

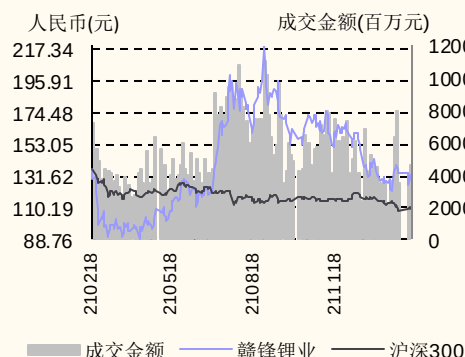
赣锋锂业 (002460.SZ) 买入 (维持评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 133.01 元

目标价格 (人民币): 174.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.37
已上市流通 A 股(亿股)	8.59
流通港股(亿股)	2.88
总市值(亿元)	1,911.99
年内股价最高最低(元)	220.00/88.76
沪深 300 指数	4601
深证成指	13224

**相关报告**

1. 《业绩大超预期，锂业龙头成长性可期 - 赣锋锂业业绩点评》，2022.1.25
2. 《锂盐产品量价齐升，产能扩张持续推进 - 赣锋锂业 2021 半年报点评》，2021.8.31
3. 《量价齐升导致业绩增长，主要项目进入投产期 - 赣锋锂业 21 年一季报》，2021.4.30

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

兼具业绩弹性与成长性的锂业巨头**公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,342	5,524	11,682	23,605	26,637
营业收入增长率	6.75%	3.41%	111.47%	102.07%	12.85%
归母净利润(百万元)	358	1,025	5,186	10,491	12,600
归母净利润增长率	-70.73%	186.16%	406.07%	102.31%	20.10%
摊薄每股收益(元)	0.277	0.765	3.607	7.298	8.765
每股经营性现金流净额	0.40	0.36	3.60	5.82	8.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.29%	9.57%	38.90%	53.46%	46.35%
P/E	125.73	132.34	39.60	19.57	16.30
P/B	5.39	12.67	15.40	10.46	7.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑**■ 锂业龙头，业务贯穿全产业链**

- ✓ **上游: 全球多元化资源布局。**公司在全球范围内直接或间接拥有 15 个优质的锂资源，当前资源端的核心在于 Mount Marion 矿山和 Cauchari-Olaroz 盐湖，23 年及以后的增量来自于 Sonora 锂黏土及马里 Goulamina 矿山。
- ✓ **中游: 产能加码，持续扩张。**目前年产能: 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。根据规划，预计 25 年权益/包销锂产品产能合计达到 20 万吨以上，较目前翻倍增长。预计 21-23 年公司锂产品产量折 LCE 分别为 9.85 万吨、11.11 万吨、13.18 万吨。
- ✓ **下游: 锂电池+电池回收业务稳健增长。**公司锂电池业务主要布局消费类电池 (产能 3000 万只/年)、TWS 电池 (产能 30 万只/日)、动力/储能电池 (产能 6GW) 以及固态电池 (一二代) 领域。退役电池回收业务拥有 34000 吨回收能力，折 LCE 约 4000-5000 吨回收能力。

■ 锂景气周期下的业绩弹性与成长性

- ✓ **供需持续紧张，行业维持高景气。**预计 22-24 年锂供应缺口分别为 2.3 万吨、1.5 万吨、2.1 万吨，三年内紧平衡具备高确定性，价格居高难下，预计 22-23 年均价位于 25-30 万元/吨。
- ✓ **自给率逐年提升，业绩弹性+成长性可期。**本轮供需错配的矛盾在于原料资源端，锂盐涨价而成本固定下公司业绩弹性巨大，预计 21-23 年公司锂产品单吨毛利分别为 4.81 万元、11.43 万元、11.53 万元。产能放量将带来自给率持续提升，预计 21-23 年公司资源自给率分别为 38%、52%、60%。25 年公司锂产品产能有望超 20 万吨以上，成长性可期。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 21-23 年实现归母净利润分别为 51.80 亿元、104.91 亿元、126 亿元，对应 EPS 分别为 3.61 元、7.3 元、8.77 元，对应 PE 分别为 40 倍、20 倍、16 倍。景气周期下兑现业绩和成长性，保守给予龙头公司 23 年 20 倍估值，对应 2400 亿左右市值，对应目标价 174 元/股，维持“买入”评级。

风险提示

- 锂价后期走势不确定性加大; 产能投放进度不及预期，股东减持风险等。

内容目录

一、锂业龙头，业务贯穿全产业链	4
二、上游：全球多元化资源布局	5
2.1 锂辉石资源：核心供应	6
2.2 锂盐湖资源：自给率提升显著	9
2.3 锂黏土资源：新技术潜力大	11
三、中游：产能加码，客户优质	11
3.1 产能持续扩张，25 年将达到 20 万吨以上	11
3.2 绑定下游核心客户	12
四、下游：稳健增长带来业绩新增量	13
4.1 锂电池业务：布局四大技术领域	13
4.2 退役电池回收业务：完善产业链布局	14
五、锂景气周期下的业绩弹性与成长性	15
六、盈利预测&投资建议	17
七、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司全球业务布局	4
图表 2：分产品营收占比（亿元）	5
图表 3：分产品毛利占比（亿元）	5
图表 4：公司归母净利润（亿元）与增速（%）	5
图表 5：公司扣非归母净利润（亿元）与增速（%）	5
图表 6：公司上游资源情况	6
图表 7：Marion 锂矿项目资源量	7
图表 8：Mount Marion 锂精矿产销量（万吨）	7
图表 9：Pilbara 锂矿项目资源量	8
图表 10：Pilbara 锂精矿产销量（万吨）	8
图表 11：Goulamina 锂矿项目资源量	8
图表 12：Finniss 锂矿项目资源量	9
图表 13：Cauchari-Olaroz 盐湖资源量	10
图表 14：Mariana 盐湖资源量	10
图表 15：Sonora 锂黏土项目资源量	11
图表 16：公司碳酸锂产能产量（吨）	12
图表 17：公司氢氧化锂产能产量（吨）	12
图表 18：公司锂产品产能情况	12
图表 19：公司与客户合作情况	13
图表 20：公司锂电池生产基地	14
图表 21：公司锂电池项目规划	14

图表 22: 公司锂电池回收生产基地.....	15
图表 23: 21-25 年锂供需平衡表 (万吨)	15
图表 24: 锂盐价格走势 (元/吨)	15
图表 25: 公司上游资源自给率逐年提升.....	16
图表 26: 公司锂产品盈利测算.....	16
图表 27: 分产品盈利预测.....	17
图表 28: 可比公司估值表.....	18

一、锂业龙头，业务贯穿全产业链

- 公司从中游锂化合物及金属锂制造起步，目前业务贯穿上游锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合回收利用。公司是锂系列产品供应最齐全的制造商之一，完善的产品供应组合能够满足客户独特且多元化的需求。
- **上游：**公司分别在澳大利亚、阿根廷、墨西哥、爱尔兰、非洲和我国青海、江西等地掌控了多处优质锂矿资源，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 Mount Marion 项目。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。
- **中游：**公司锂化合物主要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。公司金属锂产能全球第一，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等，客户包括电池制造商及医药企业。
- **下游：**公司生产的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。公司积极推进固态锂电池的研发、生产和商业化应用。公司开展锂电池回收业务市场前景广阔，实现锂、镍、钴、锰等金属的资源综合循环利用。

