

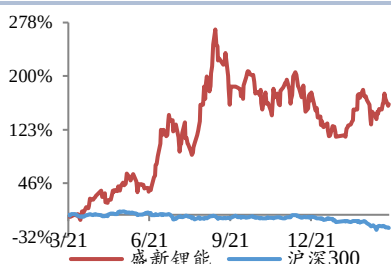
资源把控+产能扩张，锂产业链一体化新星

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-30

收盘价（元） **54.33**
近 12 个月最高/最低（元） **76.96/19.38**
总股本（百万股） **865**
流通股本（百万股） **698**
流通股比例（%） **80.69**
总市值（亿元） **470**
流通市值（亿元） **379**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

锂行业深度报告之锂复盘展望与全球供需梳理：供需支撑高锂价利润上移，资源为王加速开发 2022-03-20

主要观点：

● 剥离纤维板稀土业务，聚焦锂主业，背靠盛屯集团的锂业一体化新星

公司背靠盛屯集团产业资源优势，出售纤维板、稀土等业务，后会陆续剥离林业业务，聚焦锂电材料领域；公司锂资源布局+冶炼产能同步扩张，营收利润大幅增长，盈利能力不断增强，已成为行业领先的锂盐供应商。

● 行业供需支撑锂价中枢维持高位，锂资源加速开发利于产业健康发展

受益于新能源产业链景气度高涨，供需错配下锂价持续上涨，支撑本轮锂价上涨基本面核心在于需求端结构改变和成长逻辑显著，供给端瓶颈在资源，供需错配主导锂价中枢高位持续性更强。在供需错配、价格变化、成本传导的过程中，供需关系才是锂价的决定性因素，市场需求乃是成本传导的根本支撑因素。行政手段调控锂价难以实现，而通过行政手段协调加速锂资源开发将有利于保障供应链安全和产业健康发展，从而提升我国新能源产业链全球竞争力与话语权，加速开发过程中拥有优质锂资源的企业将充分受益。

● 全球积极布局资源，长协包销锂精矿稳定原材料来源，自供率不断上升

拥有国内少数正在开采的业隆沟锂矿、资源禀赋优越有望尽快开发的木绒锂矿、正在勘探的太阳河口锂矿，津巴布韦锂矿有望年底建成投产；与银河锂业、AVZ 矿业签订包销长协，与国城集团战略合作有望推动马尔康党坝锂矿复产且包销矿石；拥有阿根廷 SDLA 盐湖项目经营权。

● 锂盐产能稳步扩张，目前年产能 7 万吨，23 年规划达 13 万吨

致远锂业拥有 2.5 万吨碳酸锂和 1.5 万吨氢氧化锂年产能，遂宁盛新 3 万吨氢氧化锂产能已于 1 月全部建成投产，盛威锂业一期 600 吨金属锂已建成 400 吨产能。随后续印尼项目 6 万吨锂盐产能逐渐落地，到 23 年公司预计拥有锂盐年产能 13 万吨，权益产能 9.94 万吨，跻身一线锂盐厂商。客户群体优质，近期拟通过定增引入比亚迪作为战略投资者，上下游合作原材料购销、锂资源开发等，绑定优质客户也给予产品订单保障。

● 投资建议：预计公司 22/23/24 年归母净利分别为 29.86/47.18/56.67 亿元，对应 PE 分别为 16/10/8 倍，考虑到新能源行业景气度持续高位，公司锂资源端布局逐渐成型自给率不断上升，锂盐冶炼端产能逐步扩张且兑现产能能力强，给予“买入”评级。

● 风险提示：新能源车储能发展不及预期，产能不及预期，产品价格下跌。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2934	19044	25122	30788
收入同比（%）	63.9%	549.0%	31.9%	22.6%
归属母公司净利润	851	2986	4718	5667
净利润同比（%）	3030.3%	251.0%	58.0%	20.1%
毛利率（%）	46.4%	28.0%	30.8%	29.6%
ROE（%）	16.7%	36.9%	36.8%	30.6%
每股收益（元）	1.08	3.45	5.45	6.55
P/E	53.66	15.61	9.88	8.23
P/B	9.84	5.76	3.64	2.52
EV/EBITDA	38.87	11.51	6.87	5.84

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

2 聚焦锂电新主业的上游材料行业领先者	7
2.1 背靠盛屯集团，资源全球布局，行业领先的锂盐供应商	7
2.2 聚焦锂电上游材料，业绩弹性释放	8
2.3 股权激励绑定核心骨干，共同成长促进公司转型升级	9
3 锂行业供需矛盾难缓解，支撑锂价中枢高位	10
3.1 需求端：结构优化，新能源车主导需求增量放大，三年 CAGR 超 30%，成长性逻辑加强	11
3.2 供给端：锂开发难度与进度难以匹配下游需求扩张，海外储量禀赋优主导全球供给，国内开发提速	12
3.3 供需展望：未来两年供需仍错配，锂价中枢有望维持高位	15
3.4 锂行业复盘与展望：供需关系主导锂价趋势，行政协调加速锂资源开发保障产业链安全	15
4 资源把控+产能扩张，竞争优势凸显	18
4.1 锂矿盐湖深度开发+包销锁定，全球锂资源布局加速	18
4.2 锂盐产能稳步扩张，逐渐晋升为一体化锂产品供应商	22
4.3 绑定下游优质客户群，定增引入比亚迪战略合作	23
5 盈利拆分与投资建议	24
风险提示	24
财务报表与盈利预测	25

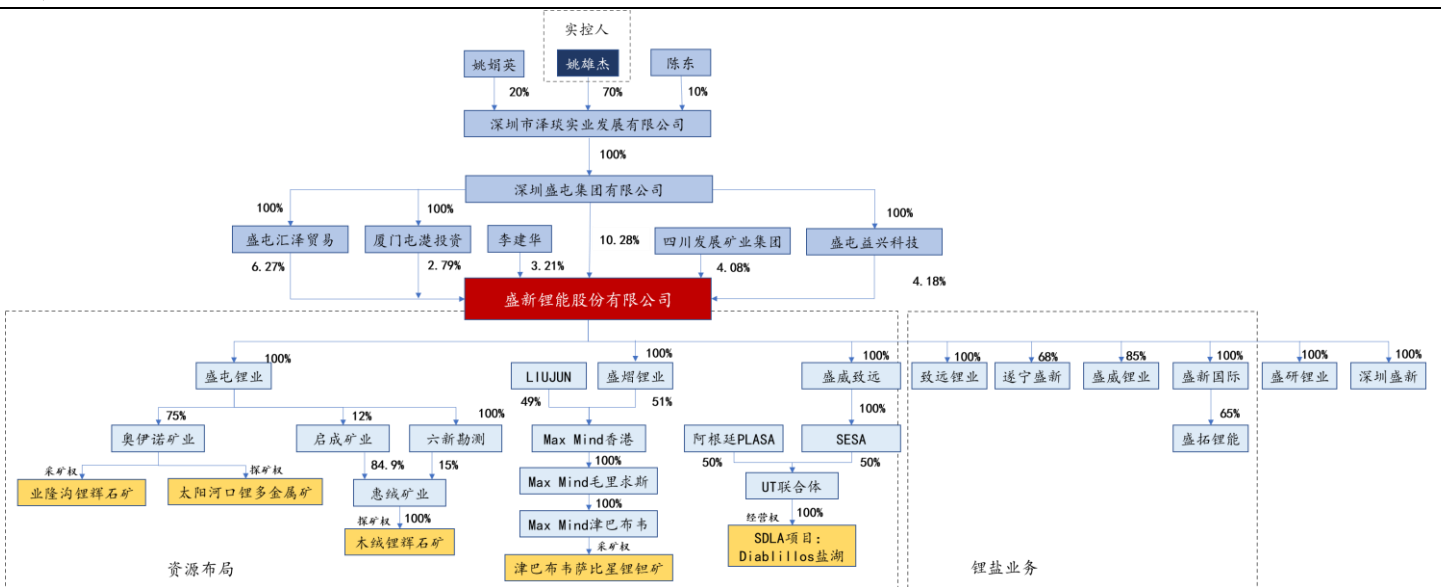
图表目录

图表 1 公司股权结构	4
图表 2 2019-2023 年锂供需平衡表（万吨 LCE）	4
图表 3 盛新锂能资源端冶炼端布局概览	5
图表 4 基础锂产品产能（万吨）	6
图表 5 公司盈利预测拆分	6
图表 6 公司发展历程	7
图表 7 公司全球布局锂资源、锂盐业务和少量林业业务	7
图表 8 公司股权结构	8
图表 9 公司近年营收规模与增速	8
图表 10 公司近年归母净利润规模与增速	8
图表 11 公司近年锂盐业务营收占比不断扩大	9
图表 12 公司近年锂盐产品产销量不断提升	9
图表 13 近年毛利率与净利率	9
图表 14 近年销售、管理、财务费用率	9
图表 15 股权激励激励对象	10
图表 16 2016 年锂需求结构	11
图表 17 2021 年锂需求结构	11
图表 18 2021-2025 年新能源车与储能锂电需求占比逐渐提升	11
图表 19 2019-2023 年锂需求拆分（万吨 LCE）	12
图表 20 2020 年全球锂储量分国别占比	12
图表 21 2020 年全球锂供给结构	12
图表 22 海外盐湖 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）	13
图表 23 澳洲锂矿 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）	13
图表 24 国内盐湖 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）	13
图表 25 国内锂矿 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）	14
图表 26 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）	14
图表 27 2019-2023 年锂供需平衡表（万吨 LCE）	15
图表 28 供需关系主导锂价趋势，20Q3 后新能源需求主导锂价大幅快速上行	15
图表 29 供需矛盾难缓解，锂价中枢有望持续处于高位	16
图表 30 保障供应，加速开发国内锂资源	17
图表 31 盛新锂能资源端冶炼端布局概览	18
图表 32 公司锂资源布局情况	18
图表 33 业隆沟和太阳河口锂矿股权结构	19
图表 34 木绒锂矿股权结构	20
图表 35 四川各锂矿矿石储量及品位	20
图表 36 津巴布韦萨比星锂矿股权结构	21
图表 37 阿根廷 SDLA 盐湖项目股权结构	21
图表 38 基础锂产品产能（万吨）	22
图表 39 国内领先锂盐公司产能情况（万吨）	23
图表 40 公司近年锂盐产品产销量不断提升	23
图表 41 公司与多个主流下游厂商签订供货协议，建立良好关系	23
图表 42 公司盈利预测拆分	24

1 总论

公司以纤维板业务起家，目前主业上聚焦新能源上游材料业务，主要有锂矿采选、锂盐加工两个业务板块。此前公司出售了纤维板、稀土等业务，后续会陆续剥离林业业务，聚焦锂电材料领域，逐渐成为行业领先的锂盐供应商。控股股东盛屯集团深耕有色金属行业，公司有望背靠大股东产业资源优势实现长足发展。自公司聚焦锂盐业务以来，毛利率水平上升显著，净利率回升，同时盈利能力不断增强。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

行业层面来看，受益于新能源产业链景气度持续超预期，供需错配下锂价持续上涨，电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂价格从 21 年初 5.20 万元/吨、4.95 万元/吨分别涨至 51.50 万元/吨、49.10 万元/吨，涨幅分别为 890%、892%。

支撑本轮锂价上涨基本面核心在于需求端结构改变和成长逻辑显著，供给端瓶颈在资源，供需错配主导锂价中枢处于高位持续性更强。

需求端：1) **结构优化：**新能源领域需求占比反转超越 16 年近半的传统工业领域，21 年过半，对锂需求拉动更明显；2) **需求成长显著：**新能源车发展内增需求显著，国内 20-25 年五年 CAGR45%+，行业成长性强，需求刚性且高增长确定性强。

供给端：1) 资源端瓶颈：瓶颈为开发周期长达 3-5 年的锂资源端，而非投产周期 1-2 年的冶炼端，行业供需错配时间更长；**2) 行业集中，头部放量谨慎：**全球优质锂资源多已被开发且集中于头部锂企，新开发项目或难度更大周期更长，产能释放或不及预期，手握优质资源的头部锂企业放量谨慎，锂资源供给量中长期难有大幅释放。**3) 战略属性加强以及地缘政治因素，加剧供应不确定性。**

