



Research and
Development Center

全球视野，产业纵横

—盛新锂能(002240)公司深度报告

2022 年 4 月 10 日

娄永刚	黄礼恒
金属新材料行业首席分析师	金属新材料行业分析师
S1500520010002	S1500520040001
010-83326716	18811761255
louyonggang@cindasc.com	huangliheng@cindasc.com

证券研究报告

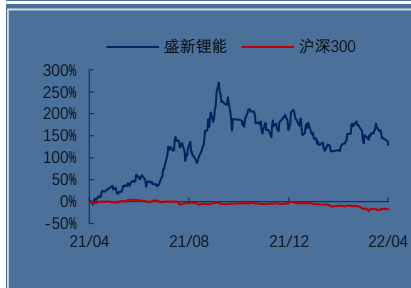
公司研究

公司深度报告

盛新锂能 (002240)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	47.57
52 周内股价波动区间(元)	19.30-76.96
最近一月涨跌幅(%)	-5.47%
总股本(亿股)	8.65
流通 A 股比例(%)	80.74%
总市值(亿元)	411.65

资料来源：信达证券研发中心

相关研究：

深度报告：《锂在川上，依依东望》
(20200519)

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

盛新锂能：全球视野，产业纵横

2022 年 04 月 10 日

本期内容提要：

- ◆**公司锂业版图逐步完善。**2021 年以来，公司布局锂行业的版图逐步清晰。作为锂业新秀，公司具备全球化视野和全产业链渗透的格局，并通过超强的执行力将对锂行业的认知快速落地。在锂资源端，公司积极布局中国四川、非洲、阿根廷等锂资源重地；锂盐环节，公司除了四川德阳和射洪基地外，拟在印尼布局氢氧化锂工厂。产业纵向，公司除了宁德、三星、LG 等电池客户及厦钨新能、德方纳米等正极材料客户外，将通过定增方式引入比亚迪作为战投，直接渗透至产业终端整车厂；产业横向，公司与国城集团签署战略合作协议，拟在马尔康金鑫矿业层面开展锂资源合作。
- ◆**积极布局锂资源，加强资源保障。**公司多渠道保障锂资源供应，减少上游资源价格周期性波动带来的影响：（1）奥伊诺矿山原矿生产规模 40.5 万吨/年，折合锂精矿约 7.5 万吨，且公司积极推动增储；津巴布韦萨比星矿山规划设计原矿生产规模 90 万吨/年，折合锂精矿约 20 万吨，预计在 2022 年底建成投产；（2）与银河锂业、AVZ 矿业、ABY 等境外锂矿资源企业签署了长期承购协议；（3）公司参股了四川雅江县惠绒矿业，拥有阿根廷 SDLA 盐湖项目的运营权，并通过参股参与到阿根廷多个盐湖初期勘探项目，公司将积极推动上述项目的建设及投产达产。
- ◆**锂盐产能快速扩张，立足四川走向海外。**目前公司在全球范围内建有四大锂盐生产基地：（1）致远锂业位于四川省德阳市，已建成产能为年产 4 万吨锂盐（其中碳酸锂 2.5 万吨、氢氧化锂 1.5 万吨）；（2）遂宁盛新位于四川射洪经济开发区，年产 3 万吨锂盐（全部为氢氧化锂）项目已于 2022 年 1 月建成投产；（3）印尼盛拓位于印尼中苏拉威西省莫罗瓦利县莫罗瓦利工业园（IMIP），设计产能为年产 5 万吨氢氧化锂和 1 万吨碳酸锂，目前正在筹建中，预计 2023 年建成投产；（4）盛威锂业位于四川射洪经济开发区，年产 1,000 吨金属锂项目一期规划产能 600 吨，目前已建成产能 400 吨。公司立足四川，走向海外，是国内第二家赴海外建设氢氧化锂工厂的锂盐企业。
- ◆**锂价中长期将维持高位运行。**2020 年 Q3 碳酸锂价格触底反转，Q4 在新能源汽车消费旺季推动下锂价经历了本轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至 9 万元/吨，实现翻倍涨幅；2021 年上半年锂价维持 9 万元/吨左右的价格，Q3 随着新能源车进入消费旺季开启了第二波加速上涨，再度实现翻倍涨幅且创历史新高，超过 18 万元/吨；Q4 以来锂价在 19-20 万元/吨持稳运行，11 月底开启了第三轮加速上涨，目前碳酸锂价格为 51.7 万元/吨。2022-2025 年，我们预计锂供需仍将维持紧平衡状态，产业链将长期维持低库存水平，锂价有望维持高位运行。
- ◆**盈利预测与投资评级：**结合公司产能释放节奏和锂电行业发展情况，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 4.80、6.48、8.14 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 10x、7x、6x。我们认为伴随锂价高位运行，锂行业公司整体将会迎来估值修复的机会，考虑公司积极布局上游锂矿资源并不断扩张锂盐产能，维持公司“买入”评级。
- ◆**风险因素：**锂精矿供应不足导致无法支撑锂盐产能释放；新能源汽车需求增长不及预期或锂市场供给释放超预期导致锂价下跌；公司自有锂矿或新建锂盐产能投放进度低预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,791	2,934	15,867	23,230	25,221
增长率 YoY %	-21.4%	63.9%	440.8%	46.4%	8.6%
归属母公司净利(百万元)	27	851	4,157	5,611	7,042
增长率 YoY%	145.9%	3030.3%	388.7%	35.0%	25.5%
毛利率%	4.2%	46.4%	39.4%	36.7%	41.3%
净资产收益率ROE%	0.8%	16.7%	44.9%	37.7%	32.1%
EPS(摊薄)(元)	0.04	1.08	4.80	6.48	8.14
市盈率 P/E(倍)	611.00	53.66	9.90	7.34	5.85
市净率 P/B(倍)	5.69	9.84	4.45	2.77	1.88

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 4 月 8 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
公司锂业版图逐步完善.....	7
剥离木材，聚焦锂业.....	7
成功转型，业绩大增.....	7
全球视野，产业纵横.....	9
积极布局锂资源，加强资源保障.....	11
奥伊诺矿业：拥有业隆沟锂辉石矿采矿权.....	11
惠绒矿业：拥有四川省雅江县木绒锂矿探矿权.....	13
Max Mind 香港：控制津巴布韦萨比星锂钽矿.....	14
阿根廷 SESA：拥有阿根廷 SDLA 项目/Diablillos 盐湖运营权.....	15
智利锂业：拥有阿根廷萨尔塔省 Arizaro 盐湖的矿权.....	16
澳大利亚 ABY：控制埃塞俄比亚 Kenticha 锂矿.....	17
锂盐产能快速扩张，立足四川走向海外.....	17
致远锂业：公司锂盐生产大本营.....	18
遂宁盛新：3 万吨氢氧化锂已建成投产.....	18
印尼盛拓：海外投资建厂，迈出关键一步.....	19
盛威锂业：规划 1000 吨/年金属锂产能.....	19
锂价中长期将维持高位运行.....	19
需求长期确定性高速增长是锂行业演进的核心动力.....	19
锂资源将长期是锂行业发展的主要瓶颈.....	20
全年锂价将维持高位运行.....	22
盈利预测、估值与投资评级.....	23
盈利预测及假设.....	23
估值与投资评级.....	24
风险因素.....	24

表 目 录

表 1：奥伊诺矿业资源情况.....	12
表 2：业隆沟与国内其他主要开采/拟开采锂矿石矿对比.....	13
表 3：惠绒矿业资源情况.....	14
表 4：津巴布韦萨比星锂钽矿项目资源情况（已勘探部分）.....	15
表 5：公司主要锂盐产品产能情况.....	17
表 6：全球锂资源产量预测（LCE，万吨）.....	21
表 7：盈利预测关键条件假设.....	23
表 8：可比公司估值比较表（2022-4-8）.....	24

图 目 录

图 1：盛新锂能股权结构（截至 2022-4-8）.....	7
图 2：盛新锂能营业收入及增速.....	8
图 3：盛新锂能归母净利润及增速.....	8
图 4：盛新锂能公司经营利润率.....	8
图 5：盛新锂能各产品毛利率.....	8
图 6：盛新锂能主营产品营收结构（万元）.....	9
图 7：公司主营产品毛利结构（万元）.....	9
图 8：盛新锂能费用率.....	9
图 9：盛新锂能资产负债率.....	9
图 10：公司全球锂业务布局.....	10
图 11：公司锂业务产业链布局.....	10
图 12：奥伊诺矿业股权结构（2022-4-8）.....	11
图 13：交易完成后津巴布韦萨比星锂钽矿股权结构（2022-4-8）.....	15
图 14：阿根廷 SDLA 项目/Diablillos 盐湖股权结构.....	16

图 15: 致远锂业盈利情况 (万元)	18
图 16: 公司锂盐产销量及价格成本	18
图 17: 2021 年全球锂需求结构	20
图 18: 全球新能源汽车销量 (千辆)	20
图 19: 中国新能源汽车销量 (万辆)	20
图 20: 全球锂需求预测 (LCE, 万吨)	20
图 21: 锂盐价格变化 (元/吨)	23
图 22: 锂辉石价格变化 (美元/吨)	23

