

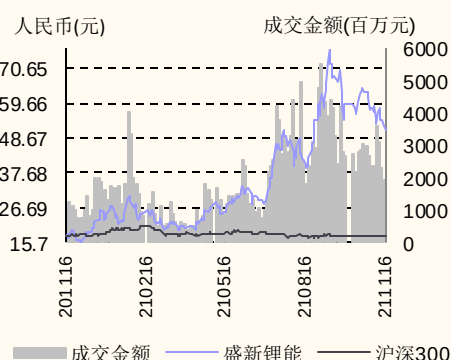
盛新锂能 (002240.SZ) 买入 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 51.03 元

目标价格 (人民币): 68.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.65
已上市流通 A 股(亿股)	6.96
总市值(亿元)	441.59
年内股价最高最低(元)	76.96/15.70
沪深 300 指数	4883
深证成指	14614

**资源+产能快速增长的一体化锂业新星****公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,279	1,791	2,745	5,670	8,855
营业收入增长率	-9.51%	-21.43%	53.31%	106.56%	56.17%
归母净利润(百万元)	-59	27	705	1,471	2,396
归母净利润增长率	-150.84%	-145.87%	2495.22%	108.52%	62.92%
摊薄每股收益(元)	-0.090	0.036	0.815	1.699	2.769
每股经营性现金流净额	-0.31	-0.48	0.70	0.93	2.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.33%	0.84%	19.35%	32.49%	40.17%
P/E	N/A	674.26	64.79	31.07	19.07
P/B	2.06	5.69	12.54	10.09	7.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **剥离亏损业务, 聚焦锂电新主业。**公司 16 年拓展锂电新主业, 截至今年上半年, 人造板与稀土亏损业务已基本剥离, 锂盐产品营收占比 87%, 转型已经实现。
- **锂行业持续高景气, 供需维持紧平衡。**判断锂行业 21-25 年持续紧平衡, 价格中枢维持在 12-15 万元/吨。22 年需求端增量 18 万吨, 供给端增量海外锂矿 6.4 万吨、南美盐湖 6.15 万吨、国内锂矿 3.2 万吨、国内盐湖 1.3 万吨, 22 年全球供给增量合计 17 万吨。
- **四川矿+津巴布韦矿+南美盐湖经营+澳洲精矿包销多元化锂资源布局。**四川业隆沟锂矿 (持股奥伊诺矿业 75%) 目前锂精矿产能 7-8 万吨/年。四川太阳河口锂多金属矿 (持股奥伊诺矿业 75%) 暂未开采储量未知。四川木绒锂矿 (参股惠绒矿业 25.19%) 目前仅有探矿权, 资源禀赋优异, 仍在勘探中。津巴布韦萨比星锂矿 (51%控股) 项目总计 40 个采矿权证, 目前仅对 5 个采矿权区进行勘探, 资源增长潜力大。阿根廷 SDLA 盐湖 (经营权) 目前产能为 2500 吨 LCE。公司与银河锂业 (Mt Cattlin)、AVZ (Manono) 分别签订 6 万吨/年、12 万吨/年包销协议。
- **四川+印尼锂盐基地, 22 年底规划产能 7.3 万吨/年, 23 年底 13.3 万吨/年。**子公司致远锂业拥有 4.3 万吨/年锂盐产能 (碳酸锂 2.8 万吨/年、氢氧化锂 1.5 万吨/年), 子公司遂宁盛新规划 3 万吨/年锂盐产能, 首期 2 万吨/年氢氧化锂预计在今年年底建成。印尼合资公司规划在莫罗瓦利工业园投资建设年产 5 万吨氢氧化锂和 1 万吨碳酸锂项目, 预计明年年初开工, 23 年投产。

盈利预测&投资建议

- 假设未来随着新矿山产能释放, 23 年公司锂矿自给率将达到 40%左右, 后续有望进一步提升, 成本下降, 成长性值得期待。预计 21-23 年公司实现归母净利润分别为 7.05 亿元、14.71 亿元、23.96 亿元, 实现 EPS 分别为 0.82 元、1.70 元、2.77 元, 对应 PE 分别为 65 倍、31 倍、19 倍。
- 参考可比公司, 给予公司 22 年 40 倍估值, 对应市值 588 亿元, 目标价 68 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 产能投放进度不及预期; 锂价走势不确定性加大; 海外矿山开发运营风险。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、剥离亏损业务，聚焦锂电新主业	4
二、锂行业持续高景气，供需维持紧平衡	6
三、锂资源+锂盐加工全球化布局	12
3.1 锂资源权益储量 1978 万吨，增长潜力大	12
3.2 锂盐加工 2023 年权益产能 10.24 万吨/年	16
四、资源自给率有望提升，“量增”成长性值得期待	19
五、盈利预测&投资建议	20
六、风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司出售人造板与稀土业务，聚焦锂电新材料（分业务营收：亿元）	4
图表 2: 盛屯集团控股，多家子公司布局锂电业务	5
图表 3: 公司归母净利润（亿元）与增速（%）	6
图表 4: 公司资产减值损失（百万元）	6
图表 5: 公司分业务毛利构成（亿元）	6
图表 6: 公司分业务毛利率（%）	6
图表 7: 2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂下游四大应用场景（万吨）（折 LCE）	6
图表 8: 2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂中游正极材料和六氟磷酸锂产能/产量（万吨）（折 LCE）	7
图表 9: 国内锂盐价格走势情况（元/吨）	8
图表 10: 动力电池是锂最大的下游需求	8
图表 11: 2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率	8
图表 12: 2020 年主要锂资源国查明资源量情况（万吨）	9
图表 13: 全球锂资源储量占比，中国占 6%	9
图表 14: 2020-2025 年海外锂矿产量（万吨）（折 LCE）	9
图表 15: 2020-2025 年南美盐湖产量（万吨）（折 LCE）	10
图表 16: 2020-2025 年国内锂矿产量（万吨）（折 LCE）	11
图表 17: 2020-2025 年国内盐湖产量（万吨）（折 LCE）	12
图表 18: 公司锂资源布局情况	13
图表 19: 业隆沟锂辉石矿采选工程	13
图表 20: 公司拥有奥伊诺矿业 75%股权	13
图表 21: 业隆沟锂辉石项目开发历程	14
图表 22: 公司合计参股木绒锂矿 25.19%股权	14
图表 23: 公司持有津巴布韦萨比星锂矿 51%股权	15
图表 24: 阿根廷 SDLA 盐湖项目地理位置	16
图表 25: 公司锂盐规划产能（万吨/年）	17

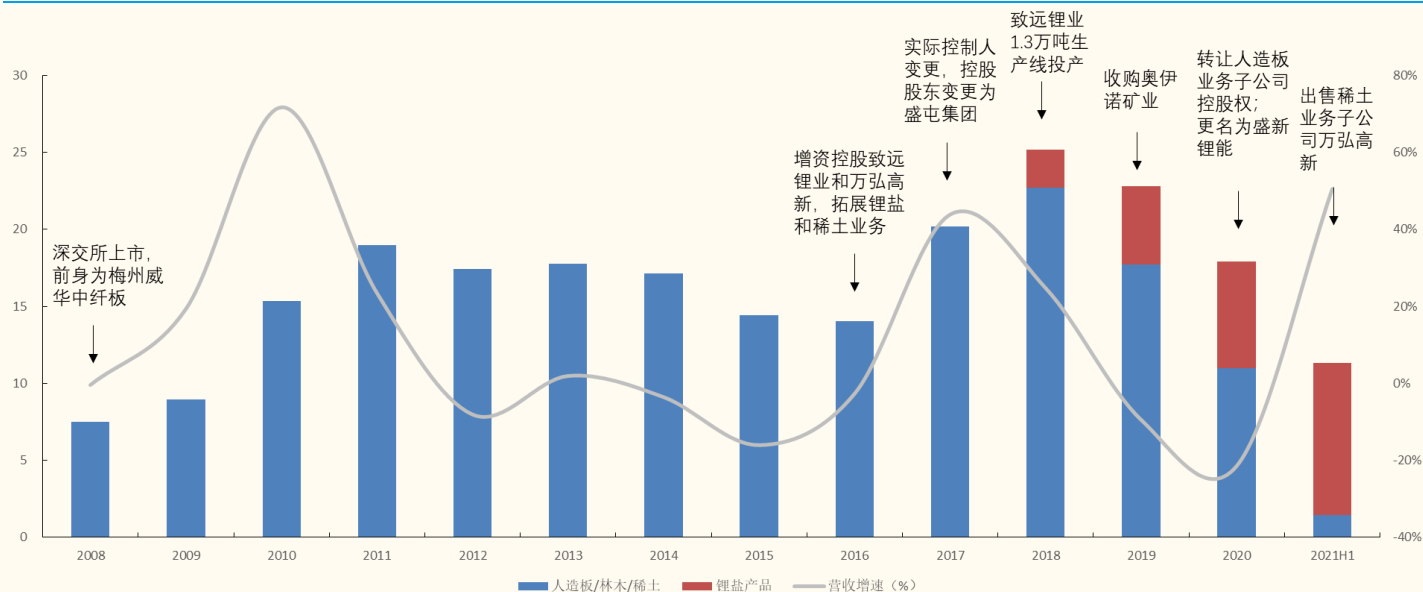
图表 26: 公司历年锂盐产销量 (万吨)	18
图表 27: 公司锂盐产品客户情况	19
图表 28: 公司业绩测算	19
图表 29: 分业务盈利预测	20
图表 30: 可比公司估值	21

一、剥离亏损业务，聚焦锂电新主业

■ 出售亏损主业，转型锂电业务

- 前身为 1997 年成立的梅州威华中纤板公司，2008 年深交所上市，证券简称为威华股份，主营人造板与林木种植业务；
- 2016 年，公司增资控股致远锂业和万弘高新，拓展锂电和稀土新能源材料领域；2017 年，公司实际控制人变更，引入大股东盛屯集团；
- 2018-2019 年，致远锂业首条生产线投产，公司收购奥伊诺矿业，加速向锂电新业务转型；
- 2020 年，人造板业务产销量同比下滑，已处于亏损状态，公司转让 5 家人造板业务子公司的控股权，聚焦锂电材料业务发展，同年更名为盛新锂能；
- 2021 年，公司继续出售人造板与稀土业务子公司控股权，相关控股子公司已全部剥离，目前公司还有少量林木业务和部分人造板业务参股公司股权，后续将根据发展战略适时出售。截至 6 月，公司锂盐产品营收占比达到 87%，转型已经实现。

