



Research and
Development Center

廿一风华，厚积薄发

—赣锋锂业(002460)公司深度报告

2021年11月14日

娄永刚

S1500520010002

010-83326716

louyonggang@cindasc.com

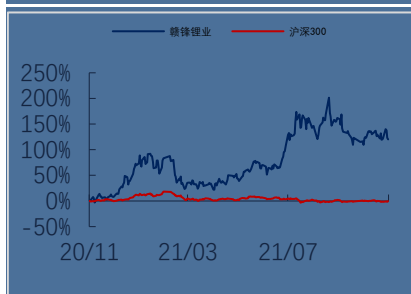
黄礼恒

S1500520040001

18811761255

huangliheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
赣锋锂业 (002460)
投资评级 买入

首次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	160.50
52 周内股价波动区间 (元)	62.55-224.40
最近一月涨跌幅 (%)	3.13
总股本 (亿股)	14.37
流通 A 股比例 (%)	59.79
总市值 (亿元)	2181.46

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

赣锋锂业：廿一风华，厚积薄发

2021 年 11 月 11 日

本期内容提要：

- ◆ **快速成长的锂生态链龙头。**公司成立于 2000 年，从锂化合物及金属锂制造起步，目前已形成五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力。同时公司渐进式投资上游锂资源，目前控制的锂资源权益量超 2000 万吨 LCE。另外公司积极开拓下游锂电池制造及退役锂电池综合回收利用业务，在固态锂电池及锂电池回收领域引领行业发展，具有很强的战略前瞻性。公司伴随行业快速成长同步打造完整的锂生态链体系，龙头地位稳固。
- ◆ **积极扩大锂盐产能规模，绑定优质蓝筹客户。**公司积极拓展锂盐产能规模，目前拥有年产能碳酸锂 4.3 万吨、氢氧化锂 8.1 万吨、金属锂 2000 吨。其中氢氧化锂产能规模目前全球最大。公司拥有其控股的阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖年产 4 万吨碳酸锂中 76% 的产品包销权，该项目预计 2022 年年中试车生产。另外，公司凭借其锂盐产品质量和规模，与 LG、特斯拉、大众、宝马、优美科等签订了长期供货协议。
- ◆ **锂资源多元布局，蓄势待发。**公司自 2011 年起逐步多元化布局上游锂资源，至今公司已控、参股海内外优质锂资源 10 余处，未来 5 年内公司锂资源端产量将大幅提升，为锂盐大规模生产提供坚实保障。目前公司锂矿主要来自于澳洲 Mt Marion 和 Pilbara 锂辉石矿的包销，未来随着阿根廷 C-O、Mariana 盐湖项目以及墨西哥 Sonora 锂黏土项目逐步投产，公司锂资源自给率将大幅提升。
- ◆ **锂电池生产及回收业务延伸公司价值链。**公司锂电池业务目前主要有四个板块：消费类电池、TWS 电池、动力/储能电池和固态锂电池。随着技术成熟以及规模效应显现，电池板块营收与毛利率逐年提升，由 2017 年的负毛利率增长至 2020 年的 16.9%，业绩贡献逐步扩大。另外公司通过扩充退役锂电池回收业务产能及开发退役电池综合回收用新工艺和新技术，提升产业化技术水平和竞争优势，使公司锂产业链形成闭环。
- ◆ **锂价仍处于超级周期上行阶段。**目前百川电池级碳酸锂价格已经突破 20 万元/吨，锂辉石价格仍在加速上涨。虽然新能源车销量持续高增长，但受到汽车芯片短缺影响，我们预计今年三四季度销量仍低于实际需求，随着芯片供应逐步恢复，该部分递延需求有望在明年上半年得以释放，增加锂需求边际增量，需求淡季不淡叠加产业链持续维持低库存，我们预计 2022 年锂供需仍将维持紧缺状态，锂价具有长足的上涨时间和空间。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**结合公司锂系列产品和锂电池产能释放节奏、行业需求增速以及锂价判断，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 31.75、53.88、68.42 亿元，EPS 分别为 2.21、3.75、4.76 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 72x、43x、33x。考虑公司为锂行业全球龙头企业，未来锂盐产能规模将持续扩大、储备锂资源产能将逐步释放，以及固态锂电池业务日趋成熟，同时公司所处锂电行业正处于高速成长阶段，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**锂价持续上涨；公司业绩超预期增长。
- ◆ **风险因素：**公司锂盐或锂资源扩产进度低预期；锂资源企业产能扩张速度超预期导致锂价下跌；新能源汽车需求增长不及预期导致锂价下跌。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,342	5,524	11,918	23,036	29,923
增长率 YoY %	6.8%	3.4%	115.8%	93.3%	29.9%
归属母公司净利(百万元)	358	1,025	3,175	5,388	6,842
增长率 YoY%	-73.3%	186.2%	209.9%	69.7%	27.0%
毛利率%	23.5%	21.4%	36.5%	32.4%	31.6%
净资产收益率ROE%	4.3%	9.6%	22.7%	27.8%	26.1%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.79	2.21	3.75	4.76
市盈率 P/E(倍)	124.39	128.10	72.12	42.50	33.47
市净率 P/B(倍)	5.39	12.67	16.38	11.82	8.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年11月11日收盘价

目录

投资聚焦	6
快速成长的锂生态链龙头	7
公司具备完整锂产业链	7
凭借战略定力和技术驱动，于周期波动中稳步成长	9
积极扩大锂盐产能规模，绑定优质蓝筹客户	12
碳酸锂未来产能扩张主要来自盐湖提锂	13
氢氧化锂产能全球最大，扩张依赖于锂辉石供应	15
金属锂产能全球第一，布局未来	17
锂资源多元布局，蓄势待发	18
RIM: 澳洲 Marion 锂辉石矿	19
Pilbara: 澳洲 Pilgangoora 锂辉石矿	21
BLL: 爱尔兰 Avalonia 锂辉石矿	23
江西: 河源锂辉石矿	23
SPV: 非洲 Goulamina 锂辉石矿	24
Minera Exar: 阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖	24
Litio: 阿根廷 Mariana 盐湖	26
青海: 茫崖行委凤凰台深层卤水锂矿	26
五矿盐湖: 一里坪盐湖	26
Sonora: 锂黏土矿	26
蒙金矿业: 加不斯铌钽矿（锂云母）	27
锂电池生产及回收业务延伸公司价值链	27
公司布局多条锂电池生产线	27
锂电池业务盈利稳步增长	28
退役锂电池回收业务使公司锂产业链形成闭环	29
锂价仍处于超级周期上行阶段	30
需求长期确定性高速增长是锂行业演进的核心动力	30
锂资源将长期是锂行业发展的主要瓶颈	31
锂价仍具有长足的上涨时间和空间	32
盈利预测、估值与投资评级	33
盈利预测及假设	33
估值与投资评级	34
风险因素	35

表目录

表 1: 赣锋主要锂产品产能情况（万吨/年）	12
表 2: 赣锋锂盐产品与下游的长期合作协议	13
表 3: 全球氢氧化锂产能及产能规划（万吨/年）	16
表 4: 公司资源及包销情况	18
表 5: Marion 矿山资源量详情（万吨）	20
表 7: Goulamina 矿山资源量详情	24
表 8: Cauchari-Olaroz 盐湖资源量详情	25
表 9: 全球部分盐湖资源量与镁锂比概况	25
表 10: Mariana 盐湖资源量详情	26
表 11: 赣锋锂电池业务梳理	28
表 12: 公司锂电池业务毛利率具备上升空间	29
表 13: 全球锂资源产量预测（LCE，万吨）	31
表 14: 盈利预测关键条件假设	34
表 15: 可比公司估值比较表（2021-11-11）	35

图 目 录

图 1: 赣锋股权结构 (截至 2021 年 11 月 11 日)	7
图 2: 赣锋业务结构布局	8
图 3: 赣锋发展历程	9
图 4: 赣锋锂业营业收入及增速 (亿元)	10
图 5: 赣锋锂业归母净利及增速 (亿元)	10
图 6: 赣锋锂业毛利率及净利率	10
图 7: 锂价周期 (元/吨)	10
图 8: 赣锋锂业营收结构 (万元)	11
图 9: 赣锋锂业毛利结构 (万元)	11
图 10: 赣锋锂业海内外营收占比 (亿元)	12
图 11: 赣锋锂业海内外业务毛利率比较	12
图 12: 公司碳酸锂产能变化 (万吨)	14
图 13: 公司碳酸锂产销情况 (吨)	14
图 14: 公司碳酸锂营收情况 (万元)	14
图 15: 公司氢氧化锂产能变化 (万吨)	15
图 16: 公司氢氧化锂产销情况 (吨)	15
图 17: 公司氢氧化锂营收情况 (万元)	15
图 18: 全球氢氧化锂产量预测 (万吨)	17
图 19: 公司金属锂产销情况 (吨)	17
图 20: 公司金属锂营收情况 (万元)	17
图 21: 赣锋对 RIM 的持股历程	19
图 22: RIM 锂辉石产量与售价	20
图 23: 赣锋基本包销 RIM 全部的锂辉石矿 (百万元)	20
图 24: 赣锋锂辉石主要来自 Marion (百万元)	20
图 25: 赣锋对 Pilbara 的持股历程	21
图 26: pilabara 锂精矿产能规划	22
图 27: pilabara 锂精矿包销概况	22
图 28: pilabara 锂精矿包销概况 (万元)	23
图 29: 赣锋对 C-O 项目的持股变化	24
图 30: 赣锋拥有 Sonora 黏土项目 64%权益	27
图 31: Sonora 资源量详情 (万吨)	27
图 32: 公司锂电池、电芯及其直接材料营收情况 (万元)	29
图 33: 2020 年全球锂需求结构	30
图 34: 全球新能源汽车销量 (万辆)	30
图 35: 中国新能源汽车销量 (万辆)	30
图 36: 全球锂需求预测 (LCE, 万吨)	30
图 37: 锂盐价格变化 (万元/吨)	32
图 38: 锂辉石价格变化 (美元/吨)	32
图 39: 全球锂供需边际增量 (LCE, 万吨; 需求保守假设)	33
图 40: 全球锂供需边际增量 (LCE, 万吨; 需求乐观假设)	33

投资聚焦

公司积极补足资源短板，由“技术”驱动向“技术+资源”双驱动转变。公司成立于 2000 年，拥有多项国家级领先技术，是首家突破从卤水中直接提取电池级碳酸锂和氯化锂技术、首家实现丁基锂专业化和规模化供应、唯一一家实现规模化利用含锂回收料生产产品的企业，率先建立了“卤水/含锂回收料-碳酸锂/氯化锂-金属锂-丁基锂/电池级金属锂-锂系合金”全产品链。随着产品种类增加与产能扩大，公司着手布局锂资源以补齐资源短板。自 2011 年至今公司已控、参股海内外优质锂资源 10 余处，锂资源权益量超 2000 万吨 LCE，成为国内权益锂资源量最大、锂资源种类最丰富的企业。未来 5 年随着阿根廷 C-O、Mariana 盐湖项目以及墨西哥 Sonora 锂黏土项目逐步投产，公司锂资源自给率及锂盐产品产能将大幅提升。

锂超级周期不止于此，锂价仍处于周期上行阶段。目前百川电池级碳酸锂价格在锂边际需求与边际供给的错配下已经突破 20 万元/吨，锂辉石价格仍在加速上涨。虽然新能源车销量持续高增长，但受到汽车芯片短缺影响，我们预计今年三四季度销量仍低于实际需求，随着芯片供应逐步恢复，该部分递延需求有望在明年上半年得以释放，增加锂需求边际增量，需求淡季不淡叠加产业链持续维持低库存，我们预计 2022 年锂供需仍将维持紧缺状态，锂价具有长足的上涨时间和空间。

快速成长的锂生态链龙头

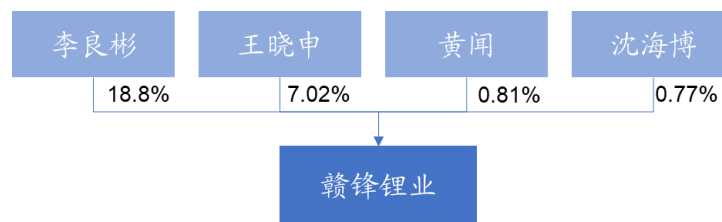
公司具备完整锂产业链

公司成立于 2000 年，初期主要从事金属锂和氯化锂的生产与销售，凭借技术优势成为国内最大的金属锂厂家；2007 年公司率先突破从卤水中直接提取电池级碳酸锂、氯化锂技术，分别建成了从盐湖卤水中提取氯化锂和碳酸锂产线，产品结构逐渐丰富；2010 年于深圳交易所上市，成为中国锂行业第一家上市公司。

随着锂系列产品产能扩张，公司逐渐认识到上游锂资源的布局与中游锂加工技术同样重要。2011 年起通过参股国际锂业逐步布局优质的海内外资源，2014 年公司氢氧化锂产线投产，形成高附加值产品壁垒。另外，公司同步发展电池制造与回收业务，形成完整的锂生态链，成长为国内锂行业龙头企业。

公司实际控制人为董事长李良彬先生，持股 18.8%。

图 1：赣锋股权结构（截至 2021 年 11 月 11 日）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司锂产业链完整，垂直整合模式深化盈利水平。公司从中游锂化合物及金属锂制造起步，逐步增加产品种类，扩大产品产能，目前拥有五大类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力，产品系列齐全；其中碳酸锂产能 4.3 万吨、氢氧化锂产能 8.1 万吨，金属锂产能 2000 吨，产能位于国内前列。同时公司积极投资上游锂资源，掌控了 10 余处优质锂资源，折 LCE 超 2000 万吨。另外公司开拓下游锂电池制造及退役锂电池综合回收利用业务，在固态电池以及锂电池回收上起到了行业带头作用。公司各个业务板块间有效发挥协同效应，有利于公司营运效率和盈利能力的提升，龙头地位稳固。

