

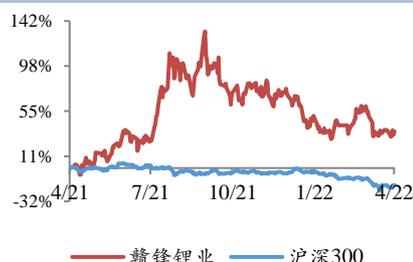
持续深化产业链布局，业绩加速释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-01

收盘价（元）	128.53
近12个月最高/最低（元）	120.00/88.76
总股本（百万股）	1,437
流通股本（百万股）	859
流通股比例（%）	59.79
总市值（亿元）	1,848
流通市值（亿元）	1,105

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

1.量价齐升提振业绩，多维布局拓宽远期成长空间 2021-09-02

2.量价齐升，助力锂盐龙头业绩高速增长 2021-05-04

3.加快布局全产业链，打造国内锂业龙头 2020-09-25

主要观点：

● 公司事件

公司发布 2021 年度报告。1) 从全年看，2021 年公司实现营业收入 111.62 亿元，同比+102.07%，实现归母净利润 52.28 亿元，同比+410.26%。2) 从单四季度看，公司 Q4 实现营业收入 41.08 亿元（同比+241.90%/环比+37.43%），实现归母净利润 27.56 亿元（同比+296.96%/环比+160.91%）。

● 锂盐产品量价齐升，助力公司业绩大幅增长

1) **价格方面**，受益于新能源汽车产业高景气，锂价中枢持续上移。工信部公布的数据显示，2021 年，国内新能源汽车产销分别为 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比均增长 1.6 倍，国内新能源汽车产业景气度提升，刺激上游锂盐需求释放，推动锂价持续上行。2021 年国内电池级碳酸锂市场均价约为 12.26 万元/吨，较 2020 年 4.56 万元/吨的均价同比+168.9%；氢氧化锂市场均价约为 11.41 万元/吨，较 2020 年 5.18 万元/吨的均价同比+120.3%，2021 年公司锂盐产品均价 9.07 万元/吨，同比+49.12%，锂盐产品售价大幅上涨，公司业绩得到提升。

2) **产销量方面**，2021 年，公司锂盐产品实现产量 8.97 万吨，同比+65.23%，销售 9.07 万吨，同比+43.97%，锂盐产品产销规模提升，主要系锂盐项目产能有序爬坡贡献增量。公司去年建设完成的马洪三期年产 5 万吨氢氧化锂生产线产能爬坡顺利并于 2021Q1 满产；另外宁都年产 1.75 万吨电池级碳酸锂生产线技改完成，产能扩张到 2 万吨/年。

● 持续深化锂资源产业链布局，明确未来发展方向

1) **上游锂资源**：公司通过参股或签订包销协议，持续锁定优质锂资源，拓宽原材料的多元化供应渠道，为中下游业务拓展提供资源保障。①**锂黏土资源方面**，公司正在积极推动墨西哥 Sonora 锂黏土项目，目前持有 Sonora 项目层面 50%股份，正在进行 Bacanora 层面的要约收购，以保障该项目的 100%权益产能，力争将其打造成为全球锂黏土提锂的领先项目。②**锂辉石资源方面**，公司通过收购荷兰 SPV 公司 50%的股权间接持有 Goulamina 锂辉石矿项目权益并取得包销权；此外近日公司与 PMI 签署了《合作协议》，公司包销 Mount Marion 锂精矿总产量的 49%，PMI 包销 51%，且双方约定由公司加工 PMI 包销部分的锂辉石，并由公司负责销售。③**盐湖资源方面**，公司积极推进阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目的开发建设，一期年产 4 万吨电池级碳酸锂预计在 2022 年 9 月投产，且已经启动二期扩产可行性研究计划；同步推进阿根廷 Mariana 锂盐湖项目投建，已获得当地政府环评批复并开展年产 2 万吨氯化锂的工厂建设；此外公司通过收购伊犁鸿大间接持有青海一里坪盐湖项目 49%的权益，目前一里坪项目已形成年产 1 万吨碳

