:** 公司控股奥伊诺矿业下属业隆沟锂矿是国内少数运营的辉石锂矿项目, 拥有锂资源量约 28 万吨碳酸锂当量, 原矿年产能 40.5 万吨, 预计 2021 年起项目将进入放量期; 奥伊诺矿业拥有太阳河锂矿探矿权, 是公司储备的锂矿项目。此外, 公司还参股启成矿业, 启成矿业控股惠绒矿业在四川甘孜州雅江拥有一项锂矿探矿权, 根据阶段性勘探, 拥有锂资源量为 159 万吨碳酸锂当量, 属大型锂矿, 开发前景十分值得期待。除了自有矿, 公司还通过与银河资源、AVZ 海外矿业签署长期承销协议, 采购四川当地锂矿, 寻找海内外优质锂资源标的等形式拓展锂矿原料, 资源保障能力较强。
- **锂盐规模保持增长, 客户基础良好:** 公司现有锂盐产能 4 万吨, 2021 年上半年产量 1.85 万吨, 产能利用良好。公司还在四川遂宁投资 3 万吨锂盐产能, 其中 2 万吨已于 2020 年底开工建设, 全部建成后, 公司锂盐总产能提高到 7 万吨, 为未来增长奠定基础。公司市场认可度不断提升,

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,279	1,791	2,730	4,050	4,860
YOY(%)	-9.7	-21.4	52.5	48.4	20.0
净利润(百万元)	-59	27	686	906	1,029
YOY(%)	-137.0	145.9	2,423.1	32.1	13.6
毛利率(%)	14.5	4.2	40.4	37.6	36.3
净利率(%)	-2.6	1.5	25.1	22.4	21.2
ROE(%)	-2.3	0.8	14.1	15.7	15.2
EPS(摊薄/元)	-0.07	0.03	0.79	1.05	1.19
P/E(倍)	-1057.5	2305.3	91.4	69.2	60.9
P/B(倍)	24.7	19.5	12.9	10.9	9.2

客户基础良好，与宁德时代、中航锂电、厦门钨业、杉杉能源、LGI、贝特瑞、德方纳米、当升科技、容百科技等行业领先企业签署长期供货协议。

- **股权激励、大股东加持，凸显未来发展信心：**为了激励核心高管及员工，2020 年公司实施了限制性股票激励，其中业绩考核目标以 2019 年锂相关业务营收为基数，2020~2022 年锂相关业务的营收增长不低于 30%、100%和 300%。此外，2021 年 7 月公司完成了对大股东盛屯集团控制公司的增发，募集资金约 9.5 亿元，在为公司提供资金支持的同时，大股东及其一致行动人的持股也提高到 29.12%。我们认为股权激励和大股东加持，体现了公司对未来发展信心。
- **盈利预测及投资评级：**预计公司 2021~2023 年实现归母净利润为 6.86 亿元、9.06 亿元和 10.29 亿元，EPS 分别为 0.79 元、1.05 元和 1.19 元，2021 年 9 月 10 日收盘价对应的 2021~2023 年的 PE 为 91、69 和 61 倍。考虑到公司具有资源以及规模优势，未来受益新能源汽车的快速发展，我们首次给与公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**(1) 市场竞争加剧的风险。锂盐需求旺盛，吸引了大量的企业和资金进入行业，如果未来锂盐产能增长速度高于需求，可能导致锂盐行业供给过剩，从而导致公司主导产品盈利能力下降。(2) 原材料价格供应及波动的风险。目前公司仍需外购部分的锂矿原材料，如果未来锂矿的供给紧张，公司可能无法采购足够原料，影响正常生产。原材料锂矿在公司成本占比较高，如果未来锂矿价格大幅波动，将可能增加公司生产经营压力。(3) 安全环保风险。公司勘探、采矿活动存在发生安全事故的可能。公司在产品生产过程中会产生少量的废气、废渣、废水，涉及高温、高压等工艺，操作不当，将可能导致人员伤亡、环境污染等安全生产及环保问题。(4) 下游需求低于预期的风险。新能源汽车和储能是锂盐的最主要下游和需求增长的主要领域。未来如果由于政策、市场等方面的因素，新能源汽车和储能增长低于预期，将会对锂盐的需求造成影响，并导致公司主导产品需求低于预期。

正文目录

一、 公司简介：聚焦锂产业，锂盐规模跻身行业前列	6
1.1 坚定转型，锂盐规模位居行业前列	6
1.2 锂盐贡献不断提升，2021 年上半年业绩亮眼	7
二、 锂行业供需紧平衡，价格有望维持强势	8
2.1 新能源汽车驱动未来锂需求快速增长	8
2.2 供给：2021 年产能增长有限，2022 年南美和中国锂矿产能增长	10
2.3 供需判断：锂行业紧平衡，价格有望维持强势	13
三、 资源、规模齐头并进，股权激励和大股东加持显信心	15
3.1 国内固体锂矿开发先行者，多渠道提升资源保障力	15
3.2 锂盐规模持续增长，客户基础良好	17
3.3 股权激励+大股东加持，体现未来发展信心	19
四、 盈利预测及投资评级	21
五、 风险提示	22

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司锂业务主要运营主体情况	6
图表 3	公司股权结构图	7
图表 4	锂盐在公司收入占比不断提升（亿元）	8
图表 5	公司锂盐产量持续增加（万吨）	8
图表 6	2021 年上半年锂盐毛利率大幅提升	8
图表 7	公司历年归母净利润（亿元）	8
图表 8	2020 年全球锂需求增长约 7%	8
图表 9	全球锂需求下游构成（2020 年）	8
图表 10	电动汽车在锂需求占比不断提升	9
图表 11	2021 年上半年全球新能源汽车销量高增	9
图表 12	2021 年以来中国新能源汽车销量重回高增	9
图表 13	2021 年上半年全球各主要新能源汽车市场销量均高速增长	10
图表 14	全球及中国锂需求预测	10
图表 15	全球探明锂资源储量分布（2020 年）	11
图表 16	全球锂矿产量分布（2020 年）	11
图表 17	南美主要开发及待开发的盐湖锂矿示意图	11
图表 18	南美主要盐湖提锂公司扩产计划（万吨 LCE）	12
图表 19	全球主要固体锂矿情况	12
图表 20	澳大利亚锂矿项目产能及扩产计划（万吨锂精矿）	13
图表 21	中国主要锂矿项目情况	13
图表 22	2021~2022 年全球主要锂矿项目产量预计（万吨碳酸锂当量）	14
图表 23	碳酸锂价格走势（万元/吨）	15
图表 24	氢氧化锂价格走势（万元/吨）	15
图表 25	澳大利亚进口锂辉石矿价格走势（美元/吨）	15
图表 26	奥伊诺矿业股权结构	16
图表 27	业隆沟锂矿项目资源情况	16
图表 28	业隆沟锂矿选厂的实景图	16
图表 29	公司签署锂矿的长期承销协议情况	17
图表 30	主要锂盐上市公司产能比较	18
图表 31	公司锂盐产能较快增长（万吨）	18
图表 32	基于战略合作协议，巴莫科技拟向公司采购锂盐情况（吨）	19
图表 33	公司代表性客户	19
图表 34	激励计划授予限制性股票分配情况	20
图表 35	公司限制性股票激励计划业绩考核目标	20
图表 36	公司 2021 年 7 月非公开发行情况	21