锂资源：公司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、墨西哥和中国青海、江西等地，掌控了多块优质锂矿资源，形成了稳定、优质、多元化的原材料供应体系。公司现用的主要锂资源为澳大利亚 Mt Marion 和 Pilbara 报的锂精矿。公司通过持续投资上游锂资源公司及签署长期战略采购协议，保障并巩固了上游优质锂原材料的稳定供应。

锂化合物：公司生态系统的核心为锂化合物业务板块，主要产品包括电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂、氯化锂、氟化锂等，广泛应用于电动汽车、便携式电子设备等锂电池材料及化学及制药领域，客户主要包括全球电池正极材料制造商、电池供应商和汽车 OEM 厂商。

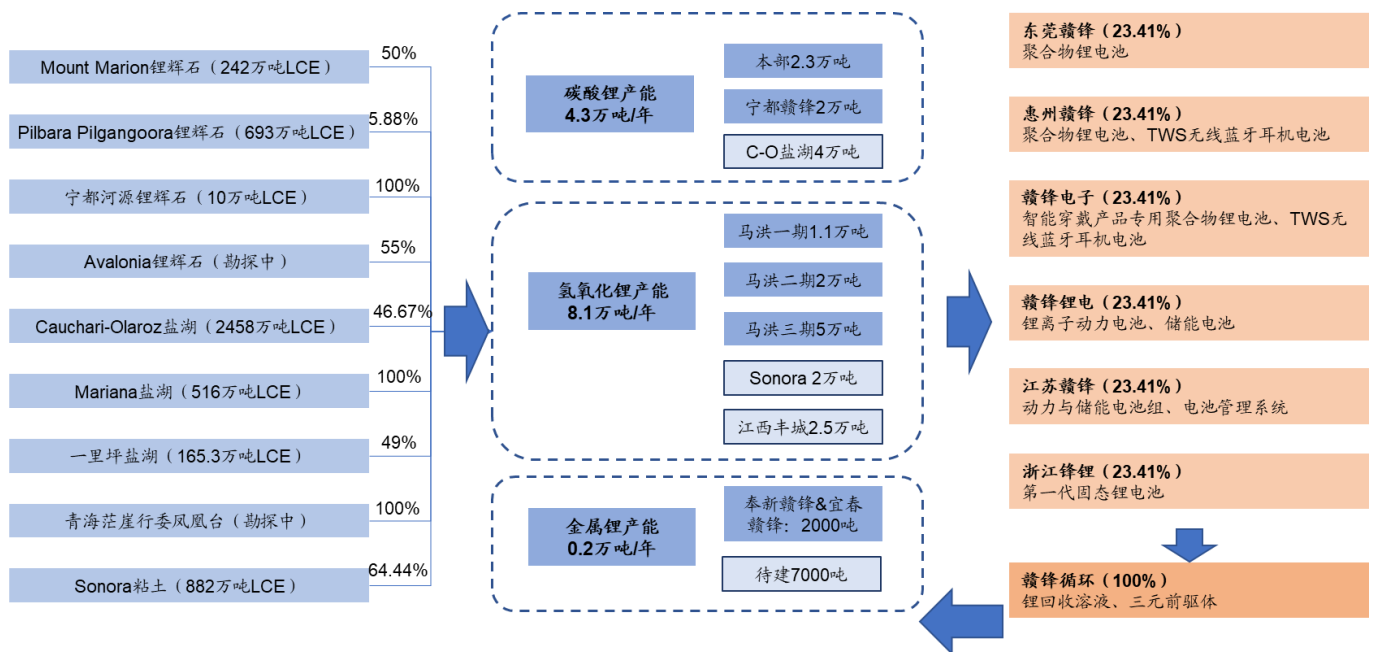
金属锂：公司的金属锂产品产能排名全球第一，能够根据客户需要生产不同规格型号及厚度

的金属锂锭、锂箔、锂棒、锂粒子、锂合金粉及铜锂或锂铝合金箔，主要用于锂电池负极材料、医药反应催化剂、合金及其他工业品材料，客户包括电池制造商及医药企业。

锂电池：公司大部分使用自锂化合物业务板块的客户处采购的负极材料、正极材料及电解液生产锂离子电池，主要用于电动汽车、各种储能设备及各种消费型电子设备，包括手机、平板、笔记本电脑、TWS 耳机、无人机等。公司目前积极推进固态锂电池的研发、生产和商业化应用。

锂电池回收：电动汽车及消费型电子产品的使用必将带动退役锂电池处理的社会需求不断增加，公司开展锂电池回收业务市场前景广阔，经济潜力巨大，并可进一步丰富了锂原料的多元化供应渠道，实现锂、镍、钴、锰等金属的资源综合循环利用。公司回收退役锂电池业务为电池生产商及电动汽车生产商提供了可持续的增值解决方案，进一步巩固与来自电池生产业务客户的关系。

图 2：赣锋业务结构布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司从锂化合物中游制造起步，现已成长为上下游一体的锂电龙头企业。公司成立于 2000 年 3 月，初期主要从事金属锂及氯化锂加工与销售；2007 年率先突破从卤水中直接提取电池级碳酸锂、氯化锂技术，分别建成了从盐湖卤水中提取氯化锂和碳酸锂产线，产品结构逐渐丰富；2010 年于深圳交易所上市，成为中国锂行业第一家上市公司。

2011 年起，公司认识到锂资源的战略地位，开始布局海内外优质锂资源。2011 年公司认购国际锂业 9.9% 股权，其拥有阿根廷 Mariana 盐湖，公司成功介入全球锂资源最丰富的南美盐湖一带。2014 年公司收购 BLL51% 股权获得爱尔兰锂辉石矿 Avalonia，同时扩大阿根廷 Mariana 盐湖的权益至 80%。同年，氢氧化锂一期产能建成投产。

2015 年公司收购 Marion 锂辉石矿获得包销权并受让河源锂辉石矿，保障了公司 2017 年后 60% 以上的锂资源供应量。同时公司收购美拜电子 100% 股权、江西锂业 100% 股权，将产

业链延伸至下游锂电池生产。

2016 年成立江西赣锋循环科技有限公司，打造锂产业链闭环。

2017 年布局阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖，认购 Pilbara 股权，拓宽资源来源。

2018 年，公司于香港证券交易所上市。

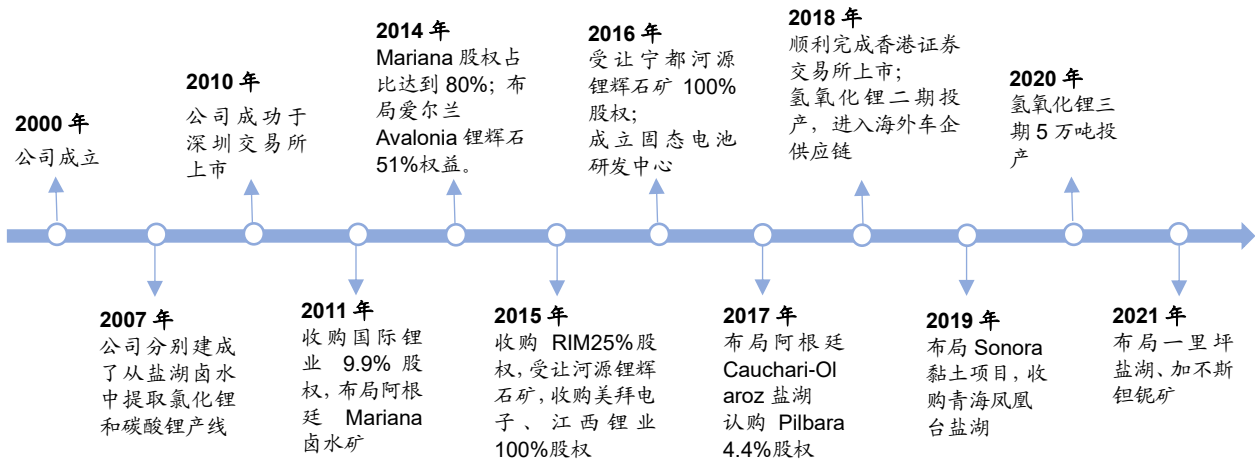
2019 年参与非洲 Sonora 锂黏土项目、收购青海凤凰台盐湖。

2021 年公司收购伊犁恒大全部股权获得一里坪盐湖 49% 权益，9 月实控人李良彬先生以自有资金拟购入蒙金矿业 70% 的股权控股加不斯铍钽矿。

公司在锂资源的布局上，入场时间合适，投资风格稳健，循序渐进地逐步掌握锂资源控制权，财务成本可控，通过“股权控制+包销协议”为公司锂盐产品生产及产能扩张提供了稳定优质原料，在 2017、2018 年公司锂盐产能大规模投产时，保证了充足资源进行匹配。

公司进一步拓展下游锂电池业务，延伸产业链、提升公司产品附加值。公司 2016 年成立固态电池研究中心；2019 年东莞赣锋 3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线、赣锋电池 6 亿瓦时动力电池项目以及 TWS 无线蓝牙耳机电池顺利投产，并建设完成第一代固态电池研发中心试生产线。

图 3：赣锋发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

凭借战略定力和技术驱动，于周期波动中稳步成长

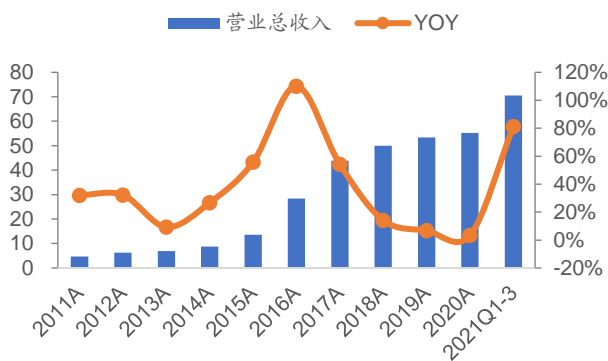
公司业绩走势受锂价周期波动影响较大。公司自上市以来，2010-2015 年间营业收入、归母净利以及毛利率、净利率均保持平稳增涨态势；2016-2018 年间业绩明显上浮，主要系公司主营产品碳酸锂与氢氧化锂价格大幅上调，由 2015 年底的 5 万元/吨上涨至 2016 年年中 15~18 万元/吨，并在之后的两年间高位震荡，价格上涨 2~3 倍叠加部分新建产能投产，公司营业收入 2016、2017 年分别增长 110%、54%，归母净利分别增长 271%、216%，毛利与净利分别上涨至 40% 和 34% 的高位。2018 年 4 月起锂盐价格不断下滑，公司业绩受累，

至 2019 年底营收与归母净利增速均下探至 2015 年低点，毛利率与净利率也下降至 2015 年前的平均水平。

凭借战略前瞻和技术领先优势穿越周期底部。2020 年锂价依旧维持超低态势，但公司归母净利同比增长 186%，毛利率与净利率上涨至 21% 和 19% 的水平，摆脱了 2019 年的业绩低迷情况。一是得益于公司管理层对行业演变的把握，利用柔性生产线优势，主动降低碳酸锂产量、提升氢氧化锂产量。在锂价低迷期，碳酸锂属于类大宗商品，企业定价权利薄弱、盈利空间受限；而氢氧化锂则由于工艺与品牌壁垒的存在，价格具备相对弹性，且新能源汽车补贴一再向高续航能力的三元电池倾斜，优质的氢氧化锂原料成为“稀缺资源”，需求较高对价格形成支撑。因此，公司经营战略的制定有效拉动了业绩提升。二是得益于公司氢氧化锂产品优质，相继通过 LG、特斯拉、德国大众与德国宝马的认证，海外业务占比得以提升，而海外企业对高质量产品支付的高价格使海外业务毛利率超内陆毛利率一倍，因此对公司整体业绩形成支撑。

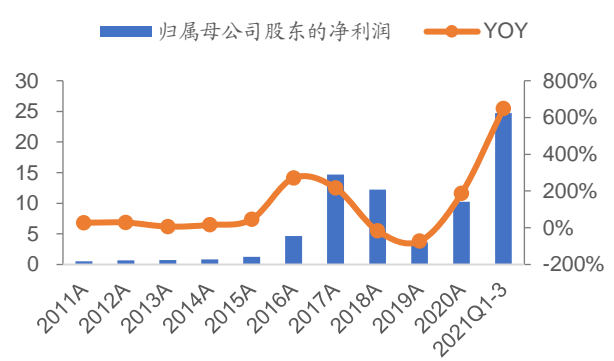
锂盐价格回升叠加 5 万吨氢氧化锂投产带动公司业绩大幅回升。碳酸锂价格自 2020 年 4 季度起开始反弹，于 2021 年 2 季度上涨至 8 万元/吨的位置后横盘维持 3 个月，后于 2021 年 8 月初快速上涨至 19 万元/吨的位置，突破历史高位。氢氧化锂价格同样一路上扬至 19 万元/吨位置。同时公司马洪三期 5 万吨氢氧化锂项目投产，量价齐升带动公司前三季度实现营业收入和归母净利分别为 70.5、24.7 亿元，同比增长 81.19%、648%，毛利率与净利率也达到 36% 的高位。

图 4：赣锋锂业营业收入及增速（亿元）



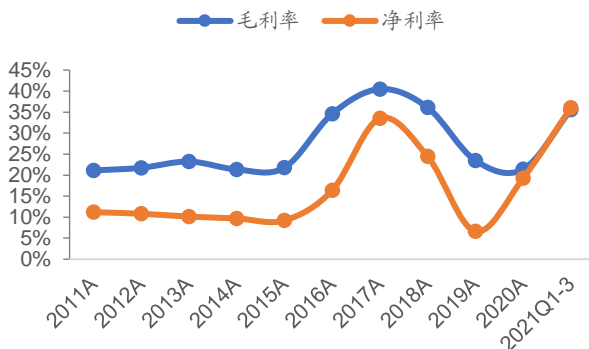
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：赣锋锂业归母净利及增速（亿元）