投资聚焦

公司锂业版图逐步完善。2021 年以来，公司布局锂行业的版图逐步清晰。作为锂业新秀，公司具备全球化视野和全产业链渗透的格局，并通过超强的执行力将对锂行业的认知快速落地。在锂资源端，公司积极布局中国四川、非洲、阿根廷等锂资源重地；锂盐环节，公司除了四川德阳和射洪基地外，拟在印尼布局氢氧化锂工厂。产业纵向，公司除了宁德、三星、LG 等电池客户及厦钨新能、德方纳米等正极材料客户外，将通过定增方式引入比亚迪作为战投，直接渗透至产业终端整车厂；产业横向，公司与国城集团签署战略合作协议，拟在马尔康金鑫矿业层面开展锂资源合作。

锂价中长期将维持高位运行。2020 年 Q3 碳酸锂价格触底反转，Q4 在新能源汽车消费旺季推动下锂价经历了本轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至 9 万元/吨，实现翻倍涨幅；2021 年上半年锂价维持 9 万元/吨左右的价格，Q3 随着新能源车进入消费旺季后开启了第二波加速上涨，再度实现翻倍涨幅且创历史新高，超过 18 万元/吨；Q4 以来锂价在 19-20 万元/吨持稳运行，11 月底开启了第三轮加速上涨，目前碳酸锂价格为 51.7 万元/吨。2022-2025 年，我们预计锂供需仍将维持紧平衡状态，产业链将长期维持低库存水平，锂价有望维持高位运行，锂资源板块整体有望迎来一轮估值修复机会。

公司锂业版图逐步完善

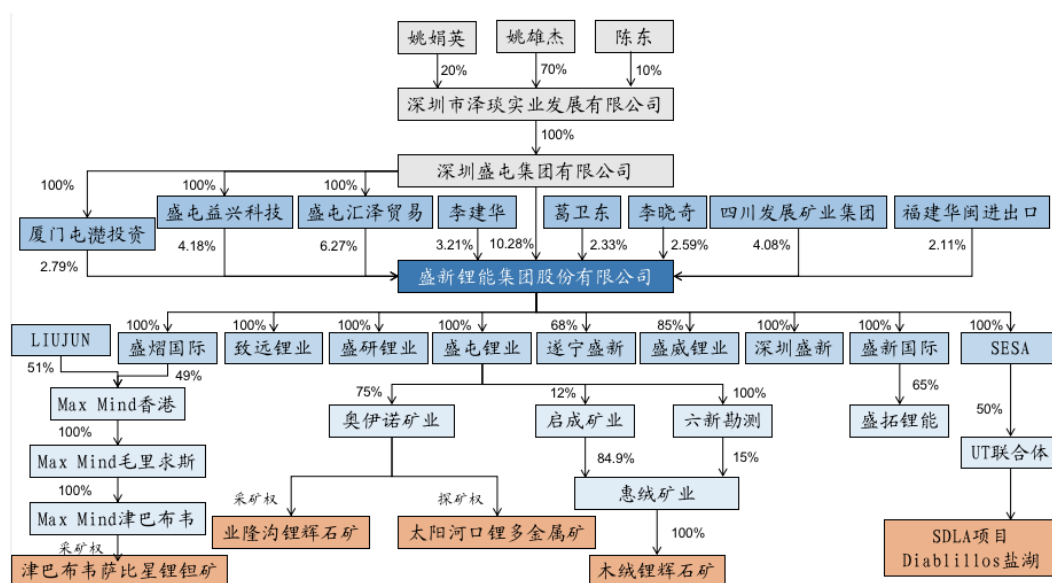
剥离木材，聚焦锂业

公司前身为威华股份，成立于 2001 年，总部位于深圳。2008 年 5 月 23 日在深圳证券交易所上市。2020 年公司更名为“盛新锂能”，2021 年公司将注册地迁至四川省成都市。

公司传统主业为中（高）密度纤维板的生产与销售、林木种植与销售。2016 年，公司通过增资控股了致远锂业和万弘高新，公司的业务延伸至锂盐及稀土产品等新能源材料领域，由此形成新能源材料业务和人造板业务并发展的格局。2020 年 9 月底，公司完成对人造板业务子公司控股权的出售，稀土业务也于 2021 年 5 月完成剥离。目前公司还有少量林木业务，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，公司将专注于锂电新能源材料的发展。

盛屯集团直接持有公司 10.28% 的股权，通过一致行动人合计持有公司 23.52% 的股权，为公司控股股东。公司实际控制人为姚雄杰，持有盛屯集团 70% 股权。

图 1：盛新锂能股权结构（截至 2022-4-8）



资料来源: Wind, 公司 2021 年报, 信达证券研发中心

成功转型，业绩大增

公司传统业务为木材和稀土业务，2017 年盛屯集团控股后，加大木材业务改革力度，降本增效，并通过投产致远锂业转型锂盐业务，2018 年公司业绩大幅提升。2019 年受贸易战影响，木材需求下滑，同时锂价下跌导致锂盐业绩下滑以及锂矿原料存货减值，公司业绩出现亏损。

2020 年 8 月公司完成对纤维板业务的剥离。公司向盛屯宏瑞泽实业及盛屯集团出售其纤维板业务相关全资子公司的控股权，交易价格合计 9.21 亿元，净收益 4.47 亿元。

2021 年 6 月公司完成对人造板业务的剥离。公司于 2021 年 5 月和 6 月相继公告称，公司

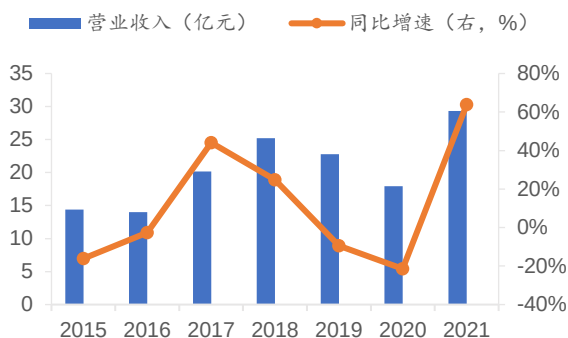
出售人造板业务参股公司广东威利邦木业 45%股权以及台山威利邦 21.43%的股权，交易完成后，公司完成对人造板业务的剥离。

2021 年 5 月公司剥离了稀土业务。公司对外出售了稀土业务子公司万弘高新 51%股权，交易完成后，公司不再持有万弘高新股权。

2021 年公司经营业绩大幅提升。2021 年，新能源汽车和储能行业高速发展，锂盐产品市场需求、销售价格均大幅增长，公司实现营业收入 29.34 亿元，同比增长 63.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.5 亿元，同比增长 3030%；同时公司全年锂盐产品产量 4.02 万吨，同比增长 90.10%，销量 4.20 万吨，同比增长 108.54%；锂精矿产量 4.18 万吨。

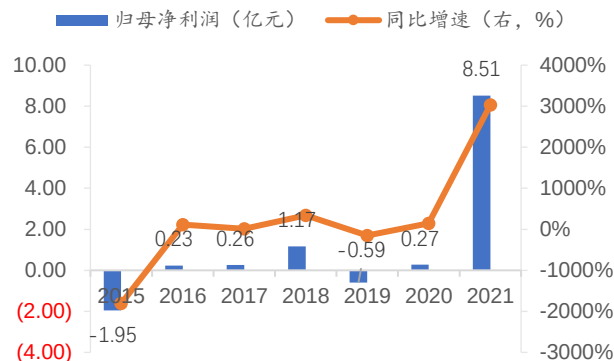
锂产品成为公司主要盈利来源。2021 年公司锂产品销售收入 27.85 亿元，同比增长 301.46%，占公司总营收 95%。公司将继续加大锂电新能源领域的投入，积极推动在建项目的建设进度，同时在全球范围内继续积极寻求优质的锂资源项目，重点围绕四川、非洲、阿根廷等地加强资源储备，并根据未来锂产品的市场需求适时扩大产能规划。

图 2：盛新锂能营业收入及增速



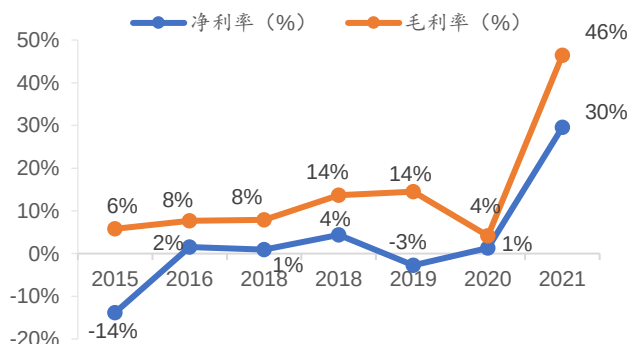
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：盛新锂能归母净利润及增速