图表 37	公司收入成本预测表.....	21
图表 38	主要可比锂盐上市公司估值表.....	22

一、公司简介：聚焦锂产业，锂盐规模跻身行业前列

1.1 坚定转型，锂盐规模位居行业前列

盛新锂能集团股份有限公司（简称“盛新锂能”或者“公司”）主要从事锂矿采选、锂盐产品生产和销售。公司前身是 2008 年 5 月在深圳证券交易所上市的广东威华股份有限公司，2016 年起尤其在现有控股股东深圳盛屯集团有限公司（“盛屯集团”）入主后，公司积极转型，将业务聚焦到新能源业务，并逐步剥离原有的纤维板和林木业务；2020 年 11 月，公司名称变更为深圳盛新锂能集团股份有限公司，2021 年 9 月公司名称又变更为目前的盛新锂能集团股份有限公司。到目前为止，除了少量林木业务外，公司业务已聚焦到锂行业。

图表1 公司发展历程

时间	事件
1997.6	梅州威华中纤板公司成立（公司前身）
2008.5	公司在深交所上市，股票代码 002240
2016.10	通过增资控股致远锂业和万弘高新，业务延伸至锂盐、稀土等新能源材料领域
2017.6	控股股东变更为盛屯集团，实际控制人变更
2018.3	致远锂业首条 1.3 万吨锂盐生产线投产
2019.12	完成对奥伊诺锂矿的收购
2020.3	公司非公开发行募集配套资金 6.6 亿元到位
2020.7-8	公司锂盐材料进入宁德时代、LG 供应链
2020.9	公司完成出售人造板业务子公司控股权
2020.10	投资遂宁 3 万吨氢氧化锂项目
2020.11	公司变更名称为深圳盛新锂能集团股份有限公司
2020.12	致远锂业 4 万吨锂盐生产线建成
2021.5	公司完成出售稀土业务子公司万弘高新
2021.9	公司名称变更为盛新锂能集团股份有限公司

资料来源：公司官网，平安证券研究所

目前公司已形成了涵盖锂矿采选、锂盐产品生产较为完整的产业链，拥有锂盐产能 4 万吨，位居行业前列。公司旗下锂业务的公司主要有从事锂盐业务的四川致远锂业有限公司（简称“致远锂业”）、遂宁盛新锂业有限公司（“遂宁盛新”），锂矿业务的金川奥伊诺矿业有限公司（简称“奥伊诺矿业”）和锂金属业务的四川盛威锂业有限公司（简称“盛威锂业”）。

图表2 公司锂业务主要运营主体情况

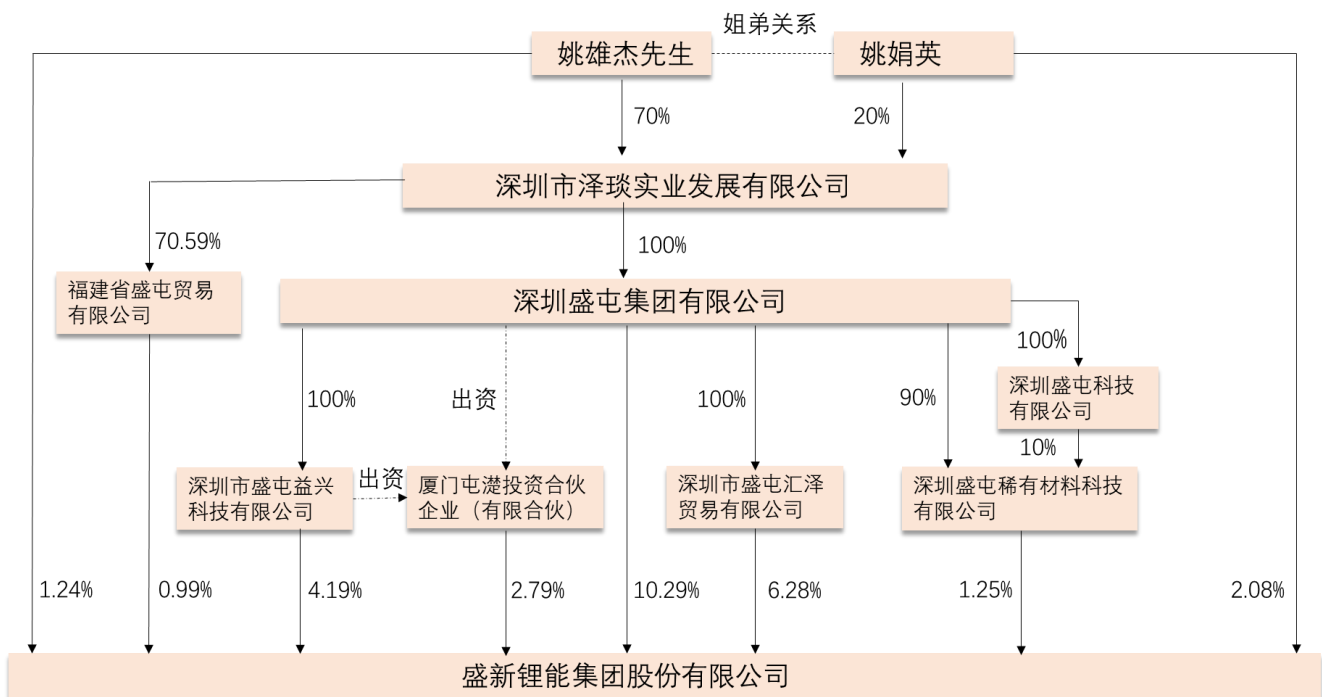
公司名称	经营地点	持股比率	主要产品及产能	备注
奥伊诺矿业	四川阿坝州 金川县	通过全资子公司盛屯 锂业间接持股 75%	原矿 40.5 万吨/年	2019 年末投产
致远锂业	四川绵竹市	100%	碳酸锂：2.5 万吨；氢氧化 锂：1.5 万吨	运营

遂宁盛新	四川遂宁市	68%	设计产能 3 万吨锂盐	首期 2 万吨 2020 年末开工建设
盛威锂业	四川射洪市	85%	金属锂：一期 600 吨	首组的 150 吨产能于 2020 年 9 月投入试运营

资料来源：公司公告，平安证券研究所

目前盛屯集团是公司控股股东，盛屯集团及其一致行动人直接和间接公司 29.12%股份，而姚雄杰先生又控股盛屯集团，为公司实际控制人。

图表3 公司股权结构图



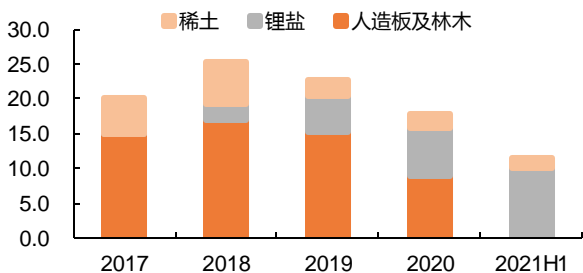
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 锂盐贡献不断提升，2021 年上半年业绩亮眼

2018 年人造板及林木和稀土是公司主要业务，随着 2018 年 3 月公司 1.3 万吨锂盐投产，锂相关产品开始产生贡献。2019 年、2020 年公司继续扩大锂盐的产能，到 2020 年底公司已拥有 4 万吨锂盐产能，其中碳酸锂和氢氧化锂产能分别为 2.5 万吨和 1.5 万吨，此外 150 吨金属锂产能也已于 2020 年 9 月投入试生产。目前公司已基本剥离了其他业务，聚焦锂业务。近年来，公司锂盐业务收入占比持续提升，2019 年、2020 年和 2021 年上半年锂盐的收入占比分别为 22%、39%和 87%。

