

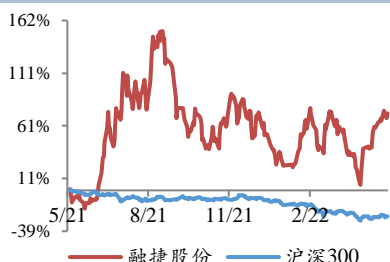
采选冶炼有序扩张，打造川矿一体化开发标杆

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-29

收盘价（元） 129.13
近 12 个月最高/最低（元） 187.80/61.66
总股本（百万股） 260
流通股本（百万股） 259
流通股比例（%） 99.79
总市值（亿元） 335
流通市值（亿元） 335

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

1. 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
2. 三元高镍化大势所趋，四个维度考量盈利成本经济性-新能源锂电池系列报告之八 2022-5-18
3. 硅基负极，锂电材料升级的必经之路-新能源锂电池系列报告之九 2022-5-26

主要观点：

● 业务转型深度布局锂产业链，锂矿锂盐一体化发展凸显战略眼光与执行力

公司 2009 年开始布局锂矿采选，2014 年起剥离沥青业务并延伸进入锂盐冶炼及锂电设备领域，转型显示其战略眼光，且依托融捷集团及比亚迪享受产业资源优势。2014-2018 年因锂矿停产一度被 ST 警示，2019 年复产且受益于下游新能源车高景气度，2020 年扭亏为盈，2021 年以来业绩高增。

● 行业供需支撑锂价中枢维持高位利润上移，政策支持国内锂资源加速开发

受益于新能源产业链景气度高涨，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，且精矿价格不断攀升造成产业链利润持续上移且向资源端倾斜。从而带来全球锂资源争夺白热化，产业链各方纷纷入局，各地政府及各部委纷纷出台政策与规划协调加速国内锂资源开发，拥有稀缺优质锂资源将在行业竞争中占得优势并充分受益，融捷即是川矿一体化发展的标杆。

● 资源端：坐拥资源禀赋顶尖的甲基卡 134 号脉，锂矿采选业务有序扩张

甲基卡 134 号脉资源储量品位高、区位优势明显、开采条件优成本低，现有年 105 万吨采矿+45 万吨选矿产能，精矿产能约 7-8 万吨；鸳鸯坝 250 万吨选矿项目积极推进，21 年完成两次环评公示及报告修订，待上位规划康-泸产业集中区环评落地，可申报进入流程，有望在 23Q2 建成投产，锂精矿产能将扩至 19 万吨/年；考虑到未来政府协调原矿或公司有望申请采矿产能扩张从而采选产能匹配，250 万吨采选产能对应锂精矿产能或将达到 47 万吨，折 LCE6 万吨以上。此外公司矿山所处甲基卡矿区矿脉多禀赋好，作为具有区域内采选经验企业，未来公司增储潜力可期。

● 冶炼端：成都融捷产能逐步释放，采选产能扩张保障精矿完全自给

成都融捷规划建设年 4 万吨锂盐产能，一期 2 万吨已建成试生产，22Q1 产出 3100 吨，预计二期 2 万吨将与锂矿采选产能扩张节奏保持一致，从而保障精矿完全自给；长和华锂 4800 吨产能主要做粗碳和工碳的精加工提纯。

● 投资建议：预计公司 22/23/24 年归母净利润分别为 20.37/31.01/42.91 亿元，对应当前市值 PE 分别为 16/11/8 倍，考虑到新能源行业景气度持续高位，公司锂资源禀赋优越，一体化锂矿采选锂盐冶炼产能扩张，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：政治政策风险；产能扩张、产品开发不及预期；新能源汽车发展不及预期；相关技术出现颠覆性突破；产品价格下降超出预期。

● 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	921	3437	4805	6742
收入同比（%）	136.1%	273.4%	39.8%	40.3%
归属母公司净利润	68	2037	3101	4291
净利润同比（%）	224.5%	2882.2%	52.2%	38.4%
毛利率（%）	28.0%	53.8%	65.7%	75.1%
ROE（%）	10.8%	76.2%	53.7%	42.6%
每股收益（元）	0.26	7.84	11.94	16.53
P/E	494.87	16.46	10.81	7.81
P/B	53.20	12.55	5.81	3.33
EV/EBITDA	222.47	20.73	10.49	5.81

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 总论	4
2 锂矿锂盐一体化发展凸显战略眼光与执行力	7
2.1 业务转型深度布局锂电产业链，十余年耕耘锂矿采选+锂盐冶炼领域步入新发展	7
2.2 控股股东与实控人新能源产业链背景丰富实力强大，公司有望充分受益	8
2.3 乘新能源东风扭亏为盈，盈利能力大幅提高	9
3 供需支撑高锂价利润上移，资源为王加速开发	11
3.1 需求端：新能源车、储能主导刚性需求，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，22、23 年未有大幅增量供给，锂资源供给或低于预期	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	13
3.4 供需关系主导锂价趋势，精矿价格攀升利润持续上移，锂资源争夺白热化	14
3.5 政策协调助力锂资源开发，产业链各方入局合作共赢	15
4 锂矿复产+选矿推进+完全自给锂盐产能释放，矿石冶炼一体化发展成长可期	17
4.1 资源端：坐拥资源禀赋顶尖的甲基卡 134 号脉，锂矿采选业务有序扩张	17
4.1.1 几经波折矿山复产，现有 105 万吨采矿+45 万吨选矿产能，各项生产活动顺利进行中	18
4.1.2 鸳鸯坝 250 万吨选矿项目积极推进中，锂精矿产能未来或达 47 万吨	20
4.2 冶炼端：长和华锂稳定产出，成都融捷产能逐步释放，采选产能扩张保障精矿完全自给	23
4.3 锂电设备：受益锂电行业高增长，深度绑定比亚迪	24
5 盈利拆分与投资建议	25
风险提示	26
财务报表与盈利预测	27