图表 1：公司出售人造板与稀土业务，聚焦锂电新材料（分业务营收：亿元）



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

■ 大股东盛屯集团控股，产业资源丰富

- 2017 年，公司的控股股东由李建华变更为盛屯集团，实际控制人变更为姚雄杰。截至今年 9 月，盛屯集团及其一致行动人持有公司 23.51% 的股份。
- 盛屯集团以投资产业为主，深耕于有色金属行业，涵盖采、选、冶、贸易以及金属产业链增值服务，并在此基础上聚焦于新能源、新材料领域，目前核心资产包括四家新能源上游材料公司（盛屯矿业、盛新锂能、聚源锂能、冕宁矿业）和一家新能源产业基金。公司未来有望借助盛屯集团的产业资源，向锂电新能源方向长远发展。

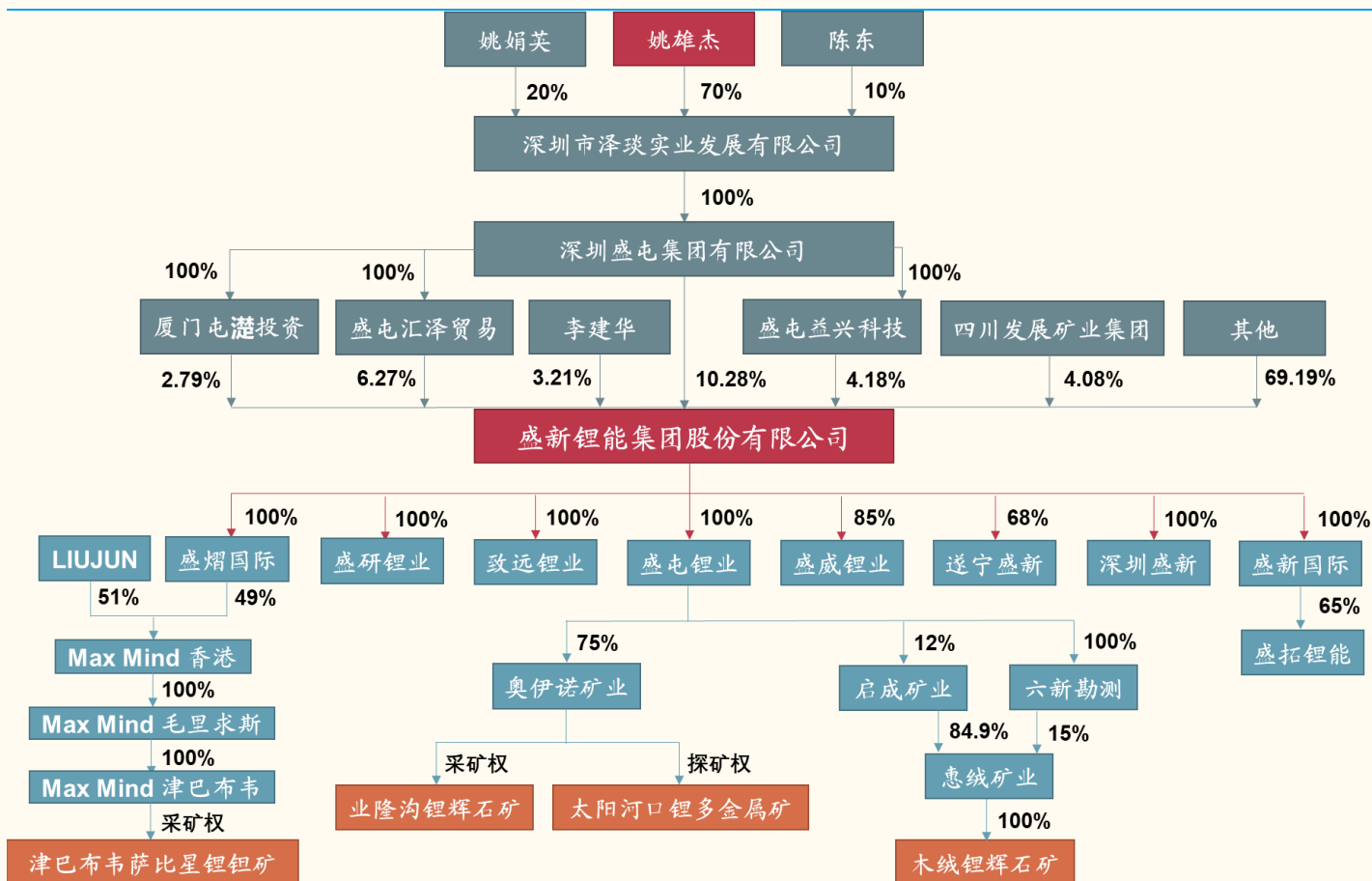
■ 子公司盛新寰宇参与投资新能源产业基金

- 根据公司公告，今年 8 月，国投创益产业基金管理有限公司及盛屯集团全资子公司北京盛屯天宇资产管理有限公司、厦门昶盛和中央企业乡村产业投资基金股份有限公司发起设立了厦门创益盛屯新能源产业

投资合伙企业（有限合伙），新能源产业基金主要投资方向包括上游锂资源、锂电材料、中游电池及下游新能源整车等优质企业。

- 公司控股子公司盛新寰宇与公司控股股东盛屯集团签署了《关于厦门昶盛投资合伙企业（有限合伙）之认缴出资转让协议》，盛新寰宇拟以 0 元受让盛屯集团持有的厦门昶盛 34.48% 股份对应认缴新能源产业基金 5 亿元出资额。

图表 2：盛屯集团控股，多家子公司布局锂电业务

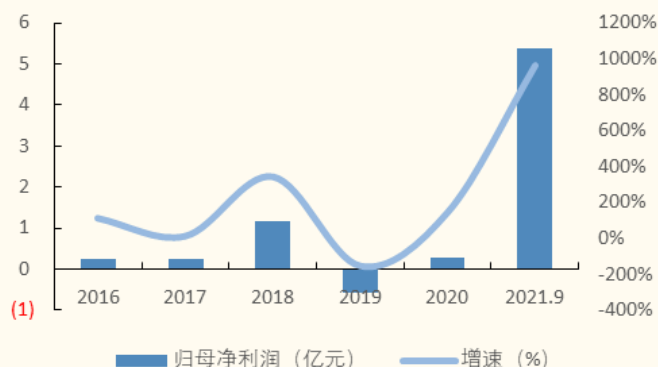


来源：wind，国金证券研究所

■ 资产减值影响消除，锂电业务进入业绩爆发期

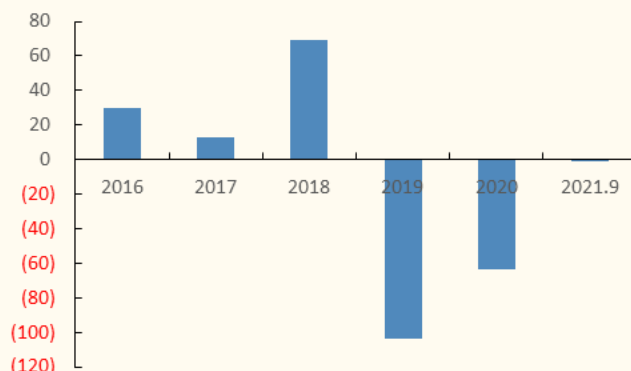
- 2019 年，由于锂精矿和锂盐价格处于底部，公司计提 1.04 亿元资产减值损失，2020 年计提 0.63 亿元，拖累公司净利润。随着今年开始锂行业景气度回升，截至 9 月，公司仅计提 4 万元资产减值损失，影响已经逐步消除。
- 2021 年开始，公司专注锂电新业务的发展，锂盐产品营收与毛利占比分别为 87%、91%，受益于行业高景气周期带来的量价齐升，公司锂电业务进入业绩爆发期，2021 年前三季度公司营业收入 18.6 亿元，同比增长 25.75%，实现归母净利润 5.38 亿元，同比增长 965.21%。

图表 3：公司归母净利润（亿元）与增速（%）



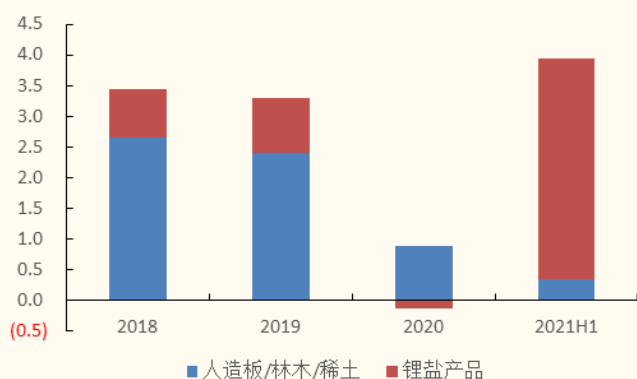
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司资产减值损失（百万元）



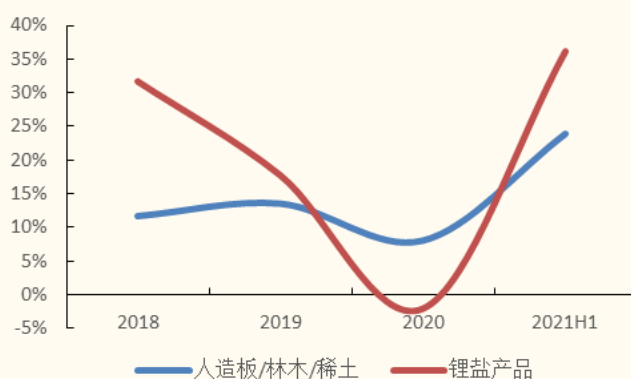
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：公司分业务毛利构成（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：公司分业务毛利率（%）