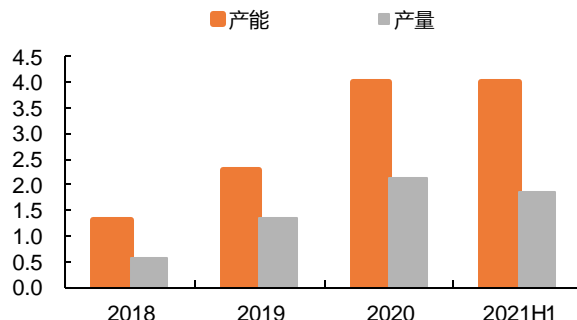
受原有纤维板和林木业务以及锂盐价格等因素影响，近年公司实现归母净利润有一定波动。2021 年上半年锂行业景气度快速上升，锂盐价格大幅上涨，且公司锂盐产销快速增加，公司业绩提升显著，实现归母净利润 2.91 亿元。

图表4 锂盐在公司收入占比不断提升（亿元）



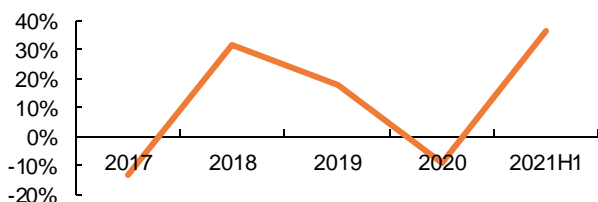
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 公司锂盐产量持续增加（万吨）



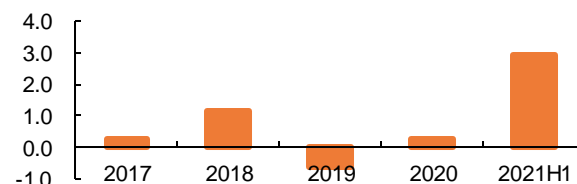
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 2021年上半年锂盐毛利率大幅提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 公司历年归母净利润（亿元）



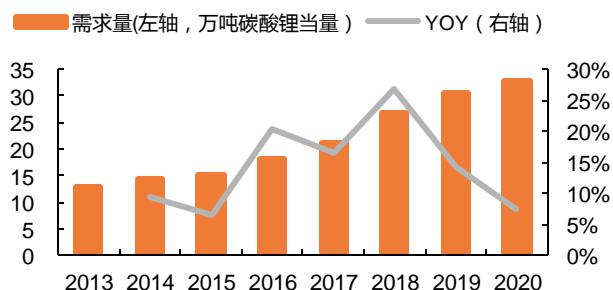
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 锂行业供需紧平衡，价格有望维持强势

2.1 新能源汽车驱动未来锂需求快速增长

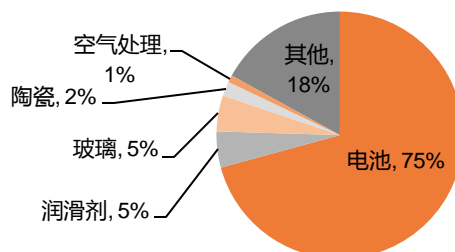
锂的需求包括新能源汽车、消费电子、润滑剂、玻璃、陶瓷等，其中新能源汽车是最主要的下游，也是未来锂需求增长的主要驱动力。根据 SQM，2020年全球锂的需求由 2015年 15万吨碳酸锂当量（LCE）大幅提高到 2020年的 33万吨碳酸锂当量。其中新能源汽车在全球锂需求不断提升，到 2020年新能源汽车在锂的消费占比已突破 50%，达到 54%。

图表8 2020年全球锂需求增长约7%



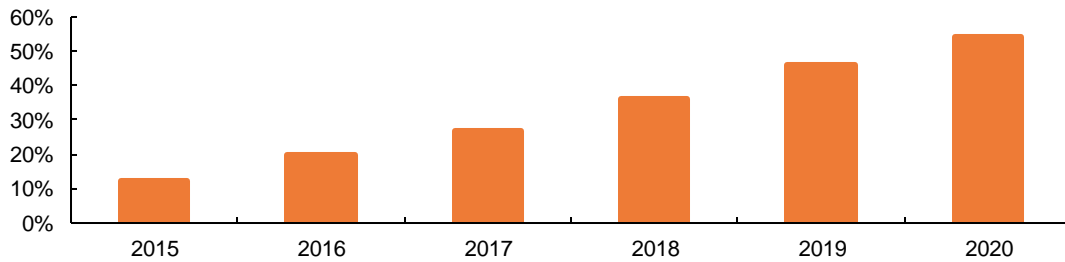
资料来源: SQM, 平安证券研究所

图表9 全球锂需求下游构成（2020年）



资料来源: SQM, 平安证券研究所

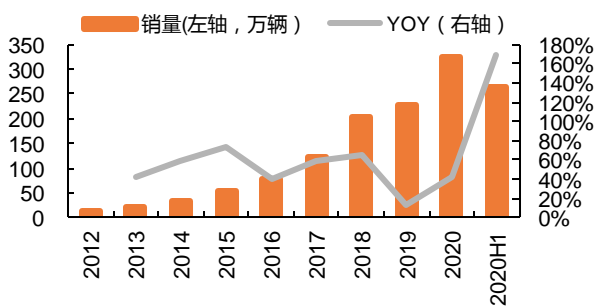
图表10 电动汽车在锂需求占比不断提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

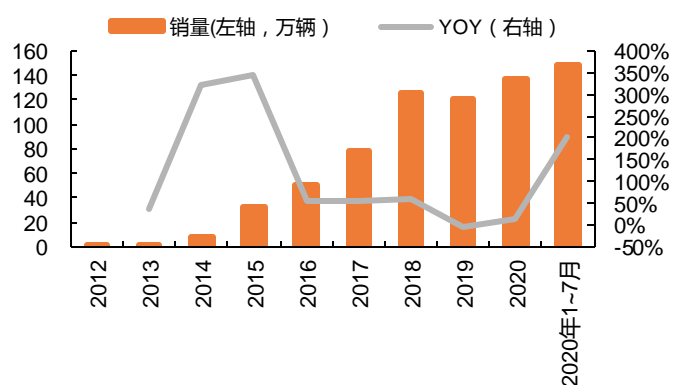
2021 年以来，在新冠疫情影响减弱、政策鼓励以及高性价比的新能源汽车产品推出等因素的共同作用下，全球及中国新能源汽车重回较快增长轨道，其中上半年全球新能源汽车销量分别增长 168%，2021 年前七个月中国新能源汽车销量增长约 200%。

图表11 2021 年上半年全球新能源汽车销量高增



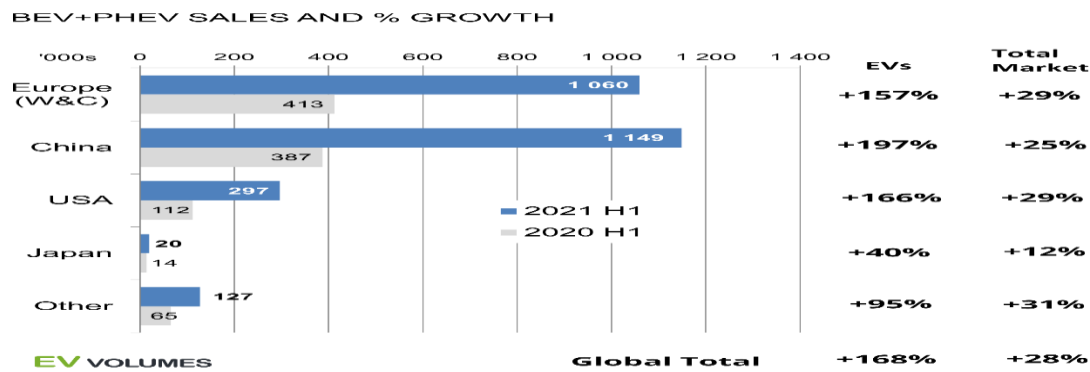
资料来源：EV Volumes，平安证券研究所

图表12 2021 年以来中国新能源汽车销量重回高增



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表13 2021年上半年全球各主要新能源汽车市场销量均高速增长