酸锂的开采能力。

2) 中游锂盐深加工: 公司不断扩充锂盐产品的产能, 目前拥有碳酸锂产能 4.3 万吨/年, 氢氧化锂产能 8.1 万吨/年。①海外端, 公司正在建设 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目不少于 6 万吨碳酸锂产能、Mariana 锂盐湖项目一期 2 万吨氯化锂产能、Sonora 锂黏土项目一期 5 万吨氢氧化锂产能; ②国内方面, 江西的年产 5 万吨锂电新能源材料项目以及宜春的 0.7 万吨金属锂及锂材项目即将投建。公司计划到 2025 年形成总计年产 30 万吨 LCE 的锂产品供应能力, 未来要形成不低于 60 万吨 LCE 的锂产品供应能力。

3) 下游锂电板块: 固态电池以及高端聚合物锂电池等是公司电池板块研发的重点领域。①固态电池方面, 公司已投资建成了年产 0.3GWh 的第一代固态锂电池研发中试生产线。②动力/储能电池方面, 公司控股子公司赣锋锂电分别建设江西新余年产 5GWh 新型锂电池项目和重庆两江年产 10GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目, 其中江西新余新型锂电池项目已于 2022 年 1 月投产。待项目全部顺利投产, 公司锂电产能有望突破 20GWh, 大幅提高公司盈利能力。

4) 废旧电池回收: 在未来规划中, 公司将建立每年可回收 10 万吨退役锂电池的大型综合设备, 通过扩充锂电池回收业务产能及在回收及再利用退役电池方面的专长继续向下游拓展业务, 实现公司业务的可持续发展并创造多样化的收益来源。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 355.4/400.5/481.5 亿元, 同比增长 218.4%/12.7%/20.2%; 对应归母净利润分别为 115.5/134.5/156.3 亿元, 同比增长 120.8%/16.4%/16.2%; 当前股价对应 PE 分别为 16X/13X/12X, 维持“买入”评级。

● 风险提示

锂盐价格波动风险、下游需求不及预期、项目进展不及预期、海外政策变动风险。

● 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	11162	35541	40051	48149
收入同比 (%)	102.1%	218.4%	12.7%	20.2%
归属母公司净利润	5228	11547	13446	15625
净利润同比 (%)	410.3%	120.8%	16.4%	16.2%
毛利率 (%)	39.8%	42.8%	43.6%	42.1%
ROE (%)	23.9%	34.5%	28.7%	25.0%
每股收益 (元)	3.73	8.03	9.35	10.87
P/E	38.30	15.64	13.43	11.56
P/B	9.38	5.40	3.85	2.89
EV/EBITDA	51.75	12.96	10.78	8.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 公司上游优质锂资源和包销项目为锂盐产能扩张提供资源保障

	资源类型	项目	项目地	权益占比	资源量 (探明+控制+推断)
公司直接或间接拥有的上游锂资源	锂辉石	Mount Marion	澳大利亚	50%	241.6 万吨 LCE
		Pilgangoora	澳大利亚	6.16%	871 万吨 LCE
		Avalonia	爱尔兰	55%	勘探中
		宁都河源	中国江西	100%	10 万吨 LCE
	盐湖	Cauchari-Olaroz	阿根廷	46.67%	2458 万吨 LCE
		Mariana	阿根廷	100%	812.1 万吨 LCE
		青海一里坪	中国青海	49%	165 万吨 LCE
锂黏土	Sonora	墨西哥	Sonora 项目由公司持有 50%， Bacanora 持有 50%；公司持有 Bacanora86.88%股权	882 万吨 LCE	
	资源类型	项目	项目地	包销情况	项目情况
锂资源包销项目	锂辉石	Mount Marion	澳大利亚	公司包销 Mount Marion 锂精矿总产量的 49%，PMI 包销 51%，且双方约定由公司加工 PMI 包销部分的锂辉石，并由公司负责销售	运营中
		Pilgangoora	澳大利亚	项目第一期投产后每年供应 16 万吨锂原材料的包销权，项目第二期建成投产后，将额外获得每年不超过 15 万吨锂原材料的包销权	项目一期运营中，项目二期建设中
		Manono	非洲刚果	公司已获得初始期限为 5 年的包销权，且可根据公司自身需求选择是否再延长 5 年期限。从第三年起，每年向公司提供 6%的锂精矿将增加到 16 万吨	建设中
		Finniss	澳大利亚	公司每年至少包销 7.5 万吨锂精矿	建设中
		Goulamina	非洲马里	项目一期年产能约 50 万吨锂辉石精矿 50%的包销权。若公司直接提供财务资助或协助 LMSA 获得第三方银行或其他金融机构提供的债务资金，则可以获得项目一期剩余 50%产能的包销权。	建设中
	盐湖	Cauchari-Olaroz	阿根廷	年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76%的产品包销权	建设中
		Mariana	阿根廷	按照项目权益比例包销	建设中

