

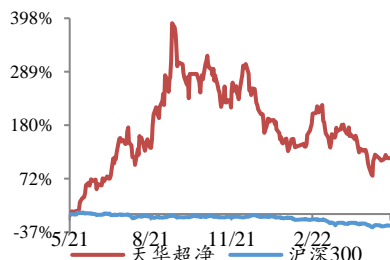
卡位布局氢氧化锂赛道，锂盐新秀成长可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-16

收盘价（元）	59.15
近 12 个月最高/最低（元）	135.15/27.38
总股本（百万股）	588
流通股本（百万股）	428
流通股比例（%）	72.74
总市值（亿元）	348
流通市值（亿元）	253

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：lixxy@hazq.com

相关报告

主要观点：

●与宁德时代深入合作，战略布局锂电材料业务

天华超净起步于防静电超净技术产品，而后逐渐布局医疗器械，于 2018 年与宁德时代等合资设立天宜锂业正式进军锂电行业。天宜锂业与宁德时代签订合作协议，宁德时代优先向天宜锂业采购锂盐产品，天宜锂业优先满足宁德时代采购需求并保障供应。此外，公司与宁德时代拟合资投建 10 万吨碳酸锂冶炼产能项目，进一步加大双方合作力度。宁德时代作为国内领先的动力电池和储能系统生产商，公司有望乘宁德之风，切入全球锂电核心供应链。

●上游资源保供+冶炼项目加速建设，锂盐产能释放可期

1) 资源端，公司提前布局锂精矿，通过投资上游锂资源公司及签订长期采购协议，形成稳定、优质的原材料供应体系，目前已经与 AMG、Pilbara、AVZ、GL1、Premier、QXR 达成合作，公司资源端保供能力位于同行业领先水平。**2) 冶炼端**，目前天宜锂业一期年产 2 万吨电池级氢氧化锂项目产能完全释放，22 年技改完成后将新增 0.5 万吨产能，二期年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目进入试生产阶段并产出合格产品；江安县年产 5 万吨+甘眉工业园区年产 6 万吨项目计划于 2024 年年底全部建成竣工。年产 10 万吨碳酸锂项目预计于年内完成 5 万吨碳酸锂产能，2023 年年底完成剩余 5 万吨碳酸锂产能。随着各项目建设落地以及产能全部释放后，公司锂盐总产能预计达 26 万吨/年，权益锂盐产能达 14.5 万吨/年，正式跻身锂行业第一梯队。

●供需矛盾短期难解下锂价维持高位，公司有望充分受益

在各国政策推动下，全球电动化加速，新能源汽车市场需求保持强劲。但锂市场供应偏紧局面短期难解，全球在产锂资源多被长单锁定，盐湖锂产能短期难以大规模释放。新能源产业链持续高景气下，供需错配格局短期难以发生改变，预计锂价有望长期维持高位运行。公司通过推进锂盐产能释放，积极抢占锂盐市场。同时公司不断布局上游资源以及推动新锂盐项目投建，目前公司规划新锂盐项目建设周期和产能释放节奏均处于行业领先水平，公司有望享受到行业高景气红利。

●投资建议

公司稳健发展传统主业，并积极布局锂电材料业务，随着锂盐项目落地并释放产能，未来业绩有望实现突破性增长。我们预计 2022-2024 年，公司分别实现营收 138.2 亿元、190.8 亿元、313.2 亿元，同比分别增长 306.9%、38.0%、64.2%；归母净利润分别为 32.9 亿元、43.5 亿元、74.2 亿元，同比分别增长 260.7%、32.3%、70.8%。当前股价对应 PE 分别为 11X、8X、5X，首次覆盖给予“买入”评级。

●风险提示

锂盐价格波动风险；项目进展不及预期；下游需求不及预期等。

● 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	3398	13823	19081	31324
收入同比 (%)	158.7%	306.9%	38.0%	64.2%
归属母公司净利润	911	3285	4344	7420
净利润同比 (%)	218.4%	260.7%	32.3%	70.8%
毛利率 (%)	51.1%	41.6%	39.9%	41.6%
ROE (%)	28.1%	50.3%	40.0%	40.6%
每股收益 (元)	1.59	5.64	7.45	12.73
P/E	50.94	10.50	7.94	4.65
P/B	14.56	5.28	3.17	1.88
EV/EBITDA	30.40	7.97	5.44	2.65

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 传统主业稳健，布局氢氧化锂打开成长空间	5
1.1 布局氢氧化锂赛道，三驾马车稳步前行	5
1.2 携手宁德时代，积极布局锂电业务	6
1.3 主营业务保持稳定增长，锂电材料提升经营业绩	7
2 供需结构偏紧，锂盐景气周期方兴未艾	9
2.1 供给端：短期供给受限，预期 2023 年后产能开始释放	9
2.2 需求端：全球电动化加速，新能源汽车市场仍具成长性	12
2.3 供需矛盾短期难缓解，锂价有望长期维持高位	14
3 卡位布局锂电业务，资源+冶炼两端同时发力	15
3.1 资源端：投资参股+签订长协积极锁定资源供应	15
3.2 冶炼端：多个锂盐项目加速建设，产能释放未来可期	22
4 股权激励绑定核心骨干，定增募资助力锂盐产能建设	23
5 盈利预测与投资建议	24
风险提示：	25
财务报表与盈利预测	26

图表目录

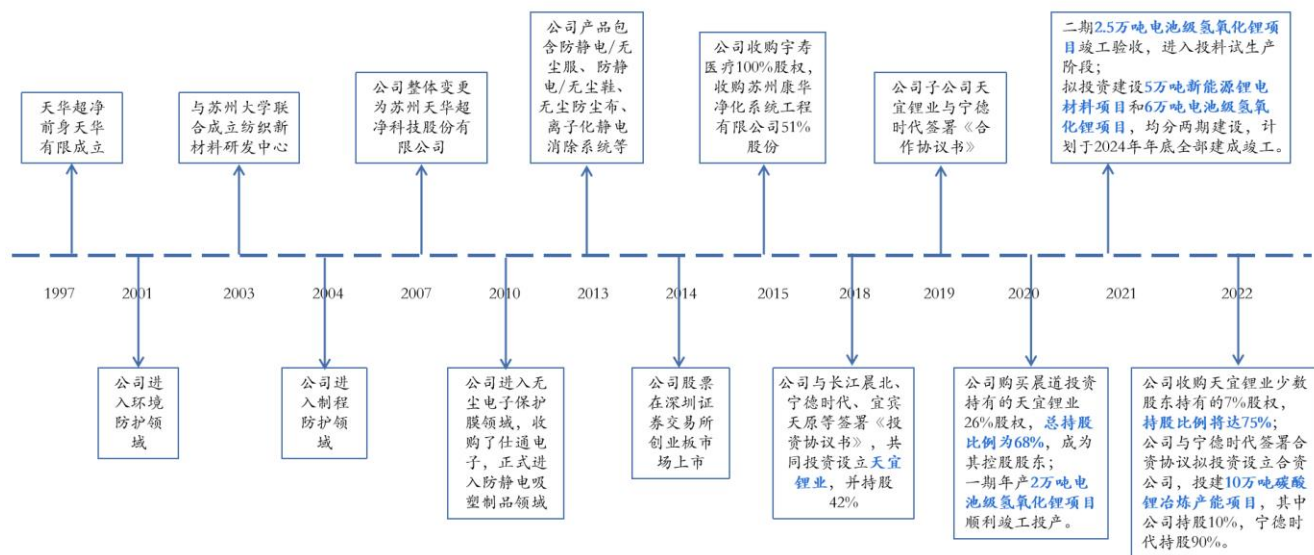
图表 1 公司历史沿革	5
图表 2 公司股权结构	6
图表 3 天宜锂业股权结构	7
图表 4 公司近几年营收及增速情况 (百万元)	8
图表 5 公司近几年归母净利润及增速情况 (百万元)	8
图表 6 分业务营收占比 (%)	8
图表 7 分业务毛利占比 (%)	8
图表 8 近三年公司期间费用率逐年降低	9
图表 9 公司毛利率及净利率变化	9
图表 10 各国锂资源储量占比	10
图表 11 中国各省锂资源储量占比 (%)	10
图表 12 2021 年各国锂产量 (吨)	10
图表 13 锂资源产量占比 (%)	10
图表 14 锂矿资源情况	11
图表 15 南美盐湖资源情况	12
图表 16 锂需求结构	13
图表 17 全球新能源汽车销量 (万辆)	13
图表 18 各地区新能源汽车销量 (千辆)	13
图表 19 锂上下游产业链	14
图表 20 锂盐产品价格	15
图表 21 公司上游锂精矿布局 (截至 2022 年 3 月)	16
图表 22 MIBRA 矿山资源量	17
图表 23 PILBARA 项目地理位置	18
图表 24 矿产资源量和资源等级	18
图表 25 PILGANGOORA 矿山资源情况	18
图表 26 MANONO 项目最新股权结构	19
图表 27 AVZ 股东持股情况 (截至 2022 年 2 月 28 日)	19
图表 28 MANONO 矿山资源情况 (截止 2021 年 12 月 31 日)	19
图表 29 MANONO 项目地理位置	20
图表 30 运营成本明细表	20
图表 31 MBLP 项目地理位置	20
图表 32 MANNA 项目地理位置	20
图表 33 GL1 项目资源情况	21
图表 34 股份认购情况	21
图表 35 ZULU 锂项目情况	22
图表 36 公司锂盐产品产能规划	23
图表 37 本次股权激励计划	23
图表 38 募集资金所用项目	24
图表 39 公司分业务盈利预测	25

1 传统主业稳健，布局氢氧化锂打开成长空间

1.1 布局氢氧化锂赛道，三驾马车稳步前行

天华超净是国内领先的静电与微污染防控整体解决方案提供商，起步于防静电超净技术产品，而后逐渐布局医疗器械、锂电材料业务。1997 年，天华超净前身天华有限成立，主要从事防静电超净技术产品业务，为电子信息制造、医药等相关行业提供专业配套。2014 年，公司在深交所创业板成功上市。2015 年，公司通过收购宇寿医疗切入医疗器械领域，主要生产一次性使用无菌医疗器械产品。2018 年，公司与宁德时代等共同投资设立天宜锂业，切入宁德时代新能源产业链；2020 年，公司购买晨道投资持有的天宜锂业 26% 股份，总持股比例为 68%，成为其控股股东；2022 年，公司拟收购天宜锂业少数股东持有的 7% 股权，收购成功后，持股比例将达 75%。