图表 1：公司全球业务布局

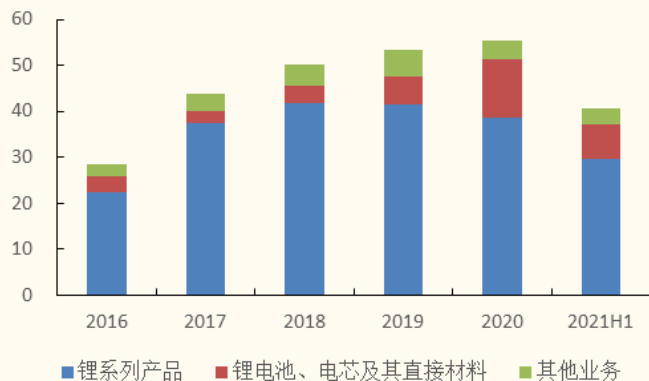
类别	板块	名称	地点	主要业务
上游	资源开采	宁都赣锋	江西赣州	锂辉石矿开采
		Mount Marion	澳大利亚	锂辉石矿开采
		Pilbara	澳大利亚	锂辉石矿开采
		Altura（包销协议）	澳大利亚	锂辉石矿开采
		Cauchari-Olaroz	阿根廷	盐湖提锂（建设中）
		Mariana	阿根廷	盐湖提锂（筹备中）
		Sonora	墨西哥	黏土提锂（筹备中）
		Avalonia	爱尔兰	锂辉石矿（勘测中）
中游	金属冶炼	奉新赣锋	江西奉新	金属锂系列产品
		宜春赣锋	江西宜春	金属锂系列产品
	化合物深加工	马洪工厂	江西新余	碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、丁基锂等化合物生产
		宁都赣锋	江西赣州	电池级碳酸锂
下游	锂电池制造	赣锋电池	江西新余	锂离子动力电池及储能电池
		赣锋电子	江西新余	数码 3C 类锂离子电池、二次可充电电池
		东莞赣锋	广东东莞	聚合物电池
		浙江赣锋	浙江宁波	动力电池、锂电池等
	废旧电池综合回收利用	江苏赣锋	江苏苏州	动力与储能电池组、电池管理系统
		赣锋循环	江西新余	废旧电池回收，及碳酸锂、氟化锂、锂回收溶液、三元前驱体生产（特种锂厂于 2019 年并入赣锋循环）

来源：公司官网，国金证券研究所

- 锂系列产品为公司业绩主要来源，电池产品稳健增长

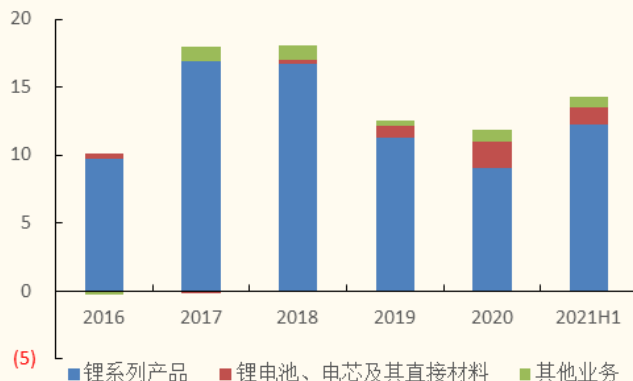
- 根据 21 年中报，公司锂系列产品营收占比 73%，毛利占比 86%，毛利率 41%，贡献主要业绩。
- 随着公司锂电池和电池回收业务发展，其营收与利润占比逐年提升，21 年中报营收增速为 84%，毛利增速 95%，实现稳健增长。

图表 2：分产品营收占比（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：分产品毛利占比（亿元）

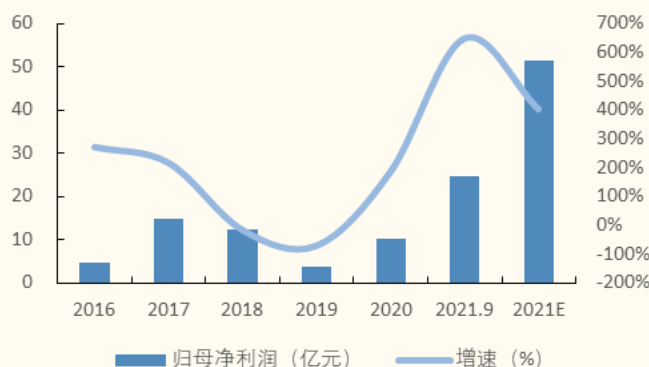


来源：wind，国金证券研究所

■ 21Q4 业绩大超预期，受益行业景气周期

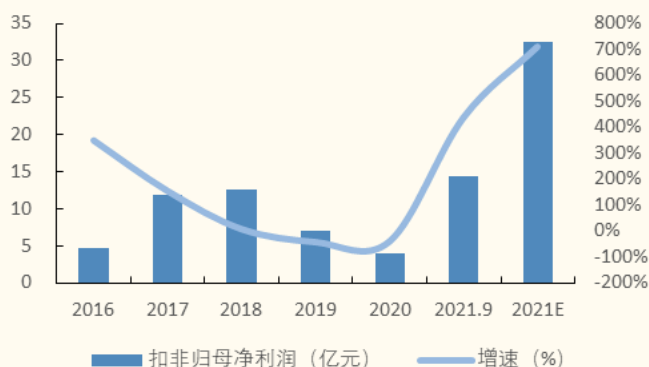
- 公司业绩跟随行业周期波动。2021 年前三季度，公司实现营收 70.54 亿元，同比增长 81.19%；实现归母净利润 24.73 亿元，同比增长 648.24%；实现扣非归母净利润 14.28 亿元，同比增长 435.58%。公允价值变动净收益 9.94 亿元主要来自公司持有的 Pilbara 公司股价上涨带来的收益，管理费用的显著增加主要是股权激励费用所致。
- 受益锂价上涨，21Q4 业绩大超预期。根据业绩预告公告，2021 年公司预计实现归母净利润 48 亿元-55 亿元，同比增长 368.45%-436.76%；实现扣非归母净利润 29 亿元-36 亿元，同比增长 621.00%-795.04%。Q4 扣非归母净利润 14.72 亿元-21.72 亿元，环比增加 148%-266%。

图表 4：公司归母净利润（亿元）与增速（%）



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司扣非归母净利润（亿元）与增速（%）



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

二、上游：全球多元化资源布局

- 公司在全球范围内直接或间接拥有 15 个优质的锂资源，当前资源端的核心在于 Mount Marion 矿山和 Cauchari-Olaroz 盐湖，2023 年及以后的增量来自于 Sonora 锂黏土及马里 Goulamina 矿山。

- **锂辉石**：Mount Marion 50%权益、Pilbara Pilgangoora 5.88%权益、Avalonia 55%权益、宁都河源锂辉石 100%权益；Goulamina 50%权益（拟收购）、Finniss 锂辉石矿包销；
- **锂盐湖**：Cauchari-Olaroz 52.27%权益、Mariana 100%权益、一里坪盐湖 49%权益、青海巴仑马海盐湖 15.48%权益、青海茫崖行委凤凰台深层卤水锂矿 100%权益、Pastos Grandes 盐湖 12.5%权益、Cauchari East 盐湖 12.5%权益；
- **锂黏土**：Sonora 64.44%权益；
- **锂云母**：加不斯铌钽矿 70%权益（董事长自有资金收购）。