来源：wind，国金证券研究所

二、锂行业持续高景气，供需维持紧平衡

- **锂供需平衡判断：21-25 年持续紧平衡，且不排除 21-23 年供需缺口超预期放大。**
 - **需求量：**方法一，动力电池、消费电池、储能电池和传统工业四大锂下游应用场景 2020 年对锂需求共 37 万吨，2025 年对锂需求共 169 万吨，CAGR=35.50%。方法二，LCO、LMO、三元、LFP、LiPF6 和传统工业 2020 年对锂需求 37 万吨，2025 年对锂需求 150 万吨，CAGR=32.31%。
 - **供应量：**海外锂矿、南美盐湖、中国锂矿、中国盐湖 2020 年锂供应量共 38 万吨，2025 年锂供应量共 126 万吨，CAGR=27.09%。
 - 按照方法一，2021-2024 年随着全球新增产能的陆续投放，锂供应短缺不超过 10 万吨，2025 年随着新能源汽车快速渗透，销量将大幅提升，供需缺口扩大至 43 万吨。按照方法二，2021 年锂供应短缺就达到了 10 万吨，2025 年供需缺口扩大至 24 万吨。正极材料厂商 21-23 年三年时间通过大规模产能投放抢占市场份额的方式或将造成这三年锂供需缺口的超预期放大。

图表 7：2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂下游四大应用场景（万吨）（折 LCE）

以 LCE 计	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池	16	30	45	65	92	128

以 LCE 计	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
消费电池	8	8	9	9	9	9
储能电池	3	3	5	10	14	20
传统工业	10	10	11	11	11	12
锂需求量合计 (万吨)	37	52	70	95	126	169
海外锂矿	18	25	31	39	52	55
南美盐湖	10	13	19	27	32	35
中国锂矿	5	7	10	16	22	26
中国盐湖	5	7	8	9	10	10
锂供应量合计 (万吨)	38	51	68	91	116	126
供应-需求	1	-1	-2	-4	-10	-43

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表 8：2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂中游正极材料和六氟磷酸锂产能/产量 (万吨) (折 LCE)

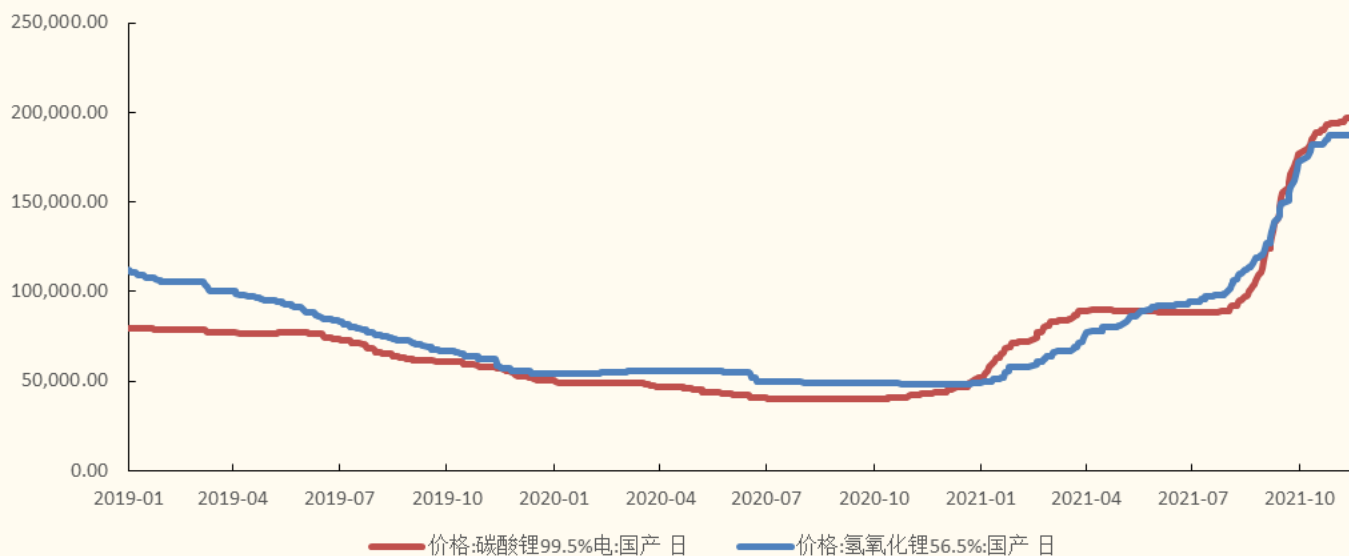
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
LCO 锂需求量	3	4	4	4	5	5
LMO 锂需求量	4	5	6	7	8	10
三元锂需求量	15	33	45	56	74	81
LFP 锂需求量	3	8	16	24	31	35
LiPF6 锂需求量	1	2	3	5	6	7
传统工业	10	10	11	11	11	12
锂需求量合计 (万吨)	37	62	84	107	135	150
海外锂矿	18	25	31	39	52	55
南美盐湖	10	13	19	27	32	35
中国锂矿	5	7	10	16	22	26
中国盐湖	5	7	8	9	10	10
锂供应量合计 (万吨)	38	51	68	91	116	126
供应-需求	1	-11	-16	-16	-19	-24

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ **锂盐价格进入加速上涨阶段，未来 2-3 年中枢价格维持在 12-15 万元/吨。**

- 从 2020 年下半年开始，下游动力电池需求较为旺盛，对锂盐的需求有较强确定性。2020 年第三季度末，国内电池级碳酸锂的平均价为 4 万元/吨，2020 年底价格上涨至 5.15 万元/吨，涨幅为 28.75%，截至目前，电池级碳酸锂上涨至约 10 万元/吨，涨幅为 150%。氢氧化锂价格跟随碳酸锂价格上涨。
- 国内进口锂矿大部分来自澳大利亚，锂精矿来源单一且来源地高度集中。澳洲锂矿资源因行业盈利问题带来的停复产以及其他不稳定（中澳关系等）因素，都可能导致锂矿供应低于预期。我们认为，围绕资源端供应紧张的问题或在未来长期存在，因此，判断价格在未来 2-3 年时间里高位维持为大概率。
- 节奏和幅度上，本轮锂价自 2020Q3 见底后，景气周期将持续至 2023 年。由于 2021 年供给端极为紧张，判断价格大概率冲破 20 万元/吨；2022 年中随着供给小批量释放，预计全年均价维持在 15-20 万元/吨，保持高位震荡；2023 年开始，供应增量较前一年增加，但考虑需求仍维持强劲，因此仍处于紧平衡状态、判断价格小幅回落，但仍维持在 12-15 万元/吨较高水平。

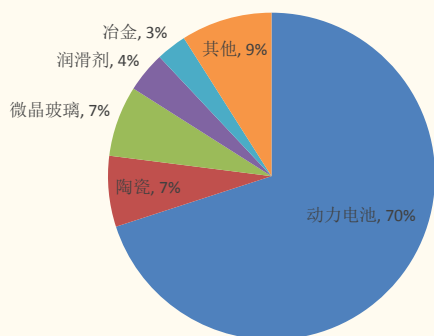
图表 9：国内锂盐价格走势情况（元/吨）



来源：安泰科，wind，国金证券研究所

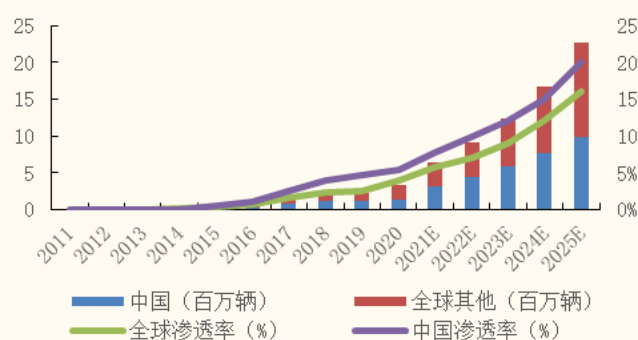
- 具体看需求端：动力电池对锂的需求占锂总需求 70%，新能源车将成为未来锂电池最重要的需求来源。
 - 锂电池拥有开路电压高，比能量高，工作温度范围宽，放电平衡，自放电子等优点，在新能源汽车动力电池和储能领域具有长期需求刚性和需求前景。
 - 根据中汽协数据，2020 年中国新能源汽车销量为 136.7 万辆，渗透率为 5.4%，根据 EVTank 数据，2020 年全球新能源汽车销量为 331.1 万辆，渗透率 4.1%。2021 年 1-10 月，中国新能源汽车销量为 254.2 万辆，考虑到新能源汽车强势增长的良好态势，根据国金新能源组预测，2021 年中国新能源汽车产量 320 万辆，全球新能源汽车产量 630 万辆。
 - 综合考虑新能源汽车产业链成熟度、车企未来的规划、政策力度支持，预计全球新能源汽车将在未来保持快速增长，全球新能源汽车销量有望在 2025 年达到 2260 万辆，中国新能源汽车销量有望在 2025 年达到 984 万辆（CAGR=48.34%）。

图表 10：动力电池是锂最大的下游需求



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 11：2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率

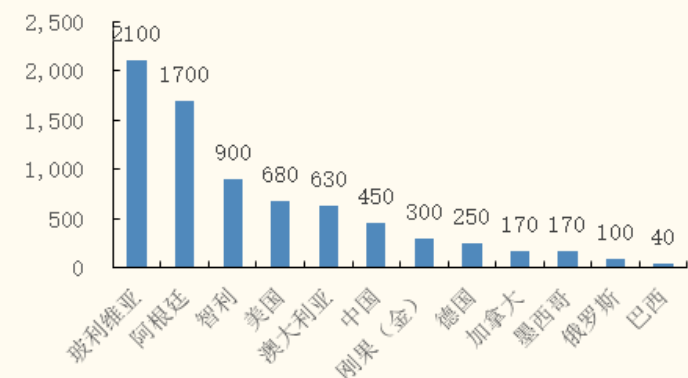


来源：中汽协，EV Sales, EVTank, 国金证券研究所

- 供给端：国内海外短期内供给增量有限，长期看复产和投产进度。
 - 全球南美盐湖和澳洲锂矿为锂资源主要产地。根据美国地质调查局 USGS 数据，截至 2020 年末，全球锂资源量约 8600 万吨，其中南美“锂三角”地区（智利、阿根廷和玻利维亚交界处的高海拔湖泊和盐沼）的锂资源量之和约占全球锂资源总量的近 60%，其他资源量丰富

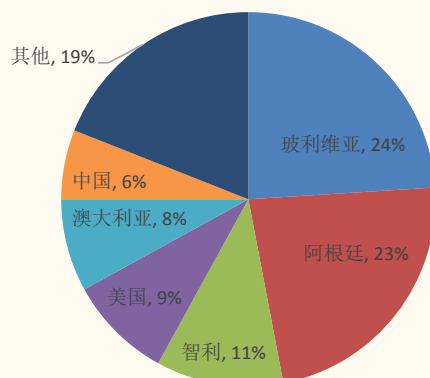
的国家还有澳大利亚、美国和中国，其中澳大利亚锂资源量为 630 万吨且大部分为硬岩型锂矿，是世界上最大的硬岩型锂矿出口国。我国锂资源储量约占全球锂资源储量的 6%。