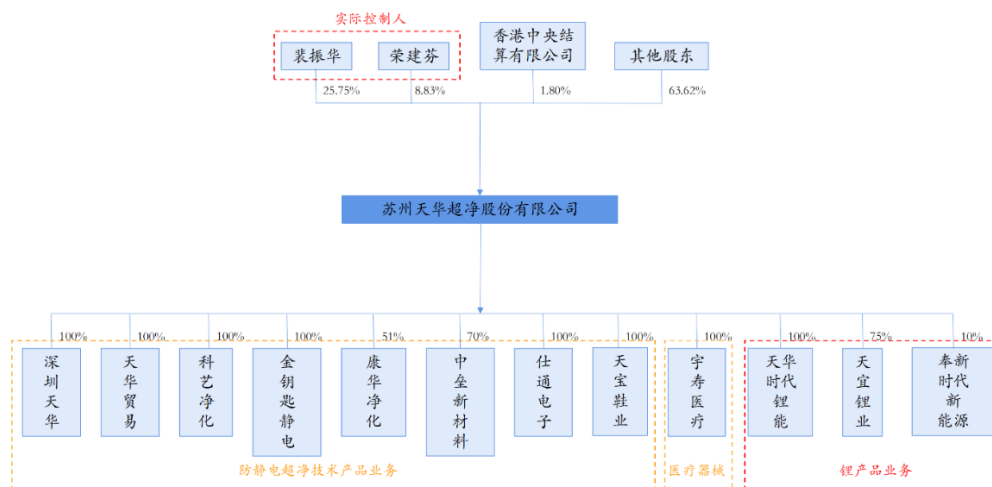
图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司股权结构稳定，公司实际控制人为裴振华和容建芬，二人为夫妻关系。裴振华现任公司董事长，容建芬现任公司董事，二人合计持股 34.58%。公司实控人裴振华同时还是宁德时代第三大股东宁波联合创新新能源投资实控人（持股 79.91%），公司技术团队具备丰富的行业经验和较强产品研发能力，公司管理团队优秀而稳定。

图表 2 公司股权结构



资料来源：wind，华安证券研究所

公司旗下子公司主要涵盖防静电超净技术产品、医疗器械和锂电材料业务三大领域。

防静电超净技术产品：防静电超净技术产品主要对工业生产过程中的静电与微污染进行防护和控制，以提高产品的可靠性和良品率，下游主要应用领域为电子信息制造业，为电子信息（半导体、存储、新型显示、通讯等）、医药等诸多行业提供基础性保障。公司作为国内领先的静电与微污染防控集成供应商，防静电超净技术产品已形成了完整的配套体系和领先的集成供应能力，在生产成本、集成供应和本地化服务方面具有较大优势。

医疗器械业务：宇寿医疗经过多年产品研发和市场开拓，已成为具有一定规模的医疗器械研发、制造、销售和服务的国家高新技术企业。多种规格的疫苗注射器及自毁式注射器分体针均通过了世界卫生组织（WHO）的 PQS 评定，拓展了医疗器械业务范畴，目前的主要消费群体为各国卫生部门、医院、诊所等各种医疗卫生或服务行业部门。

锂电材料业务：子公司天宜锂业是专注于电池级氢氧化锂研发、生产及销售的企业。新能源锂电材料的氢氧化锂产品，主要应用于新能源汽车电池、通讯电子产品电源设备、能源存储等领域，是锂离子电池主要的正极材料原材料供应来源。该公司对原材料物资实行统一管理、集中采购的管理模式，主要采购锂精矿、烧碱和硫酸等原材料。天宜锂业凭借雄厚的资金实力、资深的管理团队、丰富的资源优势、高效的生产效率以及先进的生产技术，在行业内占有重要地位。

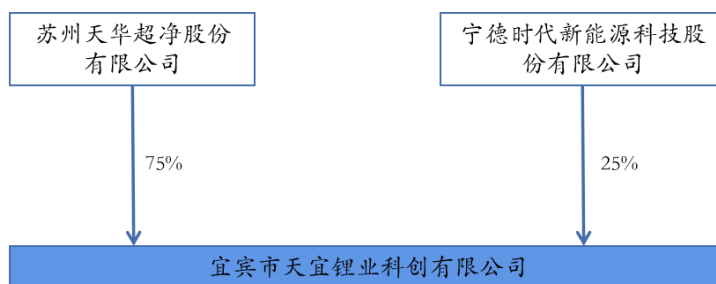
1.2 携手宁德时代，积极布局锂电业务

与宁德时代深度绑定，切入锂电材料供应链。自 2018 年以来逐渐形成深度合作：

（1）合资成立天宜锂业。2018 年公司与宁德时代、长江晨道、天原集团、翰逸投资、超兴投资共同投资设立天宜锂业，积极拓展锂资源的应用；公司于 2020 年和 2022 年分别收购长江晨道所持天宜锂业 26% 的股权、少数股东持有的天宜锂业 7% 股权，收购完成后持股比例提升至 75%；2021 年天原股份向宁德时代转让其所持有的天宜锂业 10% 的股权，宁德时代持股比例从 15% 提升至 25%，持股比例进一步提高。**（2）**

天宜锂业与宁德时代签订合作协议，宁德时代优先向天宜锂业采购锂盐产品并为其生产电池级碳酸锂和氢氧化锂产品。(3) 合资投建 10 万吨碳酸锂冶炼产能项目。2022 年 1 月公司发布公告，与宁德时代签署《关于 10 万吨碳酸锂产能之合资经营协议》，拟与宁德时代共同在宜春市投资设立合资公司，公司持股 10%，宁德时代持股 90%。(4) 宁德时代参与公司定增。宁德时代参与了天宜锂业二期项目非公开发行股票发行，以 1.2 亿元获配 486 万股，占天华超净总股本比例为 0.83%，与公司未来发展深度绑定。

图表 3 天宜锂业股权结构



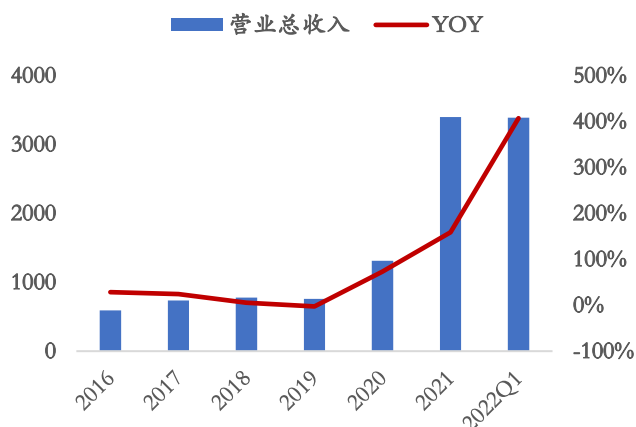
资料来源：wind，华安证券研究所

积极布局锂电业务，氢氧化锂逐步放量。一期年产 2 万吨电池级氢氧化锂项目产能完全释放，配套的技改项目完成后将新增 0.5 万吨设计产能，预计 2022 年完成技改；二期年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目如期竣工验收，目前进入投料试生产阶段并产出合格产品。此外，2021 年公司分别在江安县工业园区投资建设 5 万吨新能源锂电材料项目，在甘眉工业园投资建设 6 万吨电池级氢氧化锂项目，两个项目计划于 2024 年年底全部竣工投产。全部项目达产后，天宜锂业将具备电池级氢氧化锂产品的总产能 16 万吨/年，届时将成为全球重要的氢氧化锂供应商。

1.3 主营业务保持稳定增长，锂电材料提升经营业绩

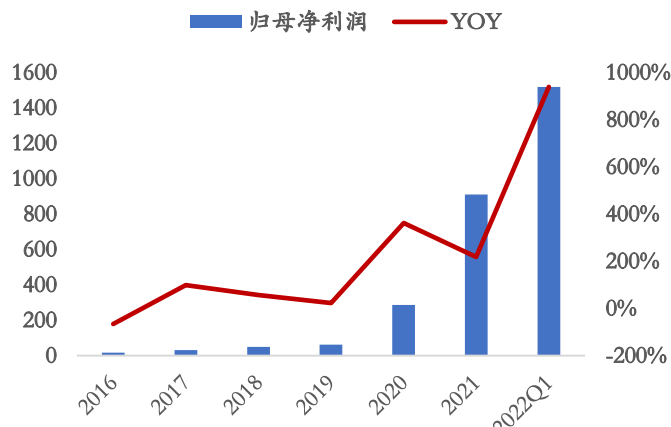
2022Q1 经营业绩实现大幅增长，利润水平稳步提升。2019 年受国内产业结构调整叠加进出口贸易摩擦的影响，公司营收为 7.58 亿元，同比降低 2.6%。近几年公司营业收入稳步增长，2020 年、2021 年、2022Q1 营收分别实现 13.13 亿元、33.98 亿元、33.88 亿元，同比增长 73.21%、158.73%、407.15%，主要系 2021 年子公司天宜锂业一期氢氧化锂项目产能完全释放，2022 年 Q1 天宜二期投料生产。利润方面，2016-2019 年增速较缓，2020 年公司购买天宜锂业 26% 股份，2021 年初并表带来了较大利润贡献，2020 年和 2021 年分别实现归母净利润 2.86 亿元、9.11 亿元，同比提升 362.47%、218.44%。2022 年新能源产业持续高景气，锂盐价格持续上涨，2022Q1 氢氧化锂均价 33.5 万元/吨（含税），环比+80.69%。受益于锂盐价格高位叠加氢氧化锂产品产销两旺，公司盈利能力大幅抬升，2022Q1 公司实现归母净利润 15.18 亿元，同比提升 939.05%。