图表 6：公司上游资源情况

资源品类	资源名称	运营公司	资源量 (万吨 LCE)	公司持 股比例 (%)	权益资源 量(万吨 LCE)	21 年 产量	现有产 能	产能规划	包销份额
锂辉石	Mount Marion	RIM	242	50%	121	42.2 万吨精矿	48 万吨锂精矿	技改项目计划增 10%-15%，48 万吨扩产到 60 万吨，预计 22 年下半年投产	不少于 19.26 万吨
	Pilbara Pilgangoora	Pilbara	701	5.88%	41.22	32.4 万吨精矿	38 万吨锂精矿	二阶段计划扩产至 80-85 万吨，Ngungaju 18-20 万吨	一期 16 万吨，二期 15 万吨
	Goulamina	SPV	387	50%	193.5	-	-	一期项目 45.5 万吨锂精矿，折 LCE 5.7 万吨	50%
	Avalonia	BLL	-	55%	-	-	-	勘探中	-
	宁都河源	赣锋	10	100%	10	-	-	-	全额
	Finniss	Core Lithium	47.8	-	-	-	-	年生产锂精矿 17.3 万吨，预计 22 年底投产	7.5 万吨，协议 4 年
锂盐湖	Cauchari-Olaroz	Minera Exar	2458	52.27%	1284.80	-	-	一期 4 万吨碳酸锂，预计 22 年投产；二期不低于 2 万吨，预计 22 年开始建设	75%
	Mariana	Litio	519.6	100%	519.60	-	-	一期 2 万吨氯化锂	全额
	一里坪	五矿盐湖	157	49%	76.93	-	1 万吨/年碳酸锂	远期规划碳酸锂共 2 万吨/年	-
	巴仑马海	锦泰钾肥	113.84	15.48%	17.62	-	0.7 万吨/年碳酸锂	远期规划 2-3 万吨/年碳酸锂	-
	茫崖行委凤凰台	赣锋	-	100%	-	-	-	-	-
	Pastos Grandes	美洲锂业	492	12.5%	61.50	-	-	计划 2.4 万吨/年电池级碳酸锂产能	-
	Cauchari East	美洲锂业	-	12.5%	-	-	-	勘探中	-
	Sonora	Bacanora	880	64.44%	567.07	-	-	一期项目 2 万吨氢氧化锂，预计 23 年投产	一期 50%，二期可提升至 75%
锂云母	加不斯铌钽矿	蒙金矿业	100.7	70%	70.49	-	-	-	-
合计			6108.94		2963.73				

来源：赣锋、MIN 公司公告，国金证券研究所

2.1 锂辉石资源：核心供应

■ 澳洲 Mount Marion 锂辉石矿

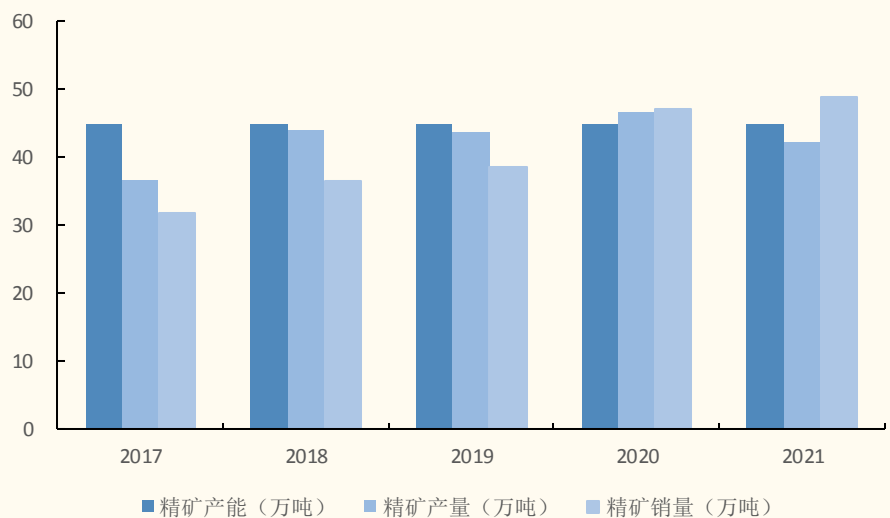
- Mount Marion 位于西澳大利亚州 Kalgoorlie 矿区西南 40 公里处，根据公司官网，Marion 锂矿项目的矿产资源量约为 7780 万吨，含 1.37% 氧化锂和 1.09% 氧化铁，储量折 LCE 242 万吨，预计可维持约 30 年的生产。
- 根据包销协议，RIM 每年至少 192570 公吨加上 6% 的锂辉石精矿的可选数量将出售给 GFL。根据最新公告，PMI 实施其在 Mt Marion 锂辉石项目享有的包销权后，将该部分包销的锂辉石提供给公司，并由公司加工为双方约定的锂化合物产品，且由公司负责销售。Marion 是公司近三年内重要的锂精矿供给来源。
- 公司自 2015 年 9 月起通过三次收购、两次增资，目前持有 Mount Marion 母公司 RIM 的 50% 股权，项目于 2017 年 2 月投产，目前锂精矿产能约 48 万吨/年。根据 22 年 2 月 9 日公告，Marion 技改项目计划预计原产能规模将增加 10-15%，22 年下半年投产，另外接触矿种产能预计将额外增加 10-15% 产能，具体扩大规模视工艺优化结果及接触矿种实际情况而定。根据最新财报，2021 年 Marion 锂精矿产量为 42.2 万吨（干吨），销量为 49 万吨（干吨）。

图表 7: Marion 锂矿项目资源量

描述	矿石量 (Mt)	氧化锂 (%)	氧化铁 (%)
指示资源量	28.9	1.35%	1.06%
推定资源量	48.9	1.38%	1.10%
总量	77.8	1.37%	1.09%

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 8: Mount Marion 锂精矿产销量（万吨）



来源：公司公告，MRL 公告，国金证券研究所

■ 澳洲 Pilbara Pilgangoora 锂辉石矿

- Pilbara 项目位于西澳黑德兰港外 120 公里处，矿床项目紧邻主要道路、机场及黑德兰港，源于矿化作用，可以高效率、低成本地露天开采锂辉石矿石。项目矿产资源量约为 701 万吨 LCE，平均品位 1.27%，于 2018 年下半年投产，现有锂精矿产能 33 万吨/年（一阶段），21 年 Q3 技改扩容至 38 万吨，二阶段计划扩产至 80-85 万吨。并购整合 Altura 后，Ngungaju 将拥有 18-20 万吨锂精矿产能。根据最新财报，2021 年 Pilbara 锂精矿产量 32.4 万吨，销量 33.8 万吨。
- 公司自 2017 年起多次增资认购与股权稀释后，目前持有 Pilgangoora 母公司 Pilbara 5.88% 的股权，项目一期投产后，Pilbara 将每年向公司提供 16 万吨品位为 6% 的锂精矿，为期十年；项目二期投产后，向

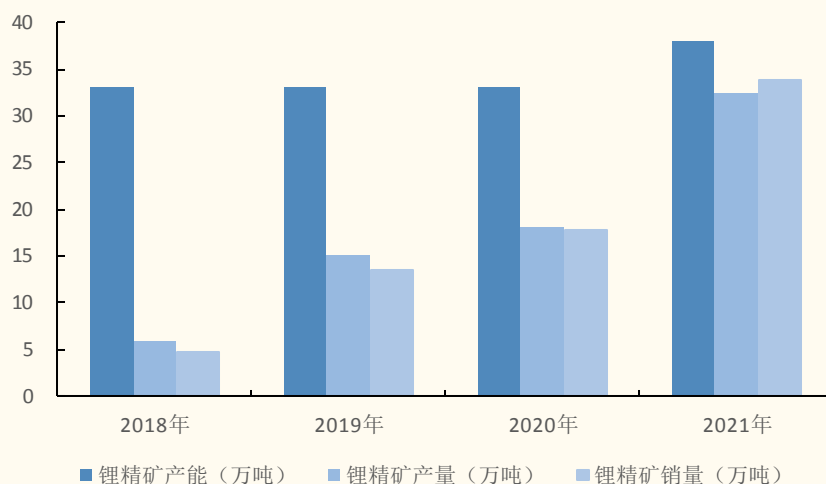
公司提供的锂精矿将增加 7.5 万吨/年；如果公司参与到 Pilbara 的后续定向增发，在项目第二期投产后，向公司提供的锂精矿将增加到二期产量的一半约 15 万吨/年。

图表 9: Pilbara 锂矿项目资源量

描述	矿石量 (Mt)	氧化锂 (t)	平均品位 (%)
确定资源量	22.8	314,000	1.38
指示资源量	112.8	1,456,000	1.29
推定资源量	90.4	1,094,000	1.21
总量	226	2,864,000	1.27