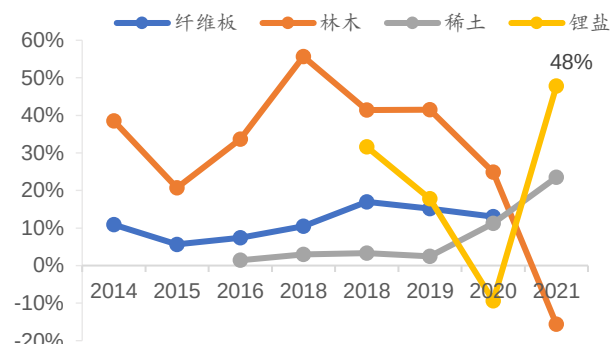
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：盛新锂能公司经营利润率

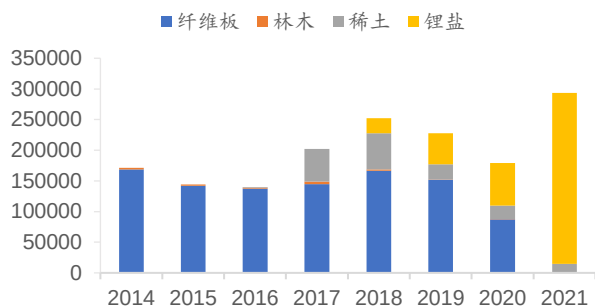


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

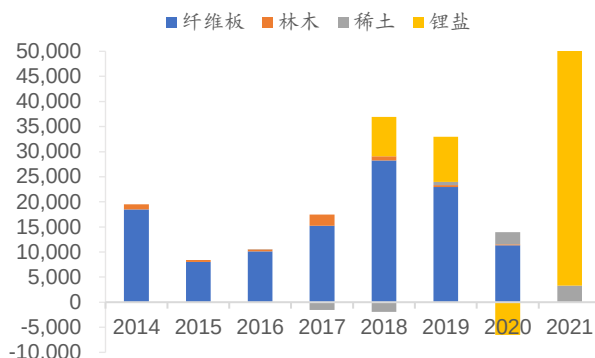
图 5：盛新锂能各产品毛利率



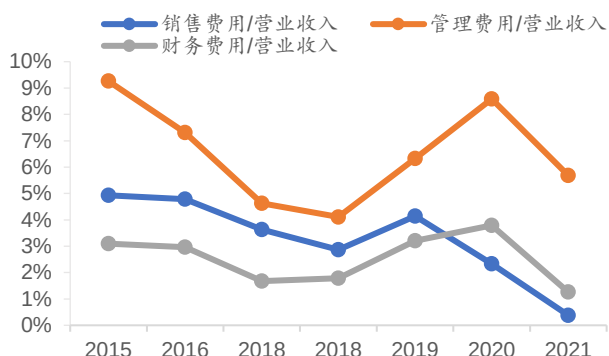
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：盛新锂能主营产品营收结构（万元）


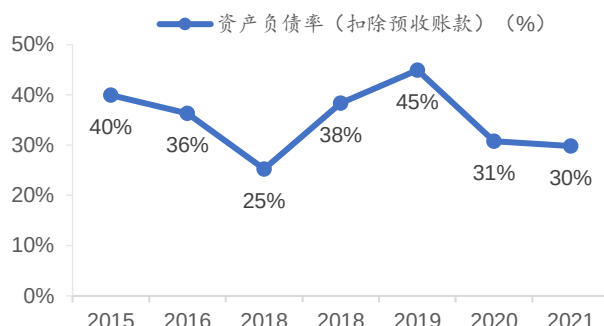
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：公司主营产品毛利结构（万元）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：盛新锂能费用率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：盛新锂能资产负债率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

全球视野，产业纵横

2021 年以来，公司布局锂行业的版图逐步清晰。作为锂业新秀，公司具备全球化视野和全产业链渗透的格局，并通过超强的执行力将对锂行业的认知快速落地。在锂资源端，公司积极布局中国四川、非洲、阿根廷等锂资源重地；锂盐环节，公司除了四川德阳和射洪基地外，拟在印尼布局氢氧化锂工厂；产业纵向，公司除了宁德、三星、LG 等电池客户及厦钨新能、德方纳米等正极材料客户外，将通过定增方式引入比亚迪作为战投，直接渗透至产业终端整车厂；产业横向，公司与国城集团签署战略合作协议，拟在马尔康金鑫矿业层面开展锂资源合作。

2021 年，公司在国内加大对四川雅江县惠绒矿业的持股比例；在海外规划新建印尼盛拓 6 万吨锂盐项目，收购了津巴布韦萨比星锂矿项目 51% 的股权、阿根廷 SESA 公司（获得 SDLA 盐湖项目运营权），并通过参股参与到阿根廷多个盐湖初期勘探项目。

目前公司在全球范围内建有四大锂产品生产基地：（1）致远锂业位于四川省德阳市绵竹德阿生态经济产业园，已建成产能为年产 4 万吨锂盐（其中碳酸锂 2.5 万吨、氢氧化锂 1.5 万吨）；（2）遂宁盛新位于四川射洪经济开发区锂电产业园，年产 3 万吨锂盐（全部为氢氧化锂）项目已于 2022 年 1 月建成投产；（3）印尼盛拓位于印尼中苏拉威西省莫罗瓦利县莫罗瓦利工业园（IMIP），设计产能为年产 6 万吨锂盐，目前正在筹建中，预计 2023 年建成投产；（4）盛威锂业位于四川射洪经济开发区锂电产业园，年产 1,000 吨金属锂项目一期规划产能 600

吨，目前已建成产能 400 吨，剩余产能在积极建设中。

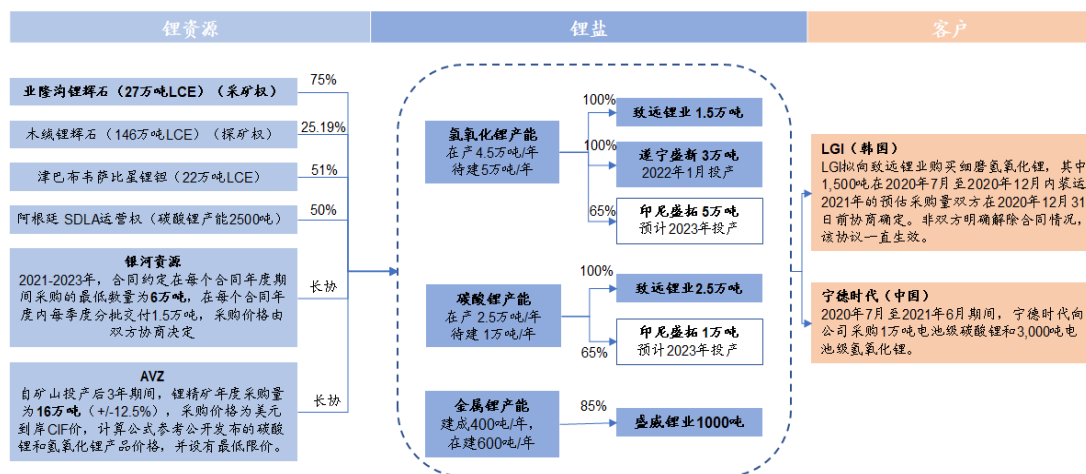
为保障公司锂产品生产的原料供应，公司在全球范围内陆续布局锂资源项目，既有硬岩矿山项目，也有盐湖提锂项目：（1）奥伊诺矿业在川西地区的金川县拥有业隆沟锂辉石矿采矿权和太阳河口锂多金属矿详查探矿权，其中业隆沟锂辉石矿已探明 Li_2O 资源量 11.15 万吨，平均品位 1.30%，项目已于 2019 年 11 月投产，原矿生产规模 40.5 万吨/年，太阳河口锂多金属矿目前处于探矿权阶段；（2）公司收购了 Max Mind 香港 51% 股权，其下属津巴布韦孙公司拥有位于津巴布韦萨比星锂钽矿项目总计 40 个稀有金属矿块的采矿权证，其中 5 个矿权的主矿种 Li_2O 资源量 8.85 万吨，平均品位 1.98%，其他 35 个矿权处于勘探前期准备工作阶段，根据初步规划，萨比星锂钽矿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；（3）公司参股了四川雅江县惠绒矿业合计 25.19% 股权，惠绒矿业目前拥有 1 项探矿权，截止 2020 年 12 月底已探明 Li_2O 资源量 64.29 万吨，平均品位 1.63%；（4）公司收购了阿根廷 SESA 公司 100% 股权，SESA 拥有对 UT 联合体的运营权，UT 联合体经营阿根廷 SDLA 项目，项目在产年产能 2,500 吨碳酸锂当量。