图表 4 公司近几年营收及增速情况 (百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

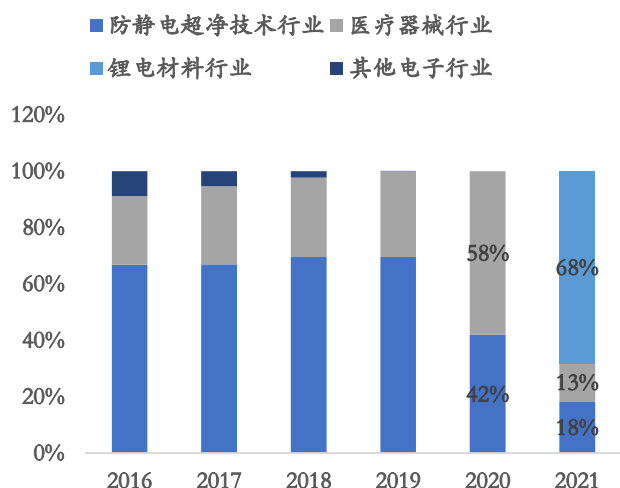
图表 5 公司近几年归母净利润及增速情况 (百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

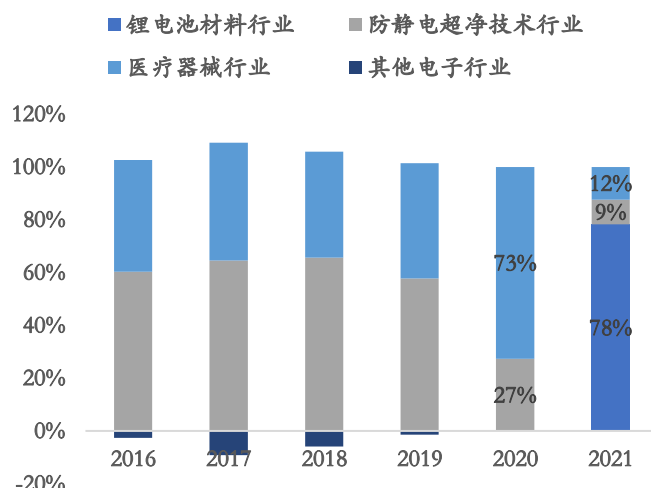
业务结构优化, 2021 年新增锂盐业务成为盈利核心。2016-2019 年防静电超净技术业务为公司主要收入来源, 营收占比均在 65%以上, 2020 年受新冠疫情影响, 公司疫情防护相关产品销售额大幅增加, 医疗器械业务实现营收约 7.62 亿元, 占比 58%, 毛利贡献率达 73%。2021 年公司锂盐产品开始放量, 年产量 2.36 万吨, 在锂盐量价齐升的情形推动下, 2021 年公司锂盐业务实现营收 23.16 亿元, 毛利 13.59 亿元, 毛利占比约达 78.3%, 毛利率高达 58.67%, 随着公司锂盐项目逐渐建成投产, 预计锂盐业务盈利贡献率将得到进一步提升。

图表 6 分业务营收占比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 分业务毛利占比 (%)



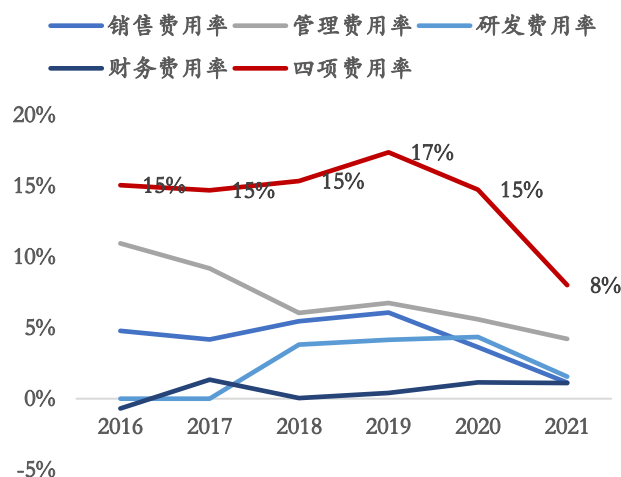
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司优化费用管控, 2021 年四费占比大幅降低。公司坚持“稳收入、降成本”的经营管理方针, 不断提升内部运营管理质量和效率。2021 年各项费用率均有降低, 其中销售费用率同比降低 2.51%至 1.13%, 管理费用率同比降低 1.38%至 4.22%,

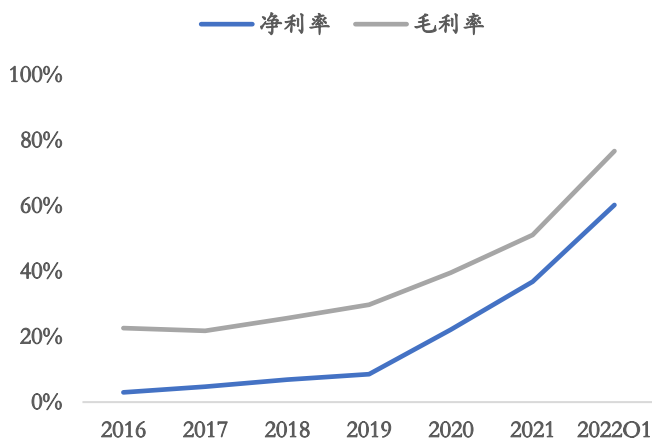
财务费用率同比降低 0.05%至 1.11%，研发费用率同比降低 2.81%至 1.54%，四费占比同比降低 6.73%至 8.01%。

三大主业稳步发展，助力公司盈利能力提升。2018 年以来，公司毛利率和净利率始终维持着增长态势，2021 年毛利率和净利率分别同比+11.56pct、14.70pct 至 51.10%、36.82%，2022Q1 毛利率和净利率增至 76.70%、60.23%。2021 和 22Q1 公司盈利能力显著提升主要得益于新增高毛利氢氧化锂业务以及传统主业的毛利率水平稳步提升。

图表 8 近三年公司期间费用率逐年降低



图表 9 公司毛利率及净利率变化



资料来源：wind，华安证券研究所

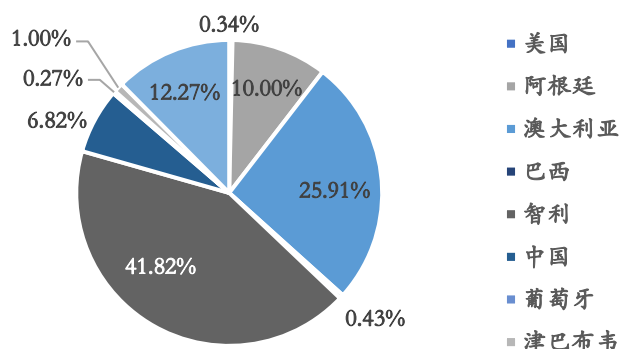
资料来源：wind，华安证券研究所

2 供需结构偏紧，锂盐景气周期方兴未艾

2.1 供给端：短期供给受限，预期 2023 年后产能开始释放

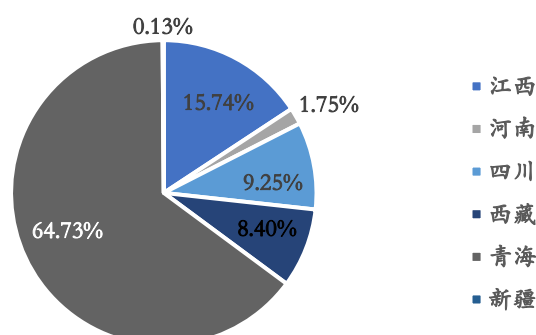
全球拥有锂储量 2200 万吨，探明资源量 8900 万吨。海外锂资源储量优势明显，南美三角区和澳大利亚两地锂资源占全球总资源量的 78%，其中阿根廷、智利合计占比高达 52%，是卤水锂资源最为集中的地区；澳大利亚占比为 26%，是硬岩锂（锂辉石）集中的国家。我国锂资源全球占比为 6.8%，以卤水锂为主，主要分布在青海、西藏、四川、江西等地，四省查明资源储量占全国的 98%。其中青海和西藏以卤水锂为主，四川则以硬岩锂为主。此外，我国还拥有足量的锂云母资源，主要分布在江西宜春地区。

图表 10 各国锂资源储量占比



资料来源: USGS, 华安证券研究所

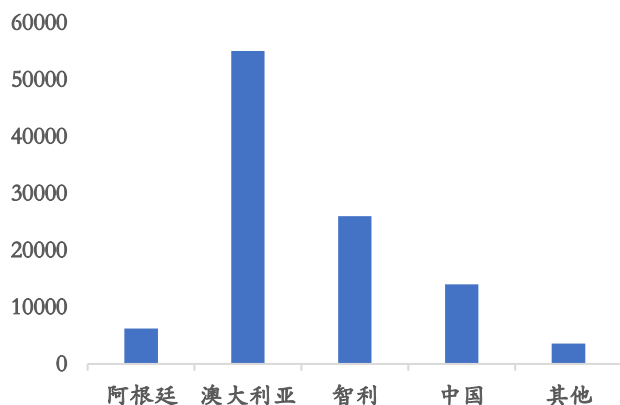
图表 11 中国各省锂资源储量占比 (%)



资料来源: 自然资源部, 华安证券研究所

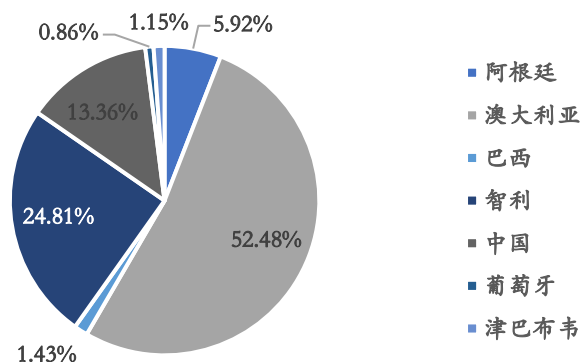
2021 年全球锂资源供给主要以澳洲锂辉石矿为主, 南美盐湖资源暂未大量释放。据 USGS 统计, 2021 年澳大利亚产量约 5.5 万吨, 占全球总产量的 52.5%, 智利、阿根廷产量分别为 2.6 万吨、6200 吨, 合计占比约 31.7%。全球资源供给主要来自澳洲 Talison、Marion 等锂辉石矿山, 南美盐湖、中国盐湖和矿山贡献部分产能。然而澳洲锂辉石受制于过高的资源集中度及未来增产瓶颈, 海内外盐湖提锂或将成为未来供给增长极, 国内青海、西藏地区, 海外南美包括智利、阿根廷、玻利维亚等地区将成为锂资源开发投资的热点区域。