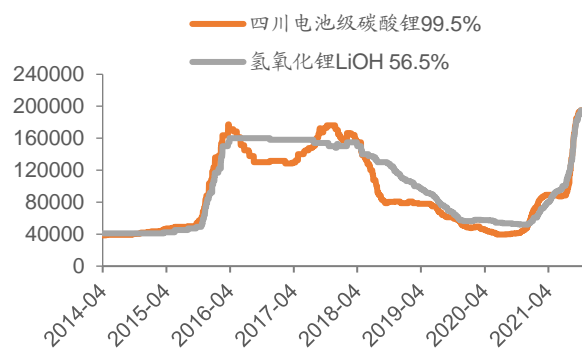
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：赣锋锂业毛利率及净利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：锂价周期（元/吨）



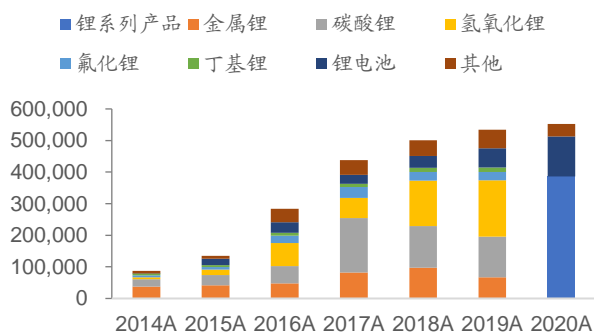
资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

金属锂、碳酸锂与氢氧化锂贡献主要业绩。2014 年之前，金属锂为公司主要业绩贡献产品，营业收入与毛利占比均超过 40%。后随着马洪一期氢氧化锂投产及本部碳酸锂技改爬坡，碳酸锂与氢氧化锂销售占比不断提升。

公司 2014-2020 年营业收入由 8.7 亿增长至 55.2 亿，复合增速为 36%，主要得益于金属锂、碳酸锂以及氢氧化锂的营收不断增长。2017 年碳酸锂受价格上涨带动，营收增长超两倍，2018 年氢氧化锂受新能源汽车补贴政策影响需求大增，营收增长超 1 倍，成为贡献业绩的最主要产品。2019 年的最新数据显示金属锂营收占比达 13%，碳酸锂营收占比达 24%，氢氧化锂营收占比达 34%，合计 70%，2020 年显示锂系列整体产品占比达 70%，较为稳定。从毛利结构看，碳酸锂毛利在 2018-2019 年间受锂盐整体价格波动影响下滑明显，而氢氧化锂一是得益于马洪二期 2 万吨产能的投产、二是得益于产品供货海外带来的高毛利率，在 2018-2019 年贡献了 50% 的毛利。

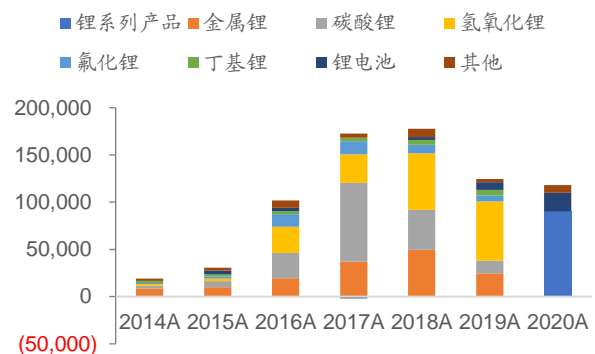
公司电池业务营收与毛利逐年增长。2020 年公司电池业务营业收入同比增长 110%，毛利润同比增长 34% 主要系消费电子需求稳定增长、年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目投产以及东莞赣锋聚合物锂电池、新余赣锋电子 TWS 电池市场进一步开发所致。公司消费电子电池板块相关子公司前期技术、市场投入效果逐步显现，部分 3C 锂电池产品已掌握核心技术，并进入下游重点客户的供应商名单，未来有望维持稳定增速提升市场占有率。

图 8: 赣锋锂业营收结构 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 赣锋锂业毛利结构 (万元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

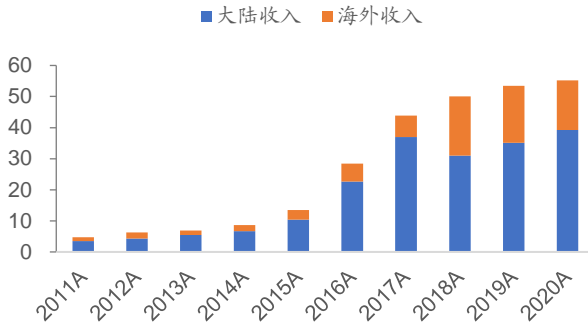
注: 2020 年公司公开数据未将锂系列产品业务进行拆分; 锂系列产品业务包含金属锂、碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂、丁基锂等。

海外业务盈利能力强，在行业低迷期对公司业绩产生较大支撑。公司氢氧化锂产品竞争力较强，凭借自有矿山 Marion 锂精矿来源稳定以及公司多年来的技术突破与沉淀，得以进入海外一线车企与电池厂商供应链。2018 年公司先后与 LG 化学和特斯拉签订长协供货氢氧化锂等锂盐产品，氢氧化锂出口量实现了快速增长，带动公司海外业务的营收同比增长 176% 至 19 亿元，营收占比由 2017 年的 15.72% 提升至 2018 年的 38.07%。

氢氧化锂海外订单溢价显著，毛利率远高于国内订单。2016 年前，公司国内外业务的毛利率基本相同，2017 年受益于行业景气度提升，国内外业务的毛利率均实现大幅增长。海外车企出于对高镍三元电池的认可，更愿意花费高溢价来获取高品质、稳定的氢氧化锂原料，因此毛利率涨幅高于国内。与 LG 化学及特斯拉签订的长单，使公司在行业低迷期仍拥有

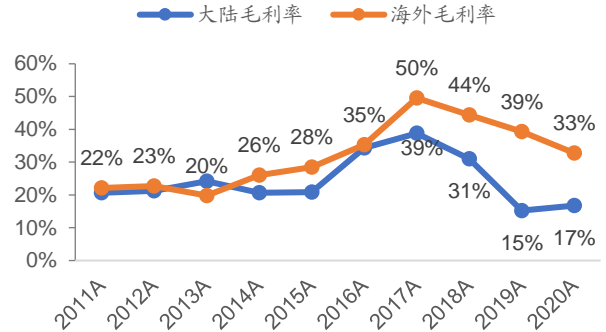
30%以上的毛利率，对比此时国内业务的毛利率已经低至 15%。可见，氢氧化锂产品的高品质高溢价使公司能在行业景气时增加盈利，在行业低迷时抵抗周期下行带来的业绩骤降。

图 10: 赣锋锂业海内外营收占比 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 赣锋锂业海内外业务毛利率比较



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

积极扩大锂盐产能规模，绑定优质蓝筹客户

公司目前已形成年产电池级碳酸锂 4.3 万吨、电池级氢氧化锂 8.1 万吨、金属锂 2000 吨、丁基锂 500 吨、氟化锂 1500 吨的产能。其中 2020 年末新增年产 5 万吨氢氧化锂产能爬坡顺利，在今年一季度已达到满产状态，生产线运营良好；宁都赣锋年产 1.75 万吨电池级碳酸锂生产线在今年一季度进行产能改造和提升，目前已形成年产 2 万吨电池碳酸锂的生产能力。公司计划于 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。

表 1: 赣锋主要锂产品产能情况 (万吨/年)

产品	状态	工厂	权益	产能	权益产能	投产时间
碳酸锂	投产	新余城东工厂	100%	0.8	0.8	2007
		新余马洪工厂	100%	1.5	1.5	2016
		宁都赣锋	100%	2	2	2018
	未投产	Cauchari-Olaroz 一期	46.67%	4	1.9	2022
		Cauchari-Olaroz 二期	46.67%	2+	0.9+	2025
合计				10.3+	7.1+	
氢氧化锂	投产	马洪一期	100%	1.1	1.1	2014
		马洪二期	100%	2	2	2018
		马洪三期	100%	5	5	2020
	未投产	Sonora 黏土一期	64.44%	2	1.3	待定
		丰城一期项目			2.5	待定
合计				12.6	9.4	
金属锂	投产	奉新赣锋&宜春赣锋	100%	0.2	0.2	2011
	未投产		100%	0.7	0.7	待定
	合计				0.9	0.9

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司锂盐产品国际认可度高，与 LG、特斯拉、德国大众、德国宝马、优美科等签订了长期供货协议。其中 LG 要求 2019~2025 总计供货 9.26 万吨锂盐，平均每年供货 1.32 万吨；特斯拉 2020 年前的年采购量约为氢氧化锂产能的 20%，即 0.6 万吨；大众、宝马及优美科暂不确定具体供货数量。

海外整车厂及龙头电池制造企业对产品的前期认证工作时间较长，但同时这一严格性即代表权威性，不仅有利于公司在既有的认证基础上快速拿下其海外订单，凭借产品壁垒实现高毛利水平，而且在既有认证体系下，部分企业新建的氢氧化锂产线想要攻克海外市场则需要较长时间实现从 0 到 1 的突破，这保证了公司的龙头地位不易撼动。

表 2: 赣锋锂盐产品与下游的长期合作协议

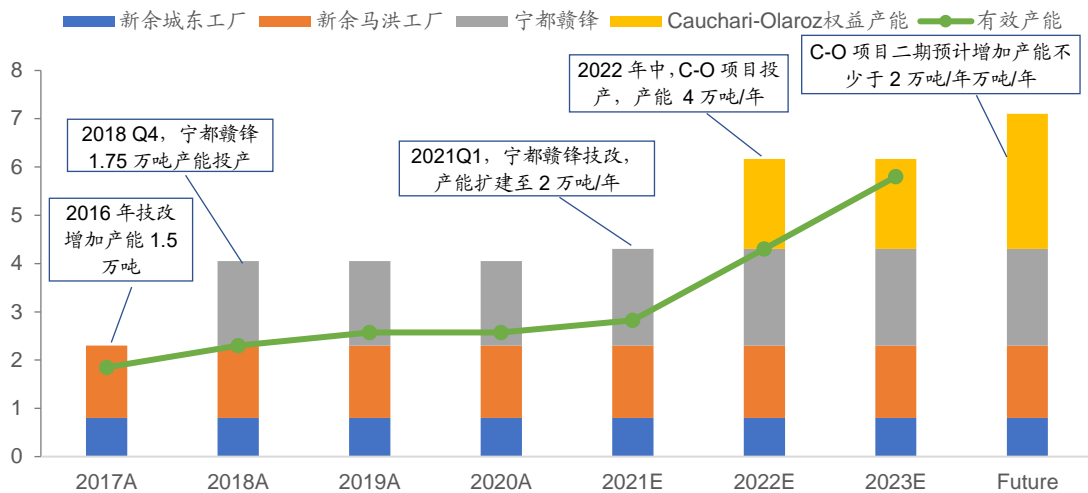
客户名称	协议签署日期	合作内容
韩国 LG 化学	2018 年 8 月	2019 年至 2025 年，由公司及赣锋国际向 LG 化学销售氢氧化锂及碳酸锂产品总量共计 9.26 万吨
特斯拉	2018 年 9 月	2018 年至 2020 年（可展期三年），特斯拉指定其电池供货商向公司及赣锋锂业全资子公司赣锋国际采购电池级氢氧化锂产品，年采购数量约为公司该产品当年总产能的 20%；
	2021 年 11 月	2021 年 11 月，双方签订协议约定 2022 年 1 月 1 日起至 2024 年 12 月 31 日，特斯拉继续向公司采购氢氧化锂，采购金额与数量以特斯拉订单为准
德国大众	2019 年 4 月	约定未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品，在锂材料供应协议之外，德国大众还将与公司在电池回收和固态电池等未来议题上进行合作
德国宝马	2019 年 12 月	公司及赣锋国际将于 2020 年-2024 年（之后双方同意可延长）向德国宝马指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品的品种和具体数量，价格依据市场价格变化调整。
优美科	2021 年 10 月	自 2022 年 1 月 1 日起至 2026 年 12 月 31 日（双方协商确认后可自动延长一年），由公司向优美科供应电池级碳酸锂及电池级单水氢氧化锂，具体数量和产品品种按客户要求发货，价格依据市场价格变化调整。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

碳酸锂未来产能扩张主要来自盐湖提锂

公司目前拥有碳酸锂产能 4.3 万吨/年，自 2007 年在新余工厂建设 8000 吨碳酸锂产线后，又于 2016、2017 年通过建设、技改新增产能 1.5 万吨，2018 年四季度宁都赣锋 1.75 万吨的电池级碳酸锂产线投产，2021 年 1 季度，该产线进行产能改造和和提升，产能达 2 万吨/年。

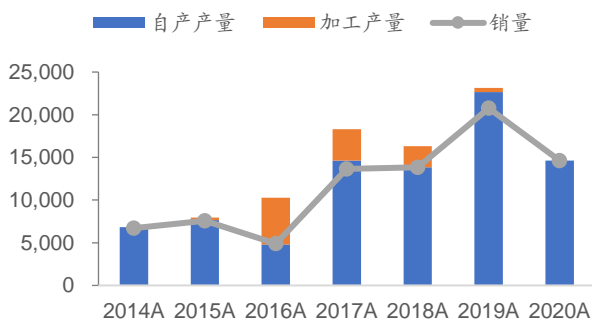
公司 2022 年碳酸锂权益产能达 6.2 万吨/年，“自有+包销”产能为 7.34 万吨。除现有 4.3 万吨产能外，公司拥有 Cauchari-Olaroz 规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76% 的产品包销权，控股 46.67%。该项目目前已完成大部分基础建设，主要设备与物料已经运输到项目现场，盐湖蒸发池已有充足的卤水库存可为项目爬坡产能提供保障，预计 2022 年年中试车生产。C-O 项目二期扩产产能不低于 2 万吨 LCE，计划二期 2022 年下半年建设，2025 年开始生产。