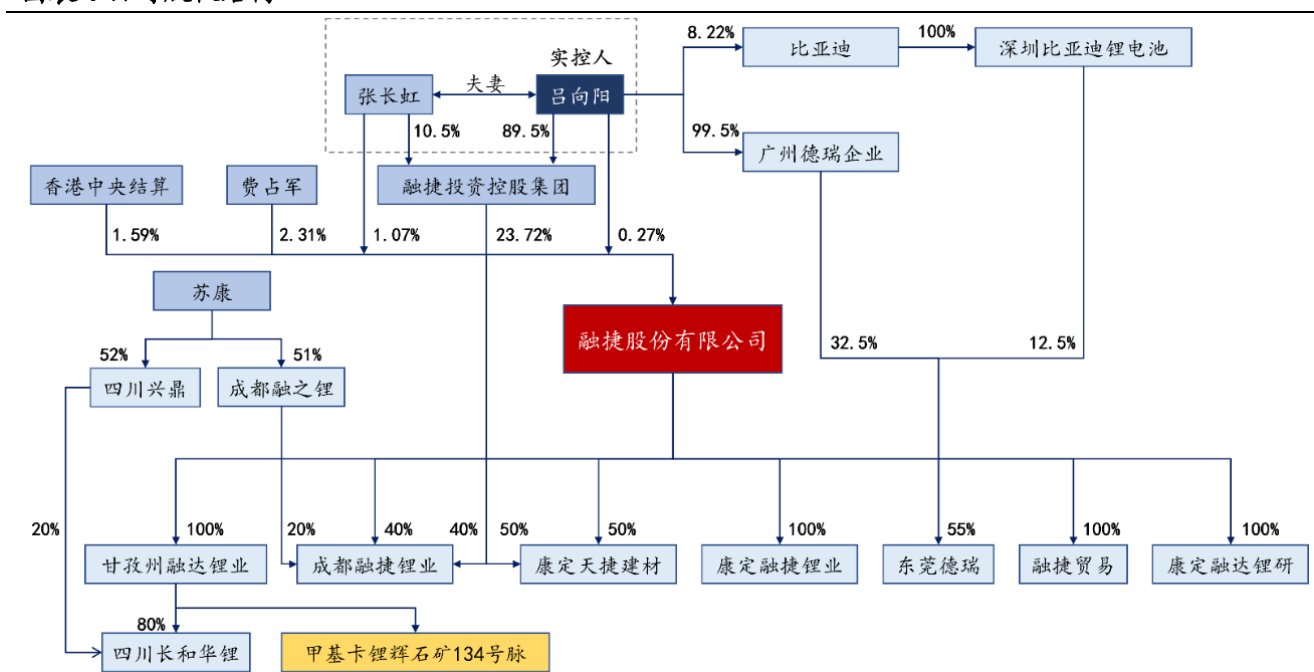
图表目录

图表 1 公司股权结构	4
图表 2 融捷股份锂电产业链布局概览	5
图表 3 融捷股份锂矿项目进展及未来扩张规划情况	6
图表 4 公司发展历程	7
图表 5 公司现有锂矿采选、锂盐加工和锂电设备三项主营业务	8
图表 6 公司股权结构	8
图表 7 融捷集团与融捷股份新能源产业链布局	9
图表 8 公司近年营收规模与增速	9
图表 9 公司近年归母净利润规模与增速	9
图表 10 2011-2021 年公司锂矿采选业务产销量情况	10
图表 11 近年销售毛利率与销售净利率	10
图表 12 近年销售、管理、财务费用率	10
图表 13 2016 年锂需求结构	11
图表 14 2021 年锂需求结构	11
图表 15 2021-2025 年新能源车与储能锂电需求占比逐渐提升	12
图表 16 2019-2023 年锂需求拆分（万吨 LCE）	12
图表 17 2020 年全球锂储量分国别占比	13
图表 18 2020 年全球锂供给结构	13
图表 19 2019-2023 年锂供给拆分（万吨 LCE）	13
图表 20 2019-2023 年锂供需平衡表（万吨 LCE）	13
图表 21 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	14
图表 22 保障供应，加速开发国内锂资源	16
图表 23 融捷股份锂电产业链布局概览	17
图表 24 国内外主流矿山矿石储量及品位情况	18
图表 25 2009-至今公司甲基卡矿区生产活动概览	19
图表 26 融达锂业生产生活区	19
图表 27 公司采矿区生产活动有序进行	19
图表 28 2018-2021 年公司锂精矿产销情况	20
图表 29 公司历年产品品位情况	20
图表 30 公司与康定市人民政府签署《康定绿色锂产业投资协议》	21
图表 31 公司锂矿项目进展及未来扩张规划情况	21
图表 32 甲基卡矿区地质矿产情况	22
图表 33 四川地区关于锂矿开发的若干政策文件	23
图表 34 公司基础锂盐产能规划（万吨）	23
图表 35 长和华锂股权结构	24
图表 36 成都融捷股权结构	24
图表 37 动力电池通用工艺流程	24
图表 38 东莞德瑞股权结构	25
图表 39 公司盈利预测拆分	25

1 总论

公司以沥青业务起家，2009 年开始逐步布局锂资源，自 2014 年起陆续剥离沥青业务并延伸进入锂盐冶炼及锂电设备领域，目前主要有锂矿采选（拥有康定市甲基卡锂辉石矿 134 号脉采矿权证）、锂盐冶炼（长和华锂和成都融捷）和锂电设备（东莞德瑞）三项主营业务，业务转型深度布局锂电产业链显示出公司前瞻的战略眼光及执行力。公司控股股东融捷集团实力雄厚，实控人吕向阳为比亚迪副董事长，产业链背景丰富，公司有望背靠控股股东及实控人的产业资源优势实现长足发展。乘新能源车高景气度东风，自 2019 年公司锂矿复产以来，净利率上升，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

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、氢氧化锂价格从 21 年初 5.20 万元/吨、4.95 万元/吨分别涨至目前的 47.50 万元/吨、47.70 万元/吨，涨幅分别为 813%、864%。**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。**

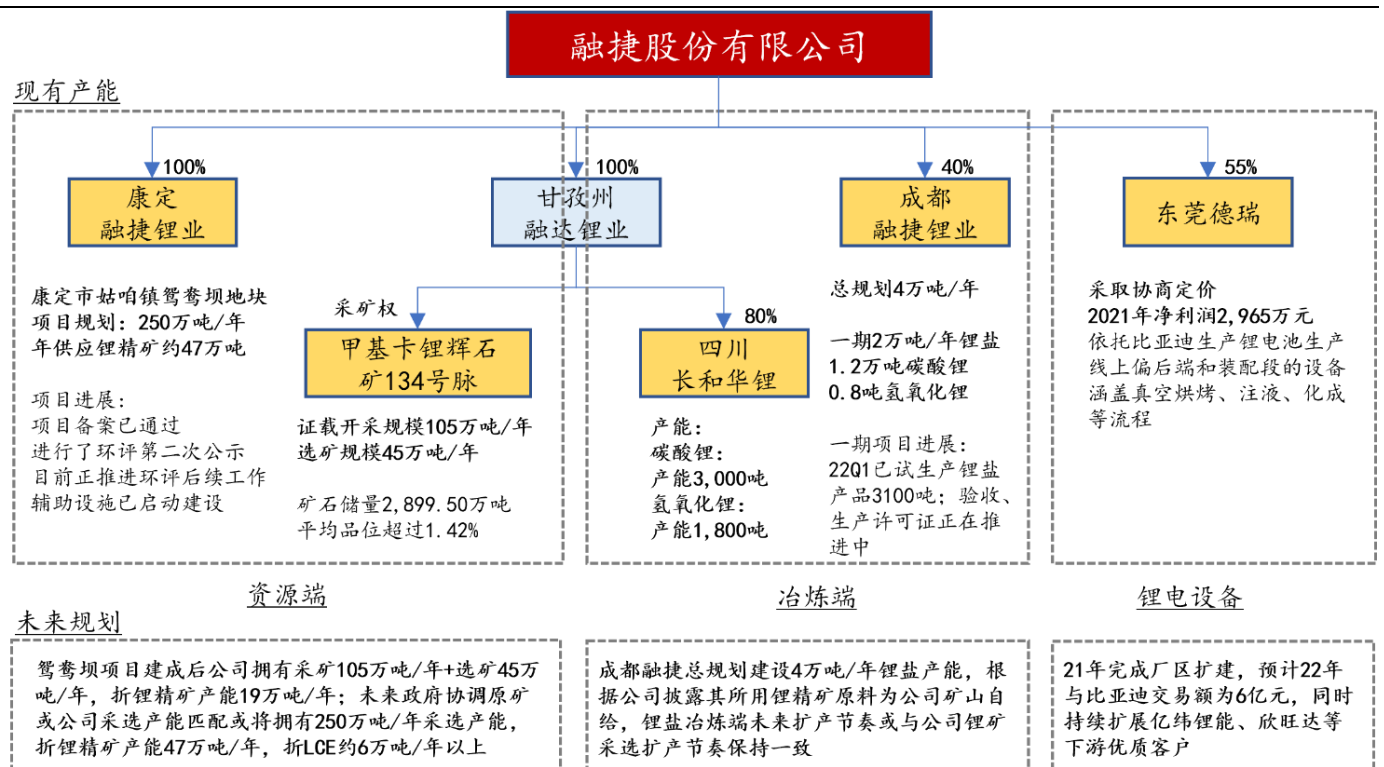
全球锂资源供给释放缓慢，未来两年未见供给有大幅增长，锂供给或成行业决定性因素。从增量供给上来看：**1）锂矿：**可见的增量为泰里森增产、Altura 扩产、Wodgina 复产、甲基卡 134 号脉精选、李家沟、华山瓷石矿等项目；**2）盐湖：**SQM 增产、Olatoz、Sal de Vida、Livent、察尔汗、麻米错等项目亦有增量贡献。但考虑到相关企业以往产能兑现节奏以及环境、政治等因素，上述增量项目或不及预期。

预计 2021-2023 年，锂供给短缺为 1.1/0.5/0.5 万吨 LCE，考虑到中游厂商的扩产计划、库存需求以及供应链长尾效应，实际中上述供给差距或更为明显。

在整体行业供需紧张的背景下，锂精矿价格大幅上涨，高企的原料价格从成本端支撑锂价维持高位，锂电产业链利润持续上移且向资源端倾斜。从而带来全球锂资源争夺白热化，产业链各方纷纷入局，国内青海、西藏、四川、江西政府及各部委纷纷出台政策与规划协调加速国内锂资源开发，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，而拥有稀缺优质锂资源将在行业竞争中占得优势并充分受益。