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 10: Pilbara 锂精矿产销量 (万吨)



来源：Pilbara 公告，国金证券研究所

■ 马里 Goulamina 锂辉石矿

- 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%，储量折 LCE 387 万吨，矿权 2019 年取得，有效期 30 年。21 年 6 月，公司全资子公司赣锋国际以自有资金 1.3 亿美元的价格收购荷兰 SPV 公司 50% 的股权，Goulamina 锂辉石矿的开采许可证将移交给荷兰 SPV 公司，转移工作预计将于 22 年初完成。
- Goulamina 一期项目预计产量约 45.5 万吨锂精矿，折 LCE 5.7 万吨，公司权益量 2.8 万吨，总产品 50% 包销，若公司帮助该矿获得债务融资，则获得剩余的 50% 包销权。
- 21 年 12 月，Goulamina 锂辉石矿项目正在筹划第二阶段的扩建工作，项目产能将从每年 230 万吨增加至 400 万吨，增幅为 75%，锂辉石精矿产能也会相较每年约 45 万吨相应提升，使 Goulamina 锂辉石矿项目成为全球最大的锂辉石生产商之一。

图表 11: Goulamina 锂矿项目资源量

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

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 爱尔兰 Avalonia 锂辉石矿

- Avalonia 锂矿项目位于都柏林以南 80 公里处的爱尔兰伦斯特锂伟晶岩矿石带，延展超过 50 公里范围，目前在 292 平方公里范围内拥有八个勘探许可证。
- 2014 年 4 月，国际锂业将 Blackstairs Lithium Limited (BLL) 的 51% 股份转至子公司赣锋国际有限公司名下，转让完成后，赣锋国际持有 BLL 公司 51% 的股份，国际锂业持有其 49% 的股份。2015 年 9 月，赣锋国际以 126,000 加元受让国际锂业持有的 BLL 4% 的股权，股权转让完成后，赣锋国际和国际锂业将分别持有 BLL 55% 和 45% 的股权。
- BLL 持有爱尔兰 Avalonia 锂辉石探矿权，目前处于勘探初期，尚无法估计其锂资源储量。
- **宁都河源锂辉石矿**
 - 矿区面积为 3.204 平方公里，可采储量矿石量 365.64 万吨，Li₂O 金属量 37526.50 吨，矿山服务年限 10.86 年，评估计算服务年限 12.86 年，年生产能力 40 万吨/年。
 - 2015 年 4 月，公司收购江西西部资源锂业有限公司 100% 股权，拥有河源锂辉石矿采矿权。该矿山于 2016 年 1 季度开始生产，为宁都赣锋的碳酸锂生产提供原料。
- **澳大利亚 Finniss 锂辉石矿**
 - 根据澳洲锂矿商 Core Lithium (ASX: CXO) 于 21 年 7 月发布的公告，公布了旗下锂矿项目 Finniss 最新的可行性研究 (DFS) 结果。Finniss 锂矿位于澳大利亚北领地达尔文港南部，其拥有矿石资源量 1472 万吨，平均氧化锂品位 1.32%，折 LCE 47.8 万吨。项目平均每年生产锂精矿为 17.3 万吨 (氧化锂品位 5.8%)，预计在 22 年 3 月，将建设一个密集介质分离 (DMS) 处理工厂。工厂的试运行和锂精矿的首次生产计划将于 2022 年第四季度进行。
 - 21 年 8 月，公司与 Core Lithium 签订包销协议，包销 7.5 万吨由 Core Lithium 旗下 Finniss 锂项目生产的锂辉石精矿，协议期为 4 年。同时，公司将为 Core Lithium 带来一笔价值 3400 万澳元的股权投资，每股购买价格为 0.338 澳元。

图表 12: Finniss 锂矿项目资源量

类别	储量 (万吨)	Li ₂ O 品位	Li ₂ O 储量 (万吨)	折 LCE (万吨)
探明	409	1.48%	6.1	15
指示	418	1.36%	5.6	13.9
推断	645	1.19%	7.7	19
合计	1472	1.32%	19.4	47.8

来源: Finniss 公告, 国金证券研究所

2.2 锂盐湖资源: 自给率提升显著

■ 阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖

- Cauchari-Olaroz 盐湖项目位于阿根廷西北部胡胡伊省，采矿权隶属于 Minera Exar。根据 2019 年 5 月的矿产储量估算，Cauchari-Olaroz 资源量约合 2458 万吨 LCE，锂资源储量支持年产量超过 4 万吨电池级碳酸锂并超过 40 年。
- 公司子公司荷兰赣锋持有 Minera Exar 51% 的股权，由于政府参股，现股权稀释至 46.67%，美洲锂业持股 44.8%，当地国有企业 JEMSE 持股 8.5%。公司持股美洲锂业 12.5% 股权，因此公司合计持股 Cauchari-Olaroz 盐湖 52.27% 股权。

- 项目一期产能 4 万吨碳酸锂，预计 22 年中投产，公司包销 75%。二期项目计划增加 2 万吨碳酸锂产能，于 22 年下半年开始建设，计划于 25 年投产。

图表 13: Cauchari-Olaroz 盐湖资源量

描述	平均锂浓度 (mg/L)	盐水量 (m ³)	锂含量 (t)	碳酸锂当量 (t)
实测资源量	591	1.1 × 10 ⁹	667,800	3,554,700
指示资源量	592	5.2 × 10 ⁹	3,061,900	16,298,000
推测资源量	592	1.5 × 10 ⁹	887,300	4,722,700

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 阿根廷 Mariana 盐湖

- Mariana 锂-钾卤水矿项目位于阿根廷萨尔塔省西部的安第斯山脉地区，可通过太阳能蒸发提锂，更加环保且成本更低，已于 2019 年完成可行性研究工作。根据评估报告，项目指示及推断锂资源约 519.6 万吨 LCE，锂浓度 315 mg/L，镁锂比 13.9:1。
- 21 年 10 月，公司全资子公司荷兰赣锋以不超过 10000 万美元对全资子公司 Litio Minera Argentina S.A. (Litio) 增资，并为其提供总额不超过 14000 万美元的财务资助。公司间接持有 Litio 100% 的股权，Litio 拥有 Mariana 锂-钾卤水矿 100% 权益。
- 21 年 7 月 Litio 已获得由阿根廷 Salta 省政府颁发的环境影响报告批复，批准 Mariana 锂盐湖项目进行年化设计产能为 2 万吨氯化锂的工厂建设。

图表 14: Mariana 盐湖资源量

描述	平均锂浓度 (mg/l)	盐水量 (Mm ³)	锂含量 (t)	碳酸锂当量 (t)
实测资源量	314	16,831	528,000	2,810,000
指示资源量	316	960	303,000	1,600,000
推测资源量	328	470	154,000	786,000

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 青海一里坪盐湖

- 一里坪盐湖位于西台吉乃尔湖西北，地处柴达木盆地中部，湖区面积 360 平方千米，属干盐湖。锂资源储量折合碳酸锂 157 万吨，锂浓度为 210mg/L，镁锂比 63.7，分离难度较高。
- 一里坪盐湖开发企业为五矿集团控股子公司五矿盐湖，公司通过收购伊犁鸿大获得五矿盐湖 49% 股权。五矿盐湖现拥有 1 万吨/年碳酸锂产能，远期规划碳酸锂产能共 2 万吨/年。
- 五矿盐湖主要采用纳滤膜分离技术，2018 年与上市公司久吾高科合作，订购 10000 吨/年镁锂分离装置，后与蓝晓科技合作订购 1000 吨碳酸锂吸附剂及分离成套装置，提高对卤水的预处理能力。