	锂黏土	Sonora	墨西哥	公司对项目一期的 50%的锂产品进行包销,项目二期公司可选择将包销量增至 75%	建设中
	产品	设计产能 (吨/年)	在建项目	在建产能	
公司锂盐产品产能情况	碳酸锂	43000	Cauchari-Olaroz	一期产能 4 万吨碳酸锂,二期扩产产能不低于 2 万吨碳酸锂当量	
	氢氧化锂	81000	Sonora	一期产能 2 万吨氢氧化锂	
			年产 5 万吨锂电新能源材料项目	形成年产 5 万吨碳酸锂当量的锂电新能源材料产能,项目分两期建设,一期建设年产 2.5 万吨氢氧化锂项目	
	金属锂	2150	年产 7000 吨金属锂及锂材项目	分期投资建设年产 7000 吨金属锂及锂材项目,新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等产线	
氯化锂	-	Mariana	一期产能 2 万吨氯化锂		

资料来源:公司公告,华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14627	27135	38996	54636	营业收入	11162	35541	40051	48149
现金	6332	3486	12620	23080	营业成本	6719	20323	22608	27882
应收账款	2499	7907	9086	10828	营业税金及附加	88	218	256	316
其他应收款	30	145	158	182	销售费用	62	271	285	338
预付账款	218	1370	1478	1689	管理费用	470	1414	1563	1916
存货	3283	10355	11364	14014	财务费用	182	31	-52	-248
其他流动资产	2265	3872	4290	4843	资产减值损失	-8	0	0	0
非流动资产	24430	28677	33067	37309	公允价值变动收益	2229	0	0	0
长期投资	4087	4936	5837	6979	投资净收益	93	390	365	462
固定资产	3029	2630	2029	1225	营业利润	5719	13079	15026	17503
无形资产	5090	6932	8898	10750	营业外收入	67	0	0	0
其他非流动资产	12223	14178	16303	18355	营业外支出	12	0	0	0
资产总计	39057	55812	72063	91945	利润总额	5774	13079	15026	17503
流动负债	8209	13092	15462	19227	所得税	357	1207	1144	1385
短期借款	1970	0	0	0	净利润	5417	11872	13882	16118
应付账款	1611	5085	5686	6946	少数股东损益	188	325	435	493
其他流动负债	4629	8008	9775	12281	归属母公司净利润	5228	11547	13446	15625
非流动负债	4681	4681	4681	4681	EBITDA	3969	14010	15995	18453
长期借款	3639	3639	3639	3639	EPS (元)	3.73	8.03	9.35	10.87
其他非流动负债	1042	1042	1042	1042					
负债合计	12890	17773	20143	23907					
少数股东权益	4273	4598	5033	5526	主要财务比率				
股本	1437	1437	1437	1437	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	11954	11954	11954	11954	成长能力				
留存收益	8502	20049	33495	49120	营业收入	102.1%	218.4%	12.7%	20.2%
归属母公司股东权益	21894	33441	46887	62511	营业利润	403.9%	128.7%	14.9%	16.5%
负债和股东权益	39057	55812	72063	91945	归属于母公司净利	410.3%	120.8%	16.4%	16.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	39.8%	42.8%	43.6%	42.1%
					净利率 (%)	46.8%	32.5%	33.6%	32.5%
					ROE (%)	23.9%	34.5%	28.7%	25.0%
					ROIC (%)	10.3%	27.3%	23.8%	21.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	33.0%	31.8%	28.0%	26.0%
					净负债比率 (%)	49.3%	46.7%	38.8%	35.1%
					流动比率	1.78	2.07	2.52	2.84
					速动比率	1.36	1.18	1.69	2.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.64	0.56	0.52
					应收账款周转率	4.47	4.49	4.41	4.45
					应付账款周转率	4.17	4.00	3.98	4.01
					每股指标 (元)				
					每股收益	3.73	8.03	9.35	10.87
					每股经营现金流薄)	1.82	3.03	10.25	11.17
					每股净资产	15.23	23.26	32.62	43.49
					估值比率				
					P/E	38.30	15.64	13.43	11.56
					P/B	9.38	5.40	3.85	2.89
					EV/EBITDA	51.75	12.96	10.78	8.78

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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接收任何形式的补偿，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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。