融捷股份即是川矿中锂资源一体化发展的标杆企业：

图表 2 融捷股份锂电产业链布局概览



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资源端：全资子公司融达锂业坐拥甲基卡 134 号脉，位于我国最大、同时也是亚洲最大的甘孜州甲基卡伟晶岩锂辉石矿区，是目前国内最优质的在产锂矿。矿石资源储量 2899.5 万吨，折 Li_2O 储量 41.2 万吨，折 LCE 储量 101.6 万吨；氧化锂品位超 1.42%，位于国内最优在产矿山，甚至优于大部分澳洲锂矿；矿区矿脉多且集中、开采条件优越，矿体呈正地形裸露地表，南高北低适宜于露天开采。

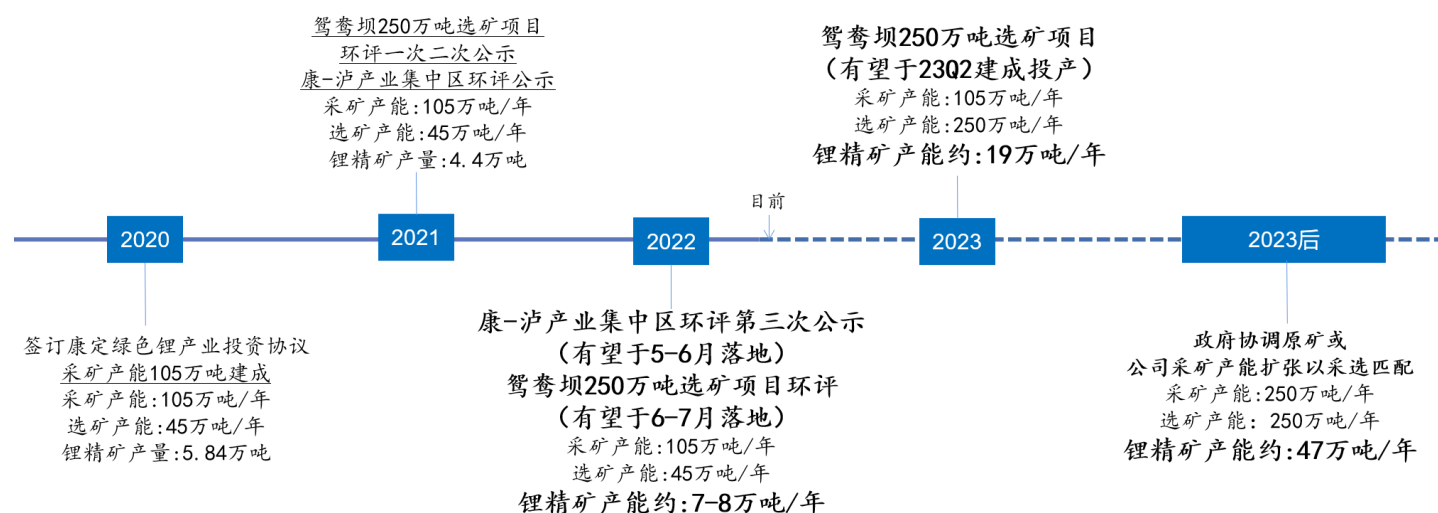
锂矿开发项目受政策、环保等因素影响较大，融达锂业投产以来生产活动并非一帆风顺，2014-2018 年融达锂业停工停产，而随着公司与甘孜州政府签订《建立锂资源开发利益共享机制协议书》，设置利益共享金，同时完成环保整改工程，2019 年复产以来，锂精矿产出稳定正常生产。并且在碳中和碳达峰和新能源发展的背景下，保障产业链安全提高产业链竞争力，政府各部门均重视且出台大量政策及规划，支持国内锂资源开发，从而保障未来锂资源开发的顺利开展以及良好的生产经验环境。

康定融捷锂业鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目积极推进中。2020 年初公司与康定政府签订《康定绿色里产业投资协议》，规划建设 250 万吨/年锂矿精选项目，选址在康定市姑咱镇鸳鸯坝地块；2021 年公司完成了鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目的环评两

次公示及环评报告的修订，待项目上位规划《四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划（2021-2035）》环评取得批复后，公司可正式申报，受理后继而进入审批流程。

鸳鸯坝项目建成后公司锂精矿产能为19万吨/年，若选采产能有望匹配，锂精矿产能将扩至47万吨/年，将成为目前国内产能最大的锂辉石精选项目。目前公司锂矿采选产能为：105万吨/年采矿+45万吨/年选矿产能，由于采选产能不匹配，实际锂精矿产能由选矿产能决定，即目前公司锂精矿产能约7-8万吨/年；待公司250万吨/年精选项目建成投产，受制于采矿产能，公司实际锂精矿产能将达到19万吨，考虑到未来政府协调原矿或公司有望申请采矿产能扩张从而采选产能匹配，250万吨采选产能对应锂精矿产能或将达到47万吨。

图表 3 融捷股份锂矿项目进展及未来扩张规划情况



资料来源：公司公告，甘孜藏族自治州经济和信息化局，华安证券研究所

冶炼端：主要通过长和华锂和成都融捷两个子公司布局：

长和华锂（控股 80%）：主要做粗碳和工碳的精加工提纯业务，目前有 **0.3 万吨/年碳酸锂** 产能和 **0.18 万吨/年氢氧化锂** 产能。

成都融捷（参股 40%）：规划建设 **4 万吨/年锂盐** 产能，目前一期 **2 万吨** 项目 **3 月** 已经建成试生产，于 22Q1 生产出 3100 吨锂盐产品，销售 2400 多吨，预计二期 2 万吨产能将与公司锂矿采选业务产能扩张节奏保持一致，从而保障精矿完全自给。

锂电设备：东莞德瑞（控股 55%），比亚迪通过子公司持有东莞德瑞 32.5% 的股权，受益于新能源车景气度持续高位，深度绑定比亚迪，东莞德瑞业绩向上动力明显。

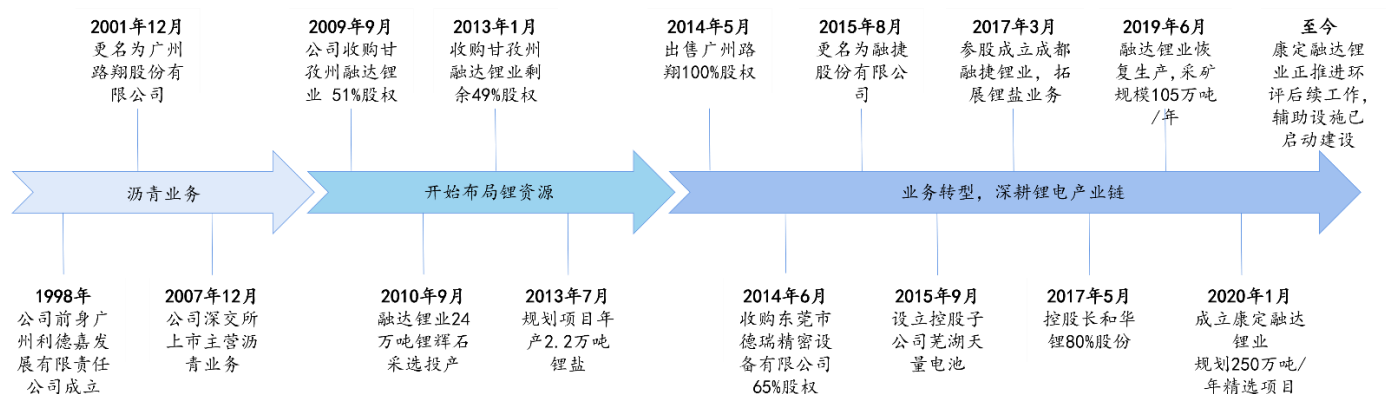
投资建议：预计公司 22/23/24 年营收分别为 34/48/67 亿元，同比增加 273%/40%/40%，归母净利润分别为 20.37/31.01/42.91 亿元，同比增加 2882%/52%/38%，对应当前市值 PE 分别为 16/11/8 倍，考虑到新能源行业景气度持续高位，公司锂资源禀赋优越，一体化锂矿采选锂盐冶炼产能逐步扩张，首次覆盖给予“买入”评级。