图 12: 公司碳酸锂产能变化 (万吨)


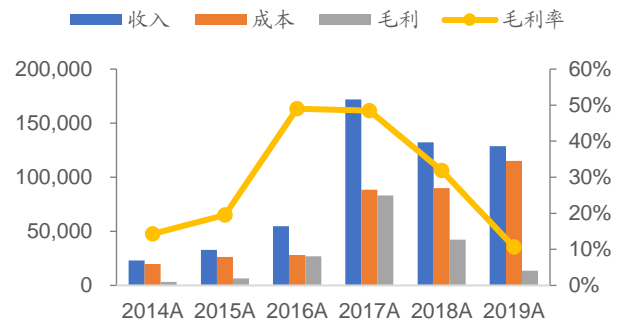
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2014-2017年随着公司产能增加, 公司碳酸锂收入逐年上升。其中2017年伴随技改完成, 碳酸锂产量提升78%至1.83万吨, 叠加锂价高位, 营业收入同比增长2.13倍。同时由于Marion锂矿2017年投产, 公司资源自给率提升, 加工产量减少。

2018-2019年碳酸锂价格逐渐回落至底部, 公司为减缓价格下降带来的营业收入损失, 在2019年大幅提升产能利用率及销售力度, 使碳酸锂销量同比增长50%, 销售收入与2018年持平。

图 13: 公司碳酸锂产销情况 (吨)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 14: 公司碳酸锂营收情况 (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

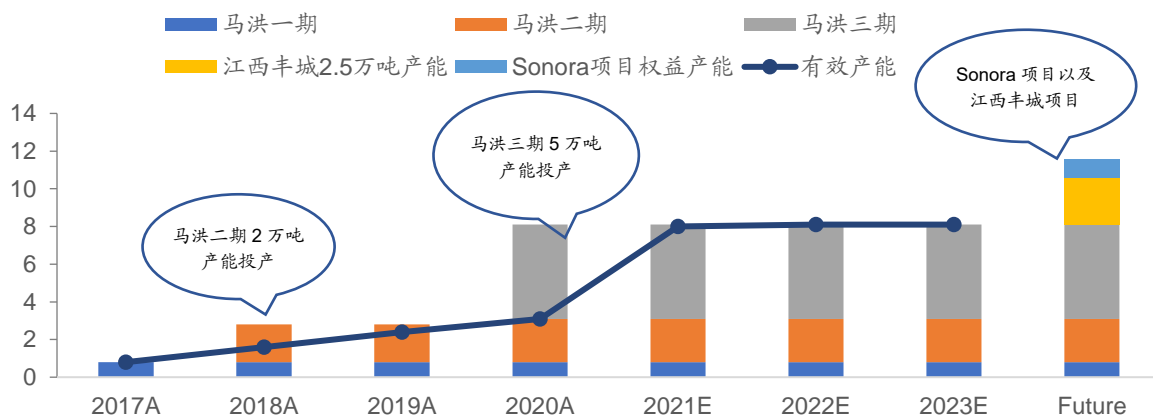
注: 2020年公司碳酸锂产量依据公开数据有效产能和产能利用率推算得来, 并假定产销率为100%; 由于公司未披露2020年碳酸锂营收情况, 故图中不做展示。

氢氧化锂产能全球最大，扩张依赖于锂辉石供应

公司目前拥有 8.1 万吨的氢氧化锂产能，为全球最大产能。马洪一期 1.1 万吨产能于 2014 年投产；马洪二期 2 万吨产能于 2018 年投产；马洪三期 5 万吨产能于 2020 年四季度投产，2021 年一季度已达到满产状态，生产线运营良好。

公司远期氢氧化锂产能增量预计大于 7.5 万吨。一是墨西哥 Sonora 项目预计一期建设 2 万吨氢氧化锂产能，二是公司于 2021 年 6 月与丰城市政府签署的《投资合同书》中约定在江西丰城市建设锂辉石提锂生产基地，形成年产 5 万吨 LCE 产能该项目分两期建设，一期建设年产 2.5 万吨氢氧化锂项目，具体投资金额与建设时间未定。

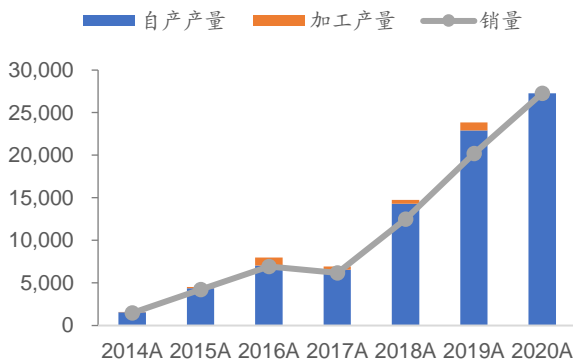
图 15: 公司氢氧化锂产能变化 (万吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

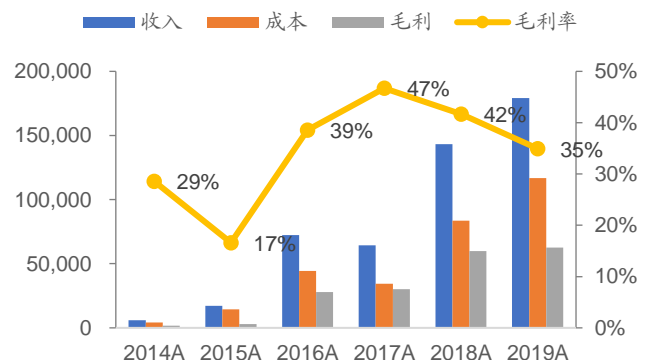
2017-2020 年，公司氢氧化锂产量稳步增长。2018 年公司 2 万吨的产能建设完成成功帮助公司打入 LG 与特斯拉供应链，产品营业收入与毛利分别同比增长 122% 和 98%，毛利率达到 40% 以上。由于海外氢氧化锂具备价格优势，相对国内存在约 1 万元/吨的以上的溢价，因此公司毛利率在 2019 年行业冷冬期能够保持 35%，高于 2016 年前的平均水平。

图 16: 公司氢氧化锂产销情况 (吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 公司氢氧化锂营收情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注：2020 年公司氢氧化锂产量依据公开数据有效产能和产能利用率推算得来，并假定产销率为 100%；
 由于公司未披露 2020 年氢氧化锂营收情况，故图中不做展示。

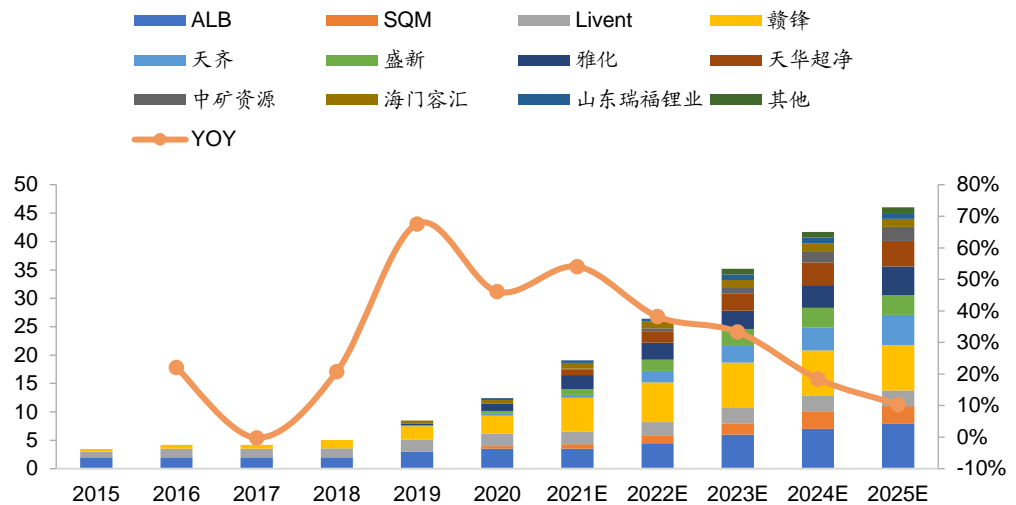
根据我们对全球氢氧化锂主要供应厂家的现有产能及未来扩产情况不完全统计，发现全球氢氧化锂产能目前约有 30 万吨/年，公司 8.1 万吨/年的产能成为业内最高产能，大幅领先第二名雅保的 4 万吨产能。

在建产能中，雅保澳洲 Kemerton 5 万吨产能、SQM 0.8 万吨产能、天齐锂业奎纳纳一期项目 2.4 万吨产能、盛新锂能子公司遂宁盛新 2 万吨产能均计划于 2021 年末投产，2022 年开始爬坡。届时，氢氧化锂行业将形成“两超多强”格局。

表 3：全球氢氧化锂产能及产能规划（万吨/年）

企业	工厂	现有产能	在建产能	待建产能
ALB	美国北卡 Kings Mountain 项目	0.5		
	江西新余	3		
	四川眉山	0.5		
	kemerton	0	5	5
SQM		1.35	1.65	
Livent	美国北卡罗来纳+中国工厂	2.5	0.5	
赣锋锂业	新余	8.1		4.5
天齐锂业	西澳奎纳纳	0	2.4	2.4
	射洪基地	0.5		
盛新锂能	致远锂业	1.5		
	遂宁盛新	0	2	
雅化集团	雅安产线	2		5
	兴晟锂业	0.6		
	国锂公司（56.26%）股权	0.7		
已进入日韩等海外电池厂供应链的产能合计		21.25	10.55	16.90
天华超净	天宜锂业（68%）	2	2.5	5.5
容汇锂业		1.4		6.8
山东瑞福锂业	山东瑞福锂业	1		
融捷股份	长和华锂（80%）	0.18		
	融捷锂业（50%）		0.8	
中矿资源			1.5	
川能动力	川能鼎盛（25.5%）		0.5	
江特电机			1	
思特瑞锂业		1		
永正锂电		0.5		
广西天源		2.5		
尚未通过海外电池厂认证的产能合计		8.58	6.3	12.3
总计		29.83	16.85	29.20

资料来源：各公司公告，各公司官网，信达证券研发中心

图 18: 全球氢氧化锂产量预测 (万吨)


资料来源:各公司公告, 各公司官网, 信达证券研发中心

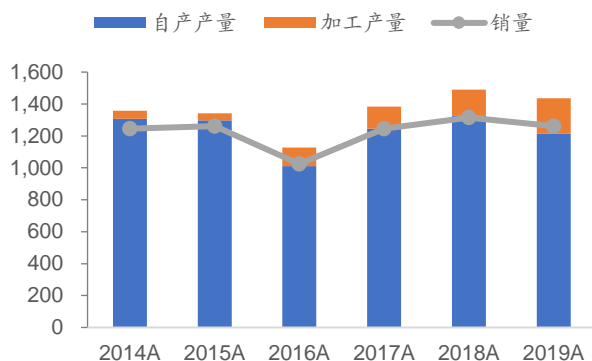
金属锂产能全球第一, 布局未来

公司金属锂产能全球第一为 2000 吨/年。产能较为稳定, 主要在奉新赣锋以及宜春赣锋两个基地进行生产, 可以根据客户需要生产不同规格型号及厚度的金属锂锭、锂箔、锂棒、锂粒子、锂合金粉及铜锂或锂铝合金箔, 主要用于锂电池负极材料、医药反应催化剂、合金及其他工业品材料等, 客户为电池制造商及医药企业。公司用来制备金属锂的氯化锂原料主要来自公司锂化合物业务板块、锂电池回收业务板块以及外部医药企业含锂催化剂溶液。

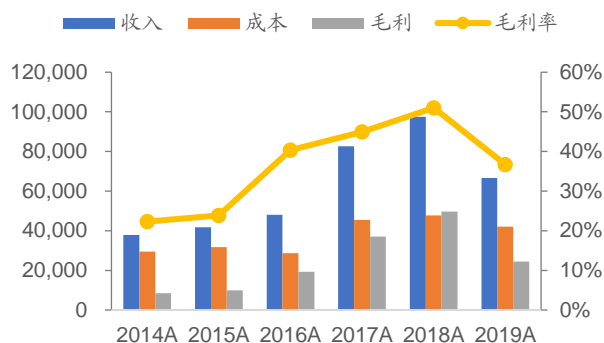
公司金属锂待建产能为 7000 吨/年。2021 年 4 月 8 日公司与宜春市政府签署了《投资合同书》, 约定分期投资建设年产 7,000 吨金属锂及锂材项目, 包含新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等生产线。

金属锂营业收入也受到锂行业周期波动影响, 但波动较小。金属锂产销情况较为稳定, 2016~2018 年, 受行业景气带动, 金属锂的价格上涨带动营业能力提升, 毛利率增长至 51%; 2019 年锂盐价格低迷, 金属锂成本支撑减弱, 毛利润及毛利率均下滑, 但下滑幅度与碳酸锂等产品相比相对较小。

图 19: 公司金属锂产销情况 (吨)
图 20: 公司金属锂营收情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 由于公司未披露 2020 年金属锂产销及营收情况, 故图中不做展示。

锂资源多元布局, 蓄势待发

2011 年公司明确发展规划, 打造以电池级碳酸锂为基础的锂电材料生产基地、以动力储能锂离子电池为核心的锂电产业板块。**管理层认为要实现这一目标, 公司有必要控制部分锂资源来巩固公司在行业内的地位。**因此自 2011 年起, 公司持续获取全球上游优质锂资源, 布局锂辉石、盐湖卤水、锂黏土等多元化供应品种, 通过渐进式参股以及签订包销协议的方式为公司锂盐产能扩张及生产取得优质稳定的原材料。**公司在全球范围内多元化布局锂资源, 为锂盐规模化生产提供坚实保障, 未来 5 年内公司锂资源端产量将大幅提升。**