■ 青海巴仑马海盐湖

- 巴仑马海钾盐矿位于青海省柴达木盆地北部，富含锂、钾、硼、镁等多种资源，开采权内设计可利用氯化锂给水度资源储量 163.49 万吨，设计可采氯化锂储量 130.79 万吨，折合碳酸锂当量 113.84 万吨，氯化锂品位平均值为 168.87mg/L。
- 巴仑马海盐湖开发企业为锦泰锂业，股东锦泰钾肥拥有巴仑马海湖矿区采矿许可证（矿区面积 197.9579 平方公里）和矿产资源勘查许可证（矿区面积 274.89 平方公里）。锦泰锂业采用“萃取+吸附+膜”法提锂技术路线。吸附法主要由蓝晓科技负责提供吸附剂和产线运营，技术方案与藏格锂业相似。

- 21 年 9 月，公司全资子公司青海良承拟以自有资金向锦泰钾肥增资 70,496.5119 万元人民币，青海良承将持有锦泰钾肥 15.48% 的股权。目前锦泰钾业拥有 0.7 万吨/年碳酸锂产能，远期规划 2-3 万吨/年碳酸锂产能。
- **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。

2.3 锂黏土资源：新技术潜力大

- **墨西哥 Sonora 锂黏土**
 - Sonora 项目位于墨西哥的索诺拉州，其提锂工艺兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点，既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。
 - 根据 SRK 资源评估报告，该项目总锂资源量为约 880 万吨 LCE，一期项目产能 2 万吨氢氧化锂。公司对一期 50% 的产品进行包销，二期可选择将包销量提升至 75%。
 - 公司持有 Sonora 50% 股权，并通过 Bacanora 间接持有 14.44% 股权，合计持有 Sonora 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，已有超过 75% 的 Bacanora 公司股东接受要约收购。

图表 15: Sonora 锂黏土项目资源量

描述	矿石量 (t)	LCE (t)	平均品位 (ppm)
确定资源量	103,000,000	1,910,000	3480
指示资源量	188,000,000	3,130,000	3120
推定资源量	268,000,000	3,779,000	2650
总量	559,000,000	8,819,000	-

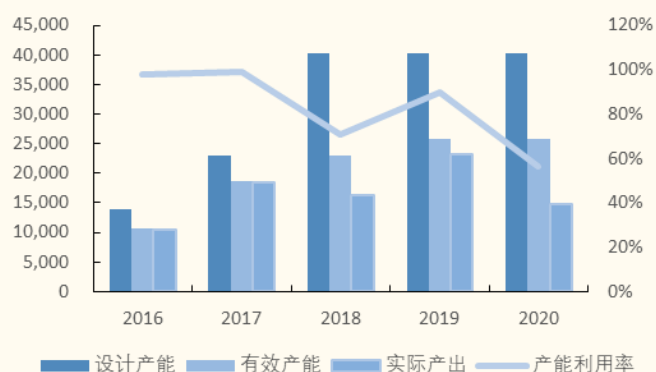
来源：公司官网，国金证券研究所

三、中游：产能加码，客户优质

3.1 产能持续扩张，25 年将达到 20 万吨以上

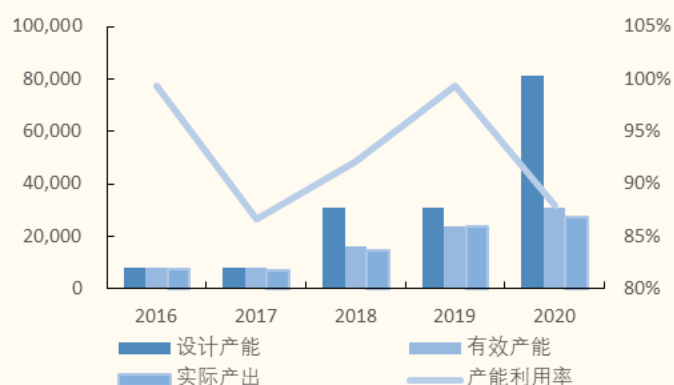
- **当前产能：电池级碳酸锂 4.3 万吨/年，电池级氢氧化锂 8.1 万吨/年、金属锂 2000 吨/年**
 - **20 年：**碳酸锂有效产能 25750 吨，产能利用率 56.85%，产量 14639 吨；氢氧化锂有效产能 3.1 万吨，产能利用率 88%，产量 27280 吨；金属锂有效产能 1600 吨，产能利用率 98.58%，产量 1577 吨。
 - **21 年：**宁都赣锋年产 1.75 万吨碳酸锂生产线在今年一季度进行产能改造和提升，目前碳酸锂年产能 2 万吨；马洪三期 5 万吨氢氧化锂产能爬坡顺利，预计在今年一季度达到满产状态。

图表 16: 公司碳酸锂产能产量 (吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 公司氢氧化锂产能产量 (吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 预计 25 年锂产品生产能力将达到 24 万吨, 权益产能 21 万吨

- **22 年:** Cauchari-Olaroz 盐湖一期 4 万吨碳酸锂项目预计在上半年开始试车, 预计年中左右正式投产, 预计产量释放保守预计在 1 万吨, 公司包销 75%;
- **23 年:** Mariana 盐湖 2 万吨氯化锂项目投产; Sonora 黏土一期 2 万吨氢氧化锂项目年底投产, 公司包销 50%;
- **24-25 年:** Cauchari-Olaroz 盐湖二期 2 万吨碳酸锂投产, 公司包销 75%;
- **未规划:** 丰城 5 万吨 LCE 项目, 一期 2.5 万吨氢氧化锂; 宜春 7000 吨金属锂及锂材项目。

图表 18: 公司锂产品产能情况

品种	进度	厂区	权益/包销份额	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	投产时间
碳酸锂	当前产能	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
	规划产能	Cauchari-Olaroz 一期	75%	4	3	2022 下半年
		Cauchari-Olaroz 二期	75%	2	1.5	2025
	合计			10.3	8.8	
氢氧化锂	当前产能	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
	规划产能	Sonora 黏土一期	50%	2	1	待定
		丰城一期	100%	2.5	2.5	待定
	合计			12.6	11.6	
金属锂	当前产能	奉新赣锋&宜春赣锋	100%	0.2	0.2	2011
	规划产能	宜春	100%	0.7	0.7	待定
	合计			0.9	0.9	
总计				23.8	21.3	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 绑定下游核心客户

- 公司拥有丰富的行业经验、全面的产品组合及产品质量, 在中国及全球建立了稳定的蓝筹客户资源。公司自 2018 年起进入海外优质客户核心供应

链，相继与韩国 LG 化学、美国特斯拉、德国宝马以及德国大众签署合作及供货合同。

- 公司与 LG 化学约定在 2019 年至 2025 年，公司向 LG 化学销售共计 9.26 万吨电池级锂产品；公司与特斯拉约定年采购数量约为公司电池级氢氧化锂当年总产能的 20%。
- 多数国际蓝筹客户开始采购公司产品前会实施严格的认证，并具有很高的客户忠诚度，他们的认可证明了公司一贯的优质品质及于锂产品化合物及金属锂行业的领先地位，对公司自一种产品销售扩展至多种产品时缩短了新产品的认证周期。

图表 19：公司与客户合作情况

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。
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%
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），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。

来源：公司公告，国金证券研究所

四、下游：稳健增长带来业绩新增量

4.1 锂电池业务：布局四大技术领域

- 公司的锂电池业务已布局消费类电池、TWS 电池、动力/储能电池以及固态电池等各领域的技术路径方向
- **消费类电池：**东莞赣锋 3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线投产，3C 消费类锂电池产品生产顺利，产品结构不断优化，客户认可度显著提升。
- **TWS 电池：**新余赣锋电子于 2018 年开始布局 TWS 无线蓝牙耳机电池，截至 2020 年底，TWS 电池全自动化生产线达日产 30 万只。公司的 TWS 电池在智能手环、蓝牙耳机、智能眼镜、智能服饰等可穿戴与智能设备中广泛应用，已获得多项国家专利。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。凭借优质的产品品质以及完善的专利体系，公司的 TWS 电池已获得了市场的普遍认可，目前已进入多家电子产品客户的供应体系。
- **动力/储能电池：**赣锋锂电 6 亿瓦时高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 3GWh。
- **固态锂电池：**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，固态锂电池业务是赣锋锂电动力电池业务板块未来发展的重点，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，加速了固态锂电池技术的商业化进程。浙江锋锂第一代混合固液电解质电池产品已通过多项第三方安全测试和多家客户送样测试，能量密度达 235-280Wh/kg。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。