2 锂矿锂盐一体化发展凸显战略眼光与执行力

2.1 业务转型深度布局锂电产业链，十余年耕耘锂矿采选+锂盐冶炼领域步入新发展

公司以沥青业务起家，2009 年开始逐步布局锂资源，自 2014 年起陆续剥离沥青业务并延伸进入锂盐冶炼及锂电设备领域，业务转型深度布局锂电产业链显示出公司前瞻的战略眼光及执行力。公司前身为 1998 年成立的广州利德嘉发展有限责任公司，2001 年更名为路翔股份，2007 年 12 月于深交所上市，主营业务为沥青产品的生产和销售。2009-2013 年，公司先后两次收购了甘孜州融达锂业股权使之成为全资子公司，从而拥有了甲基卡 134 号脉采矿权，正式进入锂矿采选行业，2013 年 7 月公司规划年产 2.2 万吨锂盐项目，正式进入锂盐冶炼行业。2014 年，公司出售广州路翔 100% 股权，正式剥离沥青业务，同年 6 月公司收购东莞德瑞 65% 股权，进入锂电设备领域。2015 年公司更名为融捷股份，同年设立控股子公司芜湖天量电池，布局锂电池控制系统业务。2017 年 3 月公司参股成立成都融捷锂业，5 月公司控股长和华锂 80% 股权，进一步拓展锂盐冶炼业务。2019 年，融达锂业恢复生产产出锂精矿产品，2020 年公司成立康定融捷锂业，推进鸳鸯坝 250 万吨/年精选项目，2022 年一季度成都融捷产出 3100 吨锂盐产品，标志着公司步入锂矿+锂盐一体化发展新阶段。

图表 4 公司发展历程



资料来源：公司公告，公开信息，华安证券研究所

公司目前主要有锂矿采选、锂盐冶炼和锂电设备三项主营业务。

1) **锂矿采选业务**：公司全资子公司融达锂业拥有康定市甲基卡锂辉石矿 134 号脉采矿权证，证载开采规模为 105 万吨/年，选矿规模 45 万吨/年；康定融捷锂业正在积极推进 250 万吨/年的锂矿精选项目；

2) **锂盐冶炼业务**：公司通过融达锂业控股 80% 长和华锂，目前拥有 4800 吨粗碳精加工锂盐产能；参股 40% 成都融捷，规划 4 万吨锂盐冶炼产能，年初一期 2 万吨产能已进入试生产，预计二季度正式投产；

3) **锂电设备业务**：控股 55% 东莞德瑞从事锂电设备业务，与比亚迪深度绑定。

图表 5 公司现有锂矿采选、锂盐加工和锂电设备三项主营业务

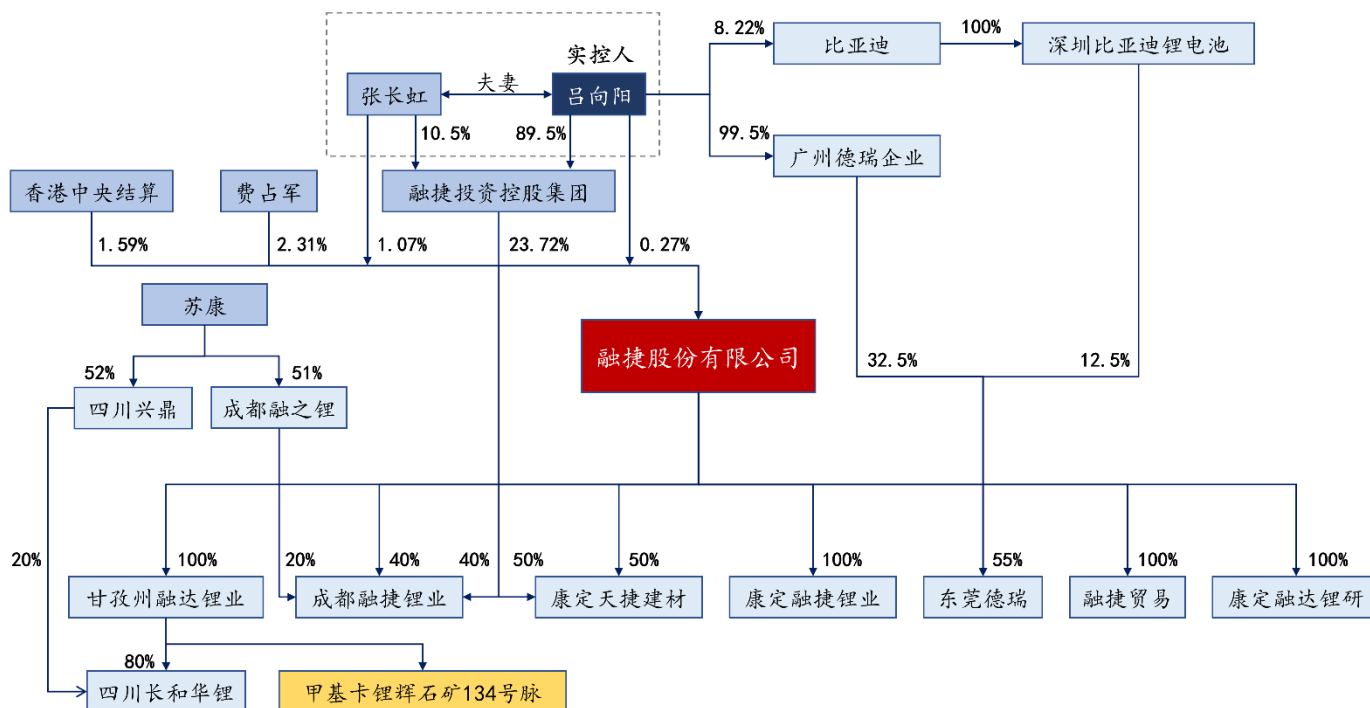


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 控股股东与实控人新能源产业链背景丰富实力强大，公司有望充分受益

控股股东融捷集团与实控人吕向阳张长虹夫妇均在新能源产业链背景丰富实力强大，公司有望充分受益。公司控股股东为融捷投资控股集团有限公司，实际控制人为吕向阳、张长虹夫妇。融捷集团在锂电产业链已深耕十余年，在锂资源、锂冶炼、锂电设备、锂电池以及新能源汽车领域均有布局，实力雄厚；实际控制人吕向阳先生与比亚迪实控人王传福先生为表兄弟，并且直接持有比亚迪 8.22%的股份为比亚迪副董事长，比亚迪作为新能源龙头与公司为上下游，目前比亚迪已成公司第一大客户，形成了良好的合作关系。公司大股东、实际控制人可在客户资源、产业投资和资金上给予公司有力支持，充分发挥产业链协同优势。

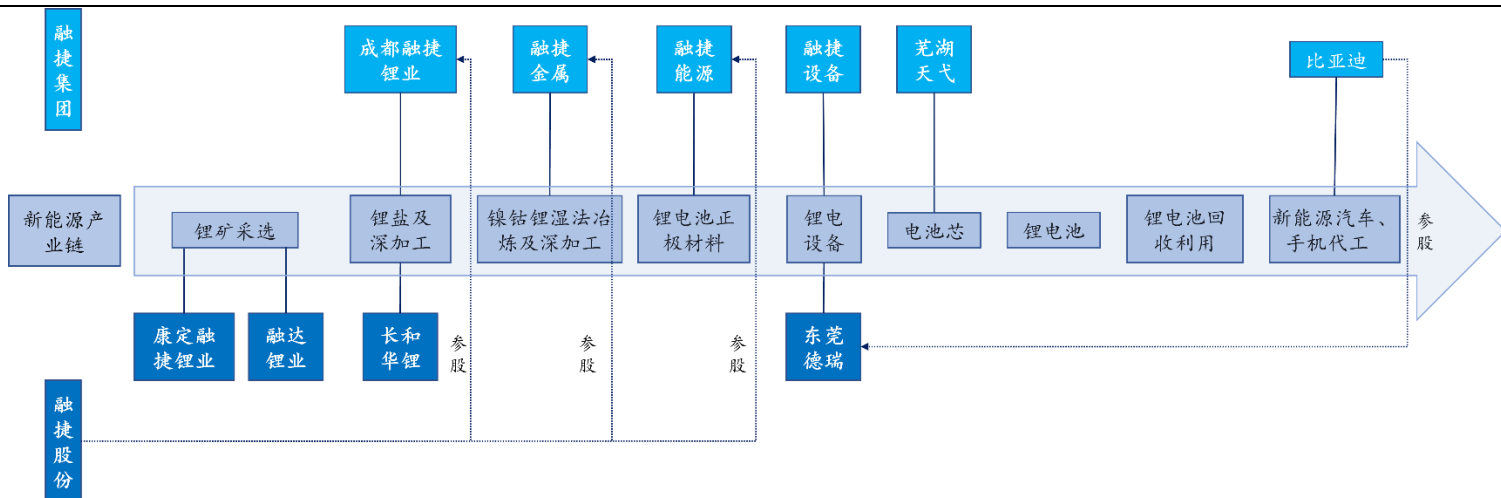
图表 6 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