图 10：公司全球锂业务布局



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 11：公司锂业务产业链布局



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

积极布局锂资源，加强资源保障

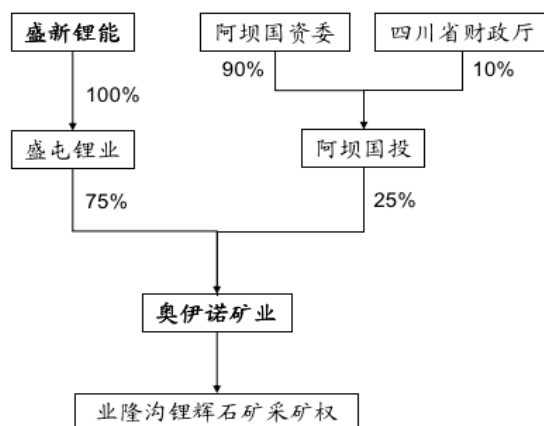
公司针对主要原料锂精矿，通过多渠道保障供应，减少上游资源价格的周期性波动带来的影响：（1）奥伊诺矿山原矿生产规模 40.5 万吨/年，折合锂精矿约 7.5 万吨，且公司积极推动增储；津巴布韦萨比星矿山规划设计原矿生产规模 90 万吨/年，折合锂精矿约 20 万吨，预计在 2022 年底建成投产；（2）与银河锂业、AVZ 矿业等境外锂矿资源企业签署了长期采购协议；（3）公司参股了四川雅江县惠绒矿业，拥有阿根廷 SDLA 盐湖项目的运营权，并通过参股参与到阿根廷多个盐湖初期勘探项目，公司将积极推动上述项目的建设及投产达产；（4）公司将积极利用各种渠道，继续寻找海内外优质锂资源标的，通过投资、运营、包销等形式锁定上游锂资源。

奥伊诺矿业：拥有业隆沟锂辉石矿采矿权

2019 年，公司以 9.2 亿元作价收购盛屯锂业 100% 的股权，盛屯锂业控股子公司奥伊诺矿业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，其中业隆沟锂辉石矿已于 2019 年 11 月投产，原矿生产规模 40.50 万吨/年，产出的锂精矿（品位 5.6%）将全部销售给致远锂业用于锂盐生产，能有效保障致远锂业的原材料供应，完成公司业务向新能源材料板块-锂盐产业链上游矿山资源的延伸。2021 年生产锂精矿 4.18 万吨。

盛屯集团承诺，2020-2022 年盛屯锂业归母净利分别不低于 0.94 亿元、1.15 亿元、1.15 亿元。2021 年盛屯锂业实现净利 1.74 亿元，完成承诺。

图 12：奥伊诺矿业股权结构（2022-4-8）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2016 年 12 月 15 日，四川省矿产资源储量评审中心出具《〈四川省金川县业隆沟矿区锂矿勘探报告〉评审意见书》，评定探矿权内查明锂矿资源储量为：矿石量 654.0 万吨，含 Li₂O 资源量 84,456 吨，伴生 Nb₂O₅ 资源量 595 吨、Ta₂O₅ 资源量 451 吨，矿石平均品位 Li₂O

1.29%、Nb₂O₅ 0.0091%、Ta₂O₅ 0.0069%。

目前，通过补充生产勘探，有效扩大了矿区资源量规模，共求获新增探明资源量+控制资源量+推断资源量矿石量 203.9 万吨，含 Li₂O 资源量 26,995 吨，伴生 Nb₂O₅ 资源量 202 吨，伴生 Ta₂O₅ 资源量 182 吨。因此，矿区范围内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 **Li₂O 资源量 111,451 吨**，平均品位 **1.30%**，伴生 **Nb₂O₅ 资源量 797 吨**，平均品位 **0.0093%**，伴生 **Ta₂O₅ 资源量 633 吨**，平均品位 **0.0074%**。矿区氧化锂资源量达大型规模。

表 1：奥伊诺矿业资源情况

矿权	矿区	矿区范围	矿石资源量 (万吨)	品种	金属氧化物资源量(吨)	平均品位 (%)	生产规模 (万吨/年)
采矿权	业隆沟锂辉石矿	原矿区	423.7	Li2O	55799	0.0132	40.5
				Nb2O5	376	0.0089	
				Ta2O5	298	0.007	
		增扩区	230.3	Li2O	28657	0.0124	
				Nb2O5	219	0.0095	
				Ta2O5	153	0.0066	
		全矿区	654	Li2O	84456	1.29	
				Nb2O5	595	0.0091	
				Ta2O5	451	0.0069	
探矿权	太阳河口锂多金属矿详查						勘查阶段

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

国内锂辉石矿主要集中在四川地区，四川锂矿成矿条件优越，资源丰富，在全国乃至全世界都占有重要地位，其中阿坝、甘孜两州探明储量大，具备大规模开发的条件，阿坝、甘孜两州的平均海拔在 3,000 米以上。因此，高海拔开采是国内锂辉石矿较为普遍的情形。

从设计的开采成本来看，四川地区锂辉石矿开采企业的矿山设计开采成本均高于位于江西的河源锂辉石矿的设计开采成本，高海拔地区相较于低海拔地区，冬季为封冻期，气候严寒，基础设施薄弱，交通不便，一定程度上增加了矿山开采成本。四川地区的锂辉石矿开采企业的矿山设计开采总成本费用在 200-300 元/吨左右，经营成本在 170-250 元/吨左右。

国内主要矿山矿石平均品位在 1.03%-1.424%之间，业隆沟锂辉石矿的平均品位为 1.3%，处于平均水平。

表 2: 业隆沟与国内其他主要开采/拟开采锂矿石矿对比

企业名称	矿山名称	地区	矿石储量 (万吨)	Li ₂ O 品位 (%)	开采规模 (万吨)	开采成本	是否正常生产
融捷股份	康定甲基卡锂辉石矿	四川甘孜州	2895	1.42%	105	2019 年锂精矿生产成本 1282 元/吨	2019 年 6 月 10 日正式投产
天齐锂业	雅江措拉锂辉石矿	四川甘孜州	542	1.17%	40	设计露天单位经营成本 193 元/吨	否
川能动力	李家沟锂辉石矿	四川阿坝州	4036	1.27%	105	设计单位经营成本 188 元/吨	否
金鑫矿业	马尔康锂辉石矿	四川阿坝州	2199	1.29%	85	设计单位经营成本 192 元/吨	2014-2016 年进行过小规模开采
赣锋锂业	河源锂辉石矿	江西赣州	576	1.03%	40	设计单位经营成本 176 元/吨	2017 年至今少量开采
盛新锂能	业隆沟锂辉石矿	四川阿坝州	654	1.30%	40.5	设计单位经营成本 231 元/吨	2019 年 11 月投产

资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

惠绒矿业: 拥有四川省雅江县木绒锂矿探矿权

2020 年 12 月-2021 年 5 月, 公司全资子公司盛屯锂业合计出资 1 亿元对启成矿业进行投资, 占启成矿业 12% 股权。2021 年 5 月, 启成矿业对雅江县惠绒矿业进行投资, 获得惠绒矿业 84.90% 股权。2021 年 9 月, 盛屯锂业购买了四川六新勘测 100% 股权, 六新勘测持有惠绒矿业 15.00% 股权。目前公司合计参股惠绒矿业 25.19% 股权。惠绒矿业目前拥有木绒锂矿探矿权, 位于四川省甘孜藏族自治州雅江县。

木绒锂矿属于大型锂矿山, 伴生金属丰富可显著提升综合利用经济效益。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 3,943.6 万吨, 金属氧化物量: Li₂O 642,854 吨, 伴生 BeO 16,814 吨, Nb₂O₅ 3,958 吨, Ta₂O₅ 2,214 吨, Rb₂O 41,693 吨, Sn 18,932 吨。矿床 Li₂O 平均品位 1.63%, BeO 平均品位 0.04%, Nb₂O₅ 平均品位 0.01%, Ta₂O₅ 平均品位 0.006%, Rb₂O 平均品位 0.106%, Sn 平均品位 0.048%。Li₂O 资源量规模为大型, 伴生铍、钽、铷达大型矿床规模, 伴生铌达小型矿床规模, 伴生锡达中型矿床规模。

目前, 木绒锂矿项目的储量报告正在编制中, 后续惠绒矿业将适时推进探转采的相关工作。

表 3: 惠绒矿业资源情况

矿权	矿区	矿石资源量 (万吨)	品种	金属氧化物资源量 (吨)	平均品位 (%)
探矿权	四川省雅江县木绒锂矿	3943.6	Li ₂ O	642845	1.63%
			BeO	16814	0.04%
			Nb ₂ O ₅	3958	0.01%
			Ta ₂ O ₅	2214	0.01%
			Rb ₂ O	41693	0.11%
			Sn	18932	0.05%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

Max Mind 香港: 控制津巴布韦萨比星锂钽矿

2021 年 11 月, 盛新锂能全资子公司深圳盛新锂能、全资香港孙公司盛熠国际与南非籍自然人 LIUJUN 及其全资持有的 Max Mind 香港签署了股份转让协议, 盛熠国际拟以 7,650 万美元的价格购买 LIUJUN 持有的标的公司 51% 的股份。该标的股份将分两次进行转让, 第一次为转让标的公司 10% 的股份, 交易价格为 1,500 万美元; 第二次为转让标的公司 41% 的股份, 交易价格为 6,150 万美元。目前, 公司已支付全部股权转让款, 标的公司的股权正在办理过户登记手续。