图表 12：2020 年主要锂资源国查明资源量情况（万吨）



来源：USGS，国金证券研究所

图表 13：全球锂资源储量占比，中国占 6%



来源：USGS，国金证券研究所

■ 海外锂矿预计 2021 年产量 24.7 万吨，2022 年产量 31.1 万吨（折 LCE）

- 目前海外锂矿在产的仅有 Greenbushes、Marion、Cattlin 和 Pilgangoora、巴西 Mibra 几个矿山。Altura 今年四季度复产，预计 2022 年开始贡献增量。Alita 目前尚无复产计划，Wodgina 雅宝项目计划在 2022 年 Q3 重启，剩下矿山绝大部分在 2023 年下半年投产，产出比较有限。
- 泰利森 Greenbushes 二期已建成 60 万吨化学级锂精矿产能，投产进度将与天齐和雅宝两大股东冶炼产能相匹配。Cattlin 和 Pilgangoora 在 21 年锂市回暖的背景下大概率将恢复满产。Altura 四季度复产后产能 22 万吨锂精矿/年，折碳酸锂约 2.5 万吨，具体产量看投产进度。
- 预计 2021 年海外锂矿产量为 24.7 万吨，比 2020 年增加 6.7 万吨，2022 年产量 31.1 万吨，2024 年后有较大供给增量。

图表 14：2020-2025 年海外锂矿产量（万吨）（折 LCE）

矿山名称	股东	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
澳大利亚 Greenbushes	天齐控股 51% (IGO25%)、雅宝 49%	120 万吨/年化学级锂精矿、15 万吨/年技术级锂精矿	新增化学级锂精矿产能 60 万吨/年，投建时间未定	6.9	11	15	15	15	15
澳大利亚 Mt Marion	MRL50%、赣锋锂业 50%	45 万吨锂精矿		4.8	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
澳大利亚 Mt Cattlin	银河资源	18 万吨锂精矿		1.2	2.9	3	3	3	3
澳大利亚皮尔巴拉 Pilgangoora	Pilbara Minerals	33 万吨锂精矿	二期 50-55 万吨，三期 80-85 万吨锂精矿产能	2	4.2	4.6	4.6	4.6	4.6
澳大利亚 Altura	Altura	22 万吨锂精矿	2021Q4 复产	2.1		1.5	2.5	2.5	2.5
澳大利亚 MtHolland	Wesfarmers/智利 SQM		年产 5 万吨氢氧化锂					2	5
澳大利亚 Wodgina	MRL40%、雅宝 60%	75 万吨锂精矿，并配套建设 10 万吨（一期 5 万吨）氢氧化锂生产线	计划 2022Q3 重启			0.4	2.5	3	3
澳大利亚 Finnis	Core Lithium，赣锋、雅化 4 年包销协议且均有参股		计划 22 年底投产，年产能 17.5 万吨锂精矿				2	2	2

矿山名称	股东	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
加拿大 JamesBay	银河资源		24 年生产 33 万吨 锂精矿					4	4
巴西 Mibra	AMG Mineracao	年产 9 万吨锂精矿	计划增产至 14.5 万吨	1	1	1	1.5	1.5	1.5
非洲马里 Goulamina	荷兰 SPV 50%、赣锋锂业 50%		一期预计 24 年投 产，产量约 45.5 万吨锂精矿，折合 LCE 5.7 万吨					5.7	5.7
津巴布韦萨比 星	盛新锂能控股		年产 20 万吨锂精 矿				2	3	3
合计				18	24.7	31.1	38.7	51.9	54.9

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 南美盐湖预计 2021 年产量 12.5 万吨，2022 年产量 18.65 万吨（折 LCE）

- 目前南美盐湖在产的仅有 Atacama、Hombre Muerto 和 Olaroz-Orocobre 三家。2020 年受疫情影响，南美盐湖扩产建设进度均放缓，Olaroz 和 Cauchari 项目均宣布延期投产半年至一年左右，建设完工延迟至 2021 年末或 2022 年。南美盐湖产能最大增量来自智利 SQM 和雅宝控制的 Atacama 盐湖，SQM5 万吨/年碳酸锂产能将在 2021 年底投产，计划 21 年底前碳酸锂产能 12 万吨+氢氧化锂 2.15 万吨，2023 年底前碳酸锂产能 18 万吨+氢氧化锂产能 3 万吨。
- 盐湖提锂受淡水资源、卤水晾晒、生态问题等因素制约，开发存在较大难度，需要较长的开发周期，短时间内难以实现产能的快速增加，盐湖供给增量将在 2022 年开始逐步释放。预计 2021 年南美盐湖产量为 12.5 万吨，比 2020 年增加 2.3 万吨，2022 年产量 18.65 万吨。

图表 15：2020-2025 年南美盐湖产量（万吨）（折 LCE）

盐湖名称	拥有开发权的企业	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
Sal de Vida 盐湖	银河资源		一期 1 万吨电池级碳酸锂 22Q4 建成投产			0.5	1	1	1
Atacama 盐湖	智利 SQM、美国雅宝 ALB	7 万吨碳酸锂	21 年底前碳酸锂产能 12 万吨+氢氧化锂 2.15 万吨；2023 年底前碳酸锂产能 18 万吨+氢氧化锂产能 3 万吨	7	9	12	15	18	18
salar del Hombre Muerto 盐湖	美国 Livent	1.8 万吨碳酸锂+2.5 万吨氢氧化锂	一期 0.95 万吨碳酸锂 2023Q1 投产；二期 1 万吨碳酸锂 2023Q4 投产；0.5 万吨氢氧化锂 2022Q3 投产	2	2.2	2.5	3.5	3.5	4
Olaroz-Orocobre 盐湖	Orocobre66.5%、TCC	1.8 万吨碳酸锂	二期 2.5 万吨计划 22 年完工，24 年下半年达产	1.2	1.3	1.3	2	2.5	3
Cauchari-Olaroz 盐湖	荷兰赣锋 51%、美洲锂业 49%		在建 4 万吨 2021 年底完成建设，2022 年初投产			2	4	4	4
Rincon 盐湖	Argosy		2000 吨/年，2022 年中产出			0.1	0.2	0.2	0.2
Uyuni 盐湖	Comibol	竞标中	2022 年达到 1.5 万吨 LCE/年				0.75	1.5	1.5
Centenario-Ratones 盐湖	法国 Eramet 50.1%，青山 3.75 亿美元 49.9%		2.4 万吨电碳，计划 22Q1 启动建设、24Q1 实现商业化运营、25 年下半年满产					1.2	2.4
SDLA 盐湖	西藏珠峰 54%	建成 0.5 万吨/				0.25	0.5	0.5	0.5

盐湖名称	拥有开发权的企业	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
年碳酸锂产能									
总计				10.2	12.5	18.65	26.95	32.40	34.60

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 国内锂矿预计 2021 年产量 7.2 万吨，2022 年产量 10.4 万吨（折 LCE）

- 目前有采矿权且有产能和开采计划的四川锂辉石矿山有甲基卡、李家沟和业隆沟。甲基卡是亚洲最大锂辉石矿，拥有 105 万吨/年露天采矿能力、45 万吨/年矿石处理的采选能力，康定融捷锂业 250 万吨/年锂矿精选项目选址在康定市姑咱镇鸳鸯坝地块，目前已取得土地使用权，正开展项目备案及环评等工作，计划年供应锂精矿约 47 万吨。李家沟因环评问题延后生产，计划年产 18 万吨锂精矿。
- 锂云母矿中宜春钽铌矿、化山瓷石矿和狮子岭锂瓷石矿现有确定性增量。宜春钽铌矿年产锂云母精矿 12 万吨，折碳酸锂 2 万吨。永兴材料 70% 持股的化山瓷石矿生产规模 100 万吨/年，现有 1 万吨碳酸锂产能，计划扩产 2 万吨碳酸锂，1 万吨 22Q1 投产，另 1 万吨 22Q2 投产。
- 预计 2021 年国内锂辉石和锂云母矿产量为 7.2 万吨，比 2020 年增加 2.1 万吨，2022 年产量 10.4 万吨。

图表 16：2020-2025 年国内锂矿产量（万吨）（折 LCE）

锂矿名称	上市公司/归属公司	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
四川省康定市甲基卡锂辉石矿 No134#脉	融捷股份	105 万吨/年露天采矿能力，45 万吨/年矿石处理的采选能力	鸳鸯坝项目计划年供应锂精矿约 47 万吨	1	0.8	0.8	2.5	2.5	6.3
四川省雅江县措拉锂辉石矿	天齐锂业（100%）							2	2
四川省雅江县德扯弄巴锂矿	兴能集团（100%）		生产规模 100 万吨/年，达产后年产 30 万吨锂精矿					1.5	1.5
四川省雅江县木绒锂矿	盛新锂能（25.19%）						1	3	3
四川省金川县李家沟锂辉石矿	川能动力（62.75%） 雅化集团（37.25%）	环评延后	日处理 4200 吨原矿，年处理原矿 105 万吨，年生产精矿 18 万吨，力争 2021 年底实现投产			0.5	1	2	2
四川省金川县业隆沟锂多金属矿	盛新锂能（75%）	原矿生产规模 40.5 万吨/年			0.5	1.1	1.1	1.1	1.1
宜春钽铌矿（414 矿）	江西钨业	生产规模 231 万吨/年，年生产锂云母（折合量 5%）12 万吨、锂长石 108 万吨，LCE 2 万吨	拟投资建设白市村化山瓷石矿年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目	2	2	2	2	2	2
宜春云母化山瓷石矿	永兴材料（70%） 宜春矿业（30%）	生产规模 100 万吨/年	永兴 2 万吨扩产延后，1 万吨 22Q1 投产，另 1 万吨 22Q2 投产	0.8	1.2	2.5	3.2	3.2	3.3
宜丰县狮子岭锂瓷石矿	江特电机（80%）	生产规模 60 万吨/年		0.8	2.2	2.5	3	3	3
宜丰县花桥大港瓷土矿	飞宇新能源（70%） 宜春矿业	生产规模为 150 万吨/年，选矿能力为 100 万吨/年，碳酸		0.5	0.5	1	2	2	2