资料来源: EV VOLUMES

根据平安电新组新能源汽车销量假设,我们对2021~2025年全球及中国锂需求进行测算,预计全球锂需求将从2021年的48万吨提高到2025年的148万吨,年复合增速为32%;中国锂的需求将从2021年的23万吨提高到2025年的67万吨,年复合增速为30%。

图表14 全球及中国锂需求预测

产品	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国					
新能源汽车销量(万辆)	250	350	475	620	770
动力电池出货量(GWH)	147	214	307	438	589
锂需求-新能源汽车(万吨LCE)	14.41	20.93	29.97	42.56	57.26
锂需求-其他领域(万吨LCE)	8.76	9.02	9.29	9.57	9.85
锂需求(小计)(万吨LCE)	23.17	29.95	39.26	52.13	67.12
海外					
新能源汽车销量(万辆)	300	426	588	776	986
动力电池出货量(GWH)	169	251	367	530	719
锂需求-新能源汽车(万吨LCE)	16.94	25.06	36.66	52.95	71.89
锂需求-其他领域(万吨LCE)	8.16	8.32	8.49	8.66	8.83
锂需求(小计)	25.10	33.38	45.15	61.61	80.72
全球锂需求(万吨LCE)	48.27	63.33	84.40	113.74	147.83

资料来源:平安证券研究所

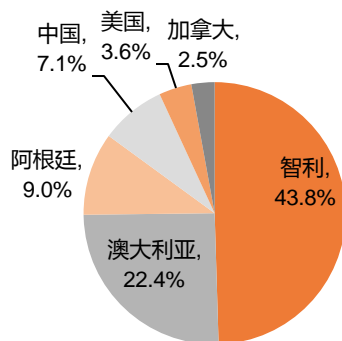
2.2 供给: 2021年产能增长有限, 2022年南美和中国锂矿产能增长

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

锂的产业链包括上游锂矿、中游锂盐以及下游应用。其中上游锂矿投资金额大、开发周期长，对行业周期响应较为滞后，而中游锂盐产能建设时间较短，对行业周期响应较及时。现阶段锂产品供给受上游锂矿影响较大。

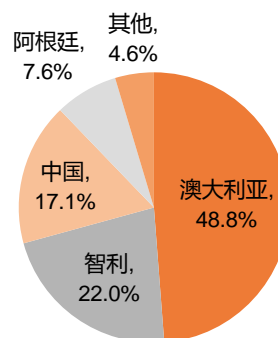
目前全球锂矿生产主要集中在南美、澳大利亚和中国，我们分别对这三个区域锂矿进行分析。

图表15 全球探明锂资源储量分布（2020年）



资料来源：USGS

图表16 全球锂矿产量分布（2020年）

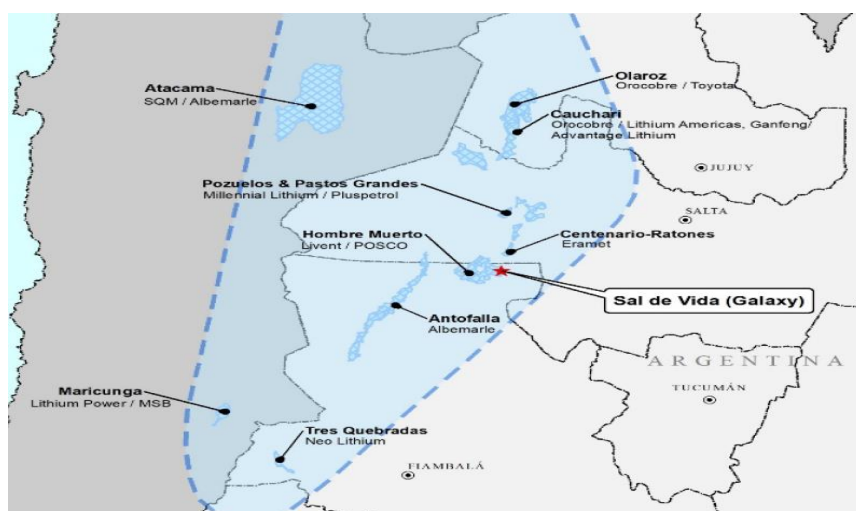


资料来源：Wind, 平安证券研究所

（1）南美盐湖：2022年将迎投产小高潮

南美盐湖主要锂公司包括 SQM、ALB（雅宝公司）、Livent、Orocobre（2021年8月完成和 Galaxy resources 合并，并拟更名为 Allkem）以及美洲锂业（LAC，公司与赣锋锂业合作开发盐湖项目）。根据各公司披露，为应对需求增长，各公司均进行产能扩产，其中 SQM 2021 年底和 2022 年底产能将分别达到 12 万吨和 18 万吨 LCE；ALB 预计 2022 年初新增 4 万吨 LCE 产能；Orocobre 预计 2022 年上半年新增 2.5 万吨碳酸锂；LAC 4 万吨碳酸锂项目将于 2022 年中期投产；而 Livent 扩产则相对稳健，预计 2023 年的一季度和四季度分别增加 1 万吨碳酸锂产能。由此可见，我们认为 2022 年南美盐湖锂矿将迎来投产小高潮。

图表17 南美主要开发及待开发的盐湖锂矿示意图



资料来源：银河资源

图表18 南美主要盐湖提锂公司扩产计划 (万吨 LCE)

公司名称	2020	2021E	2022E	2023E
SQM	7	12	18	-
ALB	4.4	4.4	8.4	-
Orocobre	1.75	1.75	4.25	-
Livent	2.0	2.0	2.0	4.0
LAC&赣锋	-	-	4.0	-

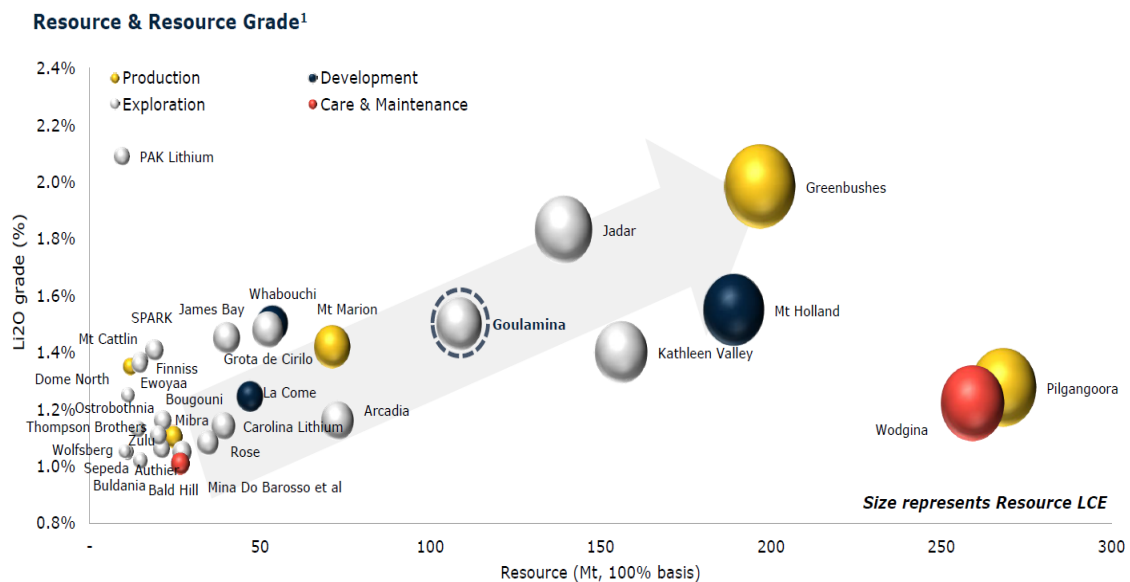
资料来源: 各公司公告, 平安证券研究所

(2) 澳大利亚固体锂矿: 2022 年几无新增产能, 增长来自部分项目复产

目前运营的海外固体锂矿项目主要集中在澳大利亚, 主要公司有泰利森 (Talisson Lithium)、MRL、Pilbara Minerals、银河资源 (2021 年 8 月已与 Orocobre 合并, 为了便于项目梳理, 我们仍沿用原有名称)。此外, 在南美巴西还有 AMG (先进冶金集团) 已投产的拥有 Mibra 锂矿项目, 其锂精矿年产能 9 万吨, 生产基本稳定。