融捷集团与融捷股份均在锂电材料产业链相关环节进行布局，互为上下游。目前公司已形成了较为完整的锂电材料产业链布局，其中以锂矿采选、锂盐加工及冶炼和锂电设备为主，以镍钴锂湿法冶炼及深加工和锂电池正极材料为辅。随着融捷锂业采选产能的逐步释放，公司将依托融捷集团及关联方和公司在锂电材料产业链的完整布局，进一步打通上下游锂电材料产业链，充分共享技术传承，发挥产业链协同优势。

图表 7 融捷集团与融捷股份新能源产业链布局

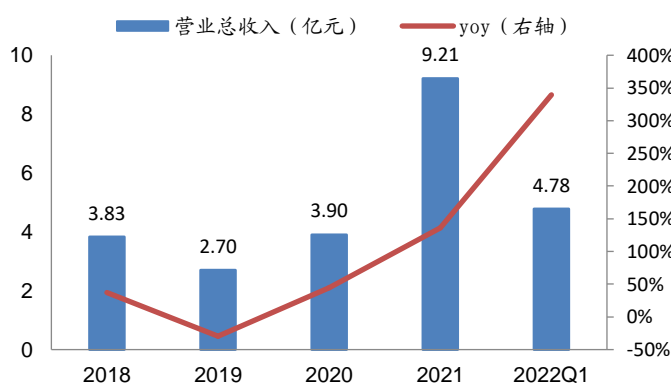


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 乘新能源东风扭亏为盈，盈利能力大幅提高

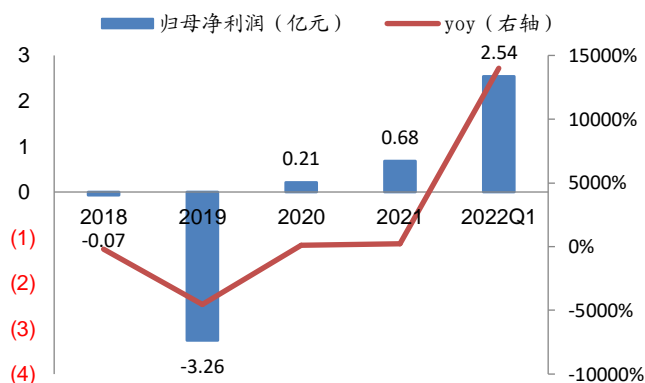
公司主营业务锂矿采选一度停滞拖累公司业绩，近年来随着融捷锂业复产，公司乘新能源东风，盈利能力大幅提高。2014-2018 年公司锂矿采选业务停滞，同时公司处于业务转型过程中，原有的沥青业务逐渐剥离，公司业绩出现亏损情况。2018-2019 年，新能源车补贴退坡影响下游需求，锂电产业链景气走弱，公司连续两年亏损，公司被证监会 ST 警示。2020 年至今，受益于下游新能源车行业景气度大幅提升，上游锂材料供不应求，锂精矿、锂盐价格快速走高，公司 2020 年扭亏为盈，2021 年 3 月公司摘帽 ST，同年公司实现营业收入 9.21 亿元，同比增长 136%，实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 224%。2022Q1 参股公司成都融捷锂盐实现顺利生产，公司实现营收 4.78 亿元，归母净利 2.54 亿元，业绩弹性释放。

图表 8 公司近年营收规模与增速



资料来源：wind，华安证券研究所

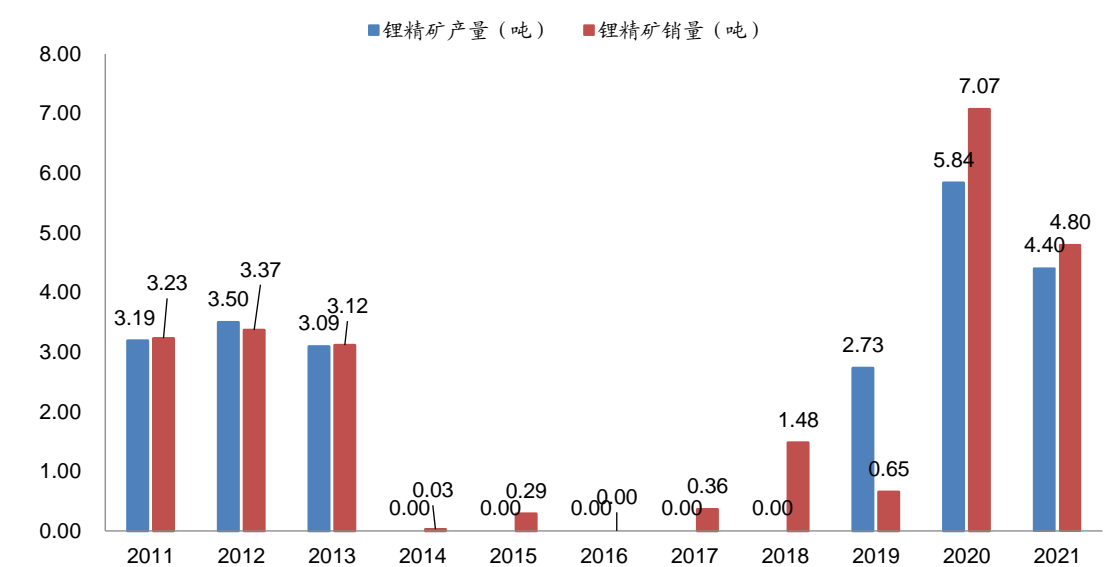
图表 9 公司近年归母净利润规模与增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2011 年融达锂业正式投产, 公司正式进入锂矿采选行业。2014-2018 年受制于政策、环保等问题, 公司锂矿采选业务一度陷入停滞。2019 年融达锂业复产, 当年产出锂精矿 2.73 万吨; 2020 年全年均为有效生产时间, 公司锂精矿产销量分别为 5.84/7.07 万吨; 2021 年受疫情以及矿石风化问题影响, 全年有效生产时间仅 180 天, 产销下滑至 4.40/4.80 万吨。2022 年公司设立了新的采矿作业平台, 预计全年有效生产时间较 21 年大幅提升, 公司锂精矿产销量或增长明显。

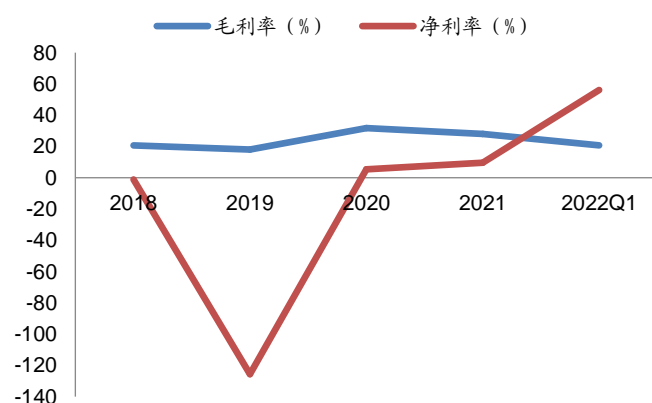
图表 10 2011-2021 年公司锂矿采选业务产销量情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