图表 12 2021 年各国锂产量 (吨)



资料来源: USGS, 华安证券研究所

图表 13 锂资源产量占比 (%)



资料来源: USGS, 华安证券研究所

2020 年锂盐价格大幅下跌导致锂矿供给格局洗牌, 南美盐湖建设进度整体推后。2021 年释放产量主要来自于“五矿三湖”, 包括澳洲锂辉石矿 Greenbushes、Pilgangoora-Pilbara 部分、MT Marion、MT Cattlin 和巴西 Mibra 矿, 以及南美盐湖 Atacama、Olaroz-Orocobre 和 Hombre Muerto。

随着锂盐价格回升, 各地锂矿宣布恢复生产与建设:

（1）澳矿方面：Greenbushes 产能开始爬坡；2020 年破产的 Altura 被 Pilbara 收购，并计划于 2022 年中开始投产，锂精矿产能约为 18-20 万吨/年；2019 年停产的 Wodgina 也宣布复产，力争在未来 2-5 年内锂精矿产能达到 50-75 万吨/年。

（2）盐湖方面：智利 Atacama-SQM 扩产 6 万吨碳酸锂；Atacama-ALB 盐湖约扩产 4 万吨碳酸锂；阿根廷 Olaroz-Orocobre 盐湖一期 4 万吨碳酸锂也将于 2022 年下半年开始投产。

（3）非洲矿山投产进程加速：刚果 Manono 计划于 2023 年建成投产，产能约为 70 万吨/年锂精矿。

目前成熟锂资源项目稀缺，2021-2023 年锂供给无大幅释放态势。目前成熟锂项目主要集中在西澳锂辉石矿山、南美盐湖，资源禀赋较好的、具备开发经济性的成熟锂资源项目仍旧稀缺。考虑到以往开发盐湖进度时间较长，产能爬坡进展缓慢，加之 2021 年澳洲锂矿疫情后复产，澳洲锂企业业绩公告中 22 年产量指引并未出现大幅增长且有下调，海外锂资源实际增长供给量或将不及预期。

2023 年后产能陆续释放，全球供给开始增加。根据各公司公布的产能建设计划及预计投产时间，整体来看，澳洲和南美复产及扩产将集中于 2022 年下半年，非洲和南美矿山则集中于 2023 年投产，考虑到实际产能释放需爬坡 1-2 年左右，2023 年开始产能才会陆续增加。

图表 14 锂矿资源情况

矿山	矿山状态	现有产能 (万吨/年)	新增产能 (万吨/年)	未来规划总产能 (万吨/年)	备注
Greenbushes	在产	134	60	194	
Mt Marion	在产	45	0	45	
Mt Cattlin	在产	22	0	22	
巴西 AMG	在产	18	5.4-8.1	23.4-26.1	AMG 将完成产能扩张 30-45%的目标
Pilgangoora-Pilbara	在产	33	47	80	
Pilgangoora-Altura	复产中	0	20	20	预计 2022 年 9 月全面投产
Wodgina	复产中	0	50-75	50-75	在未来 2-5 年内锂精矿产能达到 50-75 万吨/年
Finniss	在建	0	18	18	预计 22Q4 完成试生产
Mt Holland	在建	0	32	32	预计 2024Q4-2025Q1 开始生产锂精矿及配套氢氧化锂
非洲 Manono	在建	0	70	70	2023 年建成投产
合计	-	252	302.4-330.1	554.4-582.1	

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 15 南美盐湖资源情况

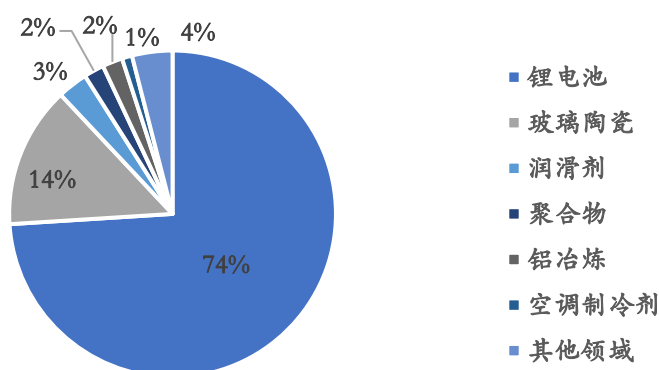
盐湖	公司	现有产能 (万吨 LCE)	新增产能 (万吨 LCE)	未来规划总产能 (万吨 LCE)	备注
智利 Atacama 盐湖	智利 SQM	12	6	18	预计于 2023Q2 建成
	美国雅保 ALB	4.2	4	8.2	有望于 2022Q2 投产
智利 Salar de Maricunga 盐湖	Lithium Power International、Minera Salar Blanco SpA 、 Bearing Lithium	-	2	2	
阿根廷 Hombre Muerto 盐湖	美国 Livent	2.2	3.8	6	预计 2025 年前建成
阿根廷 Salar de Olaroz 盐湖	Orocobre/TCC	1.75	3.5	5.25	Olaroz 二期项目将于 2022H2 建成投产； Naraha 工厂预计于 2023H2 全面投产
阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖	Minera Exar	-	6	6	一期 4 万吨产能计划 2022H2 投产，二期项目计划于 2022H2-2023 开始建设，于 2025 年开始生产。
阿根廷 Pastos Grandes 盐湖	赣锋锂业	-	2.4	2.4	
阿根廷 SDLA	西藏珠峰	2500 吨	2.5	2.75	
阿根廷 Sal de Vida 盐湖	Allkem	-	4.7	4.7	项目将分为三个阶段建设，一期项目预计将在 2023H2 正式投产
阿根廷 Mariana 盐湖	赣峰锂业	-	2	2	
阿根廷 Tres Quebradas 盐湖	Neo Lithium	-	2	2	项目尚处于初期，正式开工和投产仍需较长时间
玻利维亚 Uyuni 盐湖	YLB	-	-	-	
合计	-	15.4	46.9	62.3	

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2.2 需求端：全球电动化加速，新能源汽车市场仍具成长性

近年来锂资源需求结构优化，锂电池占据锂需求总量半壁江山，2021 年锂电池需求占全球锂需求总量的 74%。过去十几年，锂的需求结构已从传统行业为主转向锂电池拉动。锂因其优异的物理化学特性广泛用于陶瓷、玻璃、冶金产品添加剂等，过去锂电池特别是动力电池尚未发展之时，锂主要用于传统行业。近年来，用于电池的锂消费量大幅增加，可充电锂电池被广泛用于不断增长的电动汽车和便携式电子设备市场。

图表 16 锂需求结构

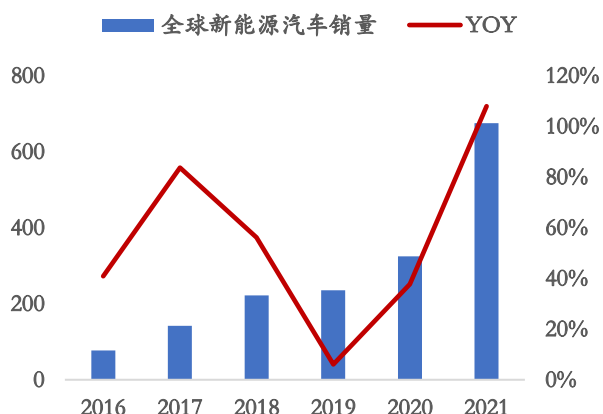


资料来源: USGS, 华安证券研究所

新能源汽车得到海内外政策大力支持。随着爆款车型和新技术、工艺的陆续推出,全球新能源汽车的市场前景与产品优势日益明显。国内方面,对新能源汽车这一战略性新兴产业给予大量政策支持。2020 年 11 月,国务院提出“到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右、纯电动汽车成为新销售车辆的主流,公共领域用车全面电动化,燃料电池汽车实现商业化应用”等目标。海外方面,欧盟力求 2035 年实现汽车“零碳排放”,欧洲多国出台新能源汽车相关政策,刺激新能源汽车消费。2021 年美国拜登签署行政命令提出到 2030 年,新能源汽车将占美国乘用车和轻卡新车销量的 50%。各国普遍对新能源汽车消费给予大量补贴,以鼓励新能源汽车的销量增长。

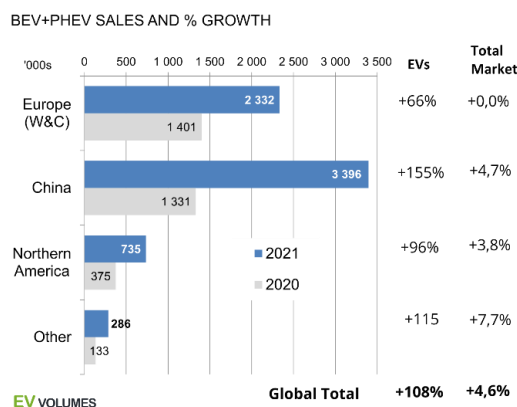
全球电动化加速,新能源车销量持续提升。随着全球限制对化石燃料的使用以及二氧化碳排放的减少,全球主要汽车集团规划未来电动车转型计划,投资电动车转型,包括研发自动驾驶技术、推出新的纯电产品等,新能源汽车销量大幅增长,2021 年全球电动汽车销量达到 675 万辆,比 2020 年增长 108%,预计 2022 年电动车销售将持续增长,达到约 950 万辆。2021 年中国新能源汽车的销量强劲,跃升超过 350 万辆,超过所有其他地区销量总和,其他国家也保持着高增长的态势。