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 香港下属公司拥有津巴布韦萨比星锂钽项目总计 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, 共 116 公顷面积进行了资源量勘探。除上述 5 个采矿权区块外的其他 35 个矿权目前尚未进行勘探, 其具体资源量情况尚未明确, 且根据矿山地质条件及矿产资源分布等情况, 矿山主要采用露天开采方式。

公司委托四川省地质矿产勘查开发局化探队对由其中 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 88,465 吨, 平均品位 1.98%; 主矿种 Ta₂O₅ 金属氧化物 1,251 吨, 平均品位 0.0187%; 伴生 Li₂O 金属氧化物 5,191 吨, 平均品位 0.24%。矿区未开采, 全部为保有资源量。

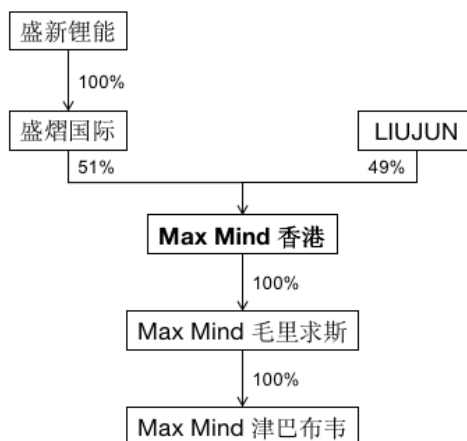
根据初步规划, 萨比星锂钽矿项目设计原矿生产规模 90 万吨/年, 折合锂精矿约 20 万吨, 预计在 2022 年底建成投产。双方股东约定按其持有的标的公司股权比例包销 Max Mind 津巴布韦所生产的锂矿产品。

表 4: 津巴布韦萨比星锂钽矿项目资源情况（已勘探部分）

矿权	矿区	矿区范围	矿石资源量（万吨）	品种	金属氧化物资源量（吨）	平均品位（%）
采矿权	津巴布韦萨比星锂钽矿项目	M4994BM、M690BM、M	668.3（探明 123.1 万吨、	Li ₂ O	88465	1.98%
		691BM、M1445BM、M1	控制 253.4 万吨、推断 2	Ta ₂ O ₅	1251	0.0187%
		446BM	91.8 万吨）	Li ₂ O（伴生）	5191	0.24%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13: 交易完成后津巴布韦萨比星锂钽矿股权结构（2022-4-8）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

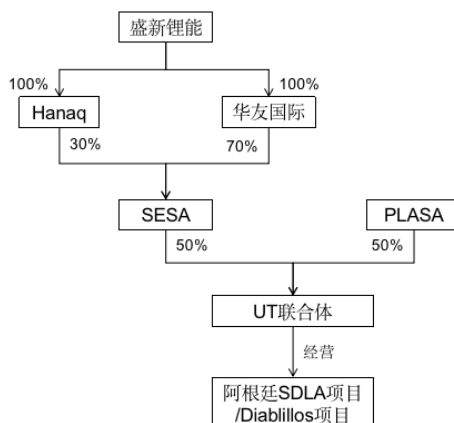
阿根廷 SESA：拥有阿根廷 SDLA 项目/Diablillos 盐湖运营权

2021 年 9 月，公司的全资子公司盛威国际与华友国际矿业、SESA 签署了《股权及债权转让协议》，收购了阿根廷 SESA 公司 100% 股权，交易价格为 3767 万美元。华友国际与 Hanaq Argentina S.A. 签署《债权和股权转让以及不可撤销的减资合同》，通过该减资合同，Hanaq 向华友国际转让其持有目标公司 30% 股权以及债权，减资合同履行完毕后，华友国际将持有目标公司 100% 股权。盛威国际收购目标公司股权及债权需在上述减资合同履行完毕后进行交割。SESA 和 POTASIO Y LITIO DE ARGENTINA S.A.（一家根据阿根廷共和国法律设立和存续的公司，以下简称“PLASA”）在 2016 年 5 月 6 日根据阿根廷共和国法律签订了公司联合体合同并组建了 UT 联合体；根据《UT 协议》，SESA 和 PLASA 各持有 UT 联合体 50% 的权益份额，SESA 为 UT 联合体的运营方，UT 联合体经营阿根廷 SDLA 项目/Diablillos 盐湖（没有所有权）。SESA 还拥有两处矿权即 Mina Maricruz I (File No. 21.041) 和 Mina Centenarito (File No. 17.998)，这两处矿权目前尚未进行开发。

标的公司的股权过户变更登记手续已办理完成，盛威致远国际有限公司持有 SESA 100% 股权，并通过 SESA 拥有对 UT 联合体的运营权，UT 联合体经营阿根廷 SDLA 项目，但公司没有 SDLA 项目内矿权的所有权，目前项目产能为 2500 吨碳酸锂当量。

SDLA 所有权目前属于西藏珠峰全资孙公司阿根廷锂钾有限公司，2021 年 9 月，西藏珠峰公告拟投资 45.54 亿元新建 5 万吨碳酸锂产能。

图 14: 阿根廷 SDLA 项目 / Diablillos 盐湖股权结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

智利锂业：拥有阿根廷萨尔塔省 Arizaro 盐湖的矿权

2022 年 1 月，公司通过全资香港孙公司盛泽国际认购 Lithium Chile Inc.（智利锂业，加拿大多伦多交易所上市公司）非公开发行的股份 4,285,720 股，认购价格为 0.7 加元/股，投资总额为 300 万加元（约合人民币 1482 万元）；同时每股配一股认股权证，行权价格为 0.85 加元/股，需在 24 个月内行权完毕。交易完成后盛泽国际持有智利锂业 2.89% 的股权。

上述认购的股份每股配一股认股权证，行权价格为 0.85 加元/股，需在 24 个月内行权完毕。基于对智利锂业发展前景的看好，盛泽国际对上述获配的认股权证进行行权，并继续认购智利锂业非公开发行的股份 2938 万股。其中行权价格为 0.85 加元/股，行权后获得新增股份 4,285,720 股，行权的投资金额为 364 万加元（约合人民币 1,855 万元）；盛泽国际继续认购智利锂业非公开发行的股份 29,380,000 股，认购价格为 0.95 加元/股，投资金额为 2791 万加元（约合人民币 1.42 亿元）。自 2022 年 1 月首次对智利锂业投资，至本次行权及继续认购后，盛泽国际对智利锂业的投资金额累计为 3455 万加元（约合人民币 1.76 亿元）。上述投资事项完成后，盛泽国际持有智利锂业的股权比例为 19.86%，为智利锂业第一大股东；根据认购协议，盛泽国际有权向智利锂业提名 2 名董事（智利锂业董事会共 9 名成员），但盛泽国际不会对智利锂业构成控制关系。

智利锂业拥有 18 个位于南美地区的矿业项目，其中包括 12 个位于智利的盐湖卤水项目，总面积 688 平方公里；1 个位于阿根廷的盐湖卤水项目，总面积 233 平方公里；以及 5 个金矿、银矿及铜矿项目，总面积 204.29 平方公里。智利锂业拥有阿根廷萨尔塔省 Arizaro 盐湖的矿权，矿权面积 233 平方公里。2022 年 2 月，智利锂业公布了 Arizaro 盐湖项目的初步资源信息：探明的资源量约为 142 万吨碳酸锂当量，矿权区盐湖卤水锂品位最高 555 mg/L，平均品位 298 mg/L；目前探明的面积占矿权总面积的 29%。智利锂业计划在 6 个月内投资 200 万美元，进一步加大勘探力度以扩增资源量。

澳大利亚 ABY：控制埃塞俄比亚 Kenticha 锂矿

4月6日公告，公司全资香港孙公司盛熠国际拟以每股0.75澳元，合计277.50万澳元（按照目前汇率折合人民币约1,336万元）的价格认购澳大利亚ABY公司（Abyssinian Metals Limited）370万股股份，占ABY公司IPO前总股本的3.4%。

ABY公司是一家注册在澳大利亚的电池金属公司，在苏丹和埃塞俄比亚等非洲国家拥有矿产资源，ABY公司的创始人和核心团队拥有非洲主要矿山开发的丰富经验，核心资产主要为埃塞俄比亚的Kenticha锂矿（持有51%股权）。其中Kenticha锂矿于1990年开始采矿，该区域具有高度矿化锂铯钽（LCT）伟晶岩，拥有已探明6,740万吨锂资源量，Li₂O平均品位1.03%，正进一步勘探开发已确定矿化的，总资源量范围在8,000-11,000万吨锂资源量，折合Li₂O达100万吨以上；南部、北部保留区的资源未来增长潜力大。Kenticha锂矿整体技术、运营团队来自原澳大利亚银河锂业，与盛新锂能有着长期的良好合作，一期20万吨/年（折合成Li₂CO₃当量3万吨/年）产线的锂精矿预计将在2023年2季度开始交付，预计矿山寿命超过18年。