公司现已布局 10 余处锂资源, 权益资源量超 2000 万吨 LCE。其中锂辉石主要包括澳大利亚的 Mt Marion 和 Pilgangoora、爱尔兰的 Avalonia 以及中国的河源锂辉石矿; 卤水资源主要为阿根廷的 Mariana 和 Cauchari-Olaroz; 黏土资源主要包括墨西哥的 Sonora 锂黏土矿; 另外, 李良彬董事长以自有资金控股了中国内蒙的加不斯铌钽矿, 未来有可能并入公司的锂资源版图中。

公司主要包销情况是: 包销 Mt Marion 项目 40 万吨/年锂精矿; 包销 Pilgangoora 项目 1 期、2 期共计 31 万吨/年锂精矿; 包销阿根廷 Cauchari-Olaroz 卤水项目电池级碳酸锂产品 4 万吨产能中的 76%; 包销墨西哥 Sonora 锂黏土项目 50% 的 2 万吨/年氢氧化锂产能。目前公司已储备了半年的锂辉石库存, 原料储备充足, 未来计划于 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, 未来主要布局方向在阿根廷盐湖及墨西哥锂黏土项目的开发。

表 4: 公司资源及包销情况

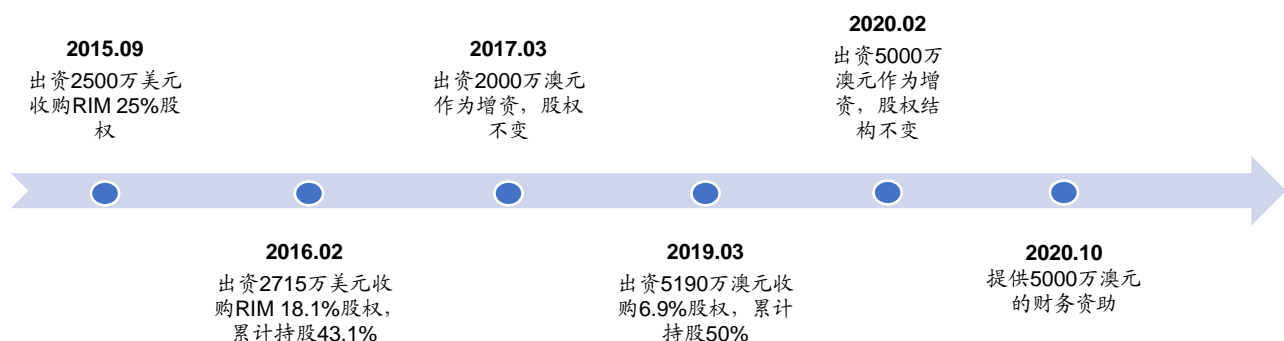
资源类型	资源名称	矿权公司	赣锋持股 (直接+间接)	资源量 (万吨 LCE)	权益资源量 (万吨 LCE)	未来规划	赣锋包销
锂辉石	Mt Marion	RIM	50%	242	121	满产满销 45 万吨锂精矿	至少 19.26 万吨锂精矿
	Pilgangoora	Pilbara	5.88%	693.3	41	33 万吨锂精矿产能技改, 增加至 36~38 万吨	一期产能包销 16 万吨, 二期包销 15 万吨
	Avalonia	BLL	55%	勘探中			
	河源锂辉石矿	赣锋锂业	100%	10	10		全部
盐湖	Cauchari-Olaroz	Minera Exar	46.67%	2458	1147	一期 4 万吨碳酸锂, 预计 2022 年中旬建成, 二期不低于 2 万吨碳酸锂, 预计 2025 建成	76% 的包销权
盐湖	Mariana	Litio	100%	812	812	建设 2 万吨氯化锂产能, 预计 2023 年投产	按股权包销
锂黏土	Sonora	Sonora lithium	64.44%	822	530	一期建设 2 万吨氢氧化锂, 预计 2023 年投产	50% 包销权, 二期为 75%
合计				5037	2661		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

RIM: 澳洲 Marion 锂辉石矿

公司持有 RIM 50% 股权即拥有 Marion 锂矿项目 50% 权益, 权益资源量 121 万吨 LCE。RMI 为澳洲矿企, 主营 Mt Marion 锂辉石矿的采选和销售。公司自 2015 年 9 月起通过三次收购、两次增资, 目前共持有 RMI 公司 50% 股权。Marion 矿山资源量为 242 万吨 LCE, 锂精矿产能 40 万吨/年, 产品品位 6% 和 4%。

图 21: 赣锋对 RIM 的持股历程



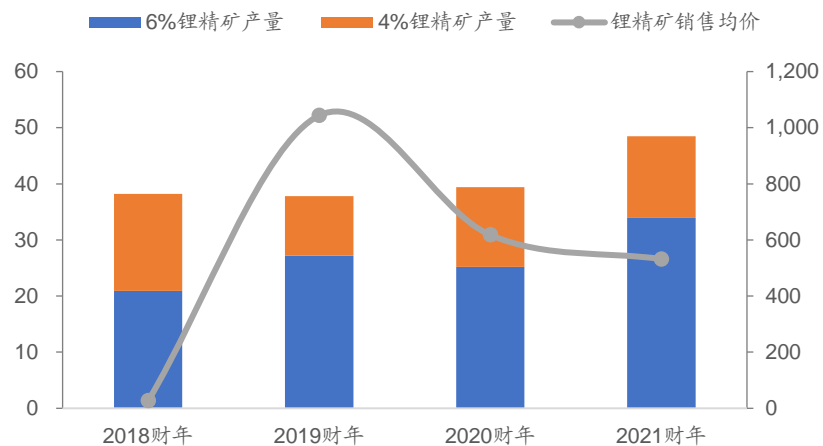
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 5: Marion 矿山资源量详情 (万吨)

类别	矿石资源量	Li2O 品位	Li2O 资源量	LCE
指示资源	2270	1.34%	30	75
推断资源	4870	1.38%	67	166
总资源量	7130	1.37%	98	242

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

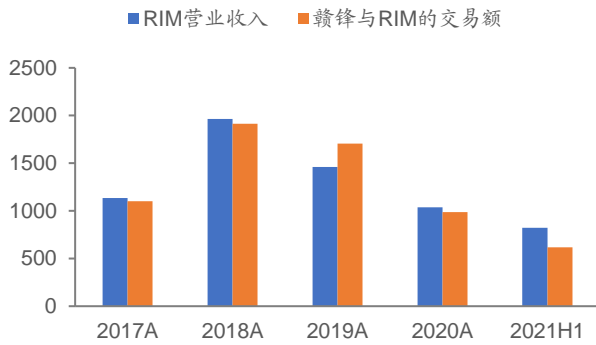
Marion 矿山 2017 年 2 月顺利投产, 2018 财年(2017.07~2018.06)生产锂精矿 38.2 万吨, 其中 6%品位锂精矿占比为 55%。2020 年后, 随着矿山技改及产线优化, Marion 矿山 2021 财年产量达 48.5 万吨, 且高品位精矿占比提升至 70%。据 RIM 2021 财年报, 矿山计划未来一年期间满产生产, 生产指导为 45~47.5 万吨锂精矿, 并计划减少在公开市场中锂矿的流通。

图 22: RIM 锂辉石产量与售价


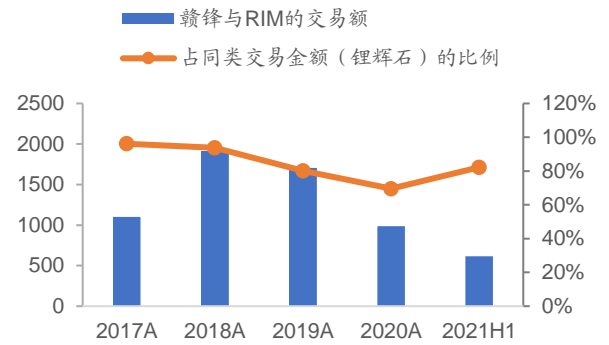
资料来源: RIM 官网, 信达证券研发中心

Marion 为目前公司主要的锂资源来源, 2021 H1 交易额占公司全部锂辉石购买费用的 82%。根据公司与 RIM 签订的锂精矿包销协议, Marion 锂矿项目生产的前三年, 公司按照市场价包销 Marion 全部 6%以上品位的锂辉石精矿和品位在 4%-6%氧化锂的锂辉石精矿。2020 年后, RIM 每年至少向公司提供 19.26 万吨的锂辉石精矿, 其余数量 RIM 需与公司提前一年协商预计产量和希望公司多余的包销量。由于 RIM 营业收入与公司对 RIM 的交易额基本一致, 合理推测 RIM 的锂精矿 2020 年也基本全部被公司包销。

图 23: 赣锋基本包销 RIM 全部的锂辉石矿 (百万元)
图 24: 赣锋锂辉石主要来自 Marion (百万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

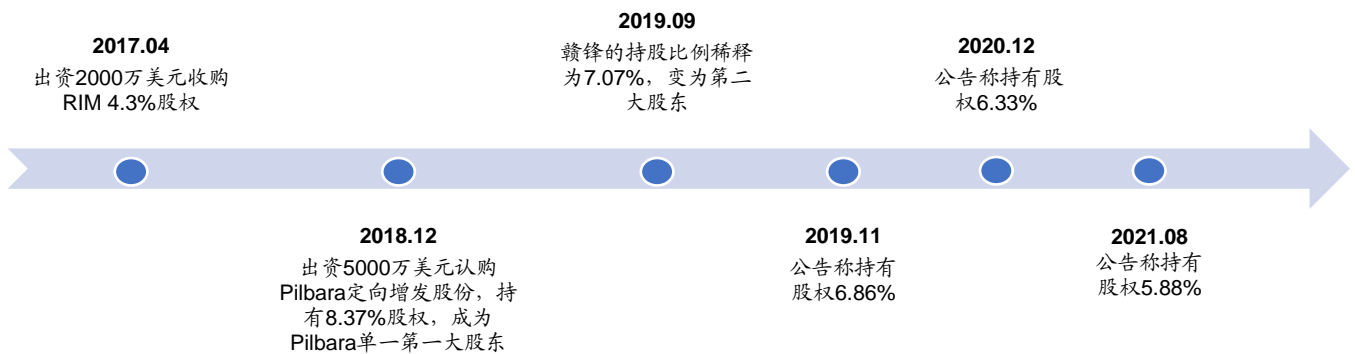


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

Pilbara: 澳洲 Pilgangoora 锂辉石矿

公司持有 Pilbara 5.88% 股权。Pilbara 是西澳的一家资源公司, 拥有 Pilgangoora 矿山 100% 权益。公司 2017 年起布局 Pilbara 矿山资源, 经多次增资认购与股权稀释后, 目前持股 5.88% (参考 Pilbara 2021 年 8 月 31 日年报)。公司对 Pilbara 享有包销权, 但不参与日常经营。据公司 2021 中报显示, Pilgangoora 资源量现为 693.3 万吨 LCE。

图 25: 赣锋对 Pilbara 的持股历程



资料来源: 公司年报, Pilbara 公司官网, 信达证券研发中心

表 6: Pilgangoora 矿山资源量详情 (万吨) (据 2019 年勘探结果)

类别	矿石量	Li2O 品位	Li2O 资源量	折 LCE
确定资源	2280	1.38%	31	78
指示资源	11280	1.29%	146	359
推定资源	9040	1.21%	109	270
总的资源	22600	1.27%	286	706

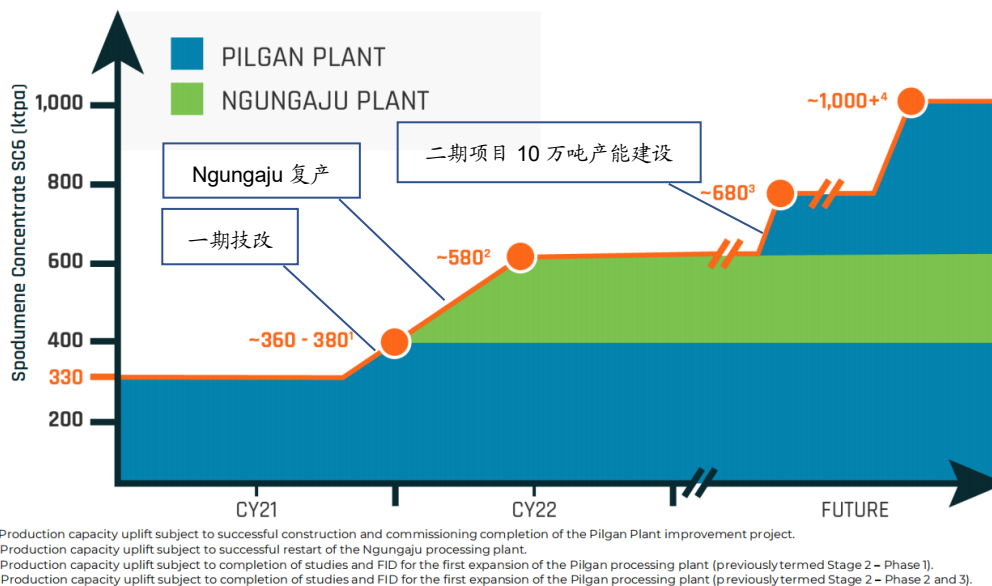
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

Pilbara 现拥有两个工厂: Pilgan 工厂和 Ngungaju 工厂。Pilgan 工厂为 Pilbara 原工厂, 于 2018 年下半年投产运营, 处理原矿 200 万吨, 现有产能约 33 万吨锂精矿。Pilgan 计划产