图表 17 全球新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: wind, 华安证券研究所

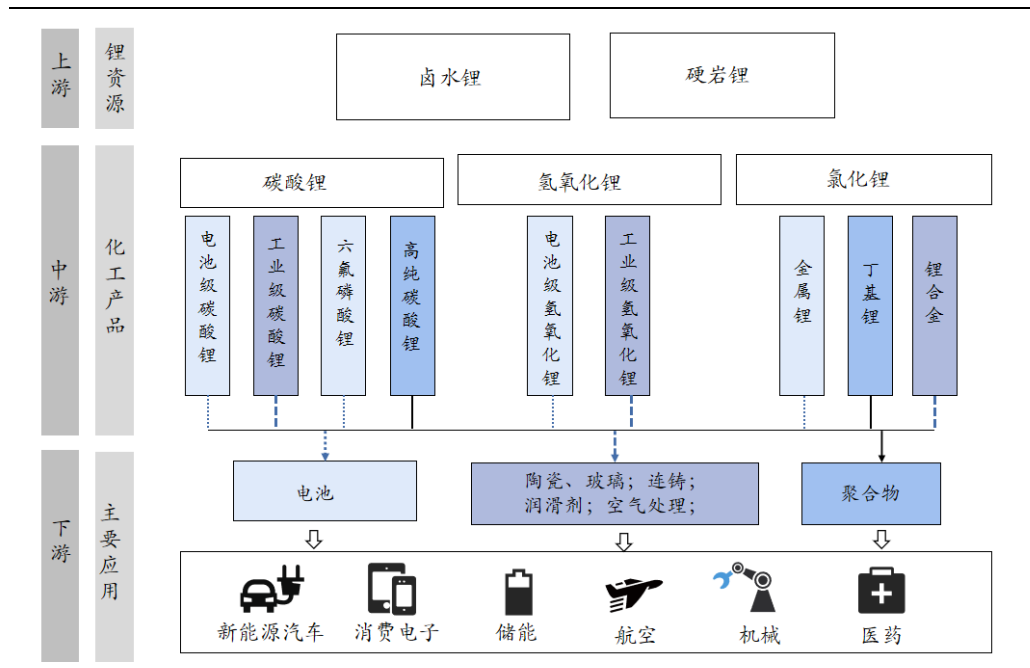
图表 18 各地区新能源汽车销量 (千辆)



资料来源: EV sales, 华安证券研究所

新能源汽车市场表现持续超预期，对优质电池级锂盐需求显著增加。约七成的锂盐应用于电池市场，其中电池级碳酸锂和氢氧化锂可作为锂电池的正极材料，金属锂可作为电池负极。汽车、储能等领域电动化的快速发展，拉动电池用锂需求，电池级的碳酸锂和氢氧化锂成为当下最为重要的锂盐产品。

图表 19 锂上下游产业链



资料来源：华安证券研究所整理

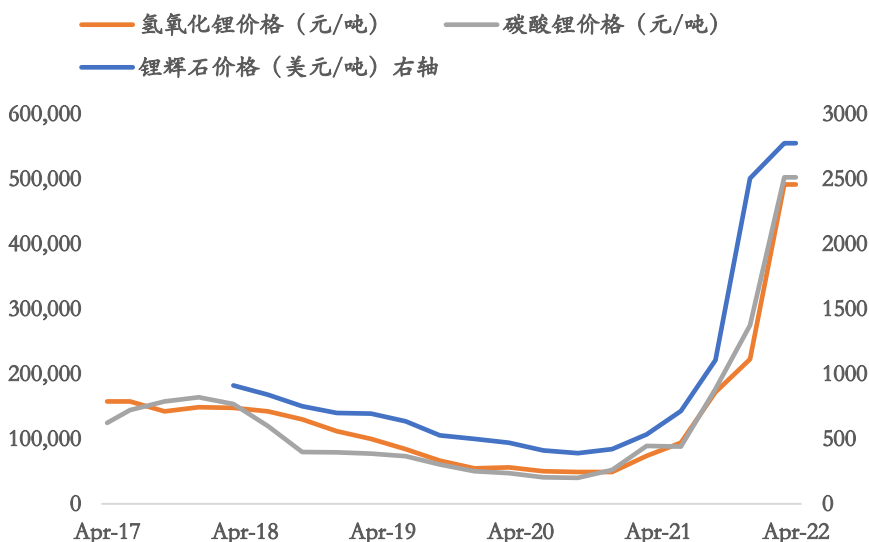
2.3 供需矛盾短期难缓解，锂价有望长期维持高位

目前在产锂精矿现有产能基本被包销完毕。作为目前锂资源供给主力的西澳矿山，目前正常生产的仅五座：Greenbushes、Pilgangoora-Pilbara 部分、MT Marion、MT Cattlin 和巴西 Mibra 矿。其中，Greenbushes 产出的锂精矿仅对两大股东天齐锂业和雅保内部销售；Marion 则 100%包销至赣锋锂业，均不流入市场；Pilgangoora 与赣锋、天宜、容汇等签订承购协议，超额包销现有产能；Cattlin 锂矿主要由雅化集团、盛新锂能承购；巴西 Mibra 由天宜、容汇锂业包销。

锂资源开发难度与进度难以匹配下游需求扩张的速度。 矿山、盐湖扩产时间较长，冶炼端的产能扩张速度在 1 年以内，而锂矿的资本开支周期在 3 年左右，盐湖的资本开支周期在 5 年左右，资源端的扩产速度远远低于冶炼端。从资源端来看，矿石及盐湖产能集中度高且对市场现货供应有限，锂精矿供给紧张，在 Altura 破产关停之后，全球在产主力矿山较少，并且全球锂资源多被长单锁定，而随着中国与欧洲市场新能源车需求爆发，锂盐产量供不应求，2022 年锂精矿价格有望继续突破新高，锂盐价格预期继续上调，产业链利润或继续向上游回流。

远期随着各地矿山复产，产能逐步释放，供给紧张局面或得到缓解，但在新能源终端需求持续刺激下，锂盐需求或将进一步扩大，以及新建项目进展仍存在滞后等可能性。市场供需矛盾短期难解，预计锂价仍维持高位运行。

图表 20 锂盐产品价格



资料来源：Wind，华安证券研究所

3 卡位布局锂电业务，资源+冶炼两端同时发力

3.1 资源端：投资参股+签订长协积极锁定资源供应

积极锁定上游资源，为公司锂精矿来料保驾护航。公司早在 2019 年底就开始布局锂精矿，通过投资上游锂资源公司及与多家锂精矿生产企业签订长期采购协议，参与战略配售，形成了稳定、优质的原材料供应体系：

(1) 与 AMG、Pilbara 子公司 POPL 签定供货协议，每年可稳定获得 21.5-24.5 万吨的锂辉石精矿。

(2) 2021 年 3 月，天宜锂业与 Dathcom、AVZ 签订承购协议，自 Dathcom 开始供货起 3 年内每年购买 20 万（±12.5%）吨锂辉石精矿；2021 年 9 月，公司实际控制人裴振华先生控制的天华时代与 AVZ 及 Dathcom 共同签署《交易执行协议》，以 2.4 亿美元取得 Manono 项目 24% 的股权，双方合资开发 Manono 锂锡项目。交易完成后，天华时代获得 Manono 项目 50% 锂精矿包销权，扩产后每年最高可为天华超净提供约 80 万吨锂精矿，更好地保障未来锂盐产能顺利扩张。

(3) 2021 年 12 月，天宜锂业以 620 万澳元获得 GL1 的 9.9% 股份，后因 GL1 增资扩股稀释为 9.4%；2022 年 3 月，天华超净与 GL1 签订为期 10 年的锂精矿承购协议，每年将获得 GL1 锂精矿总产量的 30%，在 GL1 同意的情况下，天华超净每年可增加购买 15%。

(4) 2022 年 3 月，天华超净与 Premier 签约，拟以 1200 万英镑认购 Premier 13.38% 的股份，认购成功后，天华超净将获得目前处于可研阶段的 Zulu 锂钽项目 50% 锂辉

石承购权。

(5) 2022 年 3 月，天华超净出资 285 万澳元认购 QXR 9.03% 的股权，此外双方签署了一份备忘录，将合作进行锂矿勘探和开发，天华超净获得 QXR 未来所有锂勘探项目的优先承购权。

图表 21 公司上游锂精矿布局（截至 2022 年 3 月）

年份	合作方	合作形式	采购期限	采购数量	备注
2020.10	AMG	包销	2021 年至 2023 年(可以再延长 2 年)	2020 年：2-3 万吨 2021 年-2023 年：6-9 万吨/年	天宜锂业与 AMG 于 2021 年 1 月签署《锂辉石精矿扩产及 5 年独家合作协议》，要求 AMG 产能扩张完成后的 5 年期间内交付至少 20 万吨锂辉石精矿，且新增产能独家供应给天宜锂业。
2021.3	POPL (Pilbara 的子公司)	包销	2020 年至 2024 年	2020 年：6 万吨 2021 年：8.5 万吨 2022 年-2024 年：11.5 万吨/年	
2021.3	AVZ	参股、包销	首期采购期限为 3 年，到期后买方可以选择延长 2 年	每年提供 20 万吨（±12.5%）的锂辉石精矿	2021 年 9 月天宜锂业将原承购协议的权利义务转让给天华时代，未来天华时代将根据天宜锂业的需要向天宜锂业长期供应锂辉石精矿，供货数量不低于 20 万吨/年。
2022.3	GL1	参股、包销	10 年	每年提供不低于 GL1 锂精矿总产量的 30%，GL1 同意后每年可增加购买 15%	2024 年 12 月 31 日前，需满足一下条件：1、GL1 完成一个锂精矿厂的建设并试运行；2、GL1 完成内部产品认证，已复核商定的产品规格要求。
2022.3	Premier	参股	-	Zulu 锂钽项目 50% 锂辉石承购权	
2022.3	QXR	参股	-	QXR 未来所有锂勘探项目的优先承购权	QXR 旗下主要锂矿—Turner River 和 Western Shaw 目前正处于勘探阶段

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● AMG：巴西 Mibra 项目

AMG 销售给天宜锂业每年 6-9 万吨锂辉石精矿，以保障天宜锂业锂盐生产原材料需求。此外，AMG 将完成产能扩张 30-45% 的目标，新增提供至少 20 万吨锂辉石精矿，新增产能独家供应给天宜锂业，该数量产品在 AMG 产能扩张完成后 5 年期间内交付完成。