ABY公司开发埃塞俄比亚南部奥罗米亚州的Kenticha项目，向盛熠国际销售和交付锂精矿产品。协议有效期从ABY公司通知产品准备装运之日起至2025年12月31日。ABY公司第一个合同年提供不低于6万吨锂精矿，剩余合同年内每年提供6-8万吨锂精矿。如ABY公司未来有多余锂精矿，双方可按书面同意的条件为盛熠国际提供额外数量的锂精矿。

锂盐产能快速扩张，立足四川走向海外

公司锂盐业务由子公司致远锂业、遂宁盛新和印尼盛拓实施，其中致远锂业位于四川德阳，设计产能4万吨/年，已于2020年第四季度全部建成；遂宁盛新位于四川遂宁，设计产能3万吨/年，已于2022年1月建成投产；印尼盛拓项目位于印尼，设计产能6万吨/年，目前正在筹建中，公司锂盐产能位居全球前列。公司是国内继天齐锂业之后第二家赴海外建设氢氧化锂工厂的锂盐企业。

表 5：公司主要锂盐产品产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
碳酸锂	35,000 吨/年	100.72%	10,000 吨/年	公司控股孙公司印尼盛拓 1 万吨碳酸锂产能正在建设中，预计 2023 年建成
氢氧化锂	95,000 吨/年		80,000 吨/年	公司子公司遂宁盛新 3 万吨氢氧化锂产能已于 2022 年 1 月建成投产；公司控股孙公司印尼盛拓 5 万吨氢氧化锂产能正在建设中，预计 2023 年建成
金属锂	1,000 吨/年	67.30%	600 吨/年	一期 600 吨金属锂项目已建成 400 吨产能，剩余产能积极建设中

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

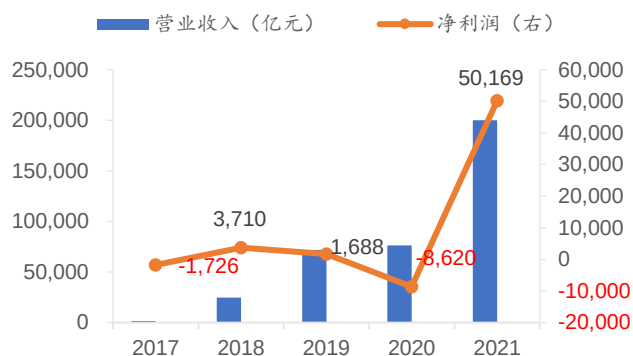
致远锂业：公司锂盐生产大本营

致远锂业曾为雅保核心代工厂之一。致远锂业一期产能投产初期主要为美国雅宝（ALB）做代加工。委托加工协议规定，致远锂业 2018 年向洛克伍德提供 6875-8430 吨锂盐产品（包括碳酸锂和氢氧化锂），2019-2020 年，致远锂业每年向洛克伍德提供至少 1 万吨锂盐产品。同时，根据致远锂业的产品情况以及洛克伍德的需求，洛克伍德拥有一项选择权，即 2018 年要求致远锂业再提供不超过 1570 吨锂盐产品；2019 年及 2020 年在提供 10000 吨锂盐的基础上，最高可以要求致远锂业提供不超过 15000 吨锂盐。对于选择权部分的产量，需由双方协商同意后书面确认。洛克伍德承诺向致远锂业绵竹工厂及时提供相应的锂辉石。协议有效期从 2018 年 2 月 27 日开始至 2020 年 12 月 31 日止。

公司投产初期即与国际锂业巨头 ALB 签订合同为其进行锂盐进行代加工，彰显公司锂业务团队技术实力。致远锂业年产能 4 万吨锂盐项目由姚开林先生带领的团队负责实施，该团队具有丰富的锂盐产品研发、生产管理经验和深厚的专业功底，曾主导参与了“电池级单水氢氧化锂的制备方法”、“硫酸锂溶液生产低镁电池级碳酸锂的方法”等五项发明专利的研发，是“中国有色金属行业电池级碳酸锂标准”的主要起草人之一。

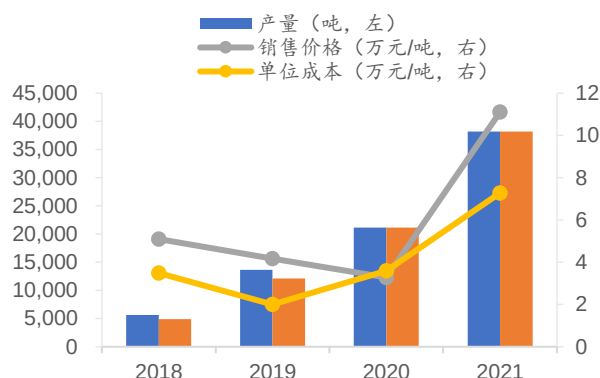
目前，致远锂业设计产能为年产 4 万吨锂盐（其中碳酸锂 2.5 万吨、氢氧化锂 1.5 万吨），已于 2020 年第四季度全部建成。公司碳酸锂、氢氧化锂生产线目前生产运行情况良好，产品品质稳定，已满足公司核心客户的要求，并获得越来越多优质客户的认可。目前，公司主要客户包括宁德时代、比亚迪、中创新航、瑞浦能源、LG 化学、SKO、浦项化学、三星 SDI、厦钨新能、巴斯夫杉杉、德方纳米、容百科技、贝特瑞等行业领先企业。

图 15：致远锂业盈利情况（万元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 16：公司锂盐产销量及价格成本



资料来源：Wind，信达证券研发中心

遂宁盛新：3 万吨氢氧化锂已建成投产

遂宁盛新锂业有限公司是公司全资子公司，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。遂宁盛新设计年产 3 万吨氢氧化锂，已于 2022 年 1 月建成投产，目前该项目试生产阶段较为顺利，公司积极推动项目按计划达产。

印尼盛拓：海外投资建厂，迈出关键一步

2021年9月，公司全资子公司盛新锂能国际有限公司与STELLAR签署项目合资协议，在印度尼西亚投资设立印尼盛拓锂能有限公司（英文名称 PT. ChengTok Lithium Indonesia），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；盛新国际持有合资公司65%股权。如本项目总投资超过本协议约定或本协议双方另行书面商定一致的其他数额，超出部分的30%由双方按照股比提供自有资金，剩余70%由盛新国际牵头以合资公司作为借款主体进行银行贷款，STELLAR应积极配合，与盛新国际共同完成融资。

公司在印尼开展碳酸锂和氢氧化锂深加工，打造具有世界竞争力的新能源动力电池锂原料制造体系，建设世界先进的动力电池原料制造基地，符合印尼政府的产业规划，符合中国政府“一带一路”发展战略，符合公司的战略发展以及全球市场的战略需求。此举对于公司完善全球锂产业版图意义重大，项目建成后公司在全球锂电产业竞争力有望进一步提升。

6万吨锂盐项目目前正在筹建中，预计2023年建成投产。

盛威锂业：规划1000吨/年金属锂产能

四川盛威锂业有限公司是公司控股子公司，公司持股85%，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。公司一期600吨金属锂项目首组150吨产能于2020年9月投入试生产。截至2022年1月末，一期600吨金属锂项目已建成400吨，剩余产能积极建设中。据公司中报，2021年H1该产线共生产金属锂产品44.74吨，销售32.06吨。

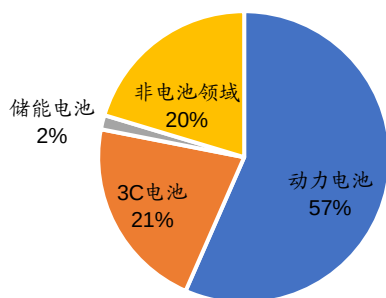
锂价中长期将维持高位运行

需求长期确定性高速增长是锂行业演进的核心动力

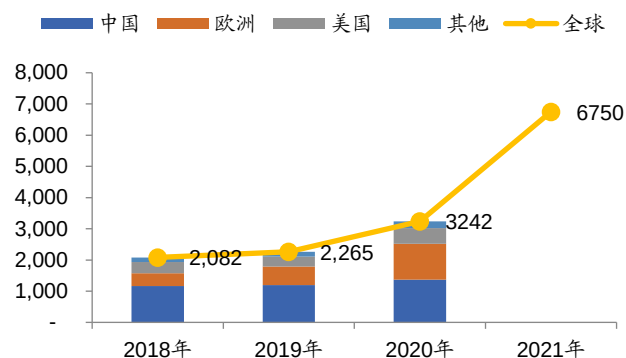
据EV-Volumes，2021年全球电动汽车销量为675万辆，同比增长108%；其中71%为纯电动汽车，29%为插电式混合动力车；全球电动汽车渗透率为8.3%。新冠疫情并没有抑制新能源汽车销量高速增长的势头。

2022年，中国新能源汽车市场将维持自然高速增长，美国新能源补贴政策有望推动新能源汽车销量爆发，全球新能源汽车有望在更多爆款车型的共同推动下维持销量高速增长和渗透率快速提升，我们预计2022年全球新能源车销量将超过1000万辆，增速超过50%；同时预计2022年全球锂需求约65.5万吨LCE（不考虑产业链库存），同比增加40%。