能扩建：第一阶段进行一期项目技改，提升 10%—15%的产能（3-5 万吨），建设时间为 Ngungaju 工厂重新开始运营之后；第二阶段建设二期产能，分产线进行 10 万吨、4-5 万吨、47-52 万吨的产能建设，目前二期项目正在进行可行性研究，进展顺利的情况下 2022 年底 Pilgan 将新增 10 万吨产能。未来 Pilgan 工厂计划达到采选 500 万吨原矿，以生产 85-90 万吨的 6%品位的锂精矿的生产能力。

Ngungaju 工厂为原来的 Altire 锂项目。2021 年 1 月，Pilbara 完成对 Altire 的收购，并将其命名为 Ngungaju。Pilbara 目前正在对该项目进行评估和维护，力争 2021 第四季度重新开始运营；预计到 2022 年中期，Ngungaju 工厂的锂精矿产能将增加至 18-20 万吨。目前该工厂尚未签订承销协议。

图 26: pilabara 锂精矿产能规划

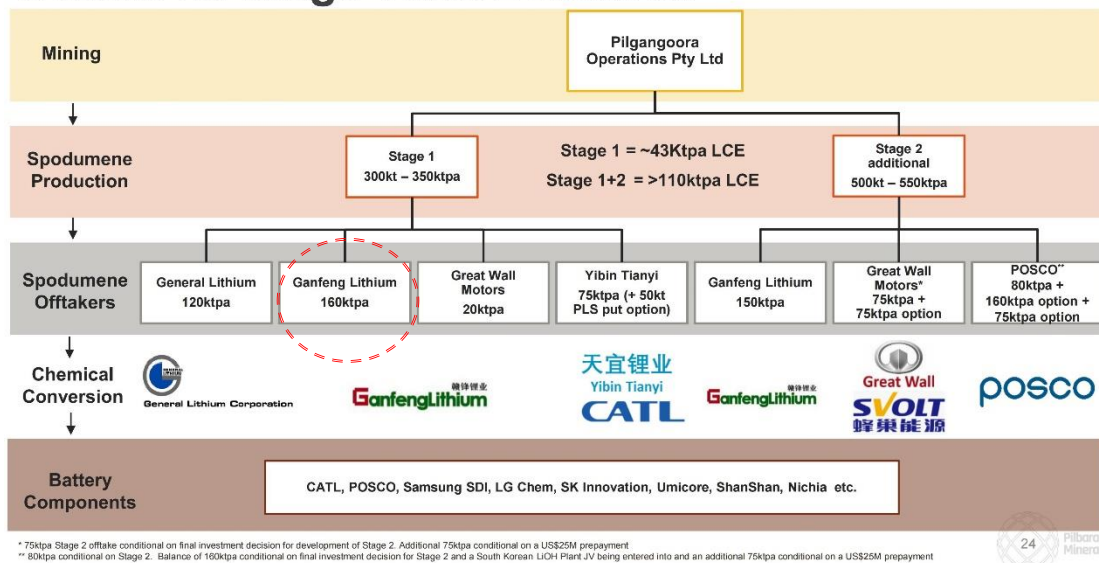


资料来源: Pilbara 官网, 信达证券研发中心

赣锋拥有 Pilbara 一期项目 48%的包销权。 Pilbara 一期项目每年向公司提供 16 万吨品位为 6%的锂精矿，为期十年（自 2018 年起）。Pilbara 在二期项目建设投产后，将会向公司提供最高不超过 15 万吨的二期扩产锂精矿，两期共计 31 万吨锂精矿。

图 27: pilabara 锂精矿包销概况

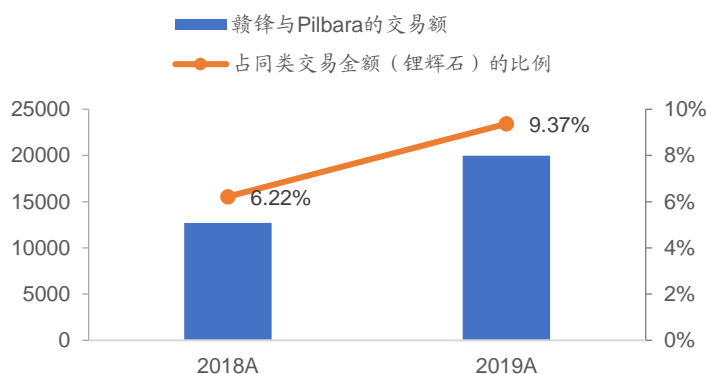
Offtake for Stage 1 and 2 secured



资料来源: Pilbara 官网, 信达证券研发中心

2018、2019 年公司与 Pilbara 的交易额占同类交易额的比重分别为 6.22%、9.37%，考虑到 2018、2019 年公司与 RIM 的交易额占比为 93.78%、80.06%，可以初步推断 2018 年公司的锂矿来源全部来自 RIM 与 Pilbara 的包销，2019 年有 10.57% 来源于外部采购。

图 28: pilabara 锂精矿包销概况 (万元)



资料来源: Pilbara 官网, 公司公告, 信达证券研发中心

BLL: 爱尔兰 Avalonia 锂辉石矿

公司拥有 Blackstairs Lithium Limited 55% 股权, 于 2014 年、2015 年分两次收购得来。BLL 持有爱尔兰 avalonia 锂辉石探矿权。目前资源储量尚无法估计。预计 2022 年 9 月完成项目的可持续性研究。

江西: 河源锂辉石矿

2015年，公司通过受让江西锂业100%股权拥有宁都河源锂辉石矿。矿山位于江西赣州市宁都县，面积3.204平方公里，截至2014年末保有资源矿石量575.71万吨，Li₂O金属量5.9521万吨；可采储量365.64万吨，Li₂O金属量3.7527万吨。矿山服务年限10.86年，年生产能力40万吨/年。该矿山2016年1季度开始生产，为宁都赣锋的碳酸锂生产提供原料，在Marion投产前解决了公司部分原料来源问题。

SPV：非洲 Goulamina 锂辉石矿

公司积极布局非洲马里 Goulamina 锂辉石项目。Goulamina 位于马里南部，矿区面积100平方公里，资源量1.09亿吨，Li₂O品位1.45%，折LCE 19.67万吨。矿权2019年取得，有效期30年。

2021年6月，赣锋国际拟以1.3亿美元收购荷兰SPV公司50%的股权，该公司通过持有非洲马里LMSA 100%股权间接拥有马里 Goulamina 锂辉石项目。收购完成后，赣锋将向LMSA提供总额不超过4000万美元的财务资助，加快开发建设Goulamina 锂辉石项目。同时，赣锋将获得Goulamina项目一期年产能约45.5万吨锂辉石精矿50%的包销权。若赣锋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。

表 7: Goulamina 矿山资源量详情

类别	矿石资源量	Li ₂ O 品位	Li ₂ O 资源量	折 LCE
确定资源	847	1.57%	13.3	33
指示资源	5622	1.48%	83.2	205
推断资源	4391	1.38%	60.6	149
总资源量	10860	1.45%	157	387

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

Minera Exar：阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖

赣锋拥有 Cauchari-Olaroz 项目 46.67%权益，对公司经营享有决策权。Cauchari-Olaroz 是位于阿根廷西北部胡胡伊省(Jujuy)的锂盐湖，采矿权隶属于 Minera Exar。公司2008年11月收购 Minera Exar 37.5%的股权，2019年持股比例达50%，现由于政府参股，股权稀释至46.67%。

图 29: 赣锋对 C-O 项目的持股变化

2018.11
 赣锋国际设立全资子公司荷兰赣锋，收购 Minera Exar 公司 37.5% 股权。

2020.08
 公司出资1633 万美元继续认购，共持有51%股权
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

Cauchari-Olaroz 项目的含锂卤水资源量约合 2,458 万吨 LCE, 是目前全球最大的盐湖提锂项目之一。镁锂比为 2.37, 与国内盐湖相比开采条件较优, 不需要专门进行锂富集步骤, 生产成本较低。

表 8: Cauchari-Olaroz 盐湖资源量详情

类别	平均锂浓度 (mg/L)	锂含量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)
确定资源量	591	67	355
指示资源量	592	306	1,630
推测资源量	592	89	472
资源总量	1775	462	2458

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 9: 全球部分盐湖资源量与镁锂比概况

公司	盐湖	LCE 资源量 (万吨)	镁锂比
SQM	Atacama	800	6.4
ALB			
Livent (FMC)	Hombre Muerto	400	1.4
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	1,798	2.37
盐湖股份、藏格控股	察尔汗盐湖	718	1800
锂资源公司	东台吉乃尔盐湖	248	37
中信国安	西台吉乃尔盐湖	268	61

资料来源: 公司债券募集说明书, USGS, 信达证券研发中心

C-O 锂盐湖项目一期设计年化产能 4 万吨电池级碳酸锂项目, 计划 2022 年年中开始生产, (目前主要设备与物料已经运输到项目现场, 盐湖蒸发池已有充足的卤水库存可为项目爬坡产能提供保障)。二期扩产产能计划不低于 2 万吨 LCE, 预计 2022 年下半年建设, 即一期试车并投产后建设, 于 2025 年开始生产。

赣锋锂业享有 76% 的碳酸锂包销权, 包销价格为全球市场平均价格, 每季度调整一次价格。预计 2022 年赣锋碳酸锂权益产能增加 1.87 万吨。

Litio: 阿根廷 Mariana 盐湖

Mariana 盐湖矿权属于阿根廷 Litio 项目，公司持有其 100% 权益。该盐湖自 2011 年公司参股 9.9% 国际锂业股权时便已布局，后 2014 年公司收购该盐湖 80% 的权益，至 2021 年公司已获得 Litio 100% 股权。

Mariana 是位于阿根廷萨尔塔省的锂钾盐湖，锂资源量 812 万吨 LCE，规划建设 2 万吨氯化锂产能。2019 年完成可行性研究工作；2021 年 7 月，获得 Salta 省政府环评批复，计划 2021 年开始工作。赣锋拥有与股权占比相同的包销权利即全部包销权利。

表 10: Mariana 盐湖资源量详情

类别	平均锂浓度 (mg/L)	锂含量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)
确定资源量	315	83	444
指示资源量	326	45	242
推测资源量	334	24	127
资源总量	975	153	812

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

青海: 茫崖行委凤凰台深层卤水锂矿

2019 年 1 月，公司控股子公司海西锦泰以 2365 万元价格竞得青海茫崖行委凤凰台深层卤水锂矿预查探矿权，有效期至 2023 年 4 月。目前公司拥有该盐湖 100% 权益，主要作为公司储备资源。

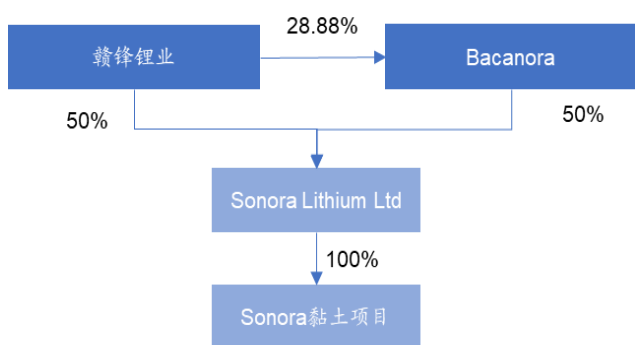
五矿盐湖: 一里坪盐湖

2021 年 3 月，公司以 14.7 亿收购伊犁鸿大 100% 股权，伊犁鸿大通过持有五矿盐湖 49% 的股权间接持有青海省一里坪盐湖项目权益。一里坪盐湖总孔隙度资源储量为 9.85 亿方卤水，含氯化锂 190 万吨，氯化钾 1866 万吨；总给水度资源储量 4.70 亿方卤水，含氯化锂 92 万吨，氯化钾 900 万吨。该盐湖目前拥有 1 万吨/年碳酸锂产能。

Sonora: 锂黏土矿

公司直接持有 Sonora 50% 的股权，并通过 Bacanora 间接持有 14.44% 股权，对 Sonora 合计持有 64.44% 股权。目前上海赣锋已对 Bacanora 公司所有已发行股份正式发出具有法律约束力的要约收购，预计对 Sonora 项目的持股比例将进一步扩大。

Sonora 项目是位于墨西哥的锂黏土提锂项目，锂资源量约 882 万吨 LCE，一期规划 2 万吨的氢氧化锂产能。目前公司已经完成锂黏土提锂工艺和技术认证，正在积极推动生产线设计。公司拥有对 Sonora 项目一期每年的 50% 锂产品产出的包销权，且拥有选择权增加其项目二期锂产品包销量至 75%。

图 30: 赣锋拥有 Sonora 黏土项目 64%权益


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 31: Sonora 资源量详情 (万吨)

类别	矿石量	平均品位 (ppm)	LCE 当量
确定资源量	10300	3480	191
指示资源量	18800	3120	313
推测资源量	26800	2650	378
资源总量	55900	-	882

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

蒙金矿业: 加不斯铌钽矿 (锂云母)

2021年9月, 李良彬董事长拟以自有资金13.44亿元收购镶黄旗蒙金矿业开发有限公司70%的股权。蒙金矿业拥有位于内蒙古自治区锡林郭勒盟镶黄旗加不斯铌钽矿, 伴生的Li₂O 40.77万吨, 平均品位为0.44%。

由于该矿资源储量尚存在较大的不确定性, 且蒙金矿业尚处于建设和开发初期, 需要进行一系列的固定资产投资和技术投入, 采选规模提升存在一定不确定性, 同时受矿山所处环境的自然条件约束, 可能存在达不到预期采矿量的风险。故经公司经审慎判断, 由实控人李良彬先生以自有资金实施收购蒙金矿业70%的股权。待蒙金矿业取得新的采矿权证且采矿量符合预期, 李良彬承诺将所持有的蒙金矿业70%的股权以其收购蒙金矿业和追加投入(如有)的成本加合理费用(包括审计的资金利息及其他合理费用)优先转让给公司。