锂矿名称	上市公司/归属公司 (30%)	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
合计		锂产能为 2 万吨/年		5.1	7.2	10.4	15.8	22.3	26.2

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 国内盐湖预计 2021 年产量 6.7 万吨，2022 年产量 8 万吨（折 LCE）

- 国内锂辉石矿资源储量低、扩产进度慢，锂云母矿近年来技术突破+成本下降有望成为重要补充，目前国内供给增量主要来自盐湖。
- 我国盐湖主要分布在青海和西藏，青海盐湖起步早、集中力强，西藏盐湖资源禀赋好、潜力大。青海察尔汗盐湖低锂浓度提锂技术已经成熟，蓝科锂业现有 1+2 万吨碳酸锂产能，新增的 2 万吨已于今年 4 月爬坡释放产能，目前碳酸锂日产量达 100 吨，藏格锂业 1 万吨，未来规划合计 7 万吨规模。东台吉乃尔盐湖当前产能 2 万吨，计划扩产 1 万吨。西台吉乃尔盐湖当前产能 3 万吨，计划扩产 2 万吨。一里坪盐湖当前产能 1 万吨，计划扩产 1 万吨。西藏扎布耶盐湖资源禀赋极佳，但因为西藏开采环境限制，目前产能 1 万吨。
- 预计 2021 年国内盐湖产量为 6.7 万吨，比 2020 年增加 1.69 万吨，2022 年产量 8 万吨。

图表 17：2020-2025 年国内盐湖产量（万吨）（折 LCE）

盐湖名称	上市公司/归属公司	现有产能	规划总产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
察尔汗盐湖	蓝科锂业、 藏格锂业、 比亚迪（中试）	4	7	1.36 0.44	2.5 0.6	3.7 0.6	4 0.8 0.2	4 0.9 0.3	4 0.9 0.4
东台吉乃尔	青海锂资源（74.5%）	2	3	1	1	1	1	1	1
西台吉乃尔	中信国安、 恒信融锂业	3	5	1	1	1	1	1	1
一里坪盐湖	赣锋锂业（49%）	1	2	0.5	0.5	0.5	1	1	1
大柴旦盐湖	亿纬锂能、 大华化工	1	1	0.05	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
巴伦马海盐湖	St 兆新（16.67%）	0.7	3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
扎布耶盐湖	中国宝武（22.3%）、 天齐锂业（20%）	1	2-3	0.46	0.7	0.7	0.7	0.9	1
龙木错盐湖	西藏城投（41%）						0.1	0.1	0.1
合计				5.01	6.70	8	9.3	9.7	9.9

来源：各公司公告，国金证券研究所

三、锂资源+锂盐加工全球化布局

3.1 锂资源权益储量 1978 万吨，增长潜力大

- 锂资源布局中，有参股权益的为四川业隆沟、太阳河口、木绒和津巴布韦萨比星矿山，其中业隆沟处于产能爬坡状态，其余矿山均处于勘探状态；阿根廷 SDLA 盐湖有 2500 吨 LCE 的经营权；澳大利亚 Mt Cattlin 与刚果（金）Manono 分别有 6 万吨/年和 16 万吨/年的包销。

图表 18：公司锂资源布局情况

资源名称	权益情况	矿权情况	矿石储量 (万吨)	折 LCE 储 量 (万吨)	品位 (%)	开采情况/产能情况
四川省金川县业隆沟锂 多金属矿	通过奥伊诺矿 业持股 75%	采矿权	857.9	27.54	1.3	原矿生产规模 40.5 万吨/年，折合 约 7.5-8 万吨锂精矿，对应约 1 万吨碳酸锂
四川省金川县太阳河口 锂多金属矿	通过奥伊诺矿 业持股 75%	探矿权	-	-	-	勘探阶段，储量未知
四川省雅江县木绒锂矿	通过惠线矿业 持股 25.19%	探矿权	3943.6	158.82	1.63	勘探阶段
津巴布韦萨比星锂矿	间接持股 51%	采矿权	668.3	21.85	1.98	勘探阶段，40 个采矿权证中已勘 探 5 个
阿根廷 SDLA 盐湖	经营权	-	-	204	镁锂比 3.8:1	产能 2500 吨 LCE
澳大利亚 Mt Cattlin	包销长协	采矿权	820	46.5	1.29	年产能 18 万吨锂精矿/年，与银 河锂业签订包销协议 6 万吨/年
刚果（金）Manono	包销长协	采矿权	4000	536	1.65	SC6 锂精矿设计产能 70 万吨/ 年，项目计划 2023Q1 投产，与 AVZ 签订包销协议 16 万吨/年
权益储量			1977.65	71.81		

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 业隆沟锂辉石矿：产能爬坡中，预计 22 年满产

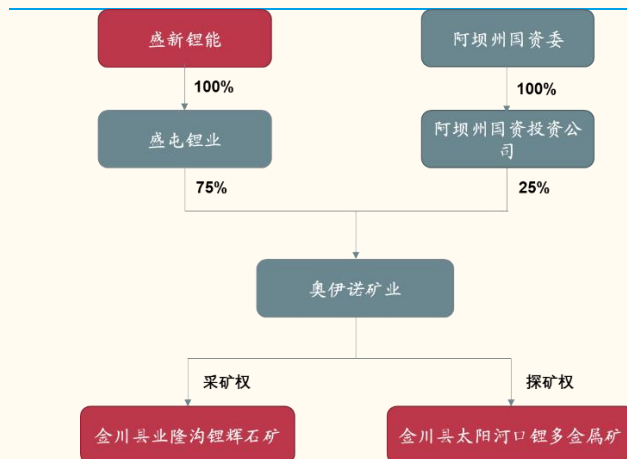
- 2019 年 12 月，公司收购奥伊诺矿业 75% 股权。金川奥伊诺矿业有限公司成立于 2006 年 8 月，位于四川阿坝州金川县，注册资金 19000 万元，是一家以资源投资、矿产品开采加工为主业的企业。
- 奥伊诺矿业目前拥有四川省金川县业隆沟锂辉石矿采矿权和四川省金川县太阳河口锂多金属矿详查探矿权。

图表 19：业隆沟锂辉石矿采选工程



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 20：公司拥有奥伊诺矿业 75% 股权

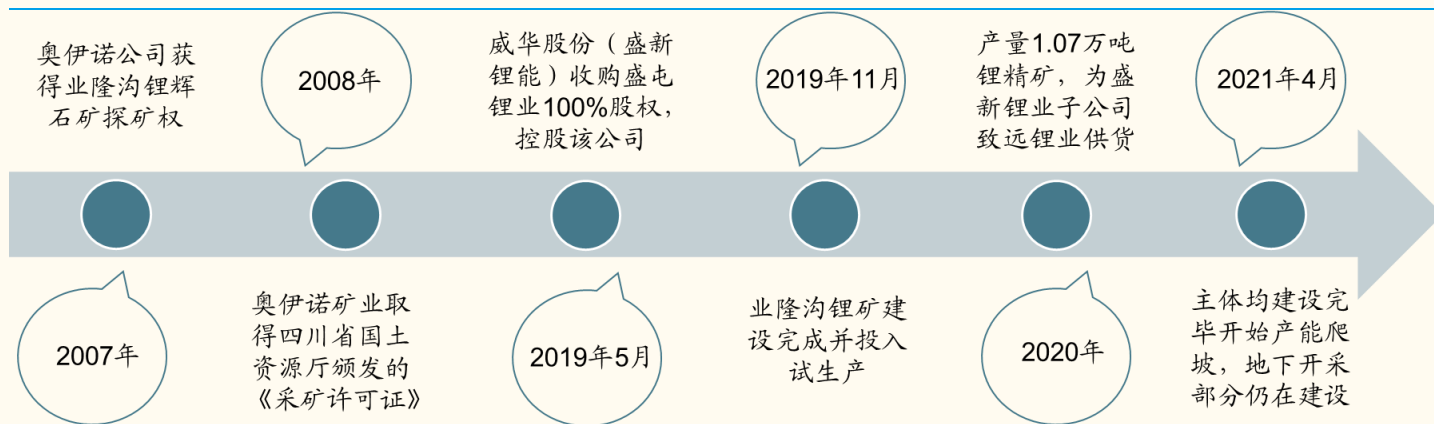


来源：公司公告，国金证券研究所

- **资源禀赋：**业隆沟锂辉石矿位于阿坝州金川县，矿区面积 4.3697 平方公里，矿体长 46-944 米，主要矿石种类为锂矿、钽矿、铌矿。矿区资源储量 857.9 万吨，Li₂O 资源量为 11.15 万吨，矿区出产锂矿石平均品位 1.3%。
- **项目开发情况：**2007 年奥伊诺矿业以挂牌出让的方式取得业隆沟多金属矿的探矿权。2018 年 11 月奥伊诺矿业取得采矿权。2019 年 11 月业隆沟锂辉石矿正式投产，并进行产能爬坡。2020 年正式向致远锂业供货。2021 年上半年，地采正式生产，坑采建设尚未完成。
- **产能产量：**奥伊诺矿业采矿权有效期为 2018 年-2036 年，业隆沟于 2019 年底正式生产，原矿生产规模 40.5 万吨/年，折合约 7.5-8 万吨

锂精矿，对应约 1 万吨碳酸锂。2020 年产量 1.07 万吨锂精矿，主要供给子公司致远锂业进行碳酸锂生产，预计 2022 年业隆沟锂精矿将达到满产。

图表 21：业隆沟锂辉石项目开发历程



来源：公司公告，国金证券研究所

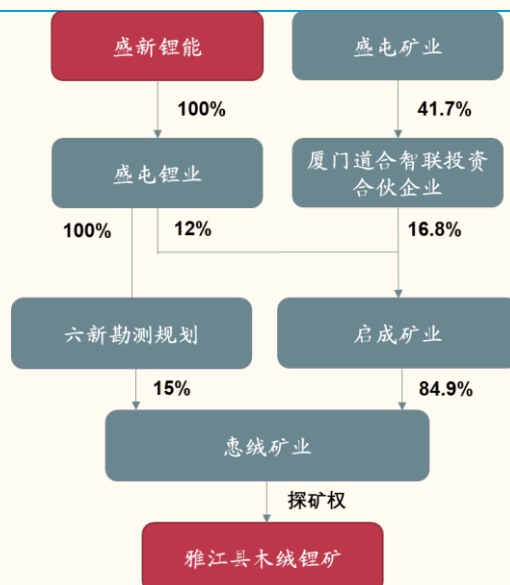
■ 太阳河口锂多金属矿：尚处于勘探阶段

- 太阳河口锂多金属矿详查探矿权的勘查面积 12.99 平方公里，发现锂矿（化）体 3 个，花岗伟晶岩脉 8 条，具有较好的找矿前景。

■ 木绒锂矿：资源禀赋优异，发展空间大

- 根据公司公告，2020 年 12 月-2021 年 5 月，公司全资子公司盛屯锂业合计出资 1 亿元对参股四川启成矿业有限公司 12% 股权。2021 年 5 月，启成矿业参股雅江县惠绒矿业有限责任公司 84.90% 股权。盛屯锂业通过启成矿业和四川六新勘测合计参股惠绒矿业 25.19% 股权，惠绒矿业目前拥有四川省雅江县木绒锂矿探矿权，有效期限至 2021 年 05 月 20 日，目前正在办理续期。