AMG 旗下 Mibra 项目拥有矿石资源量 2451 万吨，含锂品位较低，折合 63.93 万吨 LCE。Mibra 矿山是一个典型的花岗伟晶岩型锂、钽、铌、锡矿床，根据最新矿产资源估算报告，Mibra 矿拥有 2030 万吨测量和指示资源，与 2013 年完成的矿产资源声明相比增加了约 38%。

图表 22 Mibra 矿山资源量

资源量	矿石量	Li ₂ O	Li	Ta	Ta ₂ O ₅	Nb	Sn
	(万吨)	(%)	ppm	ppm	ppm	ppm	ppm
探明的	342.1	1.00	4626	294	359	52	284
指示的	1686.8	1.06	4904	278	339	51	365
推断的	422.2	1.03	4790	276	337	53	474

资料来源：AVZ 官网，华安证券研究所

2020 年起 Mibra 目标产能达 18 万吨锂精矿/年。Mibra 矿山位于巴西的米纳斯吉拉斯州，AMG 已运营 Mibra 矿山超过 40 年，锂精矿采选厂于 2017 年开始工程建设，2018 年 5 月一期 9 万吨锂精矿项目投产，2019 年 8 月达产，通过现有尾矿以及生产钽而产生的含锂尾矿中浮选生产锂精矿。2017 年 12 月，AMG 启动二期扩产项目建设工作，截止目前拥有 18 万吨锂精矿年产能，根据当前的开采加工成本以及经济状况，AMG 估计该矿产资源的寿命约为 20 年。

● Pilbara: 西澳 Pilgangoora 项目

天宜锂业锁定 Pilbara 11.5 万吨/年锂精矿，进一步保障锂盐生产原材料供给。2020 年，天宜锂业与 Pilbara 子公司 POPL 签署了锂精矿销售协议，约定 POPL 在 2021 年-2024 年供应 7.5 万吨/年锂精矿。2021 年，双方签署了补充协议，约定 2021 年 Q4 新增供应量 1 万吨，2022 年-2024 年新增供应量每年 4 万吨。

Pilbara Minerals 收购 Altura，实现锂资源的有效整合。Pilgangoora 位于西澳大利亚资源丰富的皮尔巴拉地区，距离黑德兰港 120 公里，是世界上最大的硬岩锂矿床之一，在全球锂供应链中具有重要的战略意义。该区域原有 Altura、Pilbara 两家矿企，2021 年 1 月 Pilbara 以 1.75 亿美元完成对 Altura 旗下锂板块的收购，并将其命名为 Ngungaju，对该区域的开采项目进行了资源整合。

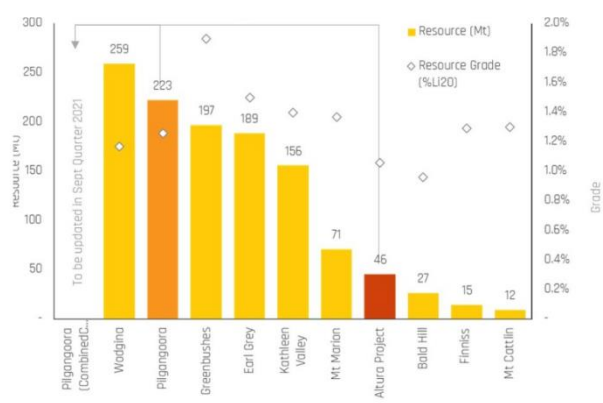
整合后的 Pilgangoora 项目由两个加工厂组成，现有锂精矿产能为 33 万吨/年。收购结束后，Pilbara 开始重启 Ngungaju 工厂，并且对 Pilgan 工厂进行技改。
 ① Pilgan 工厂技改目标为：锂辉石年产能增加 10-15%至 36-38 万吨。该项目的施工阶段于 2021 年 12 月基本完成，并于 2022 年 Q1 进行调试和升级。
 ② Ngungaju 矿原有产能为 22 万吨/年，将分阶段重启：2022Q1 开始试生产粗精矿，提高粗精矿产量，通过再调试继续优化该流程；2022 年 3 月下旬开始启动细粉浮选流程；2022 年 9 月全面投产，Ngungaju 的年产能将达到 18-20 万吨。

图表 23 Pilbara 项目地理位置



资料来源：Pilbara 官网，华安证券研究所

图表 24 矿产资源量和资源等级



资料来源：Pilbara 官网，华安证券研究所

合并之后 Pilgangoora 资源储量及品位得到进一步提升。由于发现了新伟晶岩区，加上 Ngungaju 资源的整合，公司矿产总量增加了 39%，实现重大储量升级。2021 年 9 月 Pilbara 发布了最新的矿产评估，Pilgangoora 项目资源总量为 3.089 亿吨，氧化锂品位 1.14%，折合 870 万吨 LCE。

图表 25 Pilgangoora 矿山资源情况

资源量	矿石量	Li2O	Ta2O5	Fe2O3
	(百万吨)	(%)	ppm	(%)
探明的	21.5	1.35	133	0.5
指示的	188.7	1.15	100	0.56
推断的	98.8	1.06	110	0.67
合计	308.9	1.14	105	0.59

储量	矿石量	Li2O	Ta2O5	Fe2O3
	(百万吨)	(%)	ppm	(%)
证实的	20.3	1.29	120	1.11
可能的	141.6	1.17	97	1.02
合计	161.9	1.18	100	1.03

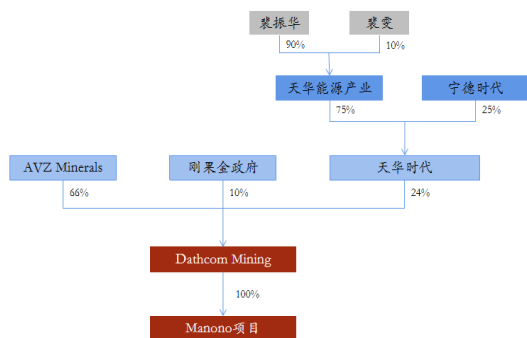
资料来源：Pilbara 2021 年报，华安证券研究所

稳步推进产能扩张计划，未来产能可达 100 万吨/年。Ngungaju 工厂重启和 Pilgan 工厂技改项目完成后，Pilgangoora 项目总年产锂精矿应该在 54-58 万吨左右。下阶段计划扩产至 68 万吨 (P680 项目)，目标增加 10 万吨的锂精矿年产能，P680 项目正处于研究工作的最后阶段，如果一切进展顺利的话，将在 2022Q2 进行最终投资决策。除此之外，公司将开始研究进一步的后续产能扩张，目标产量达到 100 万吨/年 (P1000 项目)，预计于 2022 年四季度为该扩建计划进行最终投资决策。

● AVZ：非洲 Manono 项目

公司间接参股 AVZ 及 Manono 项目，获得 Manono 项目 50% 锂精矿包销权。2020 年天宜锂业参与 AVZ 战略配售，认购 AVZ 增发股份 2.38 亿股，截止目前，天宜锂业及天华时代合计持有其 7.29% 的股份，为第一大股东。此外，天华时代以 2.4 亿美元取得 Manono 项目 24% 的股权，获得了 Manono 项目 50% 锂精矿包销权。

图表 26 Manono 项目最新股权结构



资料来源：AVZ 官网，华安证券研究所

图表 27 AVZ 股东持股情况（截至 2022 年 2 月 28 日）

序号	股东	持股比例
1	SUZHOU GROUP (YIBIN TIANYI LITHIUM INDUSTRY CO LTD & SUZHOU CATH ENERGY TECHNOLOGIES)	7.29%
2	HSBC CUSTODY NOMINEES (AUSTRALIA) LIMITED	6.37%
3	HUAYOU INTERNATIONAL MINING (HONGKONG) LIMITED	6.27%
4	BNP PARIBAS NOMINEES PTY LTD ACF CLEARSTREAM	5.58%
5	CITICORP NOMINEES PTY LIMITED	4.54%
6	LITHIUM PLUS PTY LTD	3.43%
7	CERTANE CT PTY LTD <RICHLINK HIGH-TECH INVEST>	2.68%
8	BNP PARIBAS NOMINEES PTY LTD <IB AU NOMS RETAILCLIENT DRP>	2.43%
9	ACUITY CAPITAL INVESTMENT MANAGEMENT PTY LTD <ACUITY CAPITAL HOLDINGS A/C>	1.74%
10	NIGEL FERGUSON & RIDGEBACK HOLDINGS PTY LTD <THE FERGUSON FAMILY A/C>	1.48%

资料来源：AVZ 官网，华安证券研究所

Manono 规模和品位处于世界一流水平。Manono 项目是世界上最大的富锂 LCT（锂、铯、钽）伟晶岩矿床之一，资源总量达 4 亿吨，锂辉石平均品位为 1.65%。该项目占地 188 平方公里，位于中非刚果民主共和国（DRC）南部卢本巴希正北方 500 公里处。2021 年 7 月，JORC 更新了矿产资源估算，矿石储量估计提高到 1.317 亿吨，比原来增加了 41.6%，矿山寿命延长至 29.5 年。

图表 28 Manono 矿山资源情况（截止 2021 年 12 月 31 日）

资源量	矿石量	Li ₂ O	Sn	Ta	Fe ₂ O ₃	P ₂ O ₅
	(百万吨)	(%)	ppm	ppm	(%)	(%)
探明的	100	1.67	870	35	0.93	0.3
指示的	174	1.65	807	35	0.97	0.29
推断的	128	1.65	585	31	1.01	0.28
合计	401	1.65	752	34	0.97	0.29

储量	矿石量	Li ₂ O	品位	Sn	品位
	(百万吨)	(百万吨)	(%)	(千吨)	(g/t)
证实的	65	1.07	1.64	61.2	942
可能的	66.6	1.075	1.61	69.1	1.037
合计	131.7	2.14	1.63	130.3	990

资料来源：AVZ 官网，华安证券研究所

项目运输费用较高，加工为初级硫酸锂可将运输成本占比由 68% 降至 10.7%。为提高项目经济效益，AVZ 最终决定将部分锂精矿进行加工，同步生产高附加值的初级硫酸锂产品进行销售。