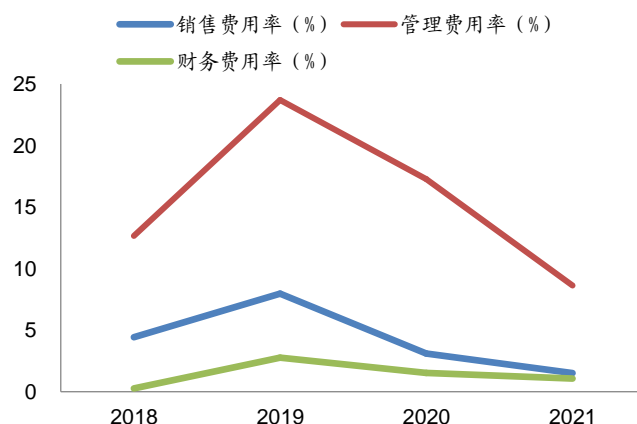
自公司 2019 年锂矿复产, 公司盈利水平回归正轨, 费用率逐渐下降。受益于新能源车行业高景气度, 公司锂精矿、锂盐产品销售价格不断走高, 公司销售毛利率、净利率持续向好, 22Q1 公司销售净利率达 56.09%, 主要是参股公司成都融捷投资收益明显所致; 近三年公司各项费用率呈现下降趋势, 2021 年公司销售费用率较 2020 年下降 1.59 个百分点至 1.51%, 同期管理、财务费用率分别为下降 8.64、0.46 个百分点至 8.63%、1.07%。

图表 11 近年销售毛利率与销售净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 近年销售、管理、财务费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 供需支撑高锂价利润上移，资源为王加速开发

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、氢氧化锂价格从 21 年初 5.20 万元/吨、4.95 万元/吨分别涨至目前的 47.50 万元/吨、47.70 万元/吨，涨幅分别为 813%、864%。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。**

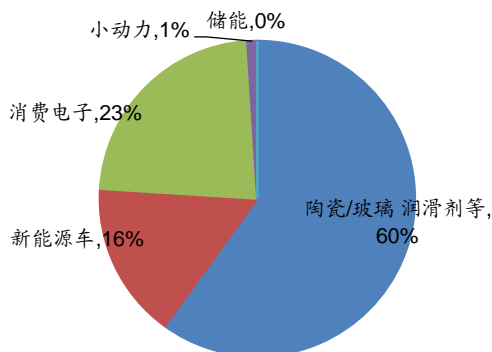
预计 2021-2023 年，锂供给短缺为 1.1/0.5/0.5 万吨 LCE，考虑到行业库存处于低位和中游放大效应，供给端乐观预计增速小于中性预计需求端增速，锂供给或成为中下游产能释放决定因素，锂价高位持续性有坚实基本面支撑，产业链利润上移。

3.1 需求端：新能源车、储能主导刚性需求，三年 CAGR 超 30%，成长性逻辑加强

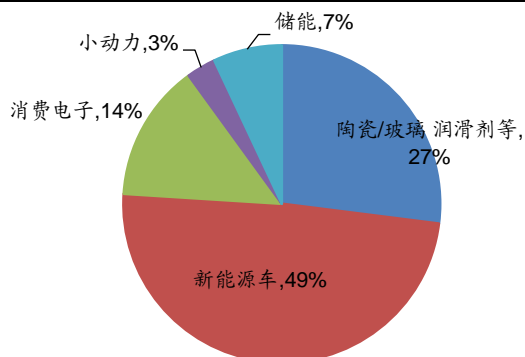
近年来锂下游需求结构明显变化，新能源相关领域不仅在需求结构占比方面大幅增长，且增量需求方面持续超市场预期，锂资源的需求结构优化和主导需求增量放大导致其周期性淡化，成长性逐步显现及验证。未来数年，新能源车动力电池、锂电储能相关产能有望在需求驱动下继续向上打开空间，横向拉动本轮锂价高位时间持续性，纵向提升行业景气度。

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 13 2016 年锂需求结构



图表 14 2021 年锂需求结构

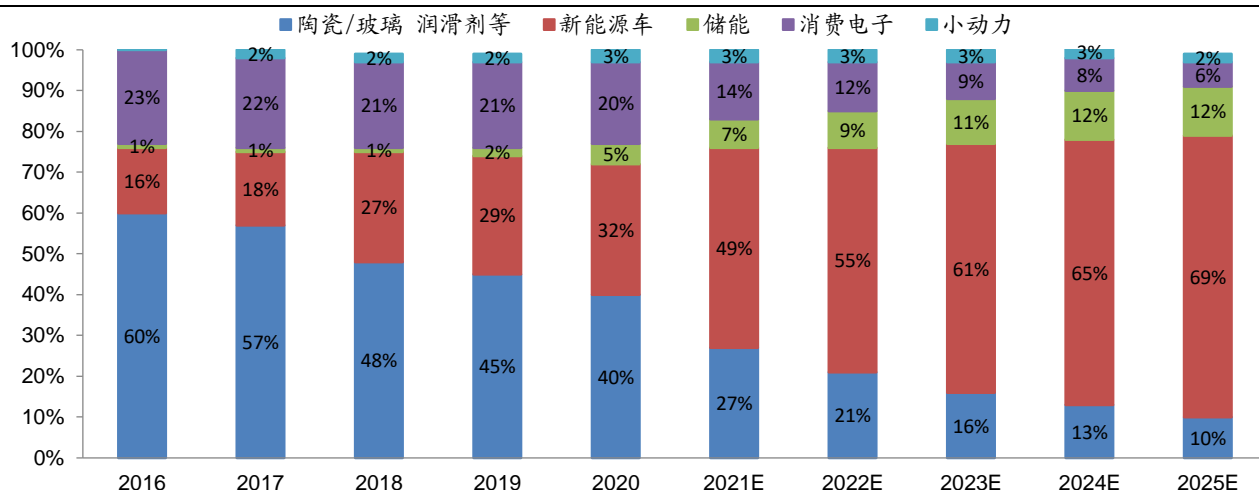


资料来源：Marklines，华安证券研究所测算

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 15 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，预计 2023 年，新能源车将贡献 62.4 万吨 LCE 锂需求，储能锂电将贡献 7.5 万吨 LCE 锂需求。根据我们测算，2021-2023 年全球锂需求量为 53.8/74.8/95.9 万吨 LCE，三年复合增速超过 30%。

图表 16 2019-2023 年锂需求拆分（万吨 LCE）

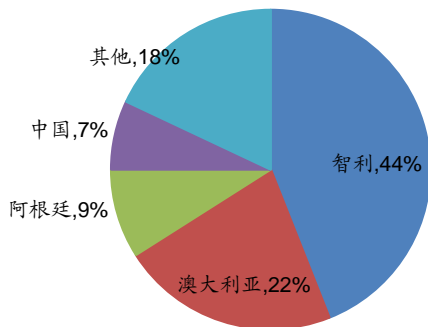
	2019	2020	2021	2022E	2023E
新能源车锂需求	8.6	11.0	27.4	45.1	62.4
储能锂电锂需求	0.7	1.8	3.3	5.1	7.5
消费电子锂需求	6.2	6.7	7.4	8.0	8.4
小动力领域锂需求	0.7	1.0	1.4	1.9	2.5
传统工业锂需求	13.4	13.8	14.3	14.7	15.1
锂需求总计	29.6	34.3	53.8	74.8	95.9
YOY		16.2%	56.6%	39.1%	28.2%

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，22、23 年未有大幅增量供给，锂资源供给或低于预期

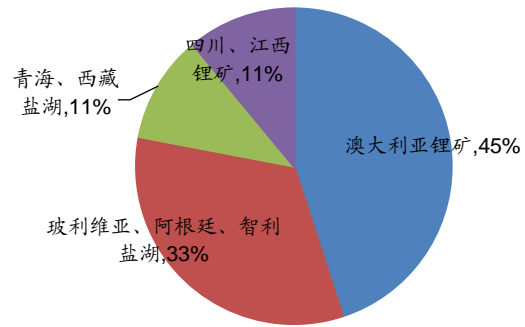
据 USGS 数据，截至 2020 年末，全球锂资源储量约为 1352 万金属吨，智利、澳大利亚、阿根廷的储量位居前列，我国锂储量占比约 7%。从锂供给上来看，矿石为主要供给主体。2021 年澳大利亚的锂矿供给了全球 45%左右的锂资源，智利、阿根廷、玻利维亚的盐湖供给了全球 33%左右的锂资源，澳洲与南美仍然是供给主体；我国锂资源供给占比 22%，在国内锂资源开采进程加速背景下，供给占比有望进一步提升。