图表 22：公司合计参股木绒锂矿 25.19% 股权

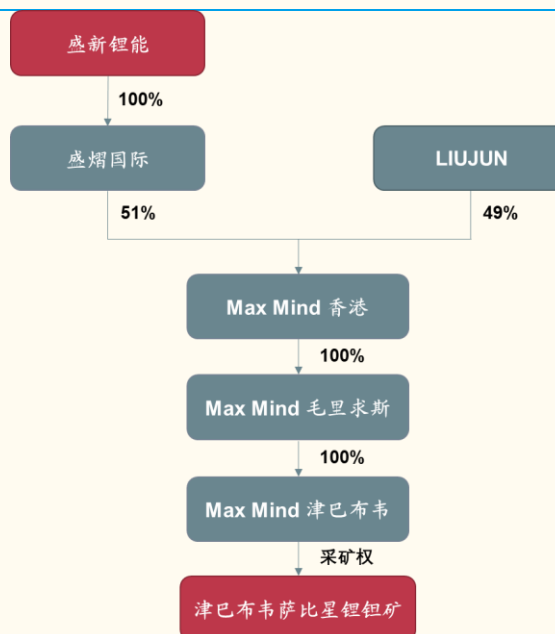


来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- **资源禀赋：**根据四川省地质矿产勘查开发局四〇二地质队编制的《四川省雅江县木绒锂矿阶段性勘探地质报告》，截止 2020 年 12 月底，探矿权内 I、II 号矿体总计求获（探明+控制+推断）矿石资源量 3943.6 万吨，Li₂O 64.29 万吨，折合 159 万吨 LCE，矿床 Li₂O 平均品位 1.63%，Li₂O 资源量规模为大型。

- 木绒锂矿已探明资源量和品位在四川锂辉石矿中均位于前列，甚至品位也毫不逊色于澳洲锂辉石矿，但目前仅为探矿权，尚处于勘探阶段，有较大发展空间。
- **津巴布韦萨比星锂钽矿：项目总计 40 个采矿权证，资源增长潜力大**
 - 根据公司公告，2021 年 11 月 4 日，公司全资子公司深圳盛新锂能有限责任公司、全资香港孙公司盛熠锂业国际有限公司与南非籍自然人 LIUJUN 及其全资持有的香港公司 Max Mind Investment Limited 签署了《关于 Max Mind Investment Limited 之股份转让协议》，盛熠国际拟以 7650 万美元的价格购买 LIUJUN 持有的标的公司 51% 的股份。
 - Max Mind 香港持有 Max Mind Investments (Mauritius) (Pty) Ltd（一家依据毛里求斯法律注册并有效存续的公司）100% 股权，Max Mind 毛里求斯持有 Max Mind (Zimbabwe) (Pvt) Ltd（一家依据津巴布韦法律注册并有效存续的公司）100% 股权。Max Mind 津巴布韦拥有位于津巴布韦萨比星锂钽矿项目总计 40 个稀有金属矿块的采矿权证，矿块面积合计为 2637 公顷。

图表 23：公司持有津巴布韦萨比星锂钽矿 51% 股权

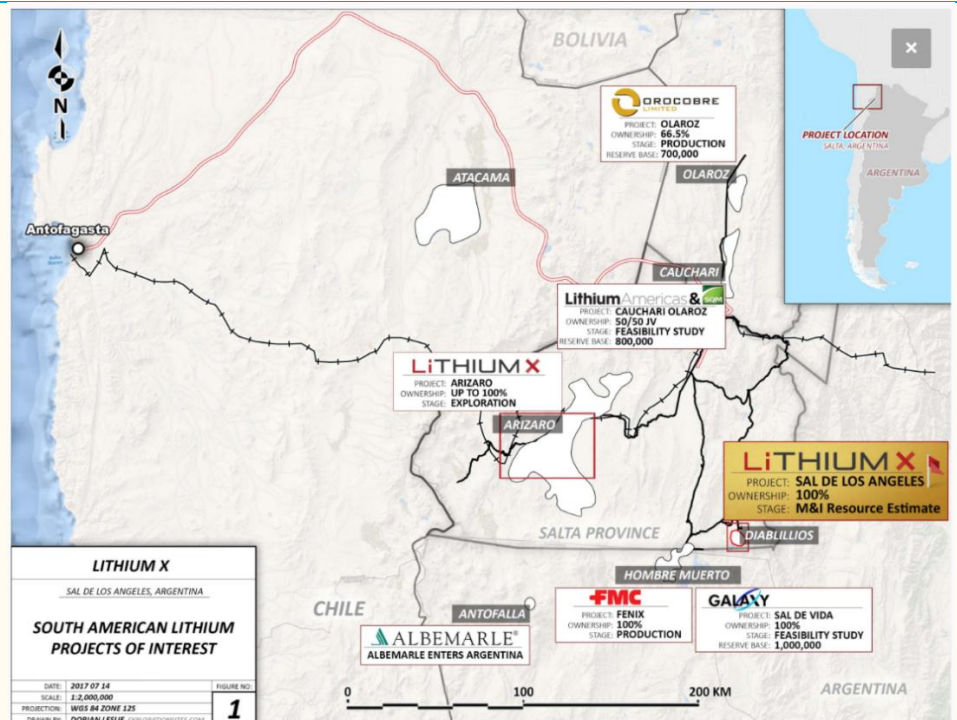


来源：公司公告，国金证券研究所

- 矿区位于津巴布韦东部，属马尼卡兰省所辖。北西至津巴布韦首都哈拉雷直距 180km，公路距 240km，东至马尼卡兰省省会穆塔雷 60km，矿权区内有多条简易公路通达，哈拉雷经矿区北东至莫桑比克贝拉港有公路、铁路相通（矿区至贝拉港直距 300km）。
- **资源禀赋：**公司委托四川省地质矿产勘查开发局化探队对其中 5 个采矿权区块（M4994BM、M690BM、M691BM、M1445BM、M1446BM，面积 116 公顷）组成的矿区进行了资源量核实，矿区范围内累计查明矿石资源量 668.3 万吨，其中探明资源量 123.1 万吨，控制资源量 253.4 万吨，推断资源量 291.8 万吨。其中，主矿种 Li₂O 金属氧化物 88465 吨，平均品位 1.98%；伴生 Li₂O 金属氧化物 5191 吨，平均品位 0.24%。
- 矿山主要采用露天开采方式，目前 40 个采矿权中仅勘探 5 个，尚未进行开采，后续将对这些矿权进行勘探，其锂矿资源具备进一步增长的潜力，也有利于进一步保障公司锂盐业务的原材料供应。
- **阿根廷 SDLA 盐湖：2500 吨 LCE 经营权**

- 根据公司公告，9月22日，全资子公司盛威国际拟购买华友国际在交割日持有的 SESA100%股权及华友国际对 SESA 的股东借款债权，交易价格为 3767 万美元，此次收购完成后，公司将间接持有 SESA 100% 股权，并通过 SESA 拥有对 UT 联合体的运营权（持股 50%）。
- UT 联合体经营阿根廷 SDLA 项目/Diablillos 盐湖，但公司没有 SDLA 项目内矿权的所有权。本次收购公司进一步拓展上游锂资源的开发运营，首次参与盐湖类资源的布局，有利于提高公司新能源材料领域的竞争力，增强盈利能力。
- 阿根廷 SDLA 盐湖项目资源量 204 万吨 LCE，锂浓度 479mg/L，镁锂比 3.8:1，采矿权归属西藏珠峰，目前项目产能为 2500 吨碳酸锂当量，提高其产量及销售量，需要联合运营委员会决议通过，能否获得及何时获得通过存在不确定性。

图表 24：阿根廷 SDLA 盐湖项目地理位置



来源：LITHIUM X 官网，国金证券研究所

■ 优质补充资源：银河锂业、AVZ 包销长协

- **银河锂业 6 万吨/年锂精矿包销。**根据公司公告，2020 年 11 月，公司全资子公司盛屯锂业与银河锂业签订锂精矿包销协议，2021.1-2023.12 期间每个合同年度向银河锂业采购锂精矿最低数量为 6 万吨，每季度分批交付 1.5 万吨。
- **AVZ 16 万吨/年锂精矿包销。**根据公司公告，2021 年 3 月，公司与 AVZ 矿业有限公司签订锂精矿包销协议，每个合同年度采购量为 16 万吨（+/-12.5%），首期采购期限为 3 年（从矿山投产日起开始履行），后续双方达成一致意见可以延长。
- 银河锂业旗下在产主要矿山为澳洲 Mt Cattlin，矿山资源量 820 万吨，储量 46.5 万吨 LCE，氧化锂品位 1.29%，目前产能 18 万吨/年锂精矿。AVZ 矿业旗下矿山 Manono 位于刚果（金），目前暂未开发，资源储量丰富，矿石资源量达到 4000 万吨，储量 536 万吨 LCE，氧化锂品位 1.65%，SC6 锂精矿设计产能 70 万吨/年，项目计划 2023Q1 投产。

3.2 锂盐加工 2023 年权益产能 10.24 万吨/年

■ 目前公司拥有锂盐产能 4.3 万吨/年，23 年规划产能 13.3 万吨/年

- 根据公司公告，截至目前，子公司致远锂业拥有 2.8 万吨/年碳酸锂产能和 1.5 万吨/年氢氧化锂产能；子公司盛威锂业一期 600 吨金属锂项目已建成首组 150 吨产能。
- 遂宁盛新（持股 68%）计划建设 3 万吨/年氢氧化锂产能，首期 2 万吨/年氢氧化锂项目已于 2020 年末开工建设，预计今年年底建成；盛拓锂能（印尼）（持股 65%）计划建设 5 万吨/年氢氧化锂产能和 1 万吨/年碳酸锂产能，预计明年年初正式开始建设，最晚 23 年建成。