Manono 项目设计锂辉石精矿 (SC6) 产能为 70 万吨/年, 其中 15.3 万吨将加工为 4.5 万吨初级硫酸锂 (PLS), 其余 54.7 万吨直接对外出售。目前 Manono 项目已满足采矿证批复的所有条件 (采矿证正在申请中), 计划于 2023 年建成投产, 如果该规划按期完成, 2023Q1 锂精矿工厂投产, 可保证天宜锂业锂盐项目原料充足供应。

图表 29 Manono 项目地理位置



资料来源: AVZ 官网, 华安证券研究所

图表 30 运营成本明细表

	运营成本 (美元/吨)			
	SC6	占比	PLS	占比
开采	49	13.20%	-	-
加工	22	5.90%	2016	75.80%
G&A	23	6.20%	102	3.80%
运输	252	68.00%	287	10.70%
特许权	25	6.70%	257	9.70%
合计	371	100%	2662	100%

资料来源: Manono 项目可行性分析报告, 华安证券研究所

● GL1: Marble Bar 项目+Manna 项目

天华超净参股 GL1, 签署锂精矿 10 年承购协议。天华超净将每年获得 GL1 锂精矿总产量的 30%, 在 GL1 同意的情况下, 天华超净每年可增加购买 15% 锂精矿。GL1 是一家新兴的锂矿勘探公司, 目前有两个主要的锂勘探项目:

Marble Bar 项目: 位于西澳大利亚 Pilbara 地区, 是世界主要的硬岩锂矿区之一, 该地区还拥有世界级的 Pilgangoora 和 Wodgina 矿床, 项目目前处于勘探阶段。

Manna 项目: Manna 是一个露头的伟晶岩勘探项目, 位于西澳大利亚 Kalgoorlie 以东约 100 公里处。2021 年 12 月, GL1 从 Breaker Resources 手中收购了 Manna 锂矿项目 80% 的权益, 之后 GL1 将与 Breaker Resources 合作, 计划在 2022 年进行 Manna 勘探和钻探项目, 以获得初步的矿产资源量。

图表 31 MBLP 项目地理位置



资料来源: GL1 官网, 华安证券研究所

图表 32 Manna 项目地理位置



资料来源: GL1 官网, 华安证券研究所

GL1 两个项目拥有矿石推断资源量共 1840 万吨，具有开发潜力。Marble Bar 项目 Archer 矿床初步推断矿产资源量为 1050 万吨，具有较大开发空间。Manna 项目的推断矿石量达 790 万吨，氧化锂品位达到 1.14%。近期项目主体在 Manna 1 号以南 350 米的异常区域进行钻探，发现富含锂辉石伟晶岩的新区域，表明该矿山资源或有更大的挖掘潜力。

图表 33 GL1 项目资源情况

项目	类别	矿石量	Li ₂ O	Ta ₂ O ₅
	资源量	(百万吨)	(%)	ppm
Marble Bar (100%)	推断的	10.5	1.0	53
Manna (80%)	推断的	7.9	1.14	49
合计		18.4	1.06	51

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● Premier: Zulu 项目

公司积极参与 Premier 战略配售，增加锂盐原材料供应途径。2022 年 3 月 7 日，Premier 和天华超净签订了一份认购协议，天华超净以发行价 0.4 便士/股认购 Premier 30 亿股新股，占其增资扩股后总股份的 13.38%，获得 Zulu 项目生产的所有锂辉石产品 50% 的独家承购权，以及任命一名董事的权利。

图表 34 股份认购情况

认购信息	所获权利
认购价格：0.4 便士/股 认购总额：1200 万英镑 认购股份：30 亿股新股（占其增资扩股后总股份的 13.38%）	1、处于可研阶段的 Zulu 锂钽项目所有锂辉石产品的 50% 承购权； 2、自认购之日起 180 天内不可撤销的优先购买权，以匹配 Premier 预期的任何进一步股权或贷款相关融资，特别是与 Zulu 锂钽项目相关的任何交易，条件不低于另一潜在投资者提供的条件； 3、参与任何未来融资的权利，以始终保持天华超净持有 Premier 13.38% 的股权； 4、有权任命一名董事在 Premier、Zulu Lithium Mauritius Limited 和 Zulu Lithium (Private) Limited 的董事会任职。 注：双方同意，如果天华超净减少其股权，承购的锂精矿比例相应减少；只要持有 10% Premier 扩股后的股份，天华超净的董事任命有效。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

Premier 在南非有多项矿产资源项目，Zulu 锂项目为主要项目之一。Zulu 位于津巴布韦布拉瓦约 80 公里处。该项目被认为是津巴布韦最大的未开发含锂伟晶岩，包括 14 个矿产地，占地 3.5 平方公里，具有锂和钽矿化的前景。2021 年 3 月 12 日政府授予了 Zulu 锂项目独家勘探权 (EPO)，有效期为三年，该项目于 2021 年 5 月开始进行可行性研究。

Zulu 具有丰富的锂资源，最新推断矿石资源量达 2010 万吨，该锂矿带还余 65% 未进行锂资源评估。短期目标计划新增 4058 万吨资源量，Li₂O 品位为 1.56%，其

中 950 万吨品位为 4.24%。

图表 35 Zulu 锂项目情况

矿石资源量	品位	Li ₂ O	投产时间
(万吨)	(%)	(万吨)	
2010	1.06	21.32	项目 DFS 于 2021 年 5 月开始, 6 月下旬开始了资源扩展勘探
锂精矿产能	品位	矿山寿命	
(万吨/年)	(%)	(年)	
8.4	6.5	15+	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

以上梳理了公司目前资源端的总体布局情况, 简要介绍公司上游投资项目以及长协签订情况。公司正积极通过建立稳定优质的原材料供应体系, 保障后续锂盐产能稳定扩张。

3.2 冶炼端: 多个锂盐项目加速建设, 产能释放未来可期

公司加速布局锂盐冶炼项目, 未来将进入产能高速扩张期:

天宜一期: 项目实施主体是天宜锂业, 于 2019 年 9 月开工建设, 2020 年 8 月建成并进行试生产, 同年 12 月天宜锂业一期项目正式竣工, 目前正在进行新增 0.5 万吨产能的技改项目, 2022 年技改完成后氢氧化锂年产能将达 2.5 万吨/年。

天宜二期: 项目实施主体是天宜锂业, 该项目拥有年产 2.5 万吨的电池级氢氧化锂生产线、厂房及相关配套设施。天宜二期项目已于 2021 年 12 月投料试生产并产出合格产品, 并于 2022 年 3 月达到设计目标。

甘眉工业园年产 6 万吨电池级氢氧化锂项目: 公司与甘眉工业园区签订项目投资合同, 建设年产 6 万吨电池级氢氧化锂生产线及相关生产设施、配套设施。项目实施主体天华超净全资子公司四川天华时代于近日举行开工仪式, 项目预计于 2024 年 3 月建成, 投产后第一年生产负荷达设计能力的 80%, 第二年生产负荷达设计能力的 100%。

江安县年产 5 万吨新能源锂电材料项目: 公司与江安县人民政府签订项目投资协议书, 建设年产 5 万吨电池级氢氧化锂, 项目实施主体是天宜锂业全资子公司伟能锂业, 分两期建设, 第一期项目预计于 2022 年底建成竣工, 第二期项目预计于 2024 年 6 月 30 日前建成投产。

10 万吨碳酸锂产能项目: 公司与宁德时代于 2022 年 1 月 28 日签署合资协议, 拟共同在宜春市投资设立合资公司 (天华超净持股 10%), 投建 10 万吨碳酸锂冶炼产能项目, 年内完成 5 万吨碳酸锂冶炼产能项目, 预计于 2023 年年底完成剩余 5 万吨碳酸锂冶炼产能项目。宁德时代保障合资公司锂精矿供应, 合资公司 100% 的碳酸锂产品将优先向宁德时代或其指定方供应。

公司锂盐产能规模稳步扩张, 未来规划锂盐产能达 26 万吨/年。 公司现有氢氧化锂产能 4.5 万吨/年, 规划氢氧化锂产能 16 万吨, 包括天宜 5 万吨+江安 5 万吨+甘眉 6 万吨, 其中江安一期 2.5 万吨有望在 2022 年内实现投产。此外, 公司与宁德时代规划合资建设年产 10 万吨碳酸锂项目, 预计于 23 年底建成达产。到 2026 年, 公司锂盐总产能预计达 26 万吨/年, 权益锂盐产能达 14.5 万吨/年。公司锂盐产能有序释放, 各大项目依次展开, 未来具备成长为国内锂盐一线企业潜质。

图表 36 公司锂盐产品产能规划

	项目	权益	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
氢氧化锂	天宜一期	75%	2	2.5	2.5	2.5	2.5
	天宜二期	75%	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	甘眉工业园年产 6 万吨 电池级氢氧化锂项目	100%			3.6	5.7	6
	伟能锂业一期	75%		2	2.5	2.5	2.5
	伟能锂业二期	75%			1	2.25	2.5
	合计氢氧化锂产能		4.50	7.00	12.10	15.45	16.00
	权益产能		3.38	5.25	9.975	13.01	13.50
碳酸锂	10 万吨碳酸锂产能项目	10%	5	10	10	10	10
	权益产能		0.5	1	1	1	1
合计锂盐权益产能			3.88	6.25	10.98	14.01	14.50

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 股权激励绑定核心骨干，定增募资助力锂盐产能建设

股权激励绑定骨干员工，促进公司稳健发展。2022 年 2 月 9 日，公司发布 2022 年股权激励计划，拟向包括中层管理人员、核心技术（业务）骨干在内的 123 人授予限制性股票 720 万股（占公司总股本比例的 1.24%），首次授予 630 万股，首次授予部分限制性股票的授予价格为 70.39 元/股。考核业绩目标为 2022 年营业收入值不低于 60 亿元；2022-2023 两年的累计营业收入值不低于 130 亿元；2022-2024 三年的累计营业收入值不低于 210 亿元。通过股权激励，建立公司与员工共识、共担、共创、共享的事业共同体，不仅充分调动人才积极性，而且有望促进内部管理效率提升，激发企业发展动能。