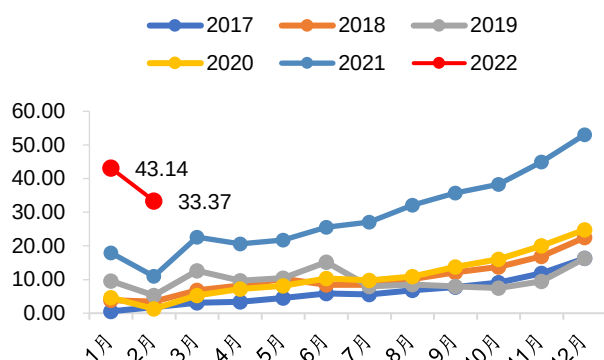
未来伴随越来越多的爆款新车型投放市场，电动车销量将持续高速增长，同时在碳资产扩张的推动下，企业运输车辆电动化率也将不断提升，锂需求增长或不断超预期。我们预计到2025年，全球新能源车销量将接近2500万辆，锂需求达到143万吨LCE（其中动力电池需求117万吨，占比82%）。

图 17：2021 年全球锂需求结构


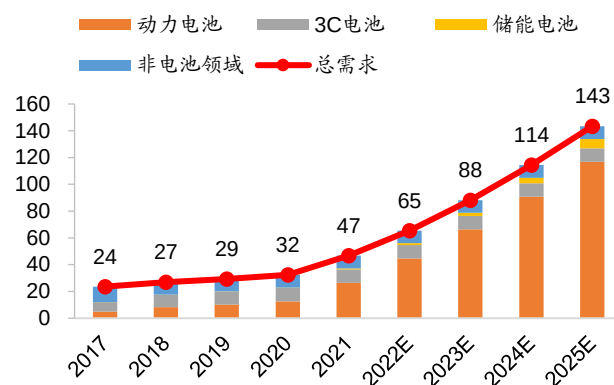
资料来源：SQM，锂业分会，信达证券研发中心

图 18：全球新能源汽车销量（千辆）


资料来源：EV-Volumes，信达证券研发中心

图 19：中国新能源汽车销量（万辆）


资料来源：中汽协，信达证券研发中心

图 20：全球锂需求预测（LCE，万吨）


资料来源：SQM，锂业分会，信达证券研发中心

锂资源将长期是锂行业发展的主要瓶颈

2021 年锂行业主要矛盾为锂资源供给有限与新能源汽车需求超预期增长导致的锂供需失衡，我们认为 2022 年这一矛盾依然存在。全球锂资源供给龙头集中度较高，虽然 2022 年龙头企业将集中释放一批产能，但整体进度缓慢，并没有因为锂价大幅上涨而加快投产进度，若考虑产能爬坡，在需求高速增长的情况下，锂资源供应仍将维持紧缺状态。本轮锂价创历史新高，推动了锂资源绿地项目的加速并购和勘查，但资本开支转化周期普遍在 3-5 年甚至更久。2022 年下半年至 2023 年会集中有一批锂矿投产或复产，多为疫情前资本开支推迟后遗留的项目，本轮周期资本开支加速是从 2021 年下半年才开始，因此转化成产量基本在 2025 年以后。因此我们预计 2022-2025 年全球锂资源供应整体将维持紧张状态。

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

表 6: 全球锂资源产量预测 (LCE, 万吨)

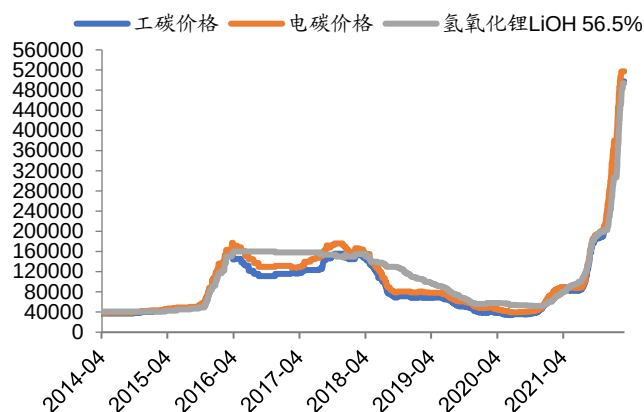
资源所在地	盐湖/矿山	冶炼公司	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
智利	Salar de Atacama	SQM	6.5	10.0	14.0	16.0	18.0	18.0
智利	Salar de Atacama	ALB	4.5	4.5	5.5	8.0	8.5	8.5
阿根廷	Salar del Hombre Muerto	Livent	2.0	2.2	2.5	3.0	4.0	5.0
阿根廷	Salar de Olaroz	Orocobre	1.2	1.2	1.8	2.5	3.5	4.0
阿根廷	Cauchari-Olaroz	赣锋锂业			1.0	3.0	4.0	4.0
阿根廷	Rincon 盐湖	力拓						0.5
阿根廷	3Q 盐湖	紫金矿业					0.5	1.0
中国	青海察尔汗盐湖	蓝科锂业	1.1	2.0	3.0	3.5	3.5	3.5
中国	青海东台吉乃尔盐湖	青海锂业	1.0	1.0	1.5	2.0	2.0	3.0
中国	青海察尔汗盐湖	藏格矿业	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
中国	青海一里坪盐湖	五矿盐湖	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
中国	青海西台吉乃尔盐湖	中信国安、恒信融			0.2	0.5	1.0	1.5
中国	青海大柴旦盐湖	大华化工			0.2	0.5	1.0	1.0
中国	青海冷湖巴伦马海盐湖	锦泰钾肥			0.3	0.5	1.0	1.0
中国	西藏扎布耶盐湖	西藏矿业			0.3	0.5	1.0	1.5
中国	西藏结则茶卡盐湖	西藏城投				0.2	0.5	1.0
中国	西藏麻米错盐湖	藏格矿业				0.1	0.5	1.0
合计			17.1	22.5	32.3	42.3	51.0	56.5
澳大利亚	Talison-Greenbushes	天齐锂业 51% ALB 49%	4.0	5.0	8.0	9.0	10.0	12.0
澳大利亚	Mt Marion	赣锋锂业	4.0	4.0	5.0	7.0	7.5	7.5
澳大利亚	Mt Cattlin	雅化集团、盛新锂能	1.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
澳大利亚	Pilbara	赣锋锂业、天宜锂业、容汇锂业、长城汽车、Posco	2.3	4.1	4.1	6.3	7.5	10.0
澳大利亚	Altura		2.1	0.0	1	2.5	2.5	2.5
澳大利亚	Bald Hill	江特电机						
澳大利亚	Wodgina	Kemerton、广西天源、张家港、眉山	0.0	0.0	2.0	4.0	6.0	9.0
澳大利亚	CORE	雅化集团、赣锋锂业				1.0	2.0	2.2
巴西	AMG	天宜锂业、容汇锂业		0.5	1.1	1.3	1.5	1.5
巴西	Grota do Cirilo	加拿大西格玛					0.5	1.0

	锂辉石矿							
墨西哥	Sonora 锂黏土矿	赣锋锂业						0.5
马里	Goulamina 锂辉石矿	赣锋锂业						1.0
刚果（金）	AVZ-Manono	赣锋锂业、盛新锂能、天宜锂业						3.0
津巴布韦	萨比星锂矿	盛新锂能	1.3	2.5	2.5			
津巴布韦	Bikita 锂矿	中矿资源	2.0	3.0	4.0			
津巴布韦	Arcadia 锂矿	华友钴业			0.5			
加拿大	Tanco 矿山	中矿资源	0.4	0.6	0.6	0.6		
中国	新疆阿克塔斯锂辉石矿	山东瑞福	0.2	0.5	1.0			
中国	四川甲基卡锂辉石矿	融捷股份	0.3	0.4	0.8	1.5	2.0	3
中国	四川奥伊诺锂辉石矿	盛新锂能	0.3	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
中国	四川木戎锂矿	盛新锂能			0.5	1		
中国	四川马尔康党坝锂辉石矿	众和股份			0.5			
中国	四川李家沟锂辉石矿	川能动力	0.5	1.0	2			
中国	江西宜春钽铌矿（414）	南氏锂电	1.5	3.0	3	3	3	3
中国	江西宜春花桥化山瓷石矿	永兴材料	0.5	1.0	2	3.0	3.0	3.0
中国	江西宜春花桥大港瓷石矿	飞宇新能源	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
中国	江西宜春狮子岭、新坊、茜坑锂云母矿	江特电机	0.5	1.0	1	1.5	2.0	3
合计			21.2	27.8	40.4	57.6	69.5	90.1
回收	全球		0.3	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
合计			38.5	50.8	74.2	102.4	124.0	151.1