图表 25：公司锂盐规划产能（万吨/年）

	2021E	2022E	2023E
碳酸锂	2.8	2.8	3.8（印尼 1 万吨投产）
氢氧化锂	1.5	4.5（遂宁盛新 3 万吨投产）	9.5（印尼 5 万吨投产）
产能合计	4.3	7.3（权益 6.34）	13.3（权益 10.24）

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 致远锂业已建成 4.3 万吨/年锂盐产能

- 四川致远锂业有限公司系公司全资子公司，成立于 2015 年 3 月，位于四川省德阳市绵竹德阿生态经济产业园，注册资金 50000 万元，是地方重点支持发展企业之一。公司集锂盐系列产品的研发、生产、销售于一体，立志成为全球领先的锂电新能源材料企业。
- 根据公司公告，公司总产能 4.3 万吨（碳酸锂 2.8 万吨、氢氧化锂 1.5 万吨），2020 年底已建成全部产能。
- 2018 年 3 月，致远锂业首条 1.3 万吨锂盐生产线投产，包括 8000 吨碳酸锂和 5000 吨氢氧化锂。致远锂业二期 1 万吨碳酸锂生产线于 2019 年 4 月建成投产。2020 年底致远锂业三期投产，包括 7000 吨碳酸锂和 1 万吨氢氧化锂，至此致远锂业已形成 2.5 万吨碳酸锂和 1.5 万吨氢氧化锂的加工能力。

■ 遂宁盛新计划建设 3 万吨/年氢氧化锂产能

- 遂宁盛新锂业有限公司系公司控股子公司，成立于 2019 年 7 月，位于四川射洪经济开发区锂电高新产业园，注册资金 25000 万元，是集氢氧化锂系列产品研发、生产、销售于一体的锂电新材料生产企业，被列为地方产业发展重点支持企业之一。
- 根据公司官网，遂宁盛新设计产能为年产 3 万吨锂盐，首期年产 2 万吨氢氧化锂项目已于 2020 年末开工建设，项目投资 12 亿元，预计在今年年底建成。

■ 盛威锂业已建成 150 吨/年金属锂产能

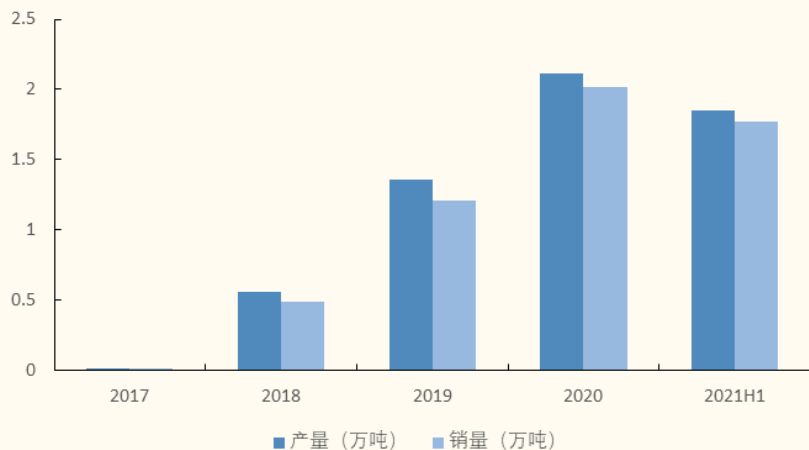
- 四川盛威锂业有限公司系公司控股子公司，成立于 2017 年 8 月，位于四川射洪经济开发区锂电产业园，注册资金 6500 万元，作为锂电新材料生产企业，被列为地方重点支持发展企业之一。
- 盛威锂业集金属锂系列产品的研发、生产、销售于一体，主要产品包括锂锭、锂粒（片）、及锂带等一系列金属锂及锂系合金产品，客户涵盖锂电池、航空航天、医药、冶炼等行业。一期 600 吨金属锂项目首组 150 吨产能已于 2020 年 9 月投入试生产。

■ 盛拓锂能（印尼）计划建设 6 万吨/年锂盐产能

- 根据公司公告，公司全资孙公司盛新锂能国际有限公司拟与 STELLAR INVESTMENT PTE. LTD.（一家依据新加坡法律设立并存续的有限责任公司，以下简称“STELLAR”）在印度尼西亚投资设立合资公司，盛新国际持有合资公司 65% 股权，合资公司拟定英文名称为 PT. ChengTok Lithium Indonesia，拟定中文名称为盛拓锂能印尼有限公司，主要从事锂盐产品的加工与生产。

- 双方计划在中苏拉威西省莫罗瓦利县莫罗瓦利工业园（IMIP）内投资建设年产 5 万吨氢氧化锂和 1 万吨碳酸锂项目，项目总投资约为 3.5 亿美元，预计明年年初正式开工建设，23 年投产。
- 印尼莫罗瓦利工业园区（IMIP），又称中国印尼综合产业园区青山园区，位于印尼中苏拉威西省莫罗瓦利县，总规划用地约 2000 公顷，由上海鼎信投资（集团）公司和印尼八星投资公司合资设立并开发建造。园区建成世界首条集采矿-镍铬铁冶炼-不锈钢冶炼-热轧-退洗-冷轧及下游深加工产业链。
- 前瞻性布局海外基地，降低运输成本。海外资源有可能因为贸易政策限制而不能运回国内，公司在布局资源的同时前瞻性在印尼布局锂盐工厂，印尼是港口城市，运输成本低，未来海外矿可能在印尼加工后当地销售，或者销往其他国家。
- **锂盐产品产销量持续增长**
 - 根据公司公告，2021 上半年，公司锂盐产品产量 1.85 万吨，销量 1.77 万吨，销量同比增长 324.35%，锂盐产品销售收入 9.92 亿元；测算出不含税单价达到 5.6 万元/吨，不含税营业成本为 3.57 万元/吨。随着新项目投产并放量，叠加行业高景气度抬升锂价，公司锂盐产品有望继续量价齐升。

图表 26：公司历年锂盐产销量（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **绑定中下游核心客户**
 - 公司锂盐产品品质稳定，获得越来越多优质客户的认可。根据官网，公司已经与宁德时代、LG、杉杉、厦门钨业、贝特瑞、容百科技、当升科技、德方纳米、优美科、Ecopro、瑞浦能源、中航锂电等行业领先企业建立了稳定的合作关系。

图表 27：公司锂盐产品客户情况



来源：公司官网，国金证券研究所

四、资源自给率有望提升，“量增”成长性值得期待

- 假设未来随着新矿山产能释放，23 年公司锂矿自给率将达到 40%左右，后续有望进一步提升，成本有望下降，成长性值得期待。在锂行业高景气周期下，公司业绩将进入爆发期，预计 21-23 年锂盐产品利润分别为 7.02 亿元、14.92 亿元、23.76 亿元。
- **权益产能：**预计 21-23 年公司锂盐权益产能分别为 4.3 万吨/年、6.34 万吨/年、10.24 万吨/年。
- **权益产量：**假设 22 年遂宁盛新 3 万吨氢氧化锂放量 1 万吨，23 年印尼 6 万吨锂盐放量 3 万吨+遂宁盛新放量 1 万吨，则 21-23 年权益产量分别为 3.05 万吨、3.73 万吨、5.94 万吨。
- **自有矿权益产量：**假设 23 年木绒锂矿和津巴布韦萨比星锂矿分别开始放量 1 万吨、2 万吨。21 年公司自有矿业隆沟产量 0.5 万吨 75%权益，22 年自有矿产量为业隆沟 1.1 万吨 75%权益+阿根廷 SDLA 盐湖 0.25 万吨，23 年自有矿产量为业隆沟 1.1 万吨 75%权益+木绒 1 万吨 25.19%权益+津巴布韦萨比星 2 万吨 51%权益+阿根廷 SDLA 盐湖 0.25 万吨，预计 21-23 年自有矿产量分别为 0.375 万吨、1.075 万吨、2.35 万吨，则 21-23 年公司自有矿比例分别为 12.30%、28.82%、39.51%。
- **利润：**预计 21-23 年公司含税完全成本分别为 6.7 万元/吨、10 万元/吨、7 万元/吨，21-23 年锂盐均价分别为 9 万元/吨、14 万元/吨、11 万元/吨，测算 21-23 年锂盐利润分别为 7.02 亿元、14.92 亿元、23.76 亿元。

图表 28：公司业绩测算

	2021E	2022E	2023E
产能（万吨）	4.3	7.3	13.3
权益产能（万吨）	4.3	6.34	10.24
权益产量（万吨）	3.05	3.73（遂宁盛新 1 万吨 68%权益）	5.94（印尼 3 万吨 51%权益+遂宁盛新 1 万吨 68%权益）

	2021E	2022E	2023E
自有矿产量 (万吨)	0.375 (业隆沟 0.5 万吨 75% 权益)	1.075 (业隆沟 1.1 万吨 75% 权益+阿根廷 SDLA 盐湖 0.25 万吨)	2.35 (业隆沟 1.1 万吨 75% 权益+木绒 1 万吨 25.19% 权益+津巴布韦 萨比星 2 万吨 51% 权益+阿根廷 SDLA 盐湖 0.25 万吨)
自有矿比例 (%)	12.30%	28.82%	39.51%
含税完全成本 (万元/吨)	6.7	10	7
锂盐均价 (万元/吨)	9 (根据 21 年前三季度利润与四季度预测调整)	14	11
利润 (亿元)	7.02	14.92	23.76