图表 17 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 18 2020 年全球锂供给结构



资料来源: USGS, 华安证券研究所

全球锂资源供给释放较为缓慢, 未来两年未见大幅供给释放, 锂供给或不及预期。

1) 西澳锂矿: 全球锂资源供给的主力军, 经历上一轮锂周期, 优质矿山集中于放量谨慎的头部锂企, 两年内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 预计在 2022 年复产的 50 万吨/年锂精矿; 2) 南美盐湖: 盐湖项目建设周期较长, 即使建成投产产能爬坡周期也较长, 考虑到南美盐湖释放供给的历史节奏, 两年内 SQM 的 18 万吨、Olaroz 1.8 万吨、Sal de Vida 3.2 万吨、Livent 2.6 万吨释放节奏或不及预期; 3) 国内锂矿: 受市场与政策利好, 国内锂矿开发正提速, 两年内主要增量来自甲基卡 134 号脉 250 万吨锂辉石精选项目、李家沟 18 万吨锂辉石项目、华山瓷石矿 180 万吨锂云母选矿项目, 总体而言增量绝对数字不大; 4) 国内盐湖: 盐湖开发正当时, 但由于盐湖提锂项目建设周期长 (尤其考虑到西藏盐湖的开发环境问题), 近期宣布的盐湖察尔汗 4 万吨、麻米错一期 5 万吨锂盐等主要增量项目两年内难以释放产能。

图表 19 2019-2023 年锂供给拆分 (万吨 LCE)

	2019	2020	2021	2022E	2023E
西澳锂矿	21.7	17.3	22.6	31.1	36.3
南美盐湖	10.9	13.5	18.0	25.7	34.6
国内锂矿	2.1	3.7	5.9	9.8	14.5
国内盐湖	4.1	4.6	6.2	7.7	10.0
锂供给总计	38.8	39.1	52.7	74.3	95.4
YOY	16.0%	0.6%	34.9%	40.9%	28.4%

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

3.3 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保持高速增长, 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。2021-2023 年, 锂供给短缺为 1.1/0.5/0.5 万吨 LCE, 锂供需预计处于紧平衡状态。考虑到中游厂商的扩产计划、库存需求以及供应链长尾效应, 实际中上述供给差距或更为明显。

图表 20 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	74.8	95.9
YOY		16.2%	56.6%	39.1%	28.2%
锂供给总计	38.8	39.1	52.7	74.3	95.4
YOY		0.6%	34.9%	40.9%	28.4%
供给需求差	8.8	4.7	-1.1	-0.5	-0.5

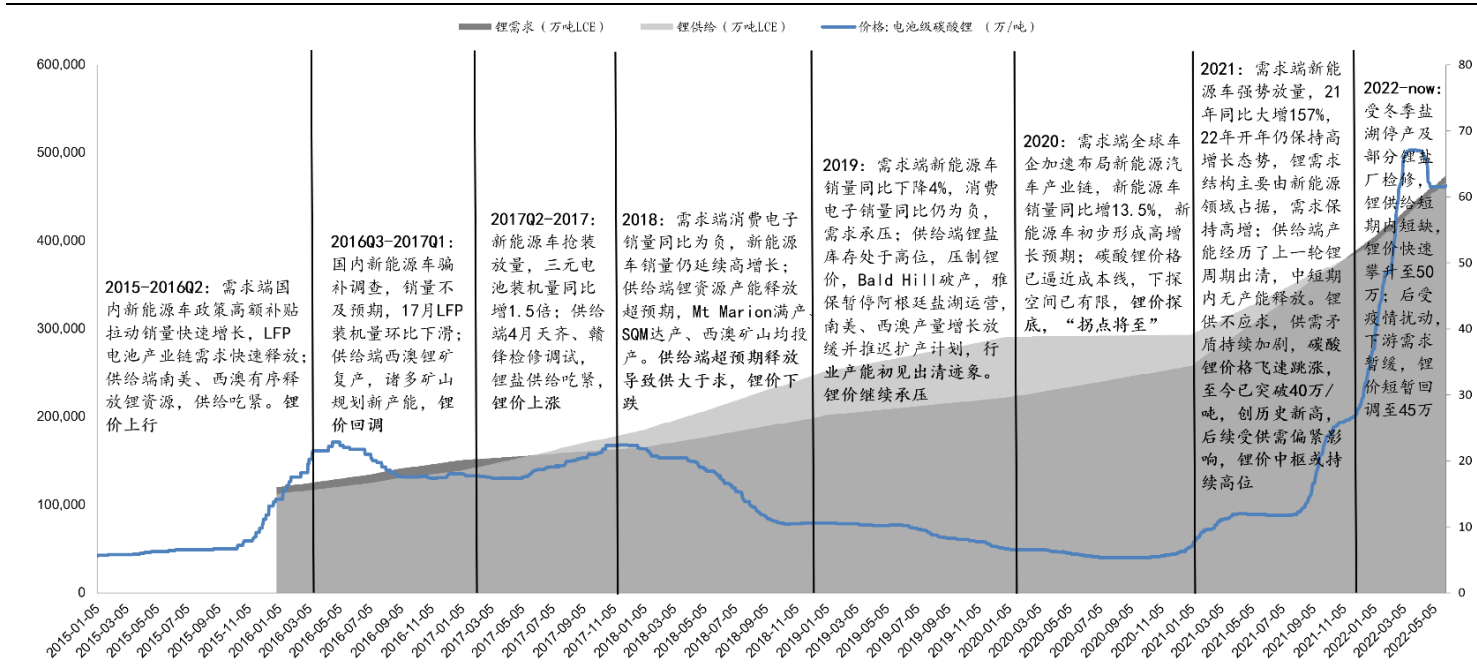
资料来源: 华安证券研究所测算

3.4 供需关系主导锂价趋势，精矿价格攀升利润持续上移，锂资源争夺白热化

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 21 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，鑫椤数据，北极星储能网，wind，各公司公告，华安证券研究所测算

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。**从增量角度上来看，22 年供给端乐观预计增量几乎等于中性预计需求端增量，供需关系仍紧张，锂价高位持续性有坚实基本面支撑。

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

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 22Q1 业绩预告，22Q1 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，虽然受疫情影响，1-4 月国内新能源车销量达 155.6 万辆，同比增长 112.2%，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，电池厂对于锂价上行产生的成本消化能力或超过市场预期。

锂精矿价格大幅上涨，高企的原料价格从成本端支撑锂价维持高位，锂电产业链利润持续上移且向资源端倾斜。1) 根据 Fastmarkets 数据，5 月 19 日锂精矿评估价为 5250 美元/吨；2) 根据澳洲各大锂企 22Q1 报告及交流，Pilbara 给出了 4000+美元/吨的锂精矿定价指引；Mt Catlin 表示 22Q2 锂精矿定价为 5000 美元/吨；3) Pilbara 第五次锂精矿拍卖成交价 5955 美元/吨，较第四次拍卖价格 5650 美元/吨上升 305 美元（仅仅间隔 27 天），折算 6%品位为 6496 美元/吨，考虑到品味折算、运费、汇率、加工、税费等因素，**推算碳酸锂成本约 41 万/吨以上，强有力从成本端支撑锂盐价格维持高位。**

锂资源稀缺争夺白热化，斯诺威 54%股权 20 亿元成交，矿权收购成本创新高。斯诺威矿业 54.3%股权以超 20 亿元价格成交，斯诺威拥有四川甘孜州雅江县德扯弄巴锂矿探矿权，矿石资源量 2492 万吨，氧化锂品味 1.18%、储量 29.4 万吨，折 LCE 储量 72.5 万吨，但历史原因未办理采矿权与开发建设。成交价格 20 亿元，加成交易佣金 6000 万元及债务 8.7 亿元，实际收购成本近 30 亿元，以 LCE 计单吨矿权收购成本高达约 7443 元，远高于今年各矿权收购成本（国轩高科收购宜丰锂矿约 1024 元、国城集团收购马尔康党坝锂矿约 996 元、赣锋锂业收购松树岗坦铌矿约 719 元）。考虑到后续探转采、矿山建设、权益金以及其他开采成本，矿山开采后单位 LCE 成本将继续抬升，从而有效支撑中长期锂价高位。**不断攀升的矿权收购价及白热化竞争凸显全球锂资源的稀缺性，而首次在大众公开拍卖平台上成交锂矿权，更显示出锂资源的公平竞争趋势与透明化，有益于有实力的企业进行更好的资源开发，从而保障我国新能源供应链的安全性与全球竞争力。**