锂电池生产及回收业务延伸公司价值链

公司布局多条锂电池生产线

公司锂电池业务主要有四个板块: 消费类电池、TWS 电池、动力/储能电池和固态锂电池。

自2015年发展锂电池业务板块以来, 该板块现已成为公司主要的利润增长点, 由2015年的负毛利率逐年增涨至毛利率16.91%。

消费电子方面, 公司目前产能为30万只/年。近年来3C消费类锂电池产品生产顺利, 公司产品结构不断优化中。

TWS 电池主要由新余赣锋电子负责生产, 截至2020年底, TWS 电池全自动化生产线达日产30万只。公司TWS 电池采用软壳与硬壳上下紧扣的设计, 提高了电池的密封性, 大幅度减少漏液的风险以及提高抗电磁干扰性能, 相较于市场上的其他竞争对手产品安全性更高, 适用性更强。凭借优质的产品质量以及完善的专利体系, 公司的TWS 电池已获得了市场的

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 27

普遍认可,目前已进入多家电子产品客户的供应体系。其中 TWS 扣式电池每日出货量 10-12 万只,供不应求。主要客户有 **OPPO、VIVO、JBL、漫步者**等,用于蓝牙耳机和智能穿戴设备。

动力/储能电池中,赣锋锂电 6 亿瓦时大容量锂离子动力电池项目产量快速提升,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 3 GWh。

固态锂电池是赣锋锂电动力电池业务板块未来发展的重点。其质量更轻、安全性更好、比容量更高等多重优势是未来锂动力电池发展的主流方向。赣锋锂电全资子公司浙江锋锂聚焦于高能量密度、高安全性能固态锂电池的研发和市场推广,2019 年已投资建成了年产亿瓦时级的第一代固态锂电池研发中试生产线,能量密度达 235~280Wh/kg,已通过多项第三方安全测试和多家客户送样测试,加速了固态锂电池技术的商业化进程。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,而能量密度超过 420Wh/kg 的金属锂负极的固态电芯已在特殊领域开始应用。

表 11: 赣锋锂电池业务梳理

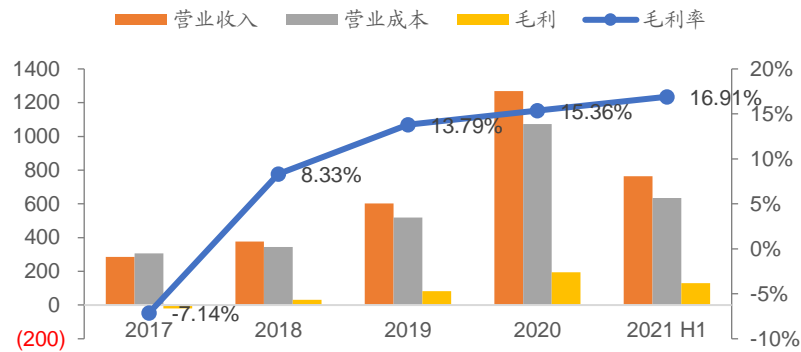
产品	项目	生产基地	产能
消费类电池	全自动聚合物锂电池生产线	东莞赣锋	3000 万只/年
TWS 电池	TWS 电池全自动化生产线	新余赣锋电子	30 万只/日
动力储能电池	大容量锂离子动力电池项目	赣锋锂电	6GWH
固态锂电池	第一代固态锂电池	赣锋锂电(浙江锋锂)	年产亿瓦时级
	第二代固态锂电池	赣锋锂电(浙江锋锂)	

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

公司将进一步扩展锂电池业务板块。首先固态电池方面,惠州赣锋计划投资不超过 30 亿人民币用于建设高端聚合物锂电池研发及生产建设基地;动力电池方面赣锋锂电投资 84 亿元人民币建设年产 15GWh 新型锂电池项目,项目规划以生产磷酸铁锂电池为主。其中在江西新余高新技术产业开发区投资 30 亿元人民币建设年产 5GWh 动力电池二期项目,预计 2023 年 10 月竣工投产;在重庆两江新区新设独立法人主体的项目公司投资 54 亿元人民币建设年产 10GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目,预计投产时间为 2023 年后。

锂电池业务盈利稳步增长

公司锂电池业务板块营收与毛利率逐年提升。2020 年实现收入 12.68 亿元,同比增长 110%,营收占比 22.96%;实现毛利 1.95 亿元,同比增长 134%,毛利占比 16.5%。业务成长顺利一是随着公司在锂电池产品领域布局的不断深化、相关产品产线投入规模不断扩大,产能规模也逐渐提升,锂电池产品订单量及销售规模呈现大幅增长趋势;二是下游需求持续增长,包括“双碳”目标带动的“新能源+储能”需求增长以及全球经济复苏态势下消费电子需求增长。

图 32：公司锂电池、电芯及其直接材料营收情况（万元）


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司锂电池板块毛利率与业内其他公司相比仍具有上升空间。虽然随着公司锂电池板块产能的不断释放，规模效应得以显现，同时公司在锂电池板块生产经营中不断加强成本控制、优化生产效率，盈利能力逐年提升，但公司锂电池、锂电芯及其直接材料业务的规模化进程晚于宁德时代、亿纬锂能等主营锂电池业务的上市公司，毛利率与之相比尚处于较低水平，我们认为随着公司产能释放及管理水平的提升，锂电池板块毛利率仍具有一定的提升空间。

表 12：公司锂电池业务毛利率具备上升空间

公司名称	2020 年度	2019 年度	增减幅度
赣锋锂业	15.36%	13.79%	1.57%
欣旺达	14.86%	15.35%	-0.49%
亿纬锂能	29.01%	29.72%	-0.71%
宁德时代	27.76%	29.06%	-1.30%

资料来源：公司债券募集说明书，信达证券研发中心

退役锂电池回收业务使公司锂产业链形成闭环

退役锂电池回收业务助力企业建立锂产品循环生态链。公司于 2016 年开始布局废旧锂电池回收业务，目前已形成 34000 吨的回收能力，主要回收退役的磷酸铁锂电池及三元锂电池。通过扩充退役锂电池回收业务产能及开发退役电池综合回收用新工艺和新技术，提升产业化技术水平和竞争优势。

公司退役锂电池回收业务不仅丰富了锂原料的多元化供应渠道，实现锂、镍、钴、锰等金属的资源综合循环利用；且为电池生产商及电动汽车生产商提供了可持续的增值解决方案，进一步巩固与来自电池生产业务客户的关系。

考虑到动力电池生命周期，目前中国锂动力电池的直接报废量还未到爆发期，废电池来源仍以电池厂的生产废料及电子消费类锂电池为主。从布局上看，产业链上下游企业均在积极开展回收再利用布局，随着动力电池报废高潮的临近，对废弃动力电池加以合理回收利用有极大的意义和必要性；从应用领域看，退役动力电池在储能和低速电动车等领域有着巨大的应用潜力。

锂价仍处于超级周期上行阶段

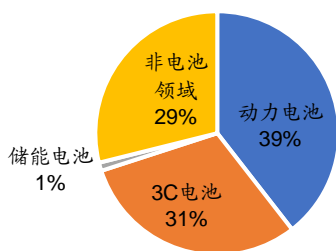
需求长期确定性高速增长是锂行业演进的核心动力

全球新能源车销量共振，锂需求增长或不断超预期。据 EV-Volumes，2020 年全球电动汽车销量为 324 万辆，同比增长 43%；2021 年前三季度新能源汽车销量达 440 万辆，同比增长 137%。2021 年前三季度中国实现电动车销量 214.3 万辆，同比增长 200%。

2021 年，中国、欧美等全球主要经济体进入新能源汽车加速发展共振期，我们预计 2021 年全球电动车销量将超过 650 万辆；同时预计 2021 年全球锂需求约 49 万吨 LCE。

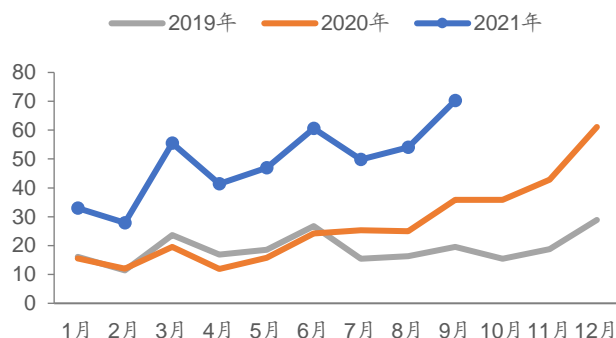
未来伴随越来越多的爆款新车型投放市场，电动车销量将持续高速增长，同时在碳资产扩张的推动下，企业运输车辆电动化率也将不断提升，锂需求增长或不断超预期。我们预计到 2025 年，全球新能源车产量将超过 2000 万辆，对应的全球锂需求总量将达到 139 万吨 LCE。

图 33: 2020 年全球锂需求结构



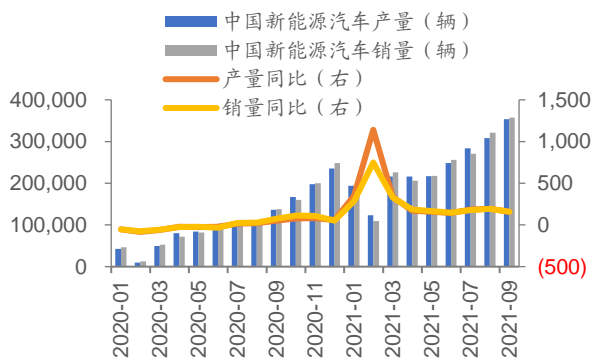
资料来源:SQM, 锂业分会, 信达证券研发中心

图 34: 全球新能源汽车销量 (万辆)



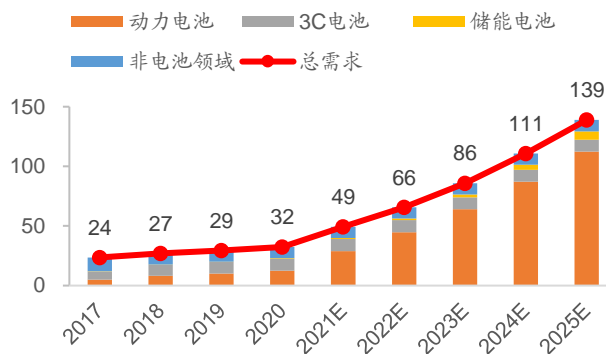
资料来源:EV-Volumes, 信达证券研发中心

图 35: 中国新能源汽车销量 (万辆)



资料来源:中汽协, 信达证券研发中心

图 36: 全球锂需求预测 (LCE, 万吨)



资料来源:SQM, 锂业分会, 信达证券研发中心

锂资源将长期是锂行业发展的主要瓶颈

2020年，锂行业的主要矛盾由高端氢氧化锂（通过认证进入海外供应链的）供应紧缺逐步演变为库存周期下碳酸锂的短期供需错配，体现在价格上则是高端氢氧化锂的溢价逐步走弱，碳酸锂价格触底反转且加速上涨。2021年，锂行业主要矛盾由碳酸锂的供需错配逐步演变为锂资源端的供应紧缺。全球锂资源主要分布在澳洲、智利和阿根廷等海外国家，2020年受疫情蔓延和锂价低迷的影响，锂资源企业纷纷缩减资本开支、放缓项目扩张进度，叠加Altura锂矿进入破产管理，导致2021年锂资源端增量有限，资源供需整体处于紧平衡状态。锂盐冶炼端，由于产能主要集中在中国，受疫情影响较小，且头部企业纷纷在周期底部加速产能扩张。根据我们统计，2021年全球锂盐产能可以满足需求增长，其中碳酸锂产量主要受制于锂资源供应，氢氧化锂产量受制于资源供应和下游客户认证。

长期看，锂盐一二线龙头企业已经具备成熟的锂盐生产线、技术团队及稳定的客户，产能复制扩张周期将明显缩短，一般不超过1年。而锂资源端由于不同矿山（盐湖）开发条件各异，产能不具备可复制性，扩张周期更长、资本开支更大，同时受制于部分国家政策限制，锂资源的获取和控制难度也非常大。若需求持续高速增长，则资源端的产能扩张可能在很长一段时间内均处于落后状态，导致资源供给不足。因此，我们认为锂资源将成为中长期限制行业发展的主要瓶颈。

表 13: 全球锂资源产量预测 (LCE, 万吨)

资源所在地	盐湖/矿山	冶炼公司	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
	智利	Salar de Atacama	SQM	6.5	8.5	12.0	16.0	18.0	18.0
	智利	Salar de Atacama	ALB	4.5	4.5	6.0	8.0	8.5	8.5
	阿根廷	Salar del Hombre Muerto	Livent	2.0	2.2	2.5	3.0	4.0	5.0
	阿根廷	Salar de Olaroz	Orocobre	1.2	1.3	1.3	2.0	2.5	3.0
盐湖	阿根廷	Cauchari-Olaroz	赣锋锂业			1.0	3.0	4.0	4.0
	中国	青海察尔汗盐湖	蓝科锂业	1.1	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	中国	青海东台吉乃尔盐湖	青海锂业	1.0	1.0	1.5	2.0	2.0	2.0
	中国	青海察尔汗盐湖	藏格控股	0.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	中国	一里坪盐湖	五矿盐湖	0.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	合计			17.1	21.5	29.3	39.0	44.0	45.5
	澳大利亚	Talison-	天齐 51%	4.0	4.0	5.0	7.0	10.0	12.0
		Greenbushes	ALB 49%	3.8	3.8	4.8	7.0	9.0	11.0
	澳大利亚	Mt Marion	赣锋锂业	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
	澳大利亚	Mt Cattlin	雅化、盛新	1.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	澳大利亚	Pilbara	赣锋、天宜、容汇、 长城汽车、Posco	2.3	3.8	5.0	6.3	7.5	8.8
硬岩	澳大利亚	Altura		2.1	0.0	2.5	2.75	2.75	2.75
	澳大利亚	Bald Hill	江特电机	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	澳大利亚	Wodgina	雅宝、瑞福	0.0	0.0	2.0	4.0	6.0	8.0
	巴西	AMG	天宜、容汇		0.5	1.0	1.6	1.6	1.6
	刚果(金)	AVZ-Manono	赣锋、盛新、天宜						5.0
	中国	中国锂矿 (四川、江西)	融捷、盛新、永兴、 江特、南氏等	3.0	7.0	9	11.0	13.0	15
	合计			21.4	26.4	36.6	46.9	57.2	71.4