从主要公司看, 2021 年、2022 年澳大利亚锂矿公司产能基本稳定, 2021 年增长来自前期减产项目的增产, 2022 年增长来自停产项目可能复产, 主要是泰利森锂业二期 60 万吨锂精矿和被 Pilbara 并购的原 Altura 20 万吨锂精矿项目。

图表19 全球主要固体锂矿情况



资料来源: 银河资源

图表20 澳大利亚锂矿项目产能及扩产计划（万吨锂精矿）

公司名称	2020	2021E	2022E	2023E
Talison	134	134	134	-
MRL-Marion	40	40	40	-
MRL-Wodgina	75	75	75	-
Galaxy resources	20	20	20	20
Pilbara Minerals	33	58	58	-

资料来源：各公司公告，平安证券研究所 备注 Pilbara 2021 年产能增长主要来自对 Altura 的并购，Wodgina 项目建成后一直处于维护状态

（3）中国锂矿项目：2021 年产能增长较小，2022 年预计将有较大增长

中国锂矿主要分布在青海、西藏、新疆、四川、江西、湖南等省区，形态包括锂辉石、锂云母和盐湖卤水。具体来看，盐湖卤水锂矿主要分布在青海、西藏；锂辉石主要分布在四川甘孜和阿坝州；锂云母则主要分布在江西宜春。

2021 年中国锂矿产能增加有限，主要是盐湖股份 2 万吨电池级碳酸锂项目，但产能发挥预计从 2022 年开始。2022 年则有较大增长，来自永兴材料 2 万吨锂云母碳酸锂项目投产带来的产能释放以及雅化集团参股的李家沟项目的约 16 万吨锂精矿投产；而融捷股份新增锂精矿预计在 2022 年底投产，对当年影响较小。

图表21 中国主要锂矿项目情况

公司名称	锂矿类型	现有产能	2021E	2022E
融捷股份-甲基卡	固体辉石矿	7~8 万吨锂精矿	7~8 万吨锂精矿	16 万吨锂精矿
盛新锂能-业隆沟	固体辉石矿	7 万吨锂精矿	7 万吨锂精矿	7 万吨锂精矿
四川能投-李家沟	固体辉石矿	0	0	16 万吨锂精矿
永兴材料	锂云母矿	1 万吨碳酸锂	1 万吨碳酸锂	3 万吨碳酸锂
江特电机	锂云母矿	1.5 万吨碳酸锂	1.5 万吨碳酸锂	-
盐湖股份-蓝科锂业	盐湖锂	1 万吨碳酸锂	3 万吨碳酸锂	3 万吨碳酸锂
藏格控股	盐湖锂	1 万吨碳酸锂	1 万吨碳酸锂	1 万吨碳酸锂

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

2.3 供需判断：锂行业紧平衡，价格有望维持强势

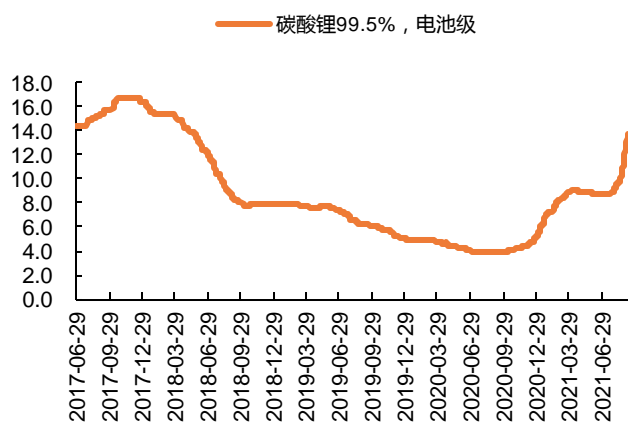
我们认为 2021、2022 年全球锂矿供给形势相对清晰，而 2023 年及以后项目则有较大不确定性，为此，我们主要对 2021 年和 2022 年供需进行判断。结合供需，我们认为 2021 年全球锂需求恢复快速增长，而供给增加有限，全球锂行业处于供需紧平衡。而 2022 年需求和供给均较快增长，但考虑到部分新项目 2022 年下半年投产，我们认为 2022 年上半年锂行业紧平衡依然存在。我们判断在供给偏紧的格局下，未来锂的价格有望维持强势。

图表22 2021~2022年全球主要锂矿项目产量预计(万吨碳酸锂当量)

类型	公司名称	2020A	2021E	2022E
南美	ALB-不包括其在澳大利亚项目	4.44	4.40	6.80
	SQM	6.50	8.00	10.00
	Livent	1.95	1.95	1.95
	Orocobre	1.30	1.50	2.38
	LAC&赣锋锂业	0.00	0.00	1.60
	小计	14.19	15.85	22.73
澳大利亚	Talison	8.80	8.80	12.80
	MRL-Mt Marion	6.30	6.20	6.20
	MRL-Wodgina	0.00	0.00	0.00
	Galaxy Resources	1.50	2.00	2.50
	Pilbara-Pilgan	2.40	3.96	4.50
	Pilbara-Ngungaju	0.00	0.00	2.24
小计	19.00	20.96	28.24	
中国	盛新锂能-业隆沟	0.15	0.60	0.80
	融捷股份-甲基卡	0.80	0.90	0.90
	川投能源-李家沟	0.00	0.00	0.80
	永兴材料-锂云母	0.85	0.90	2.10
	盐湖股份-察尔汗盐湖	1.36	1.60	2.70
	藏格控股-察尔汗盐湖	0.44	0.88	0.90
	其他	3.70	3.90	3.90
小计	7.30	8.78	12.10	
巴西	AMG-Mibra	1.00	1.00	1.00
合计		41.49	46.59	64.07