图表 2 2019-2023 年锂供需平衡表 (万吨 LCE)

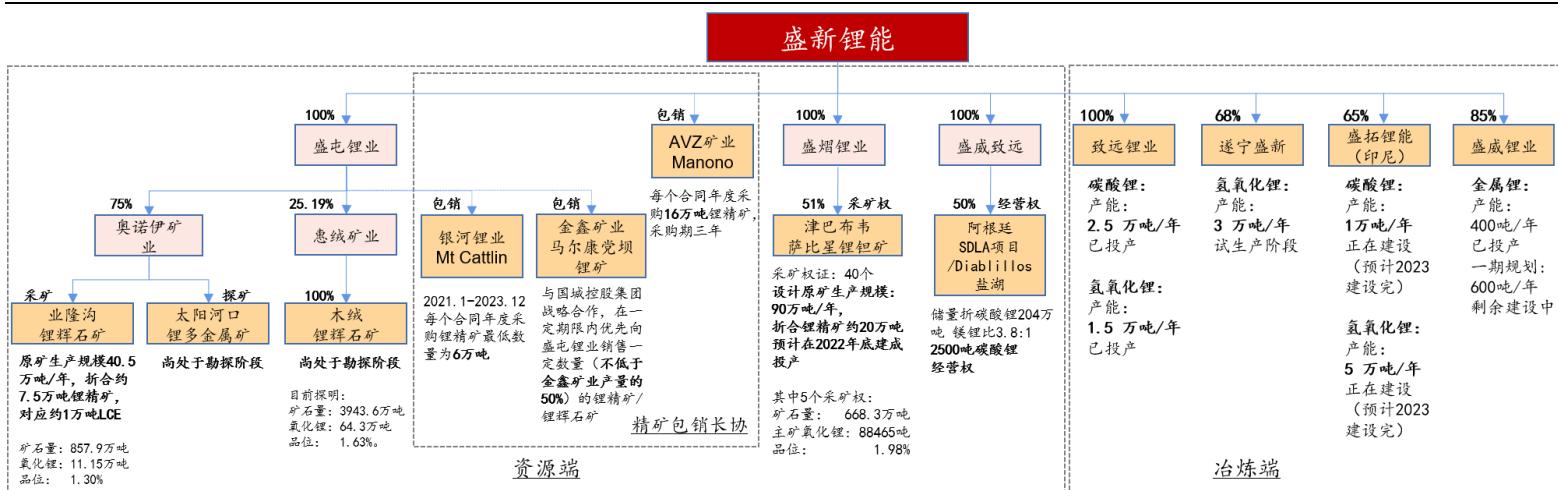
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
锂需求总计	29.6	34.3	53.8	72.9	92.2
YOY		16.2%	56.6%	35.6%	26.5%
锂供给总计	38.8	39.1	52.8	71.5	91.4
YOY		0.6%	35.2%	35.4%	27.8%
供给需求差	8.8	4.7	-1.0	-1.4	-0.8

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

预计 2021-2023 年，锂供给短缺为 1.0/1.4/0.8 万吨 LCE，且库存处于低位和中游放大效应，供给端乐观预计增速小于中性预计需求端增速，锂供给或成为中下游产能释放决定因素，锂价高位持续性有坚实基本面支撑，利润上移。

在供需错配、价格变化、成本传导的过程中，市场机制背景下供需关系才是锂价的决定性因素，市场需求乃是成本传导的根本支撑因素。锂资源供给近八成来自海外，行政手段调控价格难以实现，而通过行政手段协调加速锂资源开发将有利于保障供应链安全，支撑新能源汽车这一战略性新兴产业健康发展，从而提升我国新能源产业链全球竞争力与话语权。近期种种事件如宜春加速资源开发引入宁德时代与国轩高科合作，马尔康党坝锂矿重组，康-泸产业集中区第三次环评公示，康定市召开甲基卡锂辉矿产业推进会，盛新锂能定增引入比亚迪战略合作等等，都显示出加速开发锂资源的方向与趋势。锂资源其战略属性不断加强且逐步被广泛认识，加速保障开发过程中拥有优质锂资源的企业将充分受益。

图表 3 盛新锂能资源端冶炼端布局概览



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司锂资源把控：全球积极布局上游锂资源，国内海外同时发力，外加长协包销锂精矿稳定原材料来源，2021-2024 年锂资源自给率呈稳步上升趋势。

1) 深度布局四川业隆沟、木绒、太阳河口、津巴布韦萨比星四大优质锂矿：业隆沟为国内少数在产锂辉石矿，原矿生产规模 40.5 万吨/年，对应约 1 万吨 LCE，产能爬坡中预计 22 年底满产；太阳河口多金属矿尚处于勘探阶段，具有较好找矿前景；木绒锂矿已探明的资源量与品位处于国内顶尖水平，在矿石品位方面领先大多数澳洲矿山，目前处于勘探阶段；津巴布韦萨比星锂矿项目坐拥 40 个采矿权证，项目设计原矿生产规模 90 万吨/年，折合锂精矿约 20 万吨，预计在 2022 年底建成投产。

2) 绑定 AVZ 矿业、银河锂业、金鑫矿业等优质锂资源供应商签订包销长协：公司与银河锂业（澳洲 Mt Cattlin）、AVZ（刚果(金)Manono）签订锂精矿包销协议，约定每个合同年度分别采购 6 万吨、16 万吨锂精矿，采购期三年；子公司四川盛屯锂业与国城集团战略合作，推动金鑫矿业（四川马尔康党坝锂矿）恢复生产经营，包销或将为在一定期限内优先向公司销售一定数量（不低于金鑫矿业产量的 50%）的锂精矿/锂辉石矿。

3) 拥有阿根廷 SDLA 盐湖项目经营权：子公司盛威致远收购阿根廷 SESA（100% 股权），并通过 SESA 获得 UT 联合体的运营权，UT 联合体经营阿根廷 Diablillos 盐湖 SDLA 项目，目前项目产能为 0.25 万吨 LCE。

公司锂盐产能扩张：产能稳步扩张，目前公司拥有锂盐产能 7 万吨/年、金属锂产能 400 吨/年，23 年规划锂盐产能达 13 万吨/年、金属锂产能或达 600 吨/年。截至目

前子公司致远锂业拥有 2.5 万吨/年碳酸锂产能和 1.5 万吨/年氢氧化锂产能，遂宁盛新 3 万吨/年氢氧化锂产能已于 2022 年 1 月全部建成投产，子公司盛威锂业一期 600 吨金属锂项目已建成 400 吨产能。随着后续公司印尼项目 6 万吨锂盐产能逐渐落地，到 23 年公司预计拥有碳酸锂产能 3.5 万吨/年，氢氧化锂产能 9.5 万吨/年，合计锂盐产能 13 万吨/年，权益锂盐产能 9.94 万吨/年，公司锂盐产能有序释放，逐渐晋升为行业内领先的一体化锂产品供应商。

图表 4 基础锂产品产能（万吨）

	2021		2022E		2023E	
	碳酸锂	氢氧化锂	碳酸锂	氢氧化锂	碳酸锂	氢氧化锂
致远锂业	2.5	1.5	2.5	1.5	2.5	1.5
遂宁盛新	-	-	-	3	-	3
盛拓锂能（印尼）	-	-	-	-	1	5
产能	2.5	1.5	2.5	4.5	3.5	9.5
合计产能	4		7		13	
权益产能	2.5	1.5	2.5	3.54	3.15	6.79
合计锂盐权益产能	4.00		6.04		9.94	
盛威锂业（金属锂）	0.015		0.04		0.06	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

优质客户群：目前公司主要客户包括宁德时代、比亚迪、中航创新、瑞浦能源、LG 化学、SKO、浦项化学、三星 SDI、厦钨新能、巴斯夫杉杉、德方纳米、容百科技、贝特瑞等行业领先企业。近期公司拟通过定增的方式，引进比亚迪作为战略投资者，募集资金不超过 30 亿元，定增完成后比亚迪对公司持股比例约 5.1%-7.5%，同时两者签订战略协议，在原材料购销和加工、技术、矿产资源开发等方面达成合作。公司或将能够绑定比亚迪作为优质客户给予产品订单保障，同时未来双方有望共同开发锂资源，带动产业链上下合作共赢。

投资建议：预计公司 22/23/24 年营收分别为 190/251/308 亿元，同比增加 549%/32%/23%，归母净利润分别为 29.86/47.18/56.67 亿元，同比增加 251%/58%/20%，对应当前市值 PE 分别为 16x/10x/8x，考虑到新能源行业景气度持续高位，公司锂资源端布局逐渐成型自给率不断上升，锂盐冶炼端产能逐步扩张且兑现产能能力强，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 5 公司盈利预测拆分

	2022E	2023E	2024E
锂盐销量（万吨）	5.38	7.57	9.94
营业收入（亿元）	190.44	251.22	307.88
同比增速	549%	32%	23%
营业成本（亿元）	137.17	173.75	216.60
毛利（亿元）	53.27	77.49	91.27
毛利率	28%	31%	30%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所测算

2 聚焦锂电新主业的 upstream 材料行业领先者

2.1 背靠盛屯集团，资源全球布局，行业领先的锂盐供应商

公司以纤维板业务起家，2016 年扩展锂电新能源材料领域，2021 年顺利转型为锂电上游材料行业领先供应商。公司前身为 1997 年成立的梅州威华中纤板公司，主业纤维板、林木种植等，2006 年 5 月于深交所上市，实际控制人为李建华。2016-2017 年，公司通过控股致远锂业和万弘高新开始布局锂电、稀土行业，随后收购奥伊诺矿业取得对四川业隆沟锂辉石的采矿权和太阳河多金属矿探矿权；李建华先生与盛屯集团签署《股份转让协议》、《表决权委托协议》，公司控股股东变更为盛屯集团，实际控制人变更为姚雄杰。2020 年 8 月公司向宏瑞泽实业和盛屯集团出售其纤维板业务相关全资子公司的控股权；2021 年 5-6 月，公司继续出售人造板业务参股公司广东威利邦 45% 股权和台山威利邦 21.43% 股权，剥离纤维板业务。2021 年 5 月对外出售了子公司万弘高新 51% 股权，剥离了稀土业务。目前公司仍然有少量林木业务，后续将适时剥离，并更名为盛新锂能，聚焦于锂电上游材料业务，力争成为行业领先的一体化锂盐供应商。

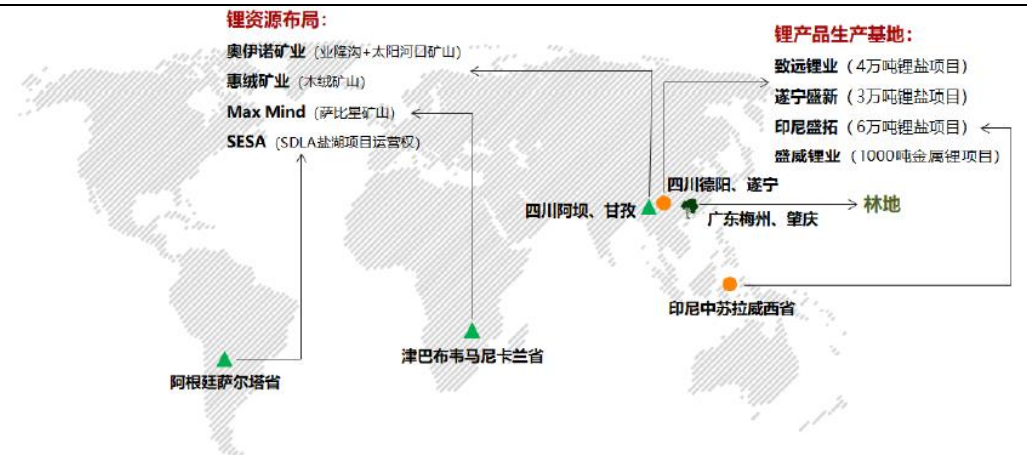
图 6 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