图表 20：公司锂电池生产基地

生产基地	位置	主要产品	投产年份
东莞赣锋	广东东莞	聚合物锂电池 3000 万只/年	2016 年
赣锋锂电	江西新余	锂离子动力电池、储能电池	2016 年
赣锋电子	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池 30 万只/日	2018 年
浙江锋锂	江西新余	第一代固态锂电池	在建
江苏赣锋	江苏苏州	动力与储能电池组、电池管理系统	2019 年
惠州赣锋	广东惠州	聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池	在建

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 公司控股子公司赣锋锂电斥资 84 亿投建锂电池项目

- 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 新型锂电池项目
- 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
- 2021 年 7-8 月赣锋锂电先后与东风汽车、巴特瑞、晶科能源等达成战略合作意向，合作范围涵盖汽车动力电池、固态电池开发、光伏储能应用等多个领域。

图表 21：公司锂电池项目规划

项目名	地点	项目建设内容
高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目	广东省 惠州市	建设高端聚合物锂电池研发及生产基地，开展高端聚合物锂电池研发和生产
年产 5GWh 新型锂电池项目	江西省 新余市	建设 5GWh 锂电池生产制造基地，建设新型动力相关的电池生产、电池研发、产品分析检测、员工生活配套等设施
年产 10GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目	重庆市 两江新区	建设 10GWh 锂电池生产制造基地，在赣锋锂电或其控股公司与重庆市内新能源汽车企业达成合作后，赣锋锂电在重庆设立先进电池研究院，为各类固态电池的技术更新、产品迭代提供技术支撑，同时与汽车、消费电子等下游客户共同开展应用技术研发

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 退役电池回收业务：完善产业链布局

■ 赣锋循环拥有 34000 吨锂电池回收能力

- 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，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。
- 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。
- 循环科技入选国家工信部《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》第二批名单，循环科技的退役锂电池拆解及金属综合回收项目已形成 34000 吨的回收处理能力，未来将扩大三元前驱体项目的产能，助力企业建立锂产品循环生态链，进一步完善了公司的产业链布局。
- 退役动力电池的循环利用主要手段为梯次利用以及报废回收，按照公司 34000 吨废电池回收能力计算，三元电池中锂金属含量占比约为 2.5%-3%，考虑 90% 的回收率，折合回收 LCE 约为 4000-5000 吨。

图表 22：公司锂电池回收生产基地

生产基地	位置	主要产品	化工园区	投产年份
赣锋循环	江西新余	锂回收溶液、三元前驱体	新余高新区	2017 年

来源：公司公告，国金证券研究所

五、锂景气周期下的业绩弹性与成长性

■ 供需平衡：三年内紧平衡具备高确定性

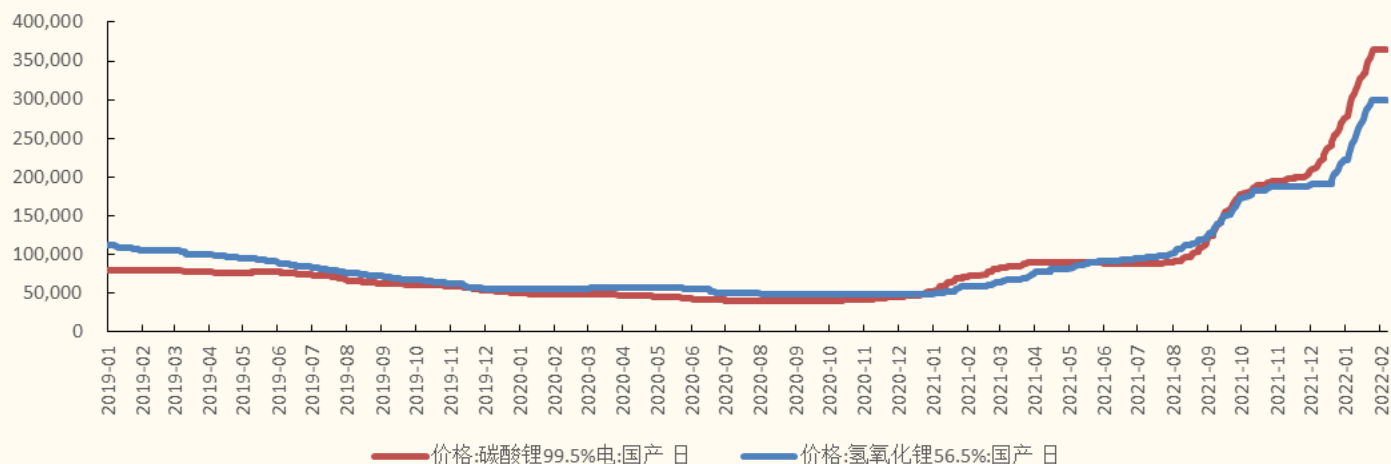
- 22-23 年起，供给小幅度增量（国内永兴、李家沟；海外 Altura 复产、Talisson 产能提升、SQM），但仍难以匹配高速增长的需求，供应仍然紧张，价格居高难下，预计 22-23 年均价位于 25-30 万元/吨；
- 24-25 年供应端不确定性加大，景气周期下预计有较多新投产（技改）项目。考虑产能释放的不确定性，保守预计价格将有所回调，均价在 18-20 万元/吨。

图表 23：21-25 年锂供需平衡表（万吨）

	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
锂供应量合计（万吨）	38.3	52.8	70.7	96.4	126.4	159.6
锂需求量合计（万吨）	36.6	52.9	72.9	97.9	128.5	170.0
供应-需求	1.7	-0.1	-2.3	-1.5	-2.1	-10.4

来源：国金证券研究所测算

图表 24：锂盐价格走势（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所

- 本轮供需错配的矛盾在于原料资源端，锂价上行+自给率提升带来充足业绩弹性。矿端：Mount Marion 50%权益比例，成本不到 400 美元/吨；盐湖端：Cauchari-Olaroz 盐湖提锂成本不到 3 万元/吨 LCE，锂盐涨价而成本固定下公司业绩弹性巨大，且产能放量将带来自给率持续提升。按现有资源项目布局和锂盐扩产计划，到 25 年产能有望超 20 万吨以上，成长性可期。
- 预计 21-23 年上游资源自给率分别为 38%、52%、60%
 - Mount Marion 技改项目预计 22 年下半年投产，预计 21-23 年 Marion 锂精矿权益产量分别为 22.5 万吨、24 万吨、26 万吨，对应自给率分别为 35%、33%、29%；
 - Pilbara 预计新增 Ngungaju 18-20 万吨锂精矿产能和技改项目从 33 万吨增加到 36-38 万吨的产能，预计 21-23 年 Pilbara 锂精矿权益产量分别为 2.1 万吨、2.7 万吨、3.3 万吨，对应自给率分别为 3%、4%、4%；

- Cauchari-Olaroz 盐湖项目预计 22 年下半年投产，22 年释放 2 万吨，23 年完全释放，公司包销 75%，预计 22-23 年产量分别为 1.5 万吨、3 万吨，对应自给率分别为 16%、27%。

图表 25：公司上游资源自给率逐年提升

单位：万吨		2021E	2022E	2023E
Mount Marion	权益资源量	22.5	24	26
	自给率	35%	33%	29%
Pilbara	权益资源量	2.1	2.7	3.3
	自给率	3%	4%	4%
Cauchari-Olaroz	包销资源量	0.0	1.5	3.0
	自给率	0%	16%	27%
产量折 LCE 当量	单位：万吨	9.85	11.11	13.18
自给率合计	%	38%	52%	60%