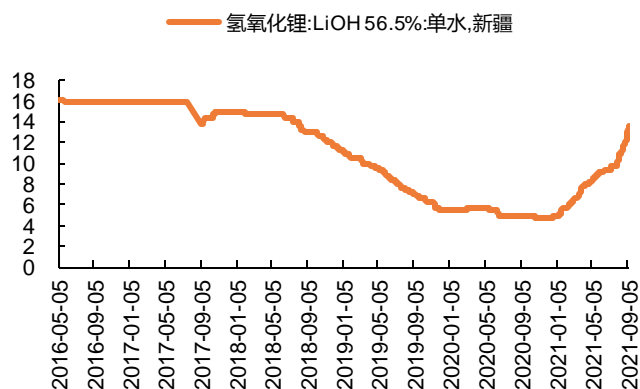
资料来源:平安证券研究所 备注:AMG2020年产量为我们的估计值

图表23 碳酸锂价格走势（万元/吨）



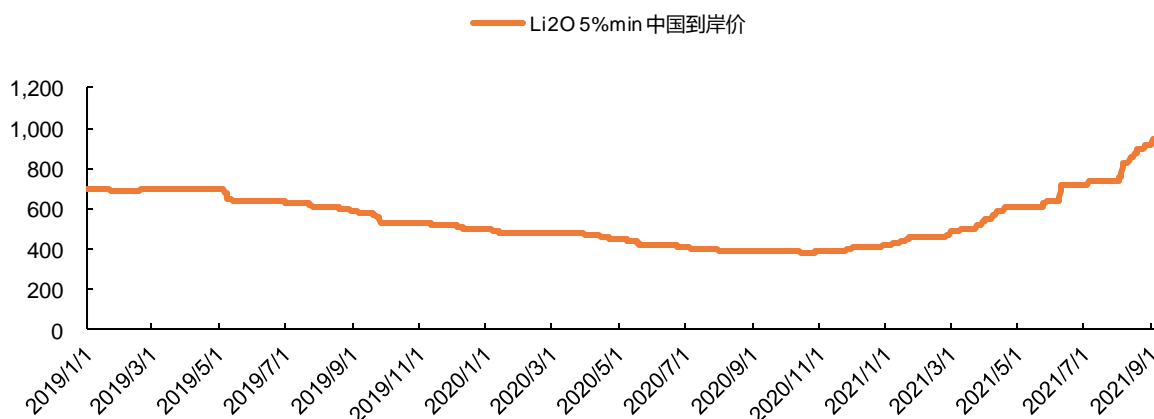
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 氢氧化锂价格走势（万元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表25 澳大利亚进口锂辉石矿价格走势（美元/吨）



资料来源：百川资讯

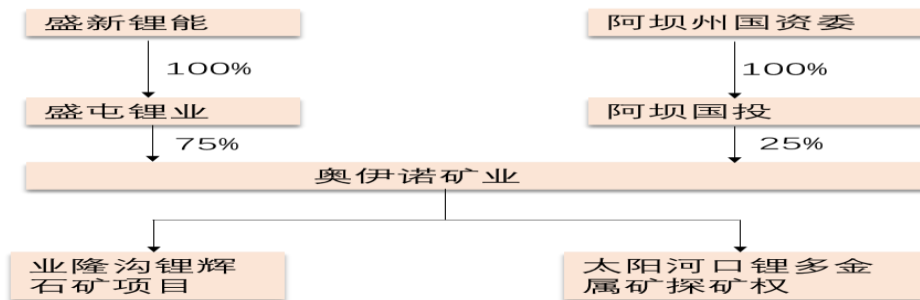
三、资源、规模齐头并进，股权激励和大股东加持显信心

3.1 国内固体锂矿开发先行者，多渠道提升资源保障力

（1）国内矿：自有锂矿进入产能释放，控股参股探矿权前景值得期待

盛新锂能是我国锂辉石固体锂矿开发的先行者，拥有奥伊诺矿业锂矿项目控股权。2019年11月公司通过增发获得大股东盛屯集团控制的四川盛屯锂业有限公司100%股权，盛屯锂业成为公司全资子公司。盛屯锂业主要资产是子公司奥伊诺矿业75%股权。奥伊诺锂矿项目位于四川省阿坝州金川县，拥有业隆沟锂矿采矿权和太阳河口锂多金属矿探矿权。

图表26 奥伊诺矿业股权结构



资料来源：公司公告

业隆沟锂辉石矿项目矿区面积 4.3697 平方公里，根据 2020 年补充勘探，矿区拥有锂资源量为 11.15 万吨氧化锂当量（约折合 27.56 万吨 LCE）。业隆沟锂辉石矿项目于 2019 年 11 月建成投产，拥有原矿年产能 40.5 万吨，2020 年受疫情以及天气影响，业隆沟锂矿产量较低，预计 2021 年起业隆沟锂矿将进入放量期，为公司锂盐生产提供有力保障。太阳河锂多金属矿目前还处于勘探期，勘察的面积 12.99 平方公里，已发现了锂矿（化）体 3 个，花岗伟晶岩脉 8 条，具有较好的找矿前景，是公司未来储备的锂矿项目。

图表27 业隆沟锂矿项目资源情况

业隆沟锂辉石矿资源量情况						
矿石量（万吨）	Li ₂ O资源量（吨）	平均品位	Nb ₂ O ₅ 资源量（吨）	平均品位	Ta ₂ O ₅ 资源量（吨）	平均品位
857.9	111,451	1.30%	797	0.0093%	633	0.0074%

资料来源：公司公告

图表28 业隆沟锂矿选厂的实景图



资料来源：公司官网

除了奥伊诺矿业外，公司积极寻求其他国内锂矿资源的投资机会。根据 2021 年半年报披露，2020 年 12 月~2021 年 5 月，公司全资子公司盛屯锂业合计出资 1 亿元对四川启成矿业有限公司进行投资，占启成矿业 12% 股权。2012 年 5 月，启成矿业获得雅江县惠绒矿业有限责任公司 84.9% 股权。惠绒矿业拥有一项位于四川省甘孜州雅江的一项探矿权，根据阶段性的勘探报告，截止 2020 年底探矿权内 I、II 号矿体总计求获（探明+控制+推断）矿石资源量 3,943.6 万吨，氧化锂资源量为 64.29 万吨（折合碳酸锂约 159 万吨），矿床氧化锂平均品位 1.63%，属于大型的锂矿。从勘探结果看，惠绒矿业锂矿品位和资源量均高于业隆沟项目，未来开发的前景十分值得期待。

（2）多管齐下，提升锂矿原料保障能力

目前公司自身的锂精矿还难以满足锂盐生产所需，外部资源方面公司主要采取以下措施拓宽原料来源：

- 与银河资源、AVZ 等海外锂矿生产商签订长期承销协议；
- 利用四川丰富的锂资源，采购当地的锂矿作为原材料；
- 继续积极寻找海内外优质锂资源标的，通过投资/包销等形式锁定上游锂资源。

图表 29 公司签署锂矿的长期承销协议情况

公告时间	合作矿企	协议主要内容
2020.11	银河资源	协议从 2021 年 1 月 1 日起开始履行，至 2023 年 12 月 31 日终止，期限为 3 年。向银河锂业采购的产品为锂辉石精矿，在每个合同年度期间采购的最低数量为 60,000 吨，在每个合同年度内每季度分批交付 15,000 吨
2021.3	AVZ 矿业	从 AVZ 矿山投产起，在每个合同年度期间采购量为 160,000 吨锂辉石精矿。首期从 AVZ 矿山投产日起开始履行，期限为 3 年，后续双方达成一致意见可以延长