控股股东盛屯集团深耕有色金属行业，公司有望背靠大股东产业资源优势实现长足发展。盛新锂能控股股东为盛屯集团，实控人姚雄杰，盛屯集团以投资产业为主，在有色金属行业深耕 10 余年，业务包含采矿、选矿、冶炼、金属贸易等，集团旗下拥有盛屯矿业（主营钴）、盛新锂能（主营锂）、聚源锂能（主营锂矿产业投资）、冕宁矿业（主营稀土）四家新能源上游材料公司，以及子公司盛新寰宇参与投资新能源产业基金，投资方向主要为新能源上游锂资源、锂材料、电池等。

图 7 公司全球布局锂资源、锂盐业务和少量林业业务



资料来源：公司公告，华安证券研究所

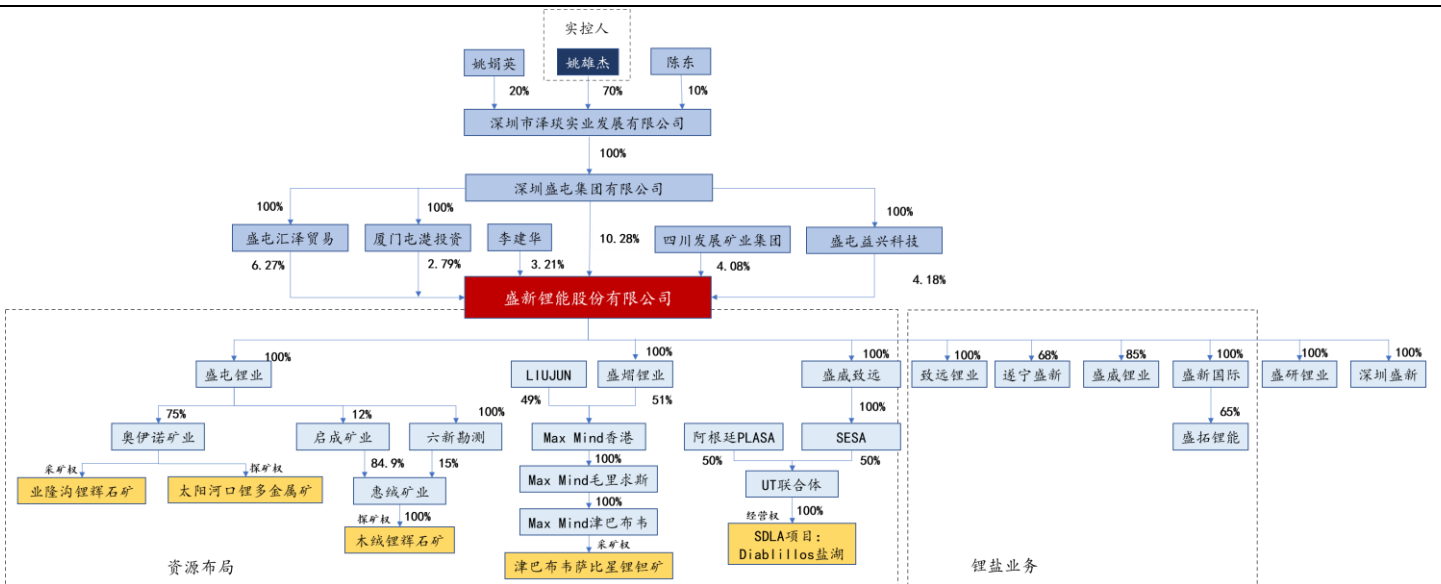
公司目前主要有锂矿采选、锂盐业务和少量林业业务。

1) 锂矿采选业务: 公司控股 75% 的奥诺伊矿业拥有四川省业隆沟锂辉石矿的采矿权、太阳河口锂多金属矿的探矿权, 通过控股 25% 惠绒矿业拥有四川木绒锂矿的探矿权, 通过控股 51% 盛熠锂业拥有津巴布韦撒比星锂钽矿采矿权。此外还通过子公司控股 50% 的 UT 联合体拥有阿根廷 SDLA 盐湖项目 2500 吨 LCE 的经营权。全球布局上游锂资源;

2) 锂盐业务: 公司通过全资子公司致远锂业、控股 68% 的遂宁盛新、控股 85% 的盛威锂业、控股 65% 的盛拓锂能开展碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂及金属锂的锂产品业务;

3) 少量林业业务: 将在后续陆续剥离。

图表 8 公司股权结构

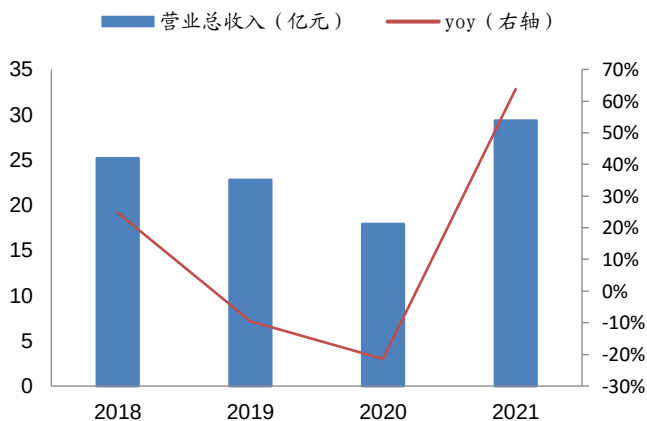


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 聚焦锂电上游材料，业绩弹性释放

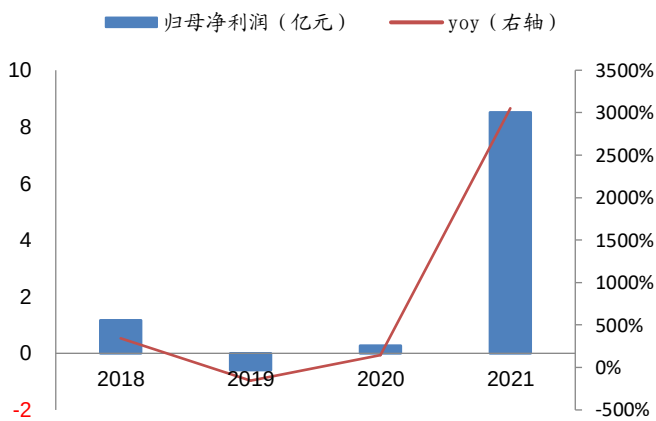
公司近年来剥离纤维板、稀土业务，集中全力聚焦新能源上游以锂盐为核心的锂电业务，锂盐营收占比不断扩大，盈利能力不断增强。受益于下游新能源车行业景气度大幅提升，上游锂盐材料供不应求，2021 年公司实现营业收入 29.34 亿元，同比增长 64%；实现归母净利润 8.51 亿元，同比增长 3030%，业绩弹性释放。

图表 9 公司近年营收规模与增速



资料来源：wind，华安证券研究所

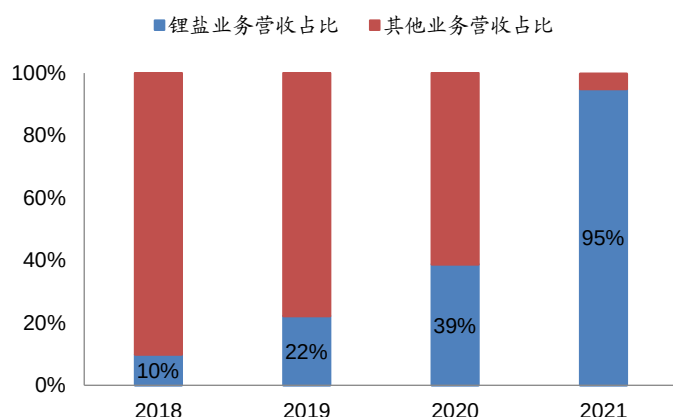
图表 10 公司近年归母净利润规模与增速



资料来源：wind，华安证券研究所

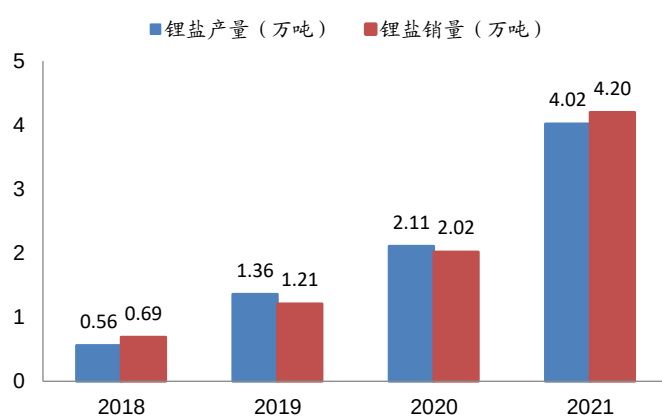
近年来公司锂盐业务营收占比不断扩大，从 2018 年的 10% 提升至 2021 的 95%，彰显公司不断实践聚焦锂盐业务的行动力。2021 年锂盐产能逐步释放，全年共生产锂盐 4.02 万吨，同比增长 90%，销售锂盐 4.20 万吨，同比增加 109%；同期锂盐价格不断上涨，21 年实现锂产品收入 27.85 亿元，同比增长 301.46%，呈现量价齐升的良好局面。

图表 11 公司近年锂盐业务营收占比不断扩大



资料来源：wind，华安证券研究所

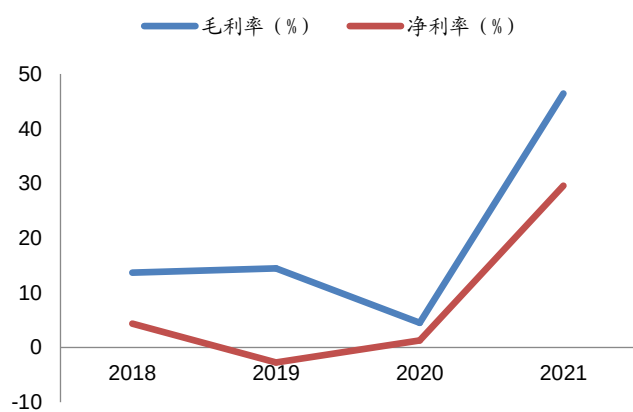
图表 12 公司近年锂盐产品产销量不断提升



资料来源：wind，华安证券研究所

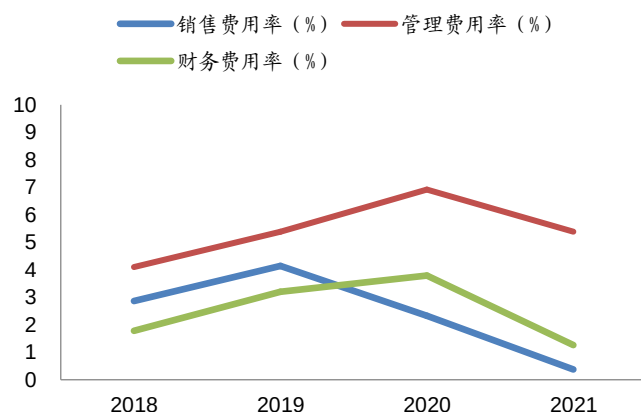
自公司聚焦锂盐业务以来毛利率不断提升，费用率成下降趋势。受益于新能源车行业高景气度，公司锂盐产品量价齐升，2021 年毛利率达到 46.42%，净利率大幅提升到 29.57%，销售费用率较 2020 年下降 1.95 个百分点至 0.37%，同期管理、财务费用率分别为下降 1.53、2.53 个百分点至 5.39%、1.26%。

图表 13 近年毛利率与净利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 近年销售、管理、财务费用率



资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 股权激励绑定核心骨干，共同成长促进公司转型升级

建立股权激励机制，调动核心骨干积极性，促进企业转型升级。2020 年 12 月 5 日，公司发布《第一期限制性股票激励计划》公告，向 54 名激励对象授予总计权益 577.5 万股，占总股本 0.78%。公司在转型的关键期通过股权激励保证核心管理、技术人员稳定性和积极性有利于促进公司长期高速发展。

图表 15 股权激励激励对象

职务	激励对象	获授的限制性股票数量 (万股)	占本计划限制性股票总数的比例
董事长	周祎	110	15.98%
董事、总经理	邓伟军	85	12.35%
董事、常务副总经理	方轶	35	5.08%
副总经理	姚开林	35	5.08%
财务总监	王琪	35	5.08%
核心管理人员及 核心技术（业务）骨干（49人）		277.5	40.31%
注销回购及预留部分		111	16.12%
合计		688.5	100.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