合计
38.4
47.9
65.9
85.9
101.2
116.9

资料来源：信达证券研发中心整理

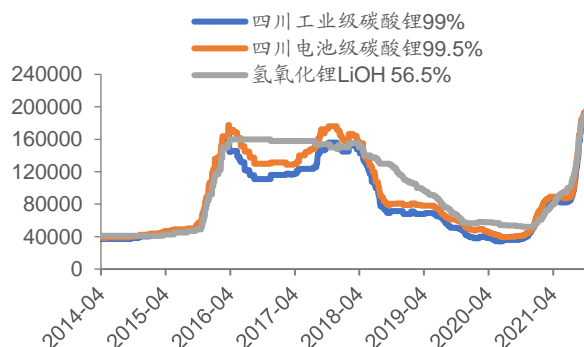
锂价仍具有长足的上涨时间和空间

锂价主要由供需的边际变化来决定。供给端主要瓶颈在锂资源环节，碳酸锂和氢氧化锂产能是比较宽裕的，且扩产周期比较短，因此供给的边际变化主要由锂资源决定；需求端占比最大且增长最快的主要是新能源汽车，因此需求的边际变化主要由新能源汽车产销量决定。

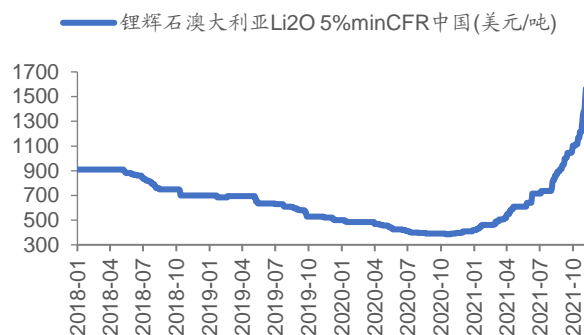
我们通过对锂资源扩产项目与投产项目统计来计算锂资源供给端的季度边际增量，需求端，保守假设 2022、2023 年全球新能源汽车产量增速分别为 60%、40%，乐观假设 2022、2023 年全球新能源汽车产量增速分别为 80%、50%（爆款车型不断增加以及美国新能源汽车销量爆发等因素推动），以此测算锂需求的季度边际增量。

根据测算结果，不考虑产业链库存扰动（去库或补库），需求保守假设情形下，2021Q3-2022Q1，需求边际增量均大于供给边际增量，锂价有望持续创新高；2022Q2 之后，随着锂资源新增产能逐步投产放量，供给边际增长将超过需求，供给端压力显现，锂价或开始回调，直至 2023Q4 有望止跌回升。需求乐观假设情形下，2021Q3-2022 全年，需求边际增长均大于供给，反映锂资源新增产能投放后依然存在供给硬缺口，或推动锂价在 2022 年继续维持上涨趋势并再创新高。

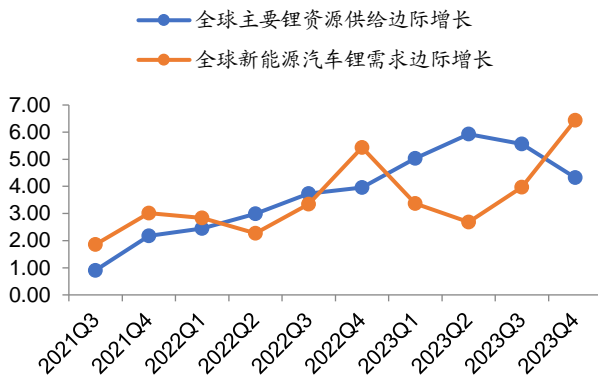
目前百川电池级碳酸锂价格已经突破 20 万元/吨，锂辉石价格仍在加速上涨。虽然新能源车销量维持高增长，但受到汽车芯片短缺影响，我们预计今年三四季度销量仍低于实际需求，随着芯片供应逐步恢复，该部分递延需求有望在明年上半年得以释放，增加锂需求边际增量，需求淡季不淡叠加产业链持续维持低库存，我们预计 2022 年锂供需仍将维持紧缺状态，锂价具有长足的上涨时间和空间。

图 37：锂盐价格变化（万元/吨）


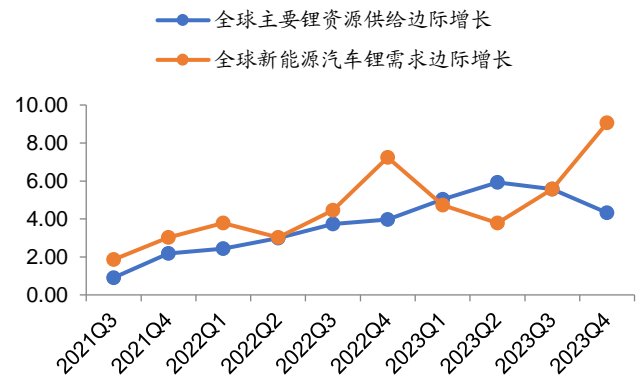
资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 38：锂辉石价格变化（美元/吨）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 39: 全球锂供需边际增量 (LCE, 万吨; 需求保守假设)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 40: 全球锂供需边际增量 (LCE, 万吨; 需求乐观假设)


资料来源: EV volumes, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司主营产品为碳酸锂、氢氧化锂、金属锂以及锂电池板块业务, 我们预计未来增长点主要为海外碳酸锂和氢氧化锂业务投产放量以及新能源汽车需求持续超预期下、锂资源与锂盐边际短缺带来的价格上涨, 另外还有电池业务规模扩大叠加规模效益、成本下降所带来的毛利率提升。

我们预计 2022 年碳酸锂权益产能达到 6.17 万吨, 氢氧化锂产能维持 8.1 万吨, 金属锂产能 2023 年达到 3000 吨/年, 电池业务 2021~2023 年收入增速逐年增长 60%。假设 2022、2023 年锂盐价格维持 18 万元/吨。综上我们预计公司 2021-2023 年锂系列产品营业收入额分别为 119、230、299 亿元, 毛利率为 42%、35%、35%; 锂电池系列产品营业收入额分别为 20.3、32.5、51.9 万元, 毛利率为 16%、17%、18%。

表 14: 盈利预测关键条件假设

产品	项目	单位	2020A	2021E	2022E	2023E
碳酸锂	产能	吨	40500	43000	61668	61668
	产量	吨	14639	20000	27000	40000
	价格	万元/吨		11	18	18
	收入	万元		220,000	486,000	720,000
	毛利	万元		96,800	151,200	224,000
氢氧化锂	产能	吨	81000	81000	81000	81000
	产量	吨	27,280	60,000	70,000	80,000
	价格	万元/吨		10	18	18
	收入	万元		600,000	1,260,000	1,440,000
	毛利	万元		261,360	471,800	539,200
金属锂	产能	吨	1600	1600	2000	3000
	产量	吨	1600	1600	2000	3000
	价格	万元/吨	35	60	80	80
	收入	万元		96,000	160,000	240,000
	毛利	万元		16,000	40,000	60,000
锂系列产品	收入	万元	386,236	949,572	1,939,572	2,433,572
	YOY	%	-7%	146%	104%	25%
	毛利	万元	90,374	394,682	683,522	843,722
	毛利率	%	23%	42%	35%	35%
锂电池系列产品	收入	万元	126,805	202,888	324,621	519,393
	YOY	%	110%	60%	60%	60%
	毛利	万元	19,483	32,462	55,186	93,491
	毛利率	%	15%	16%	17%	18%
合计	营业收入	万元	552,399	1,191,818	2,303,550	2,992,323
	毛利	万元	118,094	435,381	746,944	945,449
	毛利率	万元	21%	37%	32%	32%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

估值与投资评级

结合公司锂系列产品和锂电池产能释放节奏、行业需求增速以及锂价判断, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 31.75、53.88、68.42 亿元, EPS 分别为 2.21、3.75、4.76 元/股, 对应当前股价的 PE 分别为 72x、43x、33x。考虑公司为锂行业全球龙头企业, 未来锂盐产能规模将持续扩大、储备锂资源产能将逐步释放, 以及固态锂电池业务日趋成熟, 同时公司所处锂电行业正处于高速成长阶段, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 15: 可比公司估值比较表 (2021-11-11)

公司名称	公司代码	主营业务	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE (x)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
天齐锂业	002466.SZ	氢氧化锂、碳酸锂等锂化合物的生产和销售	1,495	-201	802	2,125	-745	186	70
盛新锂能	002240.SZ	锂盐、稀土、木材等	472	515	790	1,172	92	60	40
雅化集团	002497.SZ	锂盐、民爆产品等	334	762	929	1,387	44	36	24
江特电机	002756.SZ	不锈钢与锂盐产品	447	554	825	1,698	81	54	26

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

公司锂盐或锂资源扩产进度低预期; 锂资源企业产能扩张速度超预期导致锂价下跌; 新能源汽车需求增长不及预期导致锂价下跌。

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,717	8,775	11,922	21,742	27,791
货币资金	1,700	2,176	1,192	2,304	2,992
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	915	1,359	2,932	5,666	7,361
预付账款	230	545	948	1,952	2,566
存货	2,334	2,215	3,858	7,938	10,438
其他	538	2,481	2,993	3,882	4,433
非流动资产	8,496	13,246	17,369	21,456	25,508
长期股权投资	3,680	1,636	-407	-2,450	-4,493
固定资产(合计)	2,070	2,272	2,397	2,487	2,540
无形资产	348	3,562	6,775	9,989	13,203
其他	2,399	5,776	8,603	11,430	14,258
资产总计	14,213	22,020	29,291	43,198	53,299
流动负债	3,259	4,078	7,955	16,269	19,268
短期借款	1,131	1,631	4,136	9,154	10,132
应付票据	131	230	401	826	1,086
应付账款	914	1,212	2,111	4,344	5,712
其他	1,083	1,004	1,307	1,945	2,339
非流动负债	2,544	4,524	4,524	4,524	4,524
长期借款	1,430	1,658	1,658	1,658	1,658
其他	1,114	2,866	2,866	2,866	2,866
负债合计	5,803	8,602	12,479	20,793	23,793
少数股东权益	55	2,713	2,833	3,038	3,298
归属母公司股东权益	8,355	10,706	13,978	19,367	26,208
负债和股东权益	14,213	22,020	29,291	43,198	53,299

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,342	5,524	11,918	23,036	29,923
同比(%)	6.8%	3.4%	115.8%	93.3%	29.9%
归属母公司净利润	358	1,025	3,175	5,388	6,842
同比(%)	-73.3%	186.2%	209.9%	69.7%	27.0%
毛利率(%)	23.5%	21.4%	36.5%	32.4%	31.6%
ROE%	4.3%	9.6%	22.7%	27.8%	26.1%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.79	2.21	3.75	4.76
P/E	124.39	128.10	72.12	42.50	33.47
P/B	5.39	12.67	16.38	11.82	8.74
EV/EBITDA	49.04	152.24	61.39	38.53	30.91

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,342	5,524	11,918	23,036	29,923
营业成本	4,086	4,343	7,564	15,566	20,469
营业税金及附加	25	23	50	98	127
销售费用	63	48	104	201	261
管理费用	273	169	365	705	916
研发费用	80	140	302	583	757
财务费用	70	171	165	133	109
减值损失合计	-43	-23	0	0	0
投资净收益	162	29	119	120	156
其他	-389	499	183	353	458
营业利润	475	1,135	3,670	6,222	7,899
营业外收支	-1	-8	-8	-8	-8
利润总额	474	1,127	3,662	6,214	7,891
所得税	121	64	366	621	789
净利润	353	1,064	3,296	5,593	7,102
少数股东损益	-5	39	121	205	260
归属母公司净利润	358	1,025	3,175	5,388	6,842
EBITDA	969	917	3,851	6,237	7,784
EPS(当年)(元)	0.28	0.79	2.21	3.75	4.76

单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	669	746	1,026	874	4,590
净利润	353	1,064	3,296	5,593	7,102
折旧摊销	234	279	318	354	390
财务费用	134	189	281	451	586
投资损失	-162	-29	-119	-120	-156
营运资金变动	-392	-318	-2,759	-5,412	-3,339
其它	501	-437	8	8	8
投资活动现金流	-2,823	-3,955	-4,330	-4,330	-4,294
资本支出	-814	-1,208	-6,493	-6,493	-6,493
长期投资	-1,971	-2,223	2,043	2,043	2,043
其他	-37	-523	119	120	156
筹资活动现金流	241	3,645	2,321	4,568	392
吸收投资	6	1,784	98	0	0
借款	4,320	5,044	2,505	5,018	978
支付利息或股息	-510	-531	-281	-451	-586
现金流净增加额	-1,891	381	-984	1,112	689

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016年任广发证券有色行业研究员。2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017年任广发证券有色金属行业研究员，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020年4月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020年3月加入信达证券研究开发中心，从事贵金属及小金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监（主持工 作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监（主持工 作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufe@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。