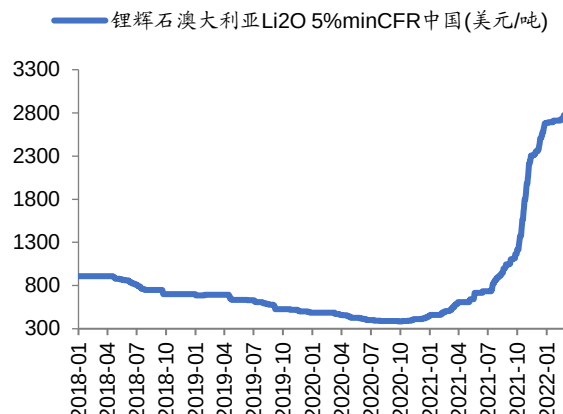
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

全年锂价将维持高位运行

2020 年 Q3 碳酸锂价格触底反转，Q4 在新能源汽车消费旺季推动下锂价经历了本轮超级周期的第一波加速上涨，电碳价格上涨至 9 万元/吨，实现翻倍涨幅；2021 年上半年锂价维持 9 万元/吨左右的价格，Q3 随着新能源车进入消费旺季后开启了第二波加速上涨，再度实现翻倍涨幅且创历史新高，超过 18 万元/吨；Q4 以来锂价在 19-20 万元/吨持稳运行，11 月底开启了第三轮加速上涨，目前碳酸锂价格为 51.7 万元/吨。2022 年，我们预计锂供需仍将维持紧平衡状态，产业链将持续维持低库存水平，锂价将维持高位运行。

图 21：锂盐价格变化（元/吨）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

图 22：锂辉石价格变化（美元/吨）


资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

锂矿业务：奥伊诺业隆沟锂矿采选规模为 40.5 万吨/年，平均品位 1.30%，对应锂精矿产能为 7.5 万吨/年，2021 年产量为 4.2 万吨。我们预计 2022-2024 年锂精矿产量分别为 7.5、7.5、7.5 万吨。津巴布韦萨比星锂矿采选产能 90 万吨/年，对应锂精矿产能为 20 万吨/年，预计在 2022 年底建成投产，我们预计 2023、2024 年产量为 10、20 万吨。

锂盐业务：公司目前锂盐业务由子公司致远锂业和遂宁盛新实施，其中致远锂业已建成产能为年产 4 万吨锂盐（其中碳酸锂 2.5 万吨、氢氧化锂 1.5 万吨）；遂宁盛新设计年产 3 万吨氢氧化锂，已于 2022 年 1 月建成投产；印尼盛拓年产 5 万吨氢氧化锂和 1 万吨碳酸锂项目也在积极推动中。待目前规划项目全部建成后，公司氢氧化锂产能为 9.5 万吨/年、碳酸锂产能为 3.5 万吨/年、金属锂产能为 1000 吨/年。公司 2021 年锂盐销量为 4.2 万吨，2022-2024 年随着产能不断扩张产销量将持续提升，预计销量分别为 5.78、6.96、8.78 万吨。

未来几年我们预计锂价整体将维持高位运行，假设 2022-2024 年碳酸锂价格分别为 40、35、30 万元/吨，锂精矿价格分别为 5000、4500、4000 美元/吨，考虑公司锂矿自给率，碳酸锂成本分别为 23.6、21.4、17.5 万元/吨。

表 7：盈利预测关键条件假设

产品	项目	单位	2021A	2022E	2023E	2024E
锂精矿	奥伊诺业隆沟锂矿					
	产能	万吨	7.5	7.5	7.5	7.5
	产量	万吨	4.2	7.5	7.5	7.5
	津巴布韦萨比星锂矿					
	产能	万吨			20	20
	产量	万吨			10	20

锂盐	产能	万吨/年	4.0	7	7	13
	其中：碳酸锂	万吨/年	2.5	2.5	2.5	3.5
	其中：氢氧化锂	万吨/年	1.5	4.5	4.5	9.5
	销量	万吨 LCE	4.21	5.78	6.96	8.78
	其中：代加工量	万吨 LCE		2		
	碳酸锂售价	万元/吨（含税）	7.5	40	35.0	30
合计	LCE 吨成本	万元/吨（不含税）	3.5	23.6	21.4	17.5
	营业收入	万元	278,547	1,586,726	2,323,009	2,522,124
	营业成本	万元	145,448	960,800	1,469,638	1,479,367
	毛利润	万元	133,099	625,926	853,371	1,042,757

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

估值与投资评级

结合公司产能释放节奏和锂电行业发展情况，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 4.80、6.48、8.14 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 11x、8x、7x。公司目前聚焦于锂盐冶炼以及锂矿开采业务，可比公司包括天齐锂业、赣锋锂业等，根据 Wind 一致预期，可比公司 2022 年 PE 均值为 17x。我们认为伴随锂价高位运行，锂行业公司整体将会迎来估值修复的机会，考虑公司积极布局上游锂矿资源并不断扩张锂盐产能，维持公司“买入”评级。

表 8：可比公司估值比较表（2022-4-8）

公司名称	公司代码	主营业务	市值 (亿元)	净利润（百万元）			PE (x)		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
天齐锂业	002466.SZ	锂矿、锂盐	1154	1835	6984	9366	63	16	12
赣锋锂业	002460.SZ	锂矿、锂盐、锂电池	1675	5228	9980	12893	39	18	14

资料来源：Wind，信达证券研发中心

风险因素

1. 锂精矿供应不足导致无法支撑锂盐产能充分释放。
2. 新能源汽车需求增长不及预期或锂市场供给释放超预期导致锂价下跌。
3. 公司自有锂矿或新增锂盐产能投放进度低预期。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,828	3,214	11,409	17,895	24,596
货币资金	379	1,153	4	926	6,733
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	143	255	1,380	2,021	2,194
预付账款	52	98	602	920	927
存货	555	653	3,991	6,104	6,144
其他	699	1,054	5,432	7,924	8,598
非流动资产	2,981	4,073	4,753	5,405	6,029
长期股权投资	875	563	563	563	563
固定资产(合计)	990	1,206	1,486	1,768	2,047
无形资产	326	324	321	319	317
其他	790	1,981	2,382	2,756	3,102
资产总计	4,809	7,287	16,161	23,300	30,625
流动负债	1,321	1,371	6,006	7,421	7,563
短期借款	620	309	1,024	0	0
应付票据	66	10	61	93	94
应付账款	262	398	2,435	3,725	3,750
其他	374	654	2,486	3,603	3,720
非流动负债	165	802	802	802	802
长期借款	48	536	536	536	536
其他	117	266	266	266	266
负债合计	1,487	2,174	6,808	8,224	8,366
少数股东权益	105	15	98	210	351
归属母公司股东权益	3,218	5,098	9,255	14,866	21,908
负债和股东权益	4,809	7,287	16,161	23,300	30,625

重要财务指标					
单位:百万					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,791	2,934	15,867	23,230	25,221
同比(%)	-21.4%	63.9%	440.8%	46.4%	8.6%
归属母公司净利润	27	851	4,157	5,611	7,042
同比(%)	145.9%	3030.3%	388.7%	35.0%	25.5%
毛利率(%)	4.2%	46.4%	39.4%	36.7%	41.3%
ROE%	0.8%	16.7%	44.9%	37.7%	32.1%
EPS(摊薄)(元)	0.04	1.08	4.80	6.48	8.14
P/E	611.00	53.66	9.90	7.34	5.85
P/B	5.69	9.84	4.45	2.77	1.88
EV/EBITDA	673.95	38.87	8.11	5.79	3.97

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,791	2,934	15,867	23,230	25,221
营业成本	1,716	1,572	9,608	14,696	14,794
营业税金及附加	15	28	151	222	241
销售费用	42	11	61	89	97
管理费用	124	158	855	1,252	1,359
研发费用	30	9	46	68	74
财务费用	68	37	35	30	26
减值损失合计	-63	-7	0	0	0
投资净收益	257	1	1	1	2
其他	36	-7	70	103	111
营业利润	25	1,107	5,181	6,977	8,744
营业外收支	-9	-57	-49	-49	-49
利润总额	17	1,050	5,132	6,928	8,695
所得税	-7	183	893	1,205	1,512
净利润	23	868	4,240	5,723	7,183
少数股东损益	-4	17	83	112	141
归属母公司净利	27	851	4,157	5,611	7,042
EBITDA	28	1,286	5,285	7,069	8,852
EPS(当年)(元)	0.04	1.08	4.80	6.48	8.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-226	219	-946	2,856	6,698
净利润	23	868	4,240	5,723	7,183
折旧摊销	154	142	139	166	195
财务费用	77	52	51	45	24
投资损失	-258	-5	-1	-1	-2
营运资金变动	-284	-879	-5,424	-3,125	-752
其它	61	40	49	49	49
投资活动现金流	237	-315	-867	-866	-866
资本支出	-330	-377	-868	-868	-868
长期投资	566	174	0	0	0
其他	1	-112	1	1	2
筹资活动现金流	-74	866	664	-1,069	-24
吸收投资	700	979	0	0	0
借款	953	993	715	-1,024	0
支付利息或股息	-76	-25	-51	-45	-24
现金流净增加额	-63	770	-1,149	922	5,808

研究团队简介

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

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

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

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

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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

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

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

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

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

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

风险提示

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

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