三年长期业绩考核要求促进公司长效快速发展。本次员工持股计划公司制定了 2020-2022 三个年度的绩效考核要求，每期解禁比例分别为 40%、30%、30%。

图表 5 公司层面业绩考核要求

解除限售期	公司业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数， 2020 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 30%
第二个解除限售期	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数， 2021 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 100%
第三个解除限售期	以 2019 年公司锂相关业务整体营业收入为基数， 2022 年锂相关业务整体营业收入增长率不低于 300%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 锂行业供需矛盾难缓解，支撑锂价中枢高位

受益于新能源产业链景气度持续超预期，供需错配下锂价持续上涨，电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂价格从 21 年初 5.20 万元/吨、4.95 万元/吨分别涨至 51.50 万元/吨、49.10 万元/吨，涨幅分别为 890%、892%。

支撑本轮锂价上涨基本面核心在于需求端结构改变和成长逻辑显著，供给端瓶颈在资源，供需错配主导锂价中枢处于高位持续性更强。

需求端：1) **结构优化：**新能源领域需求占比反转超越 16 年近半的传统工业领域，21 年过半，对锂需求拉动更明显；2) **需求成长显著：**新能源车发展内增需求显著，国内 20-25 年五年 CAGR45%+，行业成长性强化，需求刚性且高增长确定性强。

供给端：1) **资源端瓶颈：**瓶颈为开发周期长达 3-5 年的锂资源端，而非投产周期 1-2 年的冶炼端，行业供需错配时间更长；2) **行业集中，头部放量谨慎：**全球优质锂资源多已被开发且集中于头部锂企，新开发项目或难度更大周期更长，产能释放或不及预期，手握优质资源的头部锂企业放量谨慎，锂资源供给量中长期难有大幅释放。3) **战略属性加强以及地缘政治因素，加剧供应不确定性。**

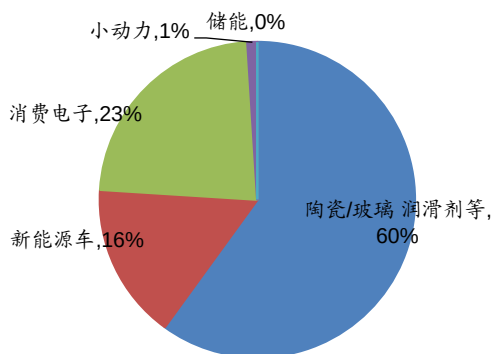
预计 2021-2023 年，锂供给短缺为 1.0/1.4/0.8 万吨 LCE，且库存处于低位和中游放大效应，供给端乐观预计增速小于中性预计需求端增速，锂供给或成为中下游产能释放决定因素，锂价高位持续性有坚实基本面支撑，利润上移。

3.1 需求端：结构优化，新能源车主导需求增量放大，三年CAGR超30%，成长性逻辑加强

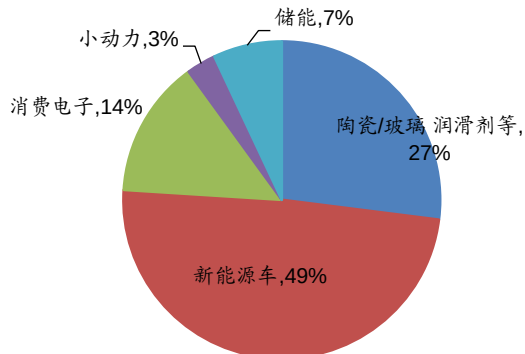
近年来锂下游需求结构明显变化，新能源相关领域不仅在需求结构占比方面大幅增长，且增量需求方面持续超市场预期，锂资源的需求结构优化和主导需求增量放大导致其周期性淡化，成长性逐步显现及验证。未来数年，新能源车动力电池、锂电储能相关产能有望在需求驱动下继续向上打开空间，横向拉动本轮锂价高位时间持续性，纵向提升行业景气度。

从需求结构上来看：2016-2021年，锂终端需求结构发生显著性变化。1）新能源车相关领域在需求中占比从16%大幅上升达到49%，陶瓷/玻璃、润滑剂等传统工业锂需求占比大幅下降；2）储能锂电需求从无到有，占比迅速提升至7%。

图表 16 2016 年锂需求结构



图表 17 2021 年锂需求结构

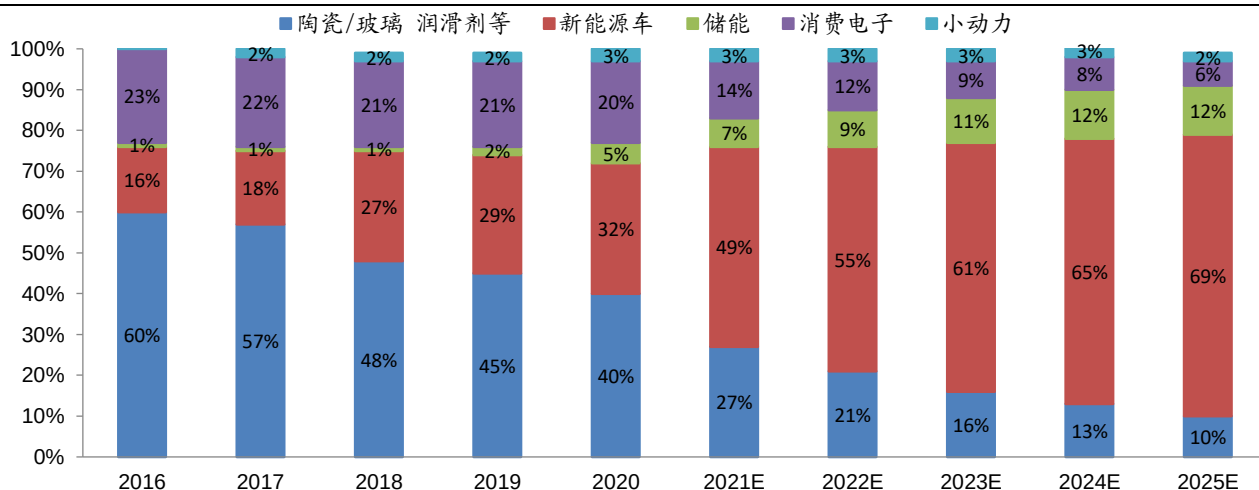


资料来源：Marklines，华安证券研究所测算

资料来源：Marklines，华安证券研究所测算

随着新能源车产业链快速发展，全球新能源车销量不断攀升，预计到2025年新能源车锂需求占比将大幅提升至69%，继续占据主导地位；同时新能源发电带动储能锂电占比将迅速提升至12%，成为第二大锂下游需求，两者合计占锂需求结构81%。锂下游需求结构的改变来源于新能源产业链迅速发展，锂需求从受传统工业和消费电子支撑转向受新能源产业链拉动的趋势将进一步增强。

图表 18 2021-2025 年新能源车与储能锂电需求占比逐渐提升



资料来源：Marklines，华安证券研究所

从需求增长上来看：1）“政策+市场”双轮驱动，新能源车市场进入迅速发展阶段，未来5年有望实现高速增长；2）储能锂电厚积薄发，迎来黄金发展时期，适应性较物理储能更好的储能锂电装机规模空间或将进一步向上打开。在“碳中和”大背景下，政策

鼓励与终端市场消费选择双重驱动，新能源车销量节节攀高，贡献主要锂需求。2021 年中国新能源车销量 352.1 万辆，据测算，2022 年中国新能源车销量有望达到 500 万辆，全球新能源车销量或将突破 1000 万辆，到 2025 年，全球新能源车销量突破 2000 万辆。

锂需求沿“下游应用—电池—正极材料—锂资源”供应链条传导，根据上述锂下游需求量，我们预计 2023 年，新能源车将贡献 58.8 万吨 LCE 锂需求，2021-2023 年 CAGR 高达 44.1%。预计 2023 年，储能锂电将贡献 7.4 万吨 LCE 锂需求，2021-2023 年 CAGR 高达 49.8%。根据我们测算，2021-2023 年全球锂需求量为 53.8/72.9/92.2 万吨 LCE，三年复合增速超过 30%。

图表 19 2019-2023 年锂需求拆分（万吨 LCE）

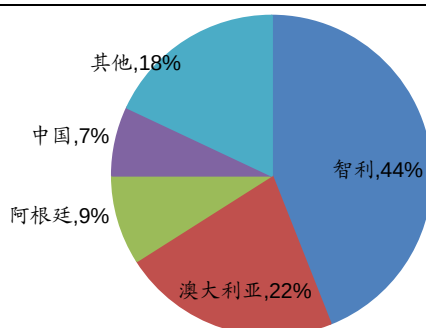
	2019	2020	2021	2022E	2023E
新能源车锂需求	8.6	11.0	27.4	43.4	58.8
储能锂电锂需求	0.7	1.8	3.3	5.0	7.4
消费电子锂需求	6.2	6.7	7.4	8.0	8.4
小动力领域锂需求	0.7	1.0	1.4	1.9	2.5
传统工业锂需求	13.4	13.8	14.3	14.7	15.1
锂需求总计	29.6	34.3	53.8	72.9	92.2
YOY		16.2%	56.6%	35.6%	26.5%

资料来源：中汽协，Marklines，高工锂电，北极星储能网，各公司公告，华安证券研究所测算

3.2 供给端：锂开发难度与进度难以匹配下游需求扩张，海外储量禀赋优主导全球供给，国内开发提速

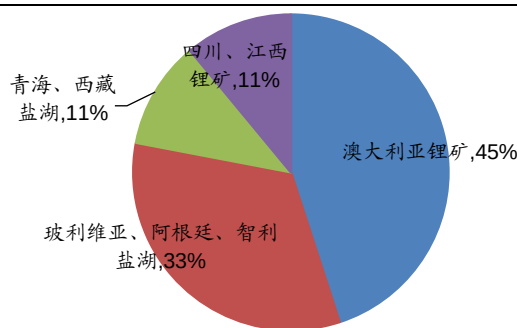
据 USGS 数据，截至 2020 年末，全球锂资源储量约为 1352 万金属吨，智利、澳大利亚、阿根廷的储量位居前列，我国锂储量占比约 7%。从锂供给上来看，矿石为主要供给主体。2021 年澳大利亚的锂矿供给了全球 45% 左右的锂资源，智利、阿根廷、玻利维亚的盐湖供给了全球 33% 左右的锂资源，澳洲与南美仍然是供给主体；我国锂资源供给占比 22%，在国内锂资源开采进程加速背景下，供给占比有望进一步提升。

图表 20 2020 年全球锂储量分国别占比



资料来源：USGS，华安证券研究所

图表 21 2020 年全球锂供给结构



资料来源：USGS，华安证券研究所

南美盐湖锂储量丰富，镁锂比低资源禀赋好，但开发不足。南美洲地区的玻利维亚、阿根廷和智利的盐湖是世界上最大的卤水锂资源集聚地，被称为“锂三角”，其中玻利维亚地区矿床镁锂比过高较难开发。南美主要在产的盐湖仅有 3 个，为智利 Atacama、阿根廷 Hombre Muerto 和 Olaroz。受新冠疫情影响，南美盐湖扩产建设进度有所放缓。南美盐湖产能最大增量来自于 SQM 和雅保运营的 Atacama 盐湖，SQM 在产碳酸锂产能 7 万吨，氢氧化锂 2.15 万吨，规划 21 年碳酸锂产能 12 万吨，2022 年底碳酸锂产能

18 万吨，氢氧化锂 3 万吨。此外，Cauchari-Olarzoz、Sal de Vida 盐湖项目预计于 2022 年后建成投产，2022 年后南美盐湖产能将有所释放。基于各公司公告，预计 2021-2023 年海外盐湖供给量为 18.0/25.7/34.6 万吨 LCE。但考虑到以往开发盐湖进度时间较长，产能爬坡进展缓慢，海外盐湖实际增长供给量或将不及预期。