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 锂盐规模持续增长，客户基础良好

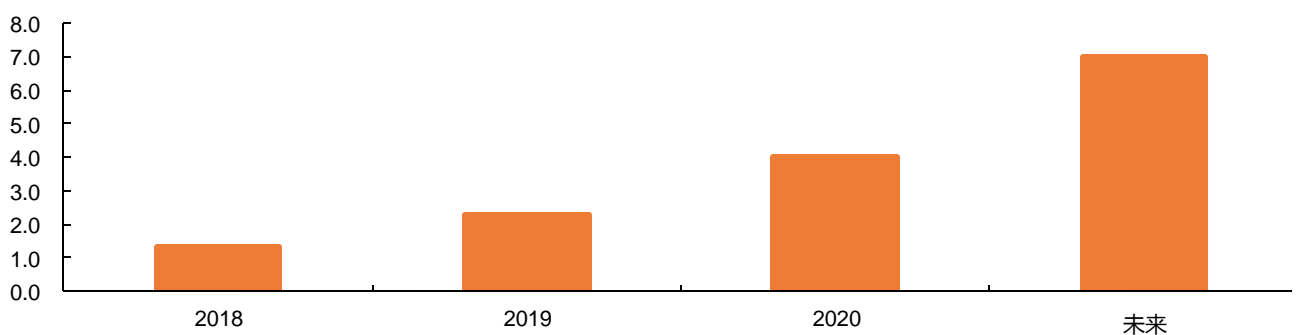
公司锂盐的产能建设从子公司致远锂业开始，2018 年 3 月致远锂业 1.3 万吨锂盐投产。2018 年 2 月，致远锂业与雅宝旗下的洛克伍德签署了协议，约定 2018 年由致远锂业为洛克伍德提供 6875~8430 吨锂盐产品，2019、2020 年向洛克伍德提供至少 10000 吨锂盐产品。协议的签署对致远锂业早期的发展起到积极作用。随后，公司加快了锂盐建设进度，2019 年新建成 1 万吨锂盐产能，2020 年底致远锂业 4 万吨锂盐产能（2.5 万吨碳酸锂和 1.5 万吨氢氧化锂）全部建成。目前公司锂盐产能已位居行业前列，2021 年上半年，实现锂盐产量 1.85 万吨，也处于行业较为领先的地位。公司目前还在四川省遂宁市投资 3 万吨锂盐项目，其中 2 万吨已于 2020 年末开工建设，项目全部建成后，公司锂盐的总产能将提高到 7 万吨，有助于公司锂盐规模继续保持行业领先，并为未来业绩增长奠定基础。

图表30 主要锂盐上市公司产能比较

公司	现有产能	备注
赣锋锂业	碳酸锂：4.3万吨；氢氧化锂：8.1万吨；锂金属：2000吨	-
天齐锂业	碳酸锂 3.45万吨；氢氧化锂 0.5万吨	预计澳洲 2.4万吨氢氧化锂产能 2022年投产
雅化集团	碳酸锂 0.6万吨；氢氧化锂 3.7万吨	拟非公开发行进行 5万吨电池级氢氧化锂产能建设
天华超净 (持有 68%天宜锂业股权)	氢氧化锂：2万吨	二期 2.5万吨氢氧化锂产能预计 2022年投产
中矿资源	碳酸锂：0.6万吨	2.5万吨锂盐产能 2021年 8月试运营
盐湖股份	工业级碳酸锂：1万吨	预计 2022年 2万吨电池级碳酸锂项目投产
藏格控股	碳酸锂：1万吨	
西藏矿业	碳酸锂：0.5万吨	二期项目 0.96万吨电池级碳酸锂
永兴材料	碳酸锂：1万吨	预计 2022年新增 2万吨云母碳酸锂产能
江特电机	云母碳酸锂：1.5万吨；辉石碳酸锂：1.5万吨	建设中项目为辉石工艺 1万吨碳酸锂和 0.5万吨氢氧化锂

资料来源：各公司公告，平安证券研究所

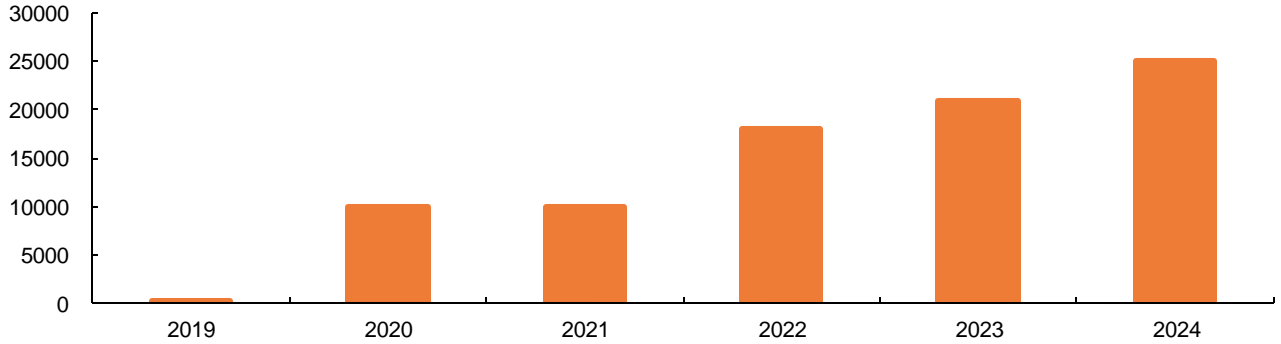
图表31 公司锂盐产能较快增长（万吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司行业地位和产品得到客户的广泛认可。2019年6月，公司和我国正极材料龙头企业之一巴莫科技签署战略合作协议，根据协议 2019年~2024年巴莫科技向公司锂盐采购量逐渐增加，2024年采购量由 2019年的 300吨提高到 2.5万吨。目前公司已与宁德时代、中航锂电、厦门钨业、杉杉能源、LGI、贝特瑞、德方纳米、当升科技、容百科技等行业领先企业签署长期供货协议。

图表32 基于战略合作协议，巴莫科技拟向公司采购锂盐情况（吨）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表33 公司代表性客户

CATL 宁德时代

中航锂电

XTC 厦门钨业

BTR
Better our world容百科技
RONBAY TECHNOLOGY杉杉企业
Shanshan Corporation当升科技
EASPRING

Dynanonic

umicore

LG
Life's Good

资料来源：公司官网

3.3 股权激励+大股东加持，体现未来发展信心

为了健全公司长效激励机制，实现核心高管及员工和公司利益的一致性，公司于 2020 年 7 月发布了限制性股票激励计划草案，8 月发布了限制性股票激励草案修订稿，并于 2020 年 12 月调整了第一期限限制性股票激励计划首次授予的激励对象名单及授予数量。根据调整后的激励计划，公司向激励对象授予限制性股票数量为 688.5 万股，其中首期授予 577.5 万股，预留 111 万股。公司已分别于 2020 年 12 月和 2021 年 9 月分别向激励对象授予限制性股票。

图表34 激励计划授予限制性股票分配情况

激励对象	职务	获授限制性股票数量（万股）	占比
周祎	董事长	110	15.98%
邓伟军	董事、总经理	85	12.35%
方轶	董事、常务副总经理	35	5.08%
姚开林	副总经理	35	5.08%
王琪	财务总监	35	5.08%
核心管理人员及核心技术（业务）骨干（49人）		277.5	40.31%
预留部分		111	16.12%
合计		688.5	100.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据激励计划，首次授予的限制性股票在三个限售期解除限售，对应的业绩考核目标为以2019年锂相关业务整体营收为基数，2020~2022年锂相关业务整体营业收入增长率不低于30%、100%和300%。

图表35 公司限制性股票激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	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	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	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，平安证券研究所

大股东盛屯集团入主后，通过注入优质资产助力公司发展，同时持有上市公司股份比例也在不断增加，2020年底，直接间接持有公司18.29%股份。公司2020年10月分布增发预案（三次修订稿），拟向大股东盛屯集团全资子公司盛屯益兴、盛屯汇泽以及大股东控制的厦门屯澁（盛屯集团是普通合伙人及主要出资人）增发股票，募集资金总额不超过9.5亿元，用于补充流动资金。2021年7月增发完成，大股东盛屯集团及其一致行动人直接和间接持有公司的股份比率大幅提高到29.12%，也体现了大股东对公司未来发展信心。