来源：国金证券研究所测算

■ 预计 21-23 年锂产品单吨毛利分别为 4.81 万元、11.43 万元、11.53 万元

- 预计 21-23 年公司锂产品产量折 LCE 分别为 9.85 万吨、11.11 万吨、13.18 万吨，合计需要的锂精矿数量分别为 64.58 万吨、73.77 万吨、89.43 万吨，剔除掉盐湖满足的部分，实际需要的锂精矿数量分别为 64.58 万吨、61.77 万吨、65.43 万吨。
- 预计 21-23 年锂精矿成本分别为 33.94 亿元、68.46 亿元、65.86 亿元，矿石提锂冶炼总成本分别为 16.95 亿元、15.44 亿元、16.36 亿元，盐湖提锂成本分别为 0、4.5 亿元、9 亿元，总成本分别为 50.89 亿元、88.4 亿元、91.22 亿元，单吨毛利分别为 4.81 万元、11.43 万元、11.53 万元。

图表 26：公司锂产品盈利测算

	2021E	2022E	2023E
产量折 LCE 当量 (吨)	98497.5	111105	131787.5
合计需要锂精矿数量 (万吨)	64.58	73.77	89.43
剔除由盐湖满足资源部分 (万吨)	0	12	24
实际需要锂精矿数量 (万吨)	64.58	61.77	65.43
Mount Marion 权益资源量 (万吨)	22.5	24	26
单吨精矿 CFR 成本 (美元)	389	410	410
Pilbara 权益资源量 (万吨)	2.23	2.70	3.29
单吨精矿 CFR 成本 (美元)	445	430	420
自给锂精矿比例	38%	43%	45%
需外购锂精矿数量 (万吨)	39.84	35.07	36.13
外购锂精矿单价 (美元)	942	2400	2200
加权平均锂精矿 CFR 单价 (美元)	730.18	1539.67	1398.56
生产一吨 LCE 当量对应精矿成本 (含税人民币元/吨)	42047.41	88661.62	80535.89
锂精矿成本 (万元)	339401.4	684578.5	658632.5
单吨冶炼成本 (元/LCE 当量)	21000	20000	20000
矿石提锂冶炼总成本	169509.4	154425	163562.5
盐湖(Cauchari-Olaroz)单吨成本 (元)	0	30000	30000
盐湖碳酸锂生产量 (万吨)	0	1.5	3
盐湖提锂成本 (万元)	0	45000	90000
锂系列产品营业成本合计 (万元)	508910.8	884003.5	912195
锂系列产品毛利合计 (万元)	474076.6	1269410	1519276
锂系列产品单吨毛利 (万元/吨 LCE)	4.81	11.43	11.53

来源：各公司公告，国金证券研究所

六、盈利预测&投资建议

- 预计 21-23 年锂系列产品营收分别为 98.3 亿元、215.3 亿元、243.1 亿元，毛利率分别为 43.41%、55.41%、58.72%。
- **碳酸锂**：预计 22 年下半年 CO 盐湖 4 万吨碳酸锂项目投产，公司碳酸锂 21-23 年有效产能分别为 40500 吨、60500 吨、80500 吨，按照产能爬坡情况，预计 21-23 年产能利用率分别为 70%、60%、65%，不含税单价分别为 12 万元/吨、24 万元/吨、22 万元/吨；
- **氢氧化锂**：预计 21-23 年有效产能均为 81000 吨，产能利用率分别为 65%、70%、75%，不含税单价分别为 10 万元/吨、21 万元/吨、19 万元/吨；
- **金属锂**：预计 21-23 年有效产能均为 1600 吨，产能利用率均为 90%，不含税单价分别为 65 万元/吨、75 万元/吨、73 万元/吨。
- 预计 21-23 年锂电池系列产品营收分别为 14.6 亿元、16.8 亿元、19.3 亿元，毛利率分别为 17%、18%、19%，营收增速均为 15%。
- 预计 21-23 年其他业务营收均为 3.9 亿元，毛利率均为 20.93%，与 20 年持平。

图表 27：分产品盈利预测

锂系列产品	核心假设	2021E	2022E	2023E
碳酸锂	产销量（吨）	28350	36300	52325
	不含税单价（万元/吨）	12	24	22
氢氧化锂	产销量（吨）	52650	56700	60750
	不含税单价（万元/吨）	10	21	19
金属锂	产销量（吨）	1440	1440	1440
	不含税单价（万元/吨）	65	75	73
	2020A	2021E	2022E	2023E
锂系列产品营收（万元）	386,236	982,987	2,153,414	2,431,471
YoY		154.50%	119.07%	12.91%
毛利率	23.40%	48.23%	58.95%	62.48%
锂电池系列产品营收（万元）	126,805	145,826	167,699	192,854
YoY		15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	15.36%	17.00%	18.00%	19.00%
其他营收（万元）	39,358	39,358	39,358	39,358
YoY		0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.93%	20.93%	20.93%	20.93%
营收合计	552,399	1,168,171	2,360,471	2,663,684
YoY		111.47%	102.07%	12.85%
整体毛利率	21.38%	43.41%	55.41%	58.72%

来源：公司公告，wind，国金证券研究所

- 预计公司 21-23 年营收分别为 116.82 亿元、236.05 亿元、266.37 亿元，实现归母净利润分别为 51.80 亿元、104.91 亿元、126 亿元，对应 EPS 分别为 3.61 元、7.3 元、8.77 元，对应 PE 分别为 40 倍、20 倍、16 倍。
- 估值采用 PE 法，假设 25 年 20 万吨产能，锂价中枢最悲观情况 12 万/吨，完全成本 6 万元/吨，单吨盈利 6 万元/吨，对应盈利 120 亿左右，给予 20 倍，对应 2400 亿市值。景气周期下兑现业绩和成长性，保守给予龙头公司 23 年 20 倍估值，对应 2400 亿左右市值，对应目标价 174 元/股，维持“买入”评级。

图表 28：可比公司估值表

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002466	天齐锂业	83.35	1.44	5.76	6.49	74.16	18.58	16.50
002240	盛新锂能	47.86	1.02	2.93	4.65	51.60	18.01	11.36
600499	科达制造	19.12	0.55	1.97	2.37	36.94	10.26	8.54
002756	永兴材料	123.55	2.22	10.07	12.15	42.44	9.35	7.74
中位数						47.02	14.14	9.95
平均数						51.29	14.05	11.04
002460	赣锋锂业	133.01	3.61	7.30	8.77	37.39	18.48	15.39

来源：wind，国金证券研究所

注：股价截至 2022.2.11

七、风险提示

- 锂盐价格后期走势不确定性加大。目前锂价 35-40w 左右，处于历史绝对高位，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 10 万吨，项目涉及国内和国外，受各种因素影响，产能投放进度可能不及预期。
- 锂资源开发风险。根据相关行业准则，如 JORC 规则作出的锂资源量及储量的估计仍具有不确定性，不能作为开采或加工原材料锂资源的保证。如遇到政府出口与税率的政策调整、地域政治关系、自然灾害及运输中断等情况与过往研究作出的估计不同时，或须调整生产计划，并减少可供生产及扩充计划使用的资源量及储量，公司的业务、财务状况及经营业绩会受到不利影响。
- 人民币汇率波动风险。汇率波动将增加公司海外经营的人民币成本，或减少自海外经营所得人民币收益，或影响出口产品价格及进口设备及材料的价格。汇率波动可能对公司的资产净值、盈利及任何宣派股息兑换或换算成外币的价值造成不利影响。
- 股东减持风险。公司于 2021 年 9 月 7 日收到公司股东沈海博先生、徐建华先生、傅利华先生关于计划减持公司股份的告知函。沈海博先生、徐建华先生、傅利华先生计划自减持公告发布之日起 15 个交易日后的 6 个月内，合计减持所持公司股份不超过 52 万股（占公司总股本的 0.0362%）。2021 年 12 月 31 日，公司收到沈海博先生的股份减持告知函。截至 2021 年 12 月 31 日，沈海博先生累计减持股份总数超过其减持计划中约定减持股份总数的一半；徐建华先生和傅利华先生尚未实施其减持计划。