图表 22 海外盐湖 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）

国家	公司	项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
智利	SQM	Atacama & Carmen	4.5	7.0	10.0	13.0	17.0
	ALB	Chile-Atacama	3.0	3.3	4.4	6.0	7.0
阿根廷	Livent	Hombre Muerto	2.1	2.1	2.1	2.4	3.8
	Orocobre	Olaroz Lithium	1.3	1.1	1.5	2.3	3.3
	赣锋/MRL	Cauchari-Olarzoz				2.0	3.0
	Galaxy	Sal de Vida					0.5
锂供给总计			10.9	13.5	18.0	25.7	34.6
YOY			3.8%	23.9%	33.0%	42.8%	34.6%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

澳洲锂矿储量丰富，是全球锂资源供给主力军。澳大利亚锂资源形式为锂辉石矿，目前已建成矿山 6 个，但经历 2020 年锂精矿整体去库存阶段，大量库存低价交易，导致多个矿山关停，并且随疫情反复复产延期，目前只有四个矿山在产。澳洲锂矿 2021-2023 年锂供给并无大幅释放，增量有限。2021 年澳洲锂矿疫情后复产，主要供给增量来源于泰利森二期矿区，Altura 的 20 万吨/年锂精矿，以及 Wodgina 可能在 2022 年后才能复产的 25 万吨/年锂精矿。而基于澳洲锂企业 21Q4 的业绩公告，22 年产量指引并未出现大幅增长且有下调。基于此，预计 2021-2023 年澳洲锂矿供给量为 22.6/28.6/32.1 万吨 LCE。

图表 23 澳洲锂矿 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）

国家	矿山	2019	2020	2021E	2022E	2023E
澳大利亚	Greenbushes	9.6	6.9	10.6	14.4	16.3
	Mt Marion	4.9	5.4	5.4	5.4	6.0
	Mt Cattlin	2.4	1.4	2.5	2.6	2.6
	Pilbara	1.9	2.3	3.5	4.4	4.8
	Altura	1.9	1.4	0.6	1.9	2.5
锂供给总计		21.7	17.3	22.6	28.6	32.1
YOY		17.2%	-20.6%	31.1%	26.5%	12.2%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

中国锂盐湖主要分布在青海和西藏两地，青海盐湖产能逐渐爬坡，西藏盐湖开发正提速。青海盐湖开发早，储量大，但锂浓度低、镁锂比高，提锂难度较大，近年来青海盐湖资源开发技术逐步成熟，经过多年摸索产能逐步放量；西藏盐湖资源禀赋好，镁锂比低，资源禀赋优势明显，但西藏海拔高、生产配套设施弱、开发环境较差，目前西藏盐湖正在建设产能，开发正当时。根据各公司公告，预计 2021-2023 年国内盐湖供给量为 6.2/7.7/10 万吨 LCE。

图表 24 国内盐湖 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）

地区	公司	项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
	蓝科锂业	察尔汗盐湖	1.1	1.4	2.2	3.0	4.0

青海	青海锂业+东台资源	东台吉乃尔	0.9	0.9	1.0	1.5	2.0
	中信国安	西台吉乃尔	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
	恒信融锂业科技	西台吉乃尔外购卤水	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
	兴华锂盐	大柴旦盐湖	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
	五矿盐湖	一里坪盐湖	0.8	0.8	1.0	1.0	1.5
西藏	藏格控股	察尔汗盐湖	0.2	0.4	0.8	1.0	1.0
	西藏矿业	扎布耶盐湖	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
锂供给总计			4.1	4.6	6.2	7.7	10.0
YOY			28.6%	13.1%	34.3%	24.2%	29.9%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

中国锂辉石矿主要集中于四川地区，资源禀赋较好，开发程度较低。甘孜州甲基卡和阿坝州可尔因是两个主要矿区，分布较为集中包括六座有采矿权的矿山，资源储量达1.6亿吨，折合氧化锂储量超200万吨，且资源禀赋较好，平均品位为1.3%-1.4%。而目前正在开采中的矿山仅有甲基卡和业隆沟锂矿，未来甲基卡锂矿250万吨锂精矿选矿项目有望今年实现落地，李家沟18万吨锂精矿项目预计今年投产。锂云母资源主要分布在江西地区，资源分布较为集中。江西宜春探明可开采锂云母精矿6250万吨，折氧化锂储量约260万吨，随着2018-2019年云母提锂技术取得突破、2020年规模化生产和技术进一步升级带来提锂成本下降，锂云母作为国内锂资源的重要补充近年来得到大力发展。根据各公司公告，预计2021-2023年国内矿石供给量为6.0/9.5/14.8万吨LCE。

图表 25 国内锂矿 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）

地区	公司	项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
四川	融捷股份	甲基卡锂辉石矿	0.3	0.7	1.0	1.5	2.5
	盛新锂能	业隆沟锂辉石矿		0.5	0.5	0.8	1.0
	雅化集团/川能投	李家沟锂矿					1.3
江西	永兴材料	云母产线		1.0	1.5	2.7	3.0
	江特电机	云母产线	1.1	0.4	1.0	1.0	1.5
	南氏锂电	云母产线	0.3	0.5	1.0	2.0	3.0
	飞宇新能源	云母产线	0.3	0.6	1.0	1.5	2.5
锂供给总计			2.1	3.7	6.0	9.5	14.8
YOY			70.3%	75.0%	64.0%	58.3%	55.3%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

综上所述，2021-2023 年全球锂供给量为 52.8/71.5/91.4 万吨 LCE，同比增长 35.2%/35.4%/27.8%。

图表 26 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
海外盐湖	10.9	13.5	18.0	25.7	34.6
澳洲锂矿	21.7	17.3	22.6	28.6	32.1
国内盐湖	4.1	4.6	6.2	7.7	10.0
国内锂矿	2.1	3.7	6.0	9.5	14.8
锂供给总计	38.8	39.1	52.8	71.5	91.4
YOY		0.6%	35.2%	35.4%	27.8%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

3.3 供需展望：未来两年供需仍错配，锂价中枢有望维持高位

需求端受新能源领域拉动，锂需求保持高速增长，并且有望持续超出市场预期；供给端，海外盐湖、澳洲锂矿等主导锂资源供应商扩产进展缓慢，产能释放需要时间验证，未来 2-3 年供给增量有限。预计 2021-2023 年，锂供给短缺为 1.0/1.4/0.8 万吨 LCE。锂供需预计处于紧平衡状态。

图表 27 2019-2023 年锂供需平衡表（万吨 LCE）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
锂需求总计	29.6	34.3	53.8	72.9	92.2
YOY		16.2%	56.6%	35.6%	26.5%
锂供给总计	38.8	39.1	52.8	71.5	91.4
YOY		0.6%	35.2%	35.4%	27.8%
供给需求差	8.8	4.7	-1.0	-1.4	-0.8

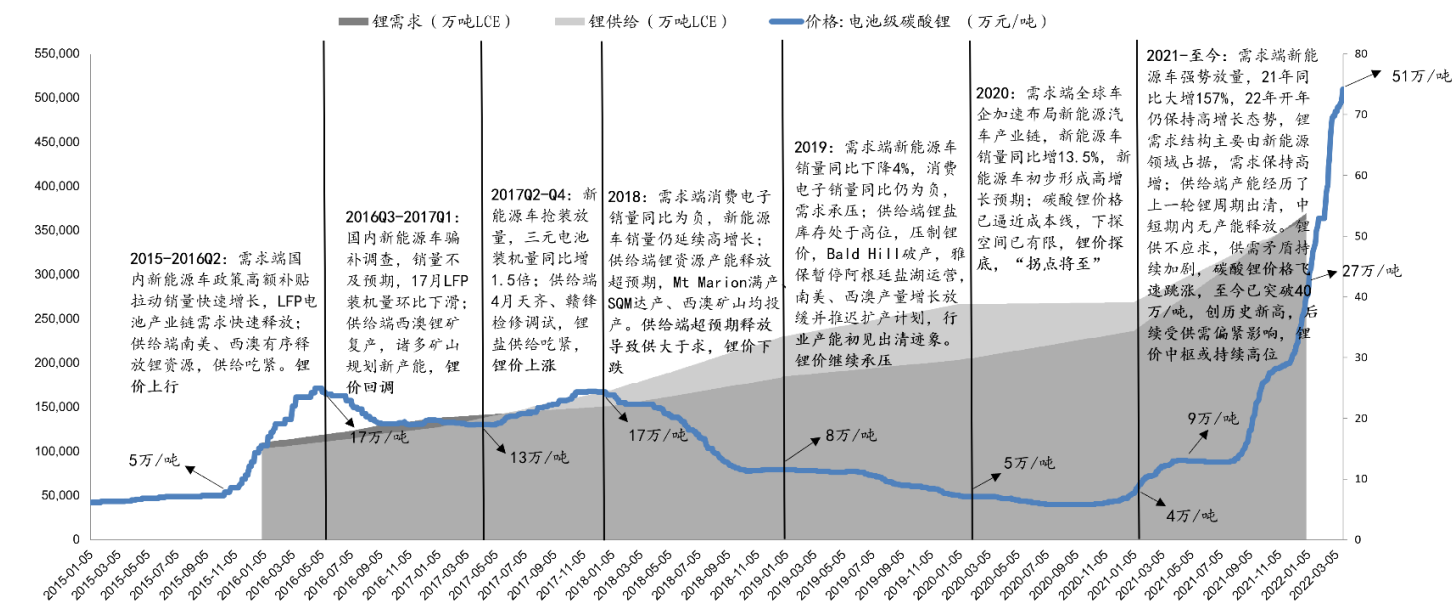
资料来源：各公司公告，华安证券研究所测算

3.4 锂行业复盘与展望：供需关系主导锂价趋势，行政协调加速锂资源开发保障产业链安全

锂价复盘：供需关系主导锂价趋势

锂作为工业金属，历史上呈现较明显的周期性。周期的演变本质上是供需关系导致，是行业下游需求变化与供给产能的出清、释放循环的过程。锂行业历史上两轮大周期主要是下游消费产品应用推动的，分别是 2004-2007 年消费电子驱动的一轮周期和 2015-2020 年新能源汽车发展初期的又一轮周期。而自 2020 年三季度以来，在全球碳达峰碳中和发展新能源的大背景下，新能源车产业链爆发以及未来储能大容量市场需求下，随着锂需求结构和增长逻辑的变化，锂行业将展现出由新能源大发展支撑的强成长性。

图表 28 供需关系主导锂价趋势，20Q3 后新能源需求主导锂价大幅快速上行



资料来源：中汽协，Marklines，高工锂电，鑫椏数据，北极星储能网，wind，各公司公告，华安证券研究所测算

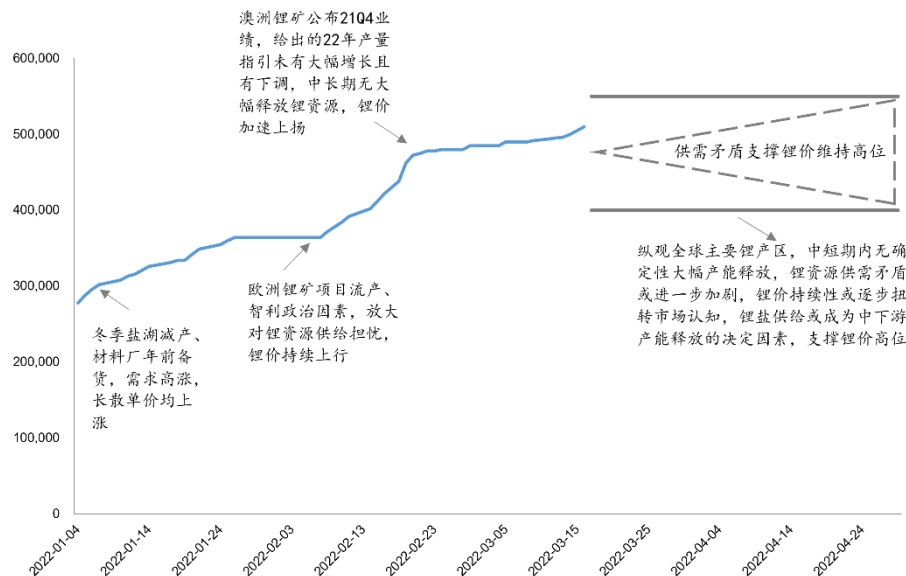
-----锂价高位持续性？

支撑本轮锂价上涨基本面核心在于需求端结构改变和成长逻辑显著，供给端瓶颈在资源，供需错配主导锂价中枢处于高位持续性更强。

需求端：1) **需求结构优化：**新能源领域需求结构占比反转超越 16 年占比近半的传统工业领域，21 年达 50%+，对锂需求拉动更为明显；2) **需求成长显著：**新能源车发展已由补贴政策驱动转换为市场驱动，内增需求显著，国内 20-25 年五年 CAGR45%+，行业成长性逻辑强化，需求刚性且高增长确定性强。