来源：公司公告，国金证券研究所

五、盈利预测&投资建议

- 预计 21-23 年公司锂盐产品营收分别为 27.45 亿元、56.70 亿元、88.55 亿元，毛利率分别为 38.89%、39.29%、40.91%。
 - 量：根据公司现有产能规划，21 年底预计 3 万吨氢氧化锂投产，23 年预计 5 万吨氢氧化锂和 1 万吨碳酸锂投产，考虑到产能爬坡情况，预计 21-23 年公司锂盐产量分别为 3.05 万吨、4.05 万吨、8.05 万吨。
 - 价：根据供需情况，并考虑公司长协价格滞后性，预计 21 年锂盐销售均价 9 万元/吨，22 年供给小部分释放，供需缺口仍较大，预计价格 14 万元/吨，23 年供给集中释放，供需紧张相对缓解，预计价格 11 万元/吨。
 - 成本/毛利率：目前公司自有矿比例较低，仍依赖外购矿，业隆沟产能爬坡中，预计 22 年满产，公司布局四川和非洲矿山，未来锂矿自给率有望提升，综合成本将下降。根据公司公告，公司自有矿锂盐生产成本约 4 万元/吨，外购矿锂盐生产成本跟随锂盐价格走势变化，综合考虑，预计 21-23 年锂盐成本分别为 5.5 万元/吨、8.5 万元/吨、6.5 万元/吨，因此 21-23 年锂盐毛利率分别为 38.89%、39.29%、40.91%。
- 随着公司逐步剥离非锂业务，预计其他业务 21-23 年将不再贡献业绩。

图表 29：分业务盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (亿元)	25.18	22.79	17.91	27.45	56.70	88.55
Yoy (%)	/	-9.51%	-21.43%	53.31%	106.56%	56.17%
毛利 (亿元)	3.45	3.30	0.74	10.68	22.28	36.23
毛利率 (%)	13.68%	14.46%	4.15%	38.89%	39.29%	40.91%
锂盐产品						
营收 (亿元)	2.49	5.06	6.94	27.45	56.70	88.55
yoy (%)	/	103.41%	37.04%	295.63%	106.56%	56.17%
毛利 (亿元)	0.79	0.90	-0.65	10.68	22.28	36.23
毛利率 (%)	31.59%	17.79%	-9.39%	38.89%	39.29%	40.91%
产能 (万吨)				4.30	7.30	13.30
产量 (万吨)	0.56	1.36	2.11	3.05	4.05	8.05
销量 (万吨)	0.49	1.21	2.02	3.05	4.05	8.05
价格 (万元/吨)	5.08	4.18	3.43	9.00	14.00	11.00
吨成本 (万元/吨)	3.48	3.44	3.76	5.50	8.50	6.50

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
吨毛利(万元/吨)	1.60	0.74	-0.32	3.50	5.50	4.50
人造板/林木/稀土						
营收(亿元)	22.69	17.73	10.97	0.00	0.00	0.00
yoy(%)	/	-21.89%	-38.13%			
毛利(亿元)	2.66	2.40	1.39			
毛利率(%)	11.72%	13.51%	12.72%			

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

- 预计 21-23 年公司实现营收分别为 27.45 亿元、56.70 亿元、88.55 亿元，实现归母净利润分别为 7.05 亿元、14.71 亿元、23.96 亿元，实现 EPS 分别为 0.82 元、1.70 元、2.77 元，对应 PE 分别为 65 倍、31 倍、19 倍。
- 估值部分，22、23 年锂行业持续高景气，四季度开始锂业务进入业绩爆发期，参考可比公司，给予公司 22 年 40 倍估值，对应市值 588 亿元，目标价 68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002466	天齐锂业	94.98	0.54	1.44	1.89	174.92	66.02	50.38
002460	赣锋锂业	162.4	2.23	3.25	4.26	72.69	49.99	38.10
300390	天华超净	88.69	1.44	3.08	4.75	61.39	28.76	18.65
002497	雅化集团	28.29	0.81	1.20	1.66	35.09	23.51	17.06
中位数						67.04	39.38	28.38
平均数						86.02	42.07	31.05
002240	盛新锂能	52.80	0.81	1.70	2.77	64.79	31.07	19.07

来源: wind, 国金证券研究所

六、风险提示

- 海外矿山开发运营风险。根据公告，公司收购的非洲矿业权在津巴布韦境内，矿山的后续开发建设受津巴布韦当地宏观环境、行业政策及法律法规的影响较大，如果津巴布韦在矿产资质准入、矿山开发建设、环境保护、安全生产、税收等方面的政策发生变化，则会影响标的公司及 Max Mind 津巴布韦未来的生产经营和盈利情况。
 - 汇率波动风险。津巴布韦的货币汇率波动较大，存在一定的汇率相关风险。
 - 矿山资源储量不及预期。因勘查工程的有限性，资源勘探开发无法做到准确预计，存在资源量预估值与实际值、实际可采储量不一致的风险。
- 锂盐价格后期走势不确定性加大。目前锂价临近上轮高点 19w 左右，到 22Q1 大概率超过 20w，但 22、23 年为供给端产能集中释放期，暂不考虑需求，供给的不确定性加大，因此锂盐价格走势可能偏离预期。
- 产能投放进度不及预期。根据公告，公司规划在建的产能有 9 万吨，涉及国内和国外，受各种因素影响，产能投放进度可能不及预期。
- 大股东股份质押风险。根据公司公告，大股东盛屯集团累计质押股份数量占其所持股份比例为 54.64%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,518	2,279	1,791	2,745	5,670	8,855
增长率		-9.5%	-21.4%	53.3%	106.6%	56.2%
主营业务成本	-2,174	-1,949	-1,716	-1,678	-3,443	-5,233
%销售收入	86.3%	85.5%	95.8%	61.1%	60.7%	59.1%
毛利	344	330	74	1,068	2,228	3,623
%销售收入	13.7%	14.5%	4.2%	38.9%	39.3%	40.9%
营业税金及附加	-28	-21	-15	-19	-39	-61
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-72	-94	-42	-14	-28	-44
%销售收入	2.9%	4.1%	2.3%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-103	-123	-124	-149	-307	-480
%销售收入	4.1%	5.4%	6.9%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用	0	-21	-30	-4	-7	-16
%销售收入	0.0%	0.9%	1.7%	0.1%	0.1%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	141	70	-136	882	1,845	3,021
%销售收入	5.6%	3.1%	n.a	32.1%	32.5%	34.1%
财务费用	-45	-73	-68	-61	-124	-211
%销售收入	1.8%	3.2%	3.8%	2.2%	2.2%	2.4%
资产减值损失	-69	112	68	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-8	-8	257	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	1554.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	102	-65	25	841	1,742	2,830
营业利润率	4.1%	n.a	1.4%	30.7%	30.7%	32.0%
营业外收支	6	-2	-9	0	0	0
税前利润	109	-67	17	841	1,742	2,830
利润率	4.3%	n.a	0.9%	30.7%	30.7%	32.0%
所得税	1	4	7	-126	-261	-425
所得税率	-1.1%	n.a	-39.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	110	-62	23	715	1,481	2,406
少数股东损益	-7	-3	-4	10	10	10
归属于母公司的净利润	117	-59	27	705	1,471	2,396
净利率	4.6%	n.a	1.5%	25.7%	25.9%	27.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	153	-62	23	715	1,481	2,406
少数股东损益	-7	-3	-4	10	10	10
非现金支出	212	44	86	76	97	121
非经营收益	55	80	-188	89	127	166
营运资金变动	-378	-267	-284	-275	-900	-954
经营活动现金净流	43	-206	-363	606	804	1,738
资本开支	-326	-395	-330	-695	-315	-415
投资	0	-3	566	-476	0	0
其他	98	0	1	4	0	0
投资活动现金净流	-228	-398	237	-1,167	-315	-415
股权募资	0	0	700	2	0	0
债权募资	373	384	-14	962	696	529
其他	-291	-97	-760	-355	-715	-1,125
筹资活动现金净流	82	287	-74	608	-19	-596
现金净流量	-103	-317	-199	47	470	727

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	306	400	379	419	876	1,594
应收账款	198	393	782	995	2,008	3,111
存货	959	1,050	555	643	1,320	2,007
其他流动资产	214	130	112	893	981	1,071
流动资产	1,676	1,973	1,828	2,950	5,185	7,783
%总资产	46.6%	40.4%	38.0%	43.7%	56.3%	64.3%
长期投资	67	106	933	1,096	1,096	1,096
固定资产	1,553	2,279	1,533	1,719	1,938	2,233
%总资产	43.2%	46.7%	31.9%	25.5%	21.0%	18.5%
无形资产	153	463	421	424	427	429
非流动资产	1,920	2,910	2,981	3,803	4,021	4,316
%总资产	53.4%	59.6%	62.0%	56.3%	43.7%	35.7%
资产总计	3,597	4,883	4,809	6,753	9,207	12,099
短期借款	661	1,105	665	1,541	2,238	2,767
应付款项	490	681	526	549	1,120	1,704
其他流动负债	81	200	130	610	897	1,215
流动负债	1,231	1,987	1,321	2,701	4,255	5,686
长期贷款	134	190	48	48	48	48
其他长期负债	54	60	117	245	252	265
负债	1,420	2,237	1,487	2,994	4,555	6,000
普通股股东权益	2,095	2,538	3,218	3,644	4,527	5,964
其中：股本	535	657	750	865	865	865
未分配利润	1	-91	-63	360	1,242	2,680
少数股东权益	82	109	105	115	125	135
负债股东权益合计	3,597	4,883	4,809	6,753	9,207	12,099

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.218	-0.090	0.036	0.815	1.699	2.769
每股净资产	3.913	3.862	4.292	4.211	5.231	6.892
每股经营现金净流	0.080	-0.313	-0.484	0.700	0.929	2.009
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.326	0.680	1.107
回报率						
净资产收益率	5.56%	-2.33%	0.84%	19.35%	32.49%	40.17%
总资产收益率	3.24%	-1.21%	0.57%	10.44%	15.97%	19.80%
投入资本收益率	4.79%	1.66%	-4.71%	14.01%	22.59%	28.79%
增长率						
主营业务收入增长率	24.77%	-9.51%	-21.43%	53.31%	106.56%	56.17%
EBIT增长率	N/A	-50.27%	-294.49%	-746.73%	109.11%	63.72%
净利润增长率	343.66%	-150.84%	-145.87%	2495.22%	108.52%	62.92%
总资产增长率	21.65%	35.77%	-1.52%	40.41%	36.34%	31.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.5	28.6	36.4	33.0	30.0	29.0
存货周转天数	128.1	188.1	170.7	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	9.9	54.8	90.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	215.4	310.3	201.8	155.1	88.5	68.4
偿债能力						
净负债/股东权益	22.47%	33.84%	10.06%	22.93%	23.67%	14.95%
EBIT利息保障倍数	3.1	1.0	-2.0	14.5	14.9	14.3
资产负债率	39.47%	45.81%	30.91%	44.33%	49.48%	49.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	13	18	28	44
增持	0	3	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.22	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402