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	5,004	5,342	5,524	11,682	23,605	26,637
增长率		6.8%	3.4%	111.5%	102.1%	12.8%
主营业务成本	-3,197	-4,086	-4,343	-6,611	-10,526	-10,995
%销售收入	63.9%	76.5%	78.6%	56.6%	44.6%	41.3%
毛利	1,807	1,256	1,181	5,071	13,078	15,642
%销售收入	36.1%	23.5%	21.4%	43.4%	55.4%	58.7%
营业税金及附加	-31	-25	-23	-74	-149	-168
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-82	-63	-48	-58	-118	-133
%销售收入	1.6%	1.2%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-283	-273	-169	-350	-708	-799
%销售收入	5.7%	5.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-63	-80	-140	-292	-590	-666
%销售收入	1.2%	1.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	1,348	816	801	4,297	11,513	13,876
%销售收入	26.9%	15.3%	14.5%	36.8%	48.8%	52.1%
财务费用	-82	-70	-171	-219	-536	-556
%销售收入	1.6%	1.3%	3.1%	1.9%	2.3%	2.1%
资产减值损失	-7	79	134	16	12	12
公允价值变动收益	-220	-395	526	1,700	700	700
投资收益	175	162	29	20	20	20
%税前利润	12.6%	34.2%	2.6%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	1,371	475	1,135	5,845	11,740	14,083
营业利润率	27.4%	8.9%	20.5%	50.0%	49.7%	52.9%
营业外收支	16	-1	-8	-7	-7	-7
税前利润	1,387	474	1,127	5,838	11,733	14,076
利润率	27.7%	8.9%	20.4%	50.0%	49.7%	52.8%
所得税	-163	-121	-64	-584	-1,173	-1,408
所得税率	11.7%	25.5%	5.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,224	353	1,064	5,254	10,560	12,669
少数股东损益	1	-5	39	69	69	69
归属于母公司的净利润	1,223	358	1,025	5,186	10,491	12,600
净利率	24.4%	6.7%	18.5%	44.4%	44.4%	47.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,224	353	1,064	5,254	10,560	12,669
少数股东损益	1	-5	39	69	69	69
非现金支出	157	155	145	326	429	493
非经营收益	48	394	-412	-1,275	114	127
营运资金变动	-741	-392	-318	865	-2,738	-572
经营活动现金净流	688	512	478	5,170	8,364	12,717
资本开支	-1,191	-814	-1,208	-4,390	-1,622	-1,322
投资	-632	-1,971	-2,223	-601	700	700
其他	-537	-37	-523	-20	20	20
投资活动现金净流	-2,360	-2,823	-3,955	-5,010	-902	-602
股权募资	2,958	6	1,784	-485	0	0
债权募资	495	1,322	553	8,816	-55	462
其他	-725	-1,065	1,254	-2,650	-5,023	-5,880
筹资活动现金净流	2,728	263	3,590	5,681	-5,079	-5,418
现金净流量	1,056	-2,048	113	5,841	2,384	6,696

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,602	1,700	2,176	8,010	10,388	17,081
应收款项	1,754	1,158	1,801	2,962	5,856	6,608
存货	1,905	2,334	2,215	2,662	4,239	4,428
其他流动资产	654	525	2,584	1,822	2,214	2,261
流动资产	7,915	5,717	8,775	15,456	22,697	30,378
%总资产	58.5%	40.2%	39.8%	44.4%	52.5%	58.7%
长期投资	2,179	4,067	2,516	4,457	4,457	4,457
固定资产	2,595	2,982	6,033	7,824	8,717	9,248
%总资产	19.2%	21.0%	27.4%	22.5%	20.2%	17.9%
无形资产	380	429	3,655	4,063	4,357	4,649
非流动资产	5,606	8,496	13,246	19,334	20,520	21,342
%总资产	41.5%	59.8%	60.2%	55.6%	47.5%	41.3%
资产总计	13,521	14,213	22,020	34,790	43,217	51,720
短期借款	1,356	1,974	2,301	10,833	10,777	11,239
应付款项	2,051	1,080	1,525	2,375	3,788	3,959
其他流动负债	425	205	252	717	1,424	1,667
流动负债	3,832	3,259	4,078	13,924	15,988	16,864
长期贷款	706	1,430	1,658	1,658	1,658	1,658
其他长期负债	1,005	1,114	2,866	3,096	3,096	3,094
负债	5,544	5,803	8,602	18,678	20,742	21,616
普通股股东权益	7,924	8,355	10,706	13,330	19,625	27,185
其中：股本	1,315	1,293	1,340	1,437	1,437	1,437
未分配利润	3,123	3,169	3,792	6,903	13,198	20,758
少数股东权益	54	55	2,713	2,782	2,850	2,919
负债股东权益合计	13,521	14,213	22,020	34,790	43,217	51,720

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.930	0.277	0.765	3.607	7.298	8.765
每股净资产	6.025	6.464	7.990	9.273	13.652	18.912
每股经营现金净流	0.523	0.396	0.357	3.596	5.819	8.846
每股股利	0.300	0.300	0.300	1.443	2.919	3.506
回报率						
净资产收益率	15.44%	4.29%	9.57%	38.90%	53.46%	46.35%
总资产收益率	9.05%	2.52%	4.65%	14.91%	24.28%	24.36%
投入资本收益率	11.06%	4.83%	3.86%	12.57%	27.96%	27.66%
增长率						
主营业务收入增长率	14.15%	6.75%	3.41%	111.47%	102.07%	12.85%
EBIT增长率	-9.98%	-39.47%	-1.87%	436.72%	167.97%	20.52%
净利润增长率	-16.73%	-70.73%	186.16%	406.07%	102.31%	20.10%
总资产增长率	69.03%	5.12%	54.93%	57.99%	24.22%	19.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.1	65.5	75.1	58.0	56.0	56.0
存货周转天数	160.9	189.3	191.1	147.0	147.0	147.0
应付账款周转天数	82.1	86.7	89.3	61.0	61.0	61.0
固定资产周转天数	109.3	141.5	150.1	95.3	50.0	44.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.78%	29.18%	28.54%	38.03%	16.43%	-8.43%
EBIT利息保障倍数	16.4	11.6	4.7	19.6	21.5	25.0
资产负债率	41.00%	40.83%	39.06%	53.69%	47.99%	41.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	5	16	24	35	81
增持	0	2	3	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.11	1.19	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-24	增持	41.30	N/A
2	2020-04-30	增持	42.88	N/A
3	2020-08-27	增持	49.23	N/A
4	2021-04-30	增持	103.08	N/A
5	2021-08-31	增持	215.99	N/A
6	2022-01-25	买入	134.87	N/A

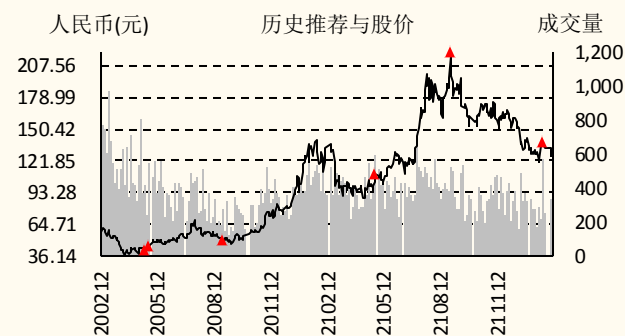
来源：国金证券研究所

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