图表 37 本次股权激励计划

时间	限制性股票总量	首次授予限制性股票	授予价格	激励对象	业绩考核目标
2022 年	720 万股（占公司股本总额的 1.24%）	630 万股	70.39 元/股	本激励计划首次授予限制性股票的激励对象共计 123 人。具体包括：1、中层管理人员；2、核心技术（业务）骨干。	2022 年营业收入值不低于 60 亿元； 2022-2023 两年的累计营业收入值不低于 130 亿元； 2022-2024 三年的累计营业收入值不低于 210 亿元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2022 年 2 月 9 日，公司发布公告拟向特定对象发行股票募集资金不超过 46 亿

元，2022 年 4 月 11 日，公司正式发布募集说明书，募集资金净额主要用于锂盐建设项目，以推进公司锂盐产能释放进程。

图表 38 募集资金所用项目

募集时间	募集资金总额 (亿元)	投资项目	项目总投资 额 (亿元)	募集资金拟投资额 (亿元)	备注
2022 年 4 月	46.00	四川天华时代锂电有限公司年产 6 万吨电池级氢氧化锂建设项目	25.00	24.00	本项目设计产能为年产 6 万吨电池级氢氧化锂，位于四川省眉山市东坡区甘眉工业园区内，建设周期为 2 年。
		宜宾市伟能锂业科创有限公司一期年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目	9.70	8.20	本项目设计产能为年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂，位于四川宜宾江安县工业园区，建设周期 1 年。
		收购宜宾市天宜锂业科创有限公司 7%股权	9.80	9.80	
		补充流动资金	4.00	4.00	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利预测与投资建议

1) 防静电超净技术业务：公司防静电超净技术产品已形成了完整的配套体系和领先的集成供应能力，在生产成本、集成供应和本地化服务方面具有较大优势。我们认为公司将凭借深耕防静电超净技术行业二十多年的丰富的行业经验及优势占领绝大部分市场，盈利能力较为稳定。我们预计 2022-2024 年分别实现营业收入 6.3 亿元、6.6 亿元、7.0 亿元，营收增速分别为 1.40%、4.39%、6.37%。

2) 医疗器械业务：公司子公司“宇寿”品牌已经发展成为行业内具有较高知名度和较强影响力的自主品牌，产品远销全球四十多个国家和地区，尤其是在疫苗用自毁式注射器市场，宇寿医疗产品的市场占有率和知名度较高。我们预计医疗器械板块将平稳增长，预计 2022-2024 年分别实现营业收入 4.9 亿元、5.0 亿元、5.3 亿元，营收增速分别为 3.52%、2.64%、1.70%。

3) 锂电材料业务：公司进入锂电领域时间较晚，但公司凭借极强的管理执行能力，以行业内最快的产能扩张速度向行业第一梯队的目标迈进，并且该业务所处行业有望持续高景气，我们预计锂电材料板块将实现高速增长，预计 2022-2024 年分别实现营业收入 127.0 亿元、179.2 亿元、300.9 亿元，营收增速分别为 448.51%、41.04%、67.94%。

锂盐预测基于以下假设：

- ① **量：**公司现有氢氧化锂产能 4.5 万吨/年。伟能锂业一期 2.5 万吨氢氧化锂项目&宜春一期 5 万吨碳酸锂项目有望在 2022 年内实现投产，甘眉 6 万吨氢氧化锂项目、伟能锂业二期 2.5 万吨氢氧化锂项目以及宜春二期 5 万吨碳酸锂项目将在 24 年逐步建成投产。考虑到公司各项的投产节奏，我们预计 2022-2024 年公司销售锂盐 3.19 万吨、5.75 万吨、10.2 万吨。
- ② **价：**全球新能源行业仍处于高速发展期，并且锂市场供需紧张短期难解，锂

价有望持续维持高位。我们预计 2022-2024 年电池级碳酸锂价格分别为 45 万元/吨、38 万元/吨、35 万元/吨，氢氧化锂价格分别为 45 万元/吨、38 万元/吨、35 万元/吨。

图表 39 公司分业务盈利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
天华超净	营业收入（百万元）	3,397.6	13,823.3	19,081.4	31,323.8
	营业成本（百万元）	1,661.5	8,076.2	11,459.3	18,282.3
	毛利（百万元）	1,736.1	5,747.1	7,622.1	13,041.5
	毛利率	51.1%	41.6%	39.9%	41.6%
		2021	2022E	2023E	2024E
防静电超净技术行业	营业收入（百万元）	623.9	632.6	660.3	702.4
	营业收入 YOY	13.1%	1.40%	4.39%	6.37%
	营业成本（百万元）	461.6	470.6	490.6	518.3
	毛利（百万元）	162.3	161.9	169.7	184.0
	毛利率	26.0%	25.6%	25.7%	26.2%
		2021	2022E	2023E	2024E
医疗器械行业	营业收入（百万元）	457.7	487.2	503.7	531.7
	营业收入 YOY	-39.91%	3.52%	2.64%	1.70%
	营业成本（百万元）	242.7	255.3	267.5	280.2
	毛利（百万元）	215.0	231.9	236.2	251.5
	毛利率	47.0%	47.6%	46.9%	47.3%
		2021	2022E	2023E	2024E
锂电板块	销量（万吨）	2.3	3.2	5.8	10.2
	价格（万元/吨）		45.0	38.0	35.0
	营业收入（百万元）	2315.99	12703.5	17917.4	30089.8
	营业收入 YOY		448.5%	41.0%	67.9%
	营业成本（百万元）	957.24	7350.3	10701.2	17483.7
	毛利（百万元）	1358.75	5353.2	7216.1	12606.0
	毛利率	58.67%	42.14%	40.27%	41.89%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司稳健发展传统主业，并积极布局锂电材料业务，随着锂盐项目落地并释放产能，未来业绩有望实现突破性增长。我们预计 2022-2024 年，公司分别实现营收 138.2 亿元、190.8 亿元、313.2 亿元，同比分别增长 306.9%、38.0%、64.2%；归母净利润分别为 32.9 亿元、43.5 亿元、74.2 亿元，同比分别增长 260.7%、32.3%、70.8%。当前股价对应 PE 分别为 11X、8X、5X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

锂盐价格波动风险；项目进展不及预期；下游需求不及预期等。

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	3309	9084	15746	27971					
现金	1098	1084	3888	8552					
应收账款	483	2051	2712	4518					
其他应收款	144	406	617	1034					
预付账款	272	879	1396	2275					
存货	1232	4270	6574	10725					
其他流动资产	80	394	559	867					
非流动资产	2947	3455	3993	4508					
长期投资	0	-42	-92	-131					
固定资产	966	1186	1396	1557					
无形资产	108	122	130	128					
其他非流动资产	1872	2189	2558	2955					
资产总计	6256	12538	19738	32479					
流动负债	1993	4416	6396	10101					
短期借款	738	0	0	0					
应付账款	315	1916	2709	4183					
其他流动负债	941	2501	3687	5918					
非流动负债	198	198	198	198					
长期借款	56	56	56	56					
其他非流动负债	142	142	142	142					
负债合计	2191	4615	6594	10299					
少数股东权益	821	1396	2271	3888					
股本	583	583	583	583					
资本公积	811	811	811	811					
留存收益	1849	5134	9478	16898					
归属母公司股东权	3243	6528	10872	18292					
负债和股东权益	6256	12538	19738	32479					

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	180	1083	3095	4782					
净利润	911	3285	4344	7420					
折旧摊销	101	75	90	110					
财务费用	38	9	2	2					
投资损失	-4	-213	-295	-409					
营运资金变动	-1199	-2628	-1878	-3856					
其他经营现金流	2444	6467	7053	12792					
投资活动现金流	-773	-350	-289	-117					
资本支出	-793	-605	-634	-565					
长期投资	12	42	50	39					
其他投资现金流	9	213	295	409					
筹资活动现金流	771	-747	-2	-2					
短期借款	596	-738	0	0					
长期借款	-177	0	0	0					
普通股增加	32	0	0	0					
资本公积增加	733	0	0	0					
其他筹资现金流	-413	-9	-2	-2					
现金净增加额	177	-14	2804	4664					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	3398	13823	19081	31324					
营业成本	1661	8076	11459	18282					
营业税金及附加	15	98	128	203					
销售费用	39	386	454	724					
管理费用	143	704	932	1517					
财务费用	38	9	2	2					
资产减值损失	-7	-5	-4	-3					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	4	213	295	409					
营业利润	1470	4458	6041	10477					
营业外收入	4	0	0	0					
营业外支出	3	0	0	0					
利润总额	1471	4458	6041	10477					
所得税	220	599	821	1441					
净利润	1251	3859	5220	9036					
少数股东损益	340	575	876	1616					
归属母公司净利润	911	3285	4344	7420					
EBITDA	1552	4231	5683	9900					
EPS (元)	1.59	5.64	7.45	12.73					

主要财务比率									
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
成长能力									
营业收入	158.7%	306.9%	38.0%	64.2%					
营业利润	348.0%	203.4%	35.5%	73.4%					
归属于母公司净利	218.4%	260.7%	32.3%	70.8%					
获利能力									
毛利率 (%)	51.1%	41.6%	39.9%	41.6%					
净利率 (%)	26.8%	23.8%	22.8%	23.7%					
ROE (%)	28.1%	50.3%	40.0%	40.6%					
ROIC (%)	24.1%	43.7%	35.9%	37.5%					
偿债能力									
资产负债率 (%)	35.0%	36.8%	33.4%	31.7%					
净负债比率 (%)	53.9%	58.2%	50.2%	46.4%					
流动比率	1.66	2.06	2.46	2.77					
速动比率	0.90	0.89	1.21	1.48					
营运能力									
总资产周转率	0.54	1.10	0.97	0.96					
应收账款周转率	7.03	6.74	7.04	6.93					
应付账款周转率	5.28	4.22	4.23	4.37					
每股指标 (元)									
每股收益	1.59	5.64	7.45	12.73					
每股经营现金流薄)	0.31	1.86	5.31	8.20					
每股净资产	5.56	11.20	18.65	31.38					
估值比率									
P/E	50.94	10.50	7.94	4.65					
P/B	14.56	5.28	3.17	1.88					
EV/EBITDA	30.40	7.97	5.44	2.65					

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。