供给端：1) **供给瓶颈为资源端：**瓶颈为开发周期长达 3-5 年的锂资源端，而非投产周期 1-2 年的冶炼端，行业供需错配时间更长；2) **行业资源集中，头部锂企放量谨慎：**全球优质锂资源多数已被开发且集中于行业头部锂企，新开发项目或难度更大，周期更长，产能释放节奏或不及预期，手握优质资源的头部锂企业放量谨慎，锂资源供给量中长期难有大幅释放。3) **锂资源战略属性加强以及地缘政治因素，继而加剧了供应的不确定性。**从增速角度上来看，22 年供给端乐观预计增速小于中性预计需求端增速，供需关系仍紧张，锂价高位持续性有坚实基本面支撑。

图表 29 供需矛盾难缓解，锂价中枢有望持续处于高位



资料来源：鑫椏数据，wind，各公司公告，华安证券研究所

-----碳酸锂涨价是否会影响下游需求？

整车厂资源倾向新能源车，车型与市场布局优先级更高，单一环节成本上升并不影响车型推出与整体市场需求，且部分锂电中游环节及汽车零部件仍有价格缓冲带。1) 新能源车行业处于激烈竞争阶段，市场份额对车厂是“攸关生死”的重要指标，推出优质车型抢占市场为首要目标；2) 锂电中游环节与锂企业订单通常通过长协价格实行，且根据海外锂企已发布的 21Q4 业绩预告，21Q4 锂矿、锂盐单吨营收较市场公开均价偏低，反映出头部电池厂与整车厂锂成本仍有优势。3) 锂价上涨已逐步向产业链中下游传导，电池厂成本压力已陆续通过与车厂协商价格且进一步传导至终端，22 年诸多新能源车企宣布涨价千元，但 1-2 月国内新能源车销量达 76.5 万辆，同比增长 154.7%，延续高速增长态势，展现出新能源车受市场化驱动后产品力强势支撑消费需求，锂电中上游涨价对于车端需求影响有限，此外，车厂还可通过电控等环节降低成本，电池厂车厂对于锂价上行产生的成本消化能力或超过市场预期。

锂行业展望：市场机制价格由供需决定，行政协调加速锂资源开发保障产业链安全

市场驱动下汽车电动化势不可挡，供需决定价格与产业链利润分配，在市场机制下形成健康发展良性循环才是行业长效发展的基础。2021 年新能源车销量不断超出市场预期，而短期电池厂中游材料、尤其是开发更为谨慎的上游锂资源端供给与需求产生错配，中短期锂资源开发难度与进度难以匹配下游需求增长的速度和量级，紧张的供需关系支撑锂价高位持续时间更长。而在锂电产业链中，上游锂价高企，正极厂成本加成的定价模式决定了成本较顺畅传导至电池厂，电池厂在 2021 年中承受较大成本压力，而 2021 年底 2022 年初电池厂对于整车厂协商不同程度的涨价，将部分成本压力传导至整车厂，同时部分车型涨价继而传递至消费者，某种程度上在新能源车需求仍然高涨的背景下成本进行了传导且并未反噬需求，而在此过程中，供需关系才是锂价的决定性因素，产业链利润上移至资源端，同时也会引导加大锂资源开发力度，市场机制的调节继而保障产业健康发展。

加快国内锂资源开发迫在眉睫，青海、西藏、四川、江西齐发力齐助新能源车产业链蓬勃发展。3 月 16、17 号工信部同发改委等部门召开锂行业座谈会，会议要求产业链上下游企业要加强供需对接，协力形成长期、稳定的战略协作关系，共同引导锂盐价格理性回归。行政协调各环节加快国内锂资源开发，保障锂资源供应充分遵循了市场规律，能从市场机制上保证供应链安全的同时加强产业竞争力，更好的支撑我国新能源汽车这一战略性新兴产业健康发展。近期，诸多国内锂资源加速开发事件提上日程，显示出国家大力发展新能源车的决心与持续性，相信在市场机制和政策鼓励作用下，加速锂资源开发，产业链各方加强合作共享汽车电动化这一历史浪潮。

图表 30 保障供应，加速开发国内锂资源

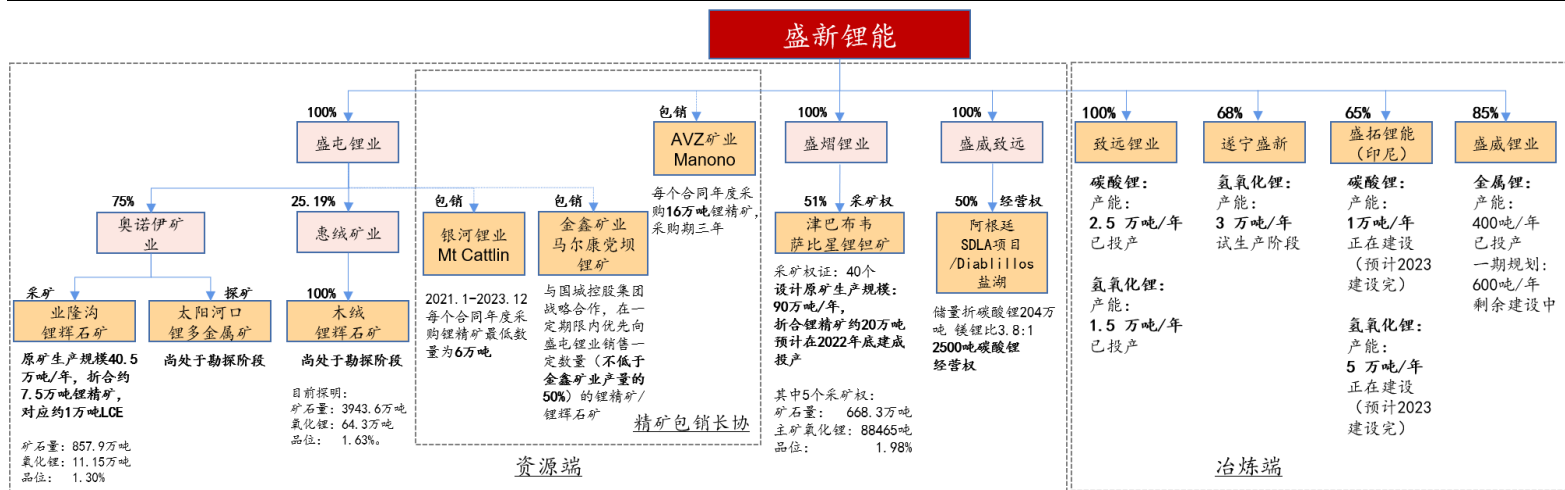
地点	涉及矿山/盐湖	加快开发情况
青海	青海盐湖	2021 年 3 月 7 日，习主席提出要加快建设世界级盐湖产业基地；5 月 20 日，《建设世界级盐湖产业基地规划及行动方案》获审议通过。
西藏	扎布耶盐湖	国资背景宝武集团入主西藏矿业，加速锂资源开发
四川	马尔康县党坝锂矿	2 月 25 日，众和股份发布公告称，子公司金鑫矿业拟引入投资方海南国城常青投资合伙企业、广州国城德远有限公司，通过增资与借款相结合的方式保全众和股份核心锂矿资产免遭拍卖，并助金鑫矿业恢复生产经营能力。
	康定县甲基卡锂辉石矿	四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划（2021~2035）》环境影响报告书（征求意见稿）提出加快甲基卡锂辉石矿、措拉锂辉石矿等矿山开发，着力打造“中国锂都”；3 月 15 日，康定市召开甲基卡锂辉矿产业工作推进会。
	No134#脉、雅江县措拉锂辉石矿	
江西	宜春锂云母矿	2021 年 8 月，国轩高科在宜春市分别与宜丰县人民政府、奉新县人民政府正式签约，两地项目全部达产预计年产碳酸锂为 10 万吨项目；9 月 13 日，宁德时代拟在有着“亚洲锂都”之称的江西宜春投资建设新型锂电池生产制造基地项目。

资料来源：各公司公告、政府网站、华安证券研究所

4 资源把控+产能扩张，竞争优势凸显

公司深度布局资源端，自给率不断提升，积极扩展锂盐产能，形成了行业内领先的竞争优势。1) 资源端：公司控股参股布局四川三大锂矿和津巴布韦锂矿，与澳洲、刚果（金）的优质锂资源供给商签订为期3年的包销协议，与国城控股集团战略合作有望包销四川马尔康党坝锂矿部分原矿精矿，同时子公司参股 UT 联合体拥有阿根廷盐湖项目经营权；2) 冶炼端：子公司致远锂业4万吨锂盐稳定生产，遂宁盛新3万吨氢氧化锂项目已于2022年初建设完毕，印尼6万吨锂盐项目产能建设预计23年完成，盛威锂业600吨/年金属锂项目已建成400吨。

图表 31 盛新锂能资源端冶炼端布局概览



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.1 锂矿盐湖深度开发+包销锁定，全球锂资源布局加速

公司国内重点布局四川锂矿，国外深度参与锂资源开采，并与优质锂资源供给商签订包销协议，保障锂资源供应，不断提升资源自供率。通过控股参股布局四川业隆沟、太阳河口、木绒锂矿和津巴布韦萨比星锂矿；与刚果（金）Manono 和澳大利亚 Mt Cattlin 矿山分别签订 16 万吨/年，6 万吨/年锂精矿包销协议；与国城控股集团战略合作有望包销四川马尔康党坝锂矿部分原矿精矿；此外公司拥有阿根廷 SDLA 盐湖项目 2500 吨 LCE 的经营权。

图表 32 公司锂资源布局情况

锂资源	来源 (公司股权)	资源名称	矿权	矿石储量 (万吨)	品位 (Li2O)	Li2O 资源 量 (万吨)	产能情况
四川锂矿	奥伊诺矿业 (75%)	金川县 业隆沟 锂多金属矿	采矿权	857.90	1.30	11.15	原矿生产规模 40.5 万吨/年，折合约 7.5 万吨锂精矿，对应约 1 万吨 LCE
		金川县太阳河口 锂多金属矿	探矿权	-	-	-	勘探阶段
	惠绒矿业 (25.19%)	雅江县 木绒锂矿	探矿权	3943.60	1.63	64.28	勘探阶段

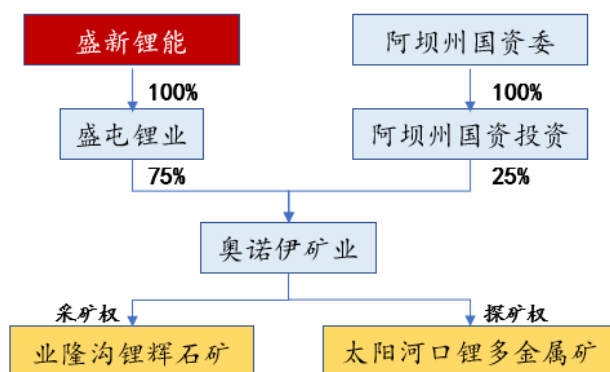
津巴布韦 锂矿	Max Mind (51%)	津巴布韦 萨比星 锂钽矿	采矿权	668.30	1.98	13.23	初步规划年产原矿 90 万吨，折锂精矿约 20 万吨，预计将在 2022 年底建成投产。40 个稀有金属矿块的采矿权证，已勘探 5 个，后续将继续勘探
包销	AVZ 矿业	刚果（金） Manono	包销	4000.00	1.65	66.00	每个合同年度期间采购量 16 万吨（+/- 12.5%），期限三年
	银河锂业	澳大利亚 Mt Cattlin 矿山	包销	820.00	1.29	10.58	每个合同年度期间采购最低数量为 6 万吨锂精矿，每个合同年度内每季度分批交付 1.5 万吨，期限三年
	国城集团 马尔康金鑫 矿业	四川 马尔康党坝锂矿	包销	3652.10	1.33	48.6	与国城控股集团战略合作，在一定期限内优先向盛屯锂业销售一定数量（不低于金鑫矿业产量的 50%）的锂精矿/锂辉石矿
经营	UT 联合体 (50%)	阿根廷 Diablillos 盐湖 SDLA 项目	经营权		镁锂 比：3.8	204 (LCE)	目前项目产能为 0.25 万吨 LCE