图表36 公司 2021 年 7 月非公开发行情况

增发对象	增发股份（股）	募集资金（元）
盛屯益兴	36,188,178	299,999,995.62
盛屯汇泽	54,282,267	449,999,993.43
厦门屯漈	24,125,452	199,999,997.08
合计		949,999,986.13

资料来源：公司公告

四、盈利预测及投资评级

预计公司 2021~2023 年实现归母净利润为 6.86 亿元、9.06 亿元和 10.29 亿元，EPS 分别为 0.79 元、1.05 元和 1.19 元，2021 年 9 月 10 日收盘价对应的 2021~2023 年的 PE 为 91、69 和 61 倍。考虑到公司具有资源以及规模优势，未来受益新能源汽车的快速发展，我们首次给与公司“推荐”的投资评级。

图表37 公司收入成本预测表

项目	2021E	2022E	2023E
锂矿（锂精矿）			
销量（万吨）	4.90	6.00	6.00
价格（元/吨）	6500.00	7000.00	7000.00
收入（百万元）	318.50	420.00	420.00
成本（百万元）	88.20	114.00	114.00
锂盐			
销量（万吨）	3.50	4.50	5.40
价格（万元/吨）	7.80	9.00	9.00
收入（百万元）	2730.00	4050.00	4860.00
成本（百万元）	1856.40	2835.00	3402.00
内部抵消项（自有锂矿内供，百万元）	318.50	420.00	420.00
合计			
收入（百万元）	2730.00	4050.00	4860.00
成本（百万元）	1626.10	2529.00	3096.00

资料来源：平安证券研究所

图表38 主要可比锂盐上市公司估值表

公司名称	EPS (元/股)			PE (倍)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
赣锋锂业	2.16	3.14	4.18	88.33	60.81	45.74
天齐锂业	0.47	1.25	1.74	273.57	102.96	73.98
雅化集团	0.72	1.13	1.63	56.08	35.70	24.73
天华超净	1.17	1.97	2.71	116.67	69.02	50.20
中矿资源	1.29	1.78	2.57	51.48	37.41	25.90
盐湖股份	1.01	1.21	1.29	36.73	30.44	28.57
西藏矿业	0.19	0.27	0.40	432.66	306.16	208.55
永兴材料	1.82	3.28	4.31	58.79	32.65	24.88
江特电机	0.34	0.87	1.22	81.21	31.41	22.46
	平均值			132.83	78.51	56.11

资料来源: Wind, 平安证券研究所 备注: 各公司 PE 对应的股价为 2021 年 9 月 10 日收盘价

五、 风险提示

(1) 市场竞争加剧的风险

由于新能源汽车以及储能行业较快发展, 锂盐需求旺盛, 同时也吸引了大量的企业和资金进入行业, 如果未来锂盐产能增长速度高于需求, 可能导致锂盐行业供给过剩, 从而导致公司主导产品盈利能力下降。

(2) 原材料价格供应及波动的风险

目前公司仍需外购部分的锂矿原材料, 如果未来锂矿的供给紧张, 公司可能无法采购足够原料, 影响正常生产。原材料锂矿在公司成本占比较高, 如果未来锂矿价格大幅波动, 将可能增加公司生产经营压力。

(3) 安全环保风险

公司采矿活动会对矿体及周围岩层的地质结构造成不同程度的破坏, 可能存在片帮、冒顶、塌陷等情况, 造成安全事故; 同时, 在勘探、采选过程中, 自然灾害、设备故障、人为失误等都会形成隐患, 存在发生安全事故的可能。公司在生产过程中会产生少量的废气、废渣、废水, 涉及高温、高压等工艺, 操作不当, 将可能导致人员伤亡、环境污染等安全生产及环保问题。

(4) 下游需求低于预期的风险

新能源汽车和储能是锂盐的最主要下游和需求增长的主要领域。未来如果由于政策、市场等方面的因素，新能源汽车和储能增长低于预期，将会对锂盐的需求造成影响，并导致公司主导产品需求低于预期。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,828	3,196	4,421	5,427
现金	379	1,573	1,905	2,386
应收票据及应收账款	536	763	1,132	1,358
其他应收款	246	135	200	240
预付账款	52	74	109	131
存货	555	535	901	1,103
其他流动资产	60	117	174	209
非流动资产	2,981	3,252	3,493	3,749
长期投资	875	875	876	876
固定资产	990	1,906	2,247	2,557
无形资产	326	271	217	163
其他非流动资产	790	199	153	153
资产总计	4,809	6,448	7,914	9,175
流动负债	1,321	1,268	1,752	1,900
短期借款	620	568	666	573
应付票据及应付账款	327	380	591	723
其他流动负债	374	321	495	604
非流动负债	165	168	166	161
长期借款	48	51	48	44
其他非流动负债	117	117	117	117
负债合计	1,487	1,436	1,917	2,061
少数股东权益	105	164	243	332
股本	750	864	864	864
资本公积	2,524	3,354	3,354	3,354
留存收益	-56	629	1,535	2,563
归属母公司股东权益	3,218	4,848	5,753	6,782
负债和股东权益	4,809	6,448	7,914	9,175

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-226	799	728	1,070
净利润	23	745	984	1,118
折旧摊销	154	228	259	244
财务费用	68	52	44	42
投资损失	-257	-81	-81	-81
营运资金变动	-286	-175	-507	-284
其他经营现金流	72	30	29	29
投资活动现金流	237	-448	-448	-448
资本支出	274	500	500	500
长期投资	-50	0	0	0
其他投资现金流	13	-948	-948	-948
筹资活动现金流	-74	843	52	-140
短期借款	-301	-52	98	-94
长期借款	-142	2	-2	-4
其他筹资现金流	369	893	-44	-42
现金净增加额	-63	1,194	332	481

利润表

单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,791	2,730	4,050	4,860
营业成本	1,716	1,626	2,529	3,096
税金及附加	15	26	39	47
营业费用	42	55	81	97
管理费用	124	137	203	243
研发费用	30	24	35	42
财务费用	68	52	44	42
资产减值损失	-63	-14	-20	-24
信用减值损失	-5	-6	-9	-10
其他收益	40	61	61	61
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	257	81	81	81
资产处置收益	0	-1	-1	-1
营业利润	25	933	1,232	1,399
营业外收入	1	4	4	4
营业外支出	10	5	5	5
利润总额	17	932	1,230	1,398
所得税	-7	186	246	280
净利润	23	745	984	1,118
少数股东损益	-4	60	79	89
归属母公司净利润	27	686	906	1,029
EBITDA	239	1,211	1,533	1,684
EPS (元)	0.03	0.79	1.05	1.19

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-21.4	52.5	48.4	20.0
营业利润(%)	139.0	3579.4	32.0	13.6
归属于母公司净利润(%)	145.9	2423.1	32.1	13.6
获利能力				
毛利率(%)	4.2	40.4	37.6	36.3
净利率(%)	1.5	25.1	22.4	21.2
ROE(%)	0.8	14.1	15.7	15.2
ROIC(%)	3.6	21.1	23.9	22.4
偿债能力				
资产负债率(%)	30.9	22.3	24.2	22.5
净负债比率(%)	8.7	0.0	0.0	0.0
流动比率	1.4	2.5	2.5	2.9
速动比率	0.9	1.9	1.8	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	3.3	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	6.6	5.1	5.1	5.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.79	1.05	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.92	0.84	1.24
每股净资产(最新摊薄)	3.72	5.61	6.66	7.85
估值比率				
P/E	2305.3	91.4	69.2	60.9
P/B	19.5	12.9	10.9	9.2
EV/EBITDA	78.9	51.3	40.5	36.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033