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

业隆沟锂多金属矿：国内少数在产锂辉石矿，原矿生产规模 40.5 万吨/年，对应约 1 万吨 LCE，产能爬坡中，预计 22 年底满产。根据 2020 年 10 月 27 日公司公告，业隆沟矿区范围内最新累计求获探明资源量+控制资源量+推断资源量矿石量 857.9 万吨，含氧化锂资源量 11.15 万吨，平均品位 1.30%，矿区氧化锂资源量达大型规模。业隆沟矿区已于 2019 年 11 月投产，是国内少数在产锂矿石的矿区，主要用于自供致远锂业进行碳酸锂生产，20/21 年产量分别为 1.07/4.18 万吨锂精矿。

太阳河口多金属矿：尚处于勘探阶段，具有较好找矿前景。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。

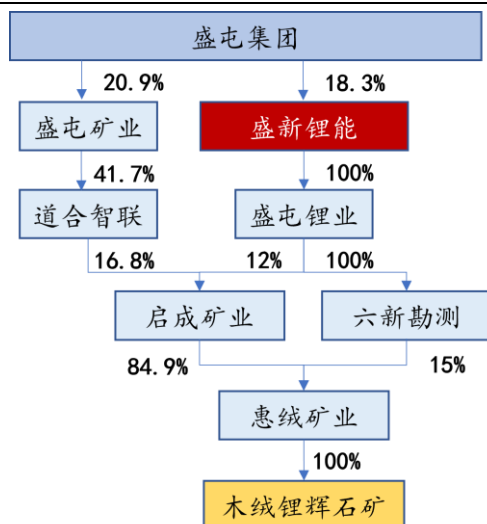
图表 33 业隆沟和太阳河口锂矿股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

木绒锂矿：资源禀赋优越的大型锂矿山，后续有望大力发展。《四川省雅江县木绒锂矿阶段性勘探地质报告》显示，截止 2020 年 12 月，木绒锂矿探矿权内 I、II 号矿体总计求获（探明+控制+推断）矿石资源量 3943.6 万吨，氧化锂资源量 64.3 万吨，氧化锂平均品位高达 1.63%。木绒锂矿已探明的资源量与品位处于国内顶尖水平，在矿石品位方面领先大多数澳洲矿山，目前处于勘探阶段，后续仍然有较大发展空间。目前盛新锂能拥有木绒锂矿 25.19% 的股权，盛屯集团旗下盛屯矿业拥有 5.9% 的股权。

图表 34 木绒锂矿股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

木绒锂矿储量大，品位高，是目前国内最大的锂矿采选项目之一。目前木绒锂矿尚处于勘探阶段，但其开发潜力已经凸显，无论是在矿石资源量，还是品位方面都位居国内锂矿资源禀赋前列，目前国内大型锂矿采选项目中，甲基卡 134 号脉已建成采矿产能 105 万吨/年、李家沟建设采矿规模 105 万吨/年，木绒锂矿资源禀赋较两者更为优越，可采选产能或更大。

图表 35 四川各锂矿矿石储量及品位

公司	矿山名称	矿石储量 (万吨)	品位	氧化锂储量 (万吨)	原矿开采规模
盛新锂能	雅江县木绒锂矿	3943.6	1.63%	64.3	-
-	甲基卡 X03 矿化脉	4258.9	1.50%	64.3	-
融捷股份	康定甲基卡 No134 矿脉	2899.5	1.42%	41.2	已建成 105 万吨采矿产能
川能动力/ 雅化集团	金川县李家沟锂辉石矿	4036.2	1.30%	51.2	105 万吨
众和股份	马尔康县乡党坝锂辉石矿区	3652.1	1.33%	48.6	未复产
润丰矿业	雅江县烧炭沟脉石英锂矿矿区	3930.0	-	47.2	建成后 120 万吨
天齐锂业	雅江县措拉锂辉石矿	1971.4	1.30%	25.6	120 万吨，暂缓建设
斯诺威	雅江县德扯弄巴锂矿	2624.8	1.34%	34.0	100 万吨，尚未建设

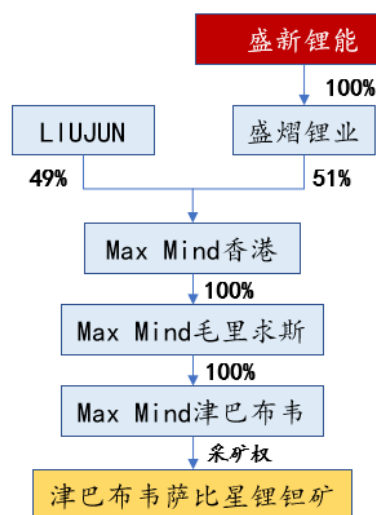
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

津巴布韦津巴布韦萨比星锂矿：项目坐拥 40 个采矿权证，项目设计原矿生产规模 90 万吨/年，折合锂精矿约 20 万吨，预计在 2022 年底建成投产。2021 年 11 月，全资孙公司盛熠国际以 7650 万美元收购 Max Mind 香港 51% 的股权，Max Mind 香港下属公司拥有津巴布韦萨比星锂矿项目总计 40 个稀有金属矿块的采矿权证，矿块面积合计

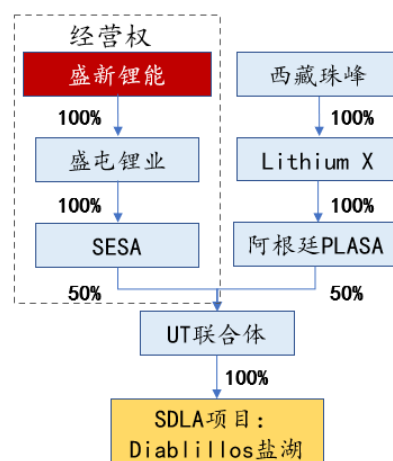
2637 公顷，公司目前对其中 5 个采矿权区块（116 公顷）进行了资源量勘探，已矿区范围内累计查明矿石资源量 668.3 万吨，其中探明资源量 123.1 万吨，控制资源量 253.4 万吨，推断资源量 291.8 万吨。其中，主矿种 Li_2O 金属氧化物 88465 吨，平均品位 1.98%；伴生 Li_2O 金属氧化物 5191 吨，平均品位 0.24%，除此之外后续将对剩余 35 个采矿权继续勘探，其锂矿资源具备增长潜力。

阿根廷 SDLA 盐湖项目：2500 吨碳酸锂经营权。2021 年 9 月，全资子公司盛威致远收购阿根廷 SESA（100%股权），并通过 SESA 获得 UT 联合体的运营权，UT 联合体经营阿根廷 SDLA 盐湖项目。阿根廷 SDLA 盐湖探明储量折碳酸锂 204 万吨，锂离子平均浓度 490ml/L，镁锂比 3.8:1，公司拥有其 2500 吨碳酸锂经营权。

图表 36 津巴布韦萨比星锂钽矿股权结构



图表 37 阿根廷 SDLA 盐湖项目股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

银河锂业、AVZ 矿业包销长协：优质锂资源补充，进一步保证锂精矿供应。公司于 2020 年 11 月、2021 年 3 月分别与银河锂业、AVZ 签订锂精矿包销协议，约定每个合同年度分别采购 6 万吨、16 万吨锂精矿，采购期三年。银河锂业旗下主要在产矿山为澳洲 Mt Cattlin，矿石资源量 820 万吨，氧化锂品位 1.29%，目前产能 18 万吨/年锂精矿；AVZ 矿业旗下主要矿山为刚果（金）Manono，矿石资源量 4000 万吨，氧化锂品位 1.65%，设计产能为 70 万吨/年锂精矿，预计 2023 年初投产。

与国城控股集团战略合作有望包销四川马尔康党坝锂矿部分原矿精矿。子公司四川盛屯锂业于 2022 年 3 月 28 日与国城集团签署了《战略合作框架协议》，双方拟积极推动金鑫矿业恢复生产经营，并由国城集团积极促成盛屯锂业与金鑫矿业的采购销售合作：在一定期限内优先向公司销售一定数量（不低于金鑫矿业产量的 50%）的锂精矿/锂辉石矿。目前金鑫矿业拥有四川省阿坝州马尔康党坝锂矿采矿权已控制 Li_2O 资源储量 91.8 万吨（约折合 227 万吨 LCE），平均品位 1.32%，2014 年金鑫矿业将原矿采选能力扩至 85 万吨/年，且计划再度扩建至 160 万吨/年（预计折 3.5-4 万吨 LCE），但后续由于债务纠纷持续停产至今，此次合作有望加速复产。

4.2 锂盐产能稳步扩张，逐渐晋升为一体化锂产品供应商

锂盐产能规模稳步扩张，目前公司拥有锂盐产能 7 万吨/年、金属锂产能 400 吨/年，23 年规划锂盐产能达 13 万吨/年、金属锂产能或达 600 吨/年。截至目前子公司致远锂业拥有 2.5 万吨/年碳酸锂产能和 1.5 万吨/年氢氧化锂产能，参股 68% 遂宁盛新 3 万吨/年氢氧化锂产能已于 2022 年 1 月全部建成投产，子公司盛威锂业一期 600 吨金属锂项目已建成 400 吨产能。随着后续公司印尼项目 6 万吨锂盐产能逐渐落地，到 23 年公司预计拥有碳酸锂产能 3.5 万吨/年，氢氧化锂产能 9.5 万吨/年，合计锂盐产能 13 万吨/年，权益锂盐产能 9.94 万吨/年，公司锂盐产能有序释放，逐渐晋升为行业内领先的一体化锂产品供应商。

图表 38 基础锂产品产能（万吨）

	2021		2022E		2023E	
	碳酸锂	氢氧化锂	碳酸锂	氢氧化锂	碳酸锂	氢氧化锂
致远锂业	2.5	1.5	2.5	1.5	2.5	1.5
遂宁盛新	-	-	-	3	-	3
盛拓锂能（印尼）	-	-	-	-	1	5
产能	2.5	1.5	2.5	4.5	3.5	9.5
合计产能	4		7		13	
权益产能	2.5	1.5	2.5	3.54	3.15	6.79
合计锂盐权益产能	4.00		6.04		9.94	
盛威锂业（金属锂）	0.015		0.04		0.06	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

致远锂业（100%子公司）：曾是国际锂业巨头雅宝重要代工厂，目前有 2.5 万吨/年碳酸锂产能和 1.5 万吨/年氢氧化锂产能，2000 吨氯化锂产能。致远锂业成立于 2015 年，2018 年曾与国际锂业巨头雅保签订代工锂盐合作协议，拥有丰富的锂盐产品生产经验。目前致远锂业合计拥有 4 万吨/年锂盐产能，根据公司 2021 年报，锂盐产品产量 4.02 万吨，同比增长 90.10%；销量 4.20 万吨，同比增长 108.54%。

遂宁盛新（控股 68%）：3 万吨/年氢氧化锂项目已于 2022 年 1 月全部建成，处于试生产状态中。遂宁盛新成立于 2019 年，是公司控股 68% 的子公司，集氢氧化锂产品研发、生产、销售于一体。根据公司公告，遂宁盛新 3 万吨/年锂盐项目已于 1 月全部建成，处于试生产阶段中，该项目团队具有丰富的产品研发、生产管理经验和深厚的专业功底，同时借鉴致远锂业 4 万吨锂盐项目的生产经验，遂宁盛新项目有望快速达产。

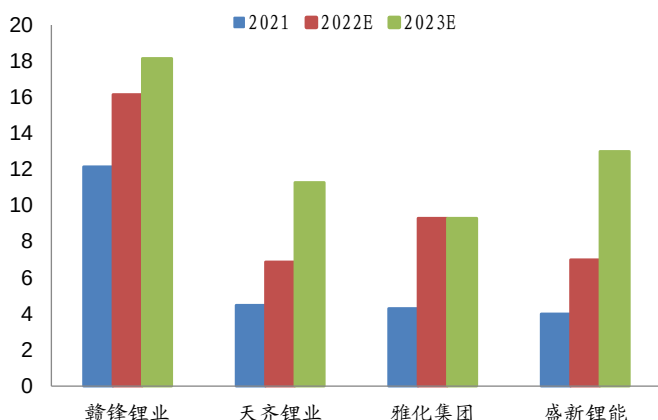
盛拓锂能（控股 65%）：前瞻性建设海外世界级竞争力新能源锂原料制造基地，计划建设 5 万吨/年氢氧化锂、1 万吨/年碳酸锂产能，预计 2023 年建成投产。盛新锂能全资孙公司盛新国际拟与 STELLAR 在印度尼西亚投资设立合资公司，在中苏拉威西省莫罗瓦利县莫罗瓦利工业园（IMIP）内投资建设年产 5 万吨氢氧化锂和 1 万吨碳酸锂项目，合资双方按其持有的股权比例包销合资公司所生产锂盐产品。公司前瞻性在、印尼建设新能源上游材料制造基地，与原材料巨头青山控股合作，有利于公司国际化布局。

盛威锂业（控股 85%）：地方支持的金属锂产品生产企业，年产 1000 吨金属锂项目一期规划 600 吨，目前已建成 400 吨产能，后续产能积极建设中。根据公司 2021H1 半年报，报告期内公司生产金属锂 44.74 吨，销售 32.06 吨。2021 年 3 月，公司向柯艾科技采购金属锂生产设备，盛威锂业的总经理周建先生系柯艾科技的控股股东及实际控制人，在上游设备端的关联布局有望产生协同效应，产能有望加速建设落地。

公司锂盐产能规模已进入国内领先行列。纵观国内锂盐公司产能规划，预计 2022

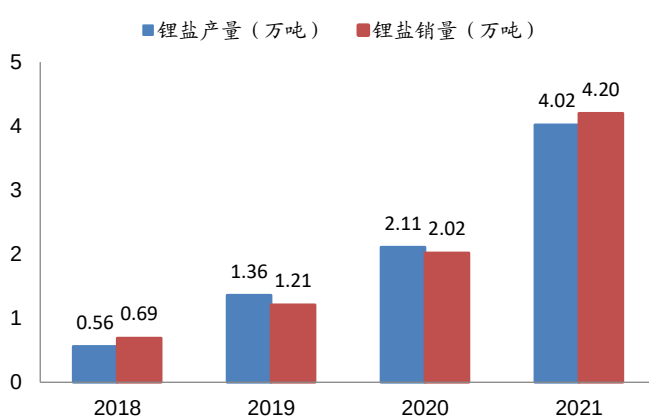
年公司锂盐产能仅次于赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团，2023 年公司权益产能或达 9.94 万吨，达国内领先水平。同时公司矿端加速布局，锂盐端产能持续释放，晋升为一体化锂产品供应商。

图表 39 国内领先锂盐公司产能情况（万吨）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 公司近年锂盐产品产销量不断提升



资料来源：wind，华安证券研究所

公司锂盐产能不断扩张，产能利用率、产销比维持高位。2021 年，公司前期建设锂盐产能不断释放，全年共生产锂盐 4.02 万吨，同比增长 90%，销售锂盐 4.20 万吨，同比增加 109%，同期锂盐价格不断上涨，实现量价齐升。公司兑现产能建设、产量能力出众，后续随着下游新能源车持续放量，公司产销量有望继续实现高增。

4.3 绑定下游优质客户群，定增引入比亚迪战略合作

公司绑定优质下游客户，受认可度高。目前，公司主要客户包括宁德时代、比亚迪、中航创新、瑞浦能源、LG 化学、SKO、浦项化学、三星 SDI、厦钨新能、巴斯夫杉杉、德方纳米、容百科技、贝特瑞等行业领先企业。

图表 41 公司与多个主流下游厂商签订供货协议，建立良好关系

时间	事件
2020-05	公司与杉杉能源签署《碳酸锂采购合同》，合同约定杉杉能源向公司购买不低于 1500 吨电池级碳酸锂
2020-07	公司与宁德时代签署《2020 年长协合同》，合同约定宁德时代拟于 2020 年 7 月-2021 年 6 月向公司采购 1 万吨电池级碳酸锂、3000 吨电池级氢氧化锂
2020-08	公司与 LGI 签署《购买协议》，LGI 拟向致远锂业购买细磨氢氧化锂，其中 1500 吨在 20 年 7-12 月转运，21 年采购量双方于 20 年底协商确定
2021-01	公司获正极材料领先厂商杉杉能源 2020 年供应商大会品质卓越奖
2022-03	公司与比亚迪签订战略合作协议，引入比亚迪为战略投资者

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

公司定增引入比亚迪战略合作，打造产业链上下游合作共赢典范。公司拟通过定增的方式，引进比亚迪作为战略投资者，定增数量约 4652.24-6978.37 万股，发行价格 42.99 元/股，募集资金不超过 30 亿元。定增完成后，比亚迪对公司持股比例约 5.1%-7.5%，同时两者签订战略协议，在原材料购销和加工、技术、矿产资源开发等方面达成合作。公司或将能够绑定比亚迪作为优质客户给予产品订单保障，同时未来双方有望共同开发锂资源，带动产业链上下合作共赢。

5 盈利拆分与投资建议

假设一：假设自 2022 年，公司主营业务收入均为锂盐业务。根据公司 2021 年度报告，公司仍有少量非锂盐业务，后续公司将根据发展战略适时对其进行剥离并继续对外转让剩余的人造板业务参股公司股权。

假设二：公司矿端产能逐渐释放，锂盐端产能建设完成后陆续爬坡，考虑到公司权益产能，公司 22/23/24 年锂盐销量分别为 5.38/7.57/9.94 万吨。

假设三：考虑到锂行业需求结构向好，资源开发进度难以匹配需求增速，锂价持续高位，假设 22/23/24 年公司锂盐产品价格为 40/37.5/35 万元/吨。公司包销锂精矿价格季度签订，为锂精矿上一季度均价范围内。

图表 42 公司盈利预测拆分

	2022E	2023E	2024E
锂盐销量（万吨）	5.38	7.57	9.94
营业收入（亿元）	190.44	251.22	307.88
同比增速	549%	32%	23%
营业成本（亿元）	137.17	173.75	216.60
毛利（亿元）	53.27	77.49	91.27
毛利率	28%	31%	30%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所测算

投资建议：预计公司 22/23/24 年营收分别为 190/251/308 亿元，同比增加 549%/32%/23%，归母净利润分别为 29.86/47.18/56.67 亿元，同比增加 251%/58%/20%，对应当前市值 PE 分别为 16x/10x/8x，考虑到新能源行业景气度持续高位，公司锂资源端布局逐渐成型自给率不断上升，锂盐冶炼端产能逐步扩张且兑现产能力强，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

政治政策风险。若相关企业所处国家或地区出现相关限制政策，影响行业发展。

新能源汽车、储能发展不及预期。若新能源汽车、储能发展增速放缓不及预期，产业政策临时性变化，补贴退坡幅度和执行时间预期若发生变化，对新能源汽车产销量、储能造成冲击，直接影响行业发展。

相关技术出现颠覆性突破。若其他电池技术出现颠覆性突破，造成锂电池产业链出现风险，相关政策执行力度减弱，锂电池销售不及预期。

行业竞争激烈，产品价格下降超出预期。可能存在产品市占率下降、产品价格下降超出预期等情况。

产能扩张不及预期、产品开发不及预期。若建立新产能进度落后，新产品开发落后，造成供应链风险与产品量产上市风险。

原材料价格波动。原材料主要为锂精矿等矿石资源，价格波动直接影响盈利水平。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	3214	11225	17304	24228					
现金	1153	1679	5770	6040					
应收账款	255	1530	2025	2485					
其他应收款	330	710	939	1151					
预付账款	98	712	964	1176					
存货	653	5267	7133	11269					
其他流动资产	724	1326	474	2107					
非流动资产	4073	4320	5038	5770					
长期投资	563	563	563	563					
固定资产	1206	1410	1643	1905					
无形资产	324	303	289	273					
其他非流动资产	1981	2044	2543	3030					
资产总计	7287	15544	22342	29998					
流动负债	1371	6473	8344	10149					
短期借款	309	309	309	309					
应付账款	398	3015	4014	4923					
其他流动负债	664	3148	4021	4917					
非流动负债	802	802	802	802					
长期借款	536	536	536	536					
其他非流动负债	266	266	266	266					
负债合计	2174	7275	9146	10952					
少数股东权益	15	173	369	544					
股本	865	865	865	865					
资本公积	3453	3453	3453	3453					
留存收益	780	3779	8508	14185					
归属母公司股东权	5098	8097	12826	18502					
负债和股东权益	7287	15544	22342	29998					

现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	219	958	4994	1181					
净利润	851	2986	4718	5667					
折旧摊销	142	101	125	146					
财务费用	52	44	40	36					
投资损失	-5	-19	-25	-31					
营运资金变动	-879	-2386	-190	-4930					
其他经营现金流	1787	5604	5233	10890					
投资活动现金流	-315	-325	-864	-875					
资本支出	-377	-732	-842	-872					
长期投资	174	13	-4	-4					
其他投资现金流	-112	394	-17	1					
筹资活动现金流	866	-107	-40	-36					
短期借款	-310	0	0	0					
长期借款	488	0	0	0					
普通股增加	116	0	0	0					
资本公积增加	928	0	0	0					
其他筹资现金流	-356	-107	-40	-36					
现金净增加额	770	526	4091	270					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	2934	19044	25122	30788					
营业成本	1572	13717	17376	21661					
营业税金及附加	28	176	234	286					
销售费用	11	258	219	246					
管理费用	158	952	1256	1539					
财务费用	37	94	100	106					
资产减值损失	-7	-18	-14	-10					
公允价值变动收益	0	0	-12	0					
投资净收益	1	19	25	31					
营业利润	1107	3820	5896	6912					
营业外收入	1	1	1	1					
营业外支出	58	34	46	40					
利润总额	1050	3787	5851	6874					
所得税	183	644	936	1031					
净利润	868	3143	4915	5843					
少数股东损益	17	157	197	175					
归属母公司净利润	851	2986	4718	5667					
EBITDA	1286	3985	6087	7109					
EPS（元）	1.08	3.45	5.45	6.55					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	63.9%	549.0%	31.9%	22.6%
营业利润	4267.2%	245.0%	54.3%	17.2%
归属于母公司净利	3030.3%	251.0%	58.0%	20.1%
获利能力				
毛利率（%）	46.4%	28.0%	30.8%	29.6%
净利率（%）	29.0%	15.7%	18.8%	18.4%
ROE（%）	16.7%	36.9%	36.8%	30.6%
ROIC（%）	15.5%	35.0%	35.4%	29.6%
偿债能力				
资产负债率（%）	29.8%	46.8%	40.9%	36.5%
净负债比率（%）	42.5%	88.0%	69.3%	57.5%
流动比率	2.34	1.73	2.07	2.39
速动比率	1.80	0.81	1.10	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.40	1.23	1.12	1.03
应收账款周转率	11.49	12.44	12.41	12.39
应付账款周转率	3.95	4.55	4.33	4.40
每股指标（元）				
每股收益	1.08	3.45	5.45	6.55
每股经营现金流	0.25	1.11	5.77	1.36
每股净资产	5.89	9.36	14.82	21.38
估值比率				
P/E	53.66	15.61	9.88	8.23
P/B	9.84	5.76	3.64	2.52
EV/EBITDA	38.87	11.51	6.87	5.84

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

牛义杰：新南威尔士大学经济与金融硕士，曾任职于银行总行授信审批部，一年行业研究经验，覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

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

免责声明

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

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

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。