3.5 政策协调助力锂资源开发，产业链各方入局合作共赢

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、稳定的战略合作关系，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 22 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	2022年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 No134#脉、雅江县措拉锂辉石矿	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，康定市召开甲基卡锂辉石矿产业工作推进会；5月《康定市矿产资源总体规划（2021-2025年）（征求意见稿）》提出以融达锂业的超大型甲基卡锂辉石矿为龙头，以鸳鸯坝绿色锂产业园为引领，带动基地其他大中型矿业规模化发展。
	甘孜藏族自治州相关矿山	2022年3月，《甘孜藏族自治州矿产资源开发管理办法（试行）》提出坚持市场在资源配置中的决定性作用，营造公平竞争的矿业权市场环境，除符合协议出让情形外，其他矿业权一律以招标投标挂牌方式公开出让。
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

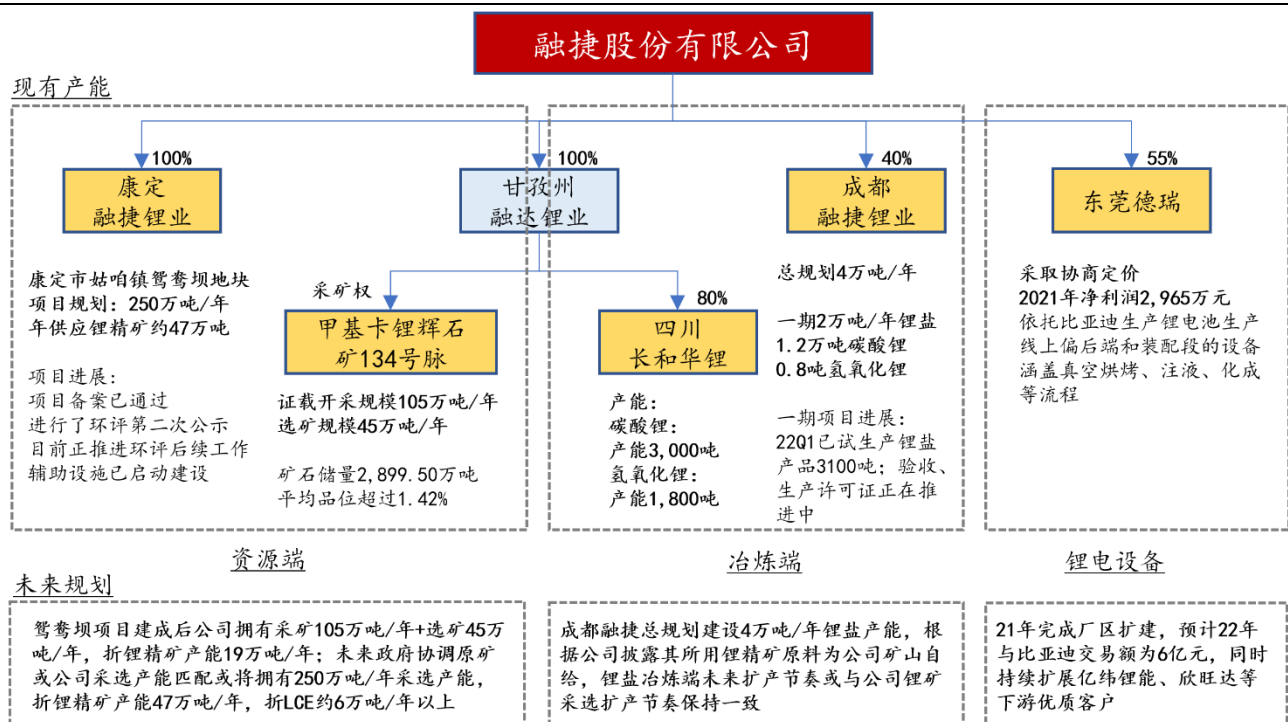
产业链各方巨头向上布局锂资源、与上游合作行动不断，锂资源稀缺属性决定其战略意义。自2021年以来，锂电池巨头宁德时代持续布局四川、江西锂资源；国轩高科加入江西锂云母开发；中创新航与天齐锂业签订《战略合作伙伴协议》与《碳酸锂供应框架协议》等等一系列下游电池厂向上布局、与上游锂企深度合作行动一方面显示出锂资源仍是产业链必争环节，另一方面也说明下游企业对锂资源供应释放的担忧。上下游合作有利于充分发挥各方优势降低整体成本，并且保证供应与锁定需求，实现产业链合作共赢。

4 锂矿复产+选矿推进+完全自给锂盐产能释放， 矿石冶炼一体化发展成长可期

资源端采选有序扩张：全资子公司融达锂业拥有国内资源禀赋顶尖的甲基卡锂辉石矿 134 号脉采矿权，目前证载开采规模 105 万吨/年，选矿规模 45 万吨/年；康定融捷锂业正在积极推进鸳鸯坝 250 万吨/年精选项目；**冶炼端产能逐步释放：**控股 80% 长和华锂拥有 4800 吨锂盐产能，参股 40% 成都融捷总规划 4 万吨/年锂盐项目，一期 2 万吨锂盐项目已于 2022Q1 试生产出 3100 吨；**锂电设备享受行业高景气度：**控股 55% 东莞德瑞，21 年扩充新厂区主要保障战略客户比亚迪需求。

鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目建成后公司拥有采矿 105 万吨/年+选矿 250 万吨/年产能，对应锂精矿产能为 19 万吨/年；若后续选采产能匹配，即公司采选产能均为 250 万吨/年，对应锂精矿产能将扩至 47 万吨/年。根据规划，成都融捷锂盐冶炼锂精矿原料为公司自给，冶炼产能扩张达产或与锂矿采选项目进展节奏一致。

图表 23 融捷股份锂电产业链布局概览



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.1 资源端：坐拥资源禀赋顶尖的甲基卡 134 号脉，锂矿采选业务有序扩张

全资子公司融达锂业坐拥甲基卡 134 号脉，位于我国最大、同时也是亚洲最大的甘孜州甲基卡伟晶岩锂辉石矿区，是目前国内最优质的在产锂矿。1) **资源储量：**目前公司保有矿石资源储量 2899.5 万吨，折 Li_2O 储量 41.2 万吨，折 LCE 储量 101.6 万吨，资源储量丰富，若按照 105 万吨/年产能开采可开采 26 年，若按 250 万吨/年产能可采 11 年；2) **品位：**氧化锂品位超 1.42%，位于国内最优在产矿山，甚至优于大部分澳洲锂矿；3) **开采条件：**矿区位于亚洲最大的伟晶岩锂辉石矿区，矿脉多且集中、开采条件优越，矿体呈正地形裸露地表，南高北低适宜于露天开采。

图表 24 国内外主流矿山矿石储量及品位情况

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
天齐锂业/ 雅保	Greenbushes	17850	2.10%	356.0	现有产能锂精矿 134 万吨/年
-	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， 45 万吨矿石处理采选能力
兴能集团	雅江县德扯弄巴锂矿	2624.8	1.34%	34.0	100 万吨，尚未建设
国城集团	马尔康县乡党坝锂辉石矿区	3652.1	1.33%	48.6	未复产
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/年处理原矿能力， 精矿 18 万吨/年
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
盛新锂能	业隆沟多金属矿	857.9	1.30%	11.15	原矿生产规模 40.5 万吨/年
银河资源	Mt Cattlin	1670	1.28%	21.5	现有产能锂精矿 24 万吨/年
雅保/MRL	Wodgina	23389	1.21%	283.9	预计 2022 年复产
Pilbara	Pilgangoora	16190	1.14%	184.6	现有产能锂精矿 33 万吨/年
润丰矿业	雅江县烧炭沟脉石英锂矿矿区	3930	-	47.2	建成后 120 万吨

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

4.1.1 几经波折矿山复产，现有 105 万吨采矿+45 万吨选矿产能，各项生产活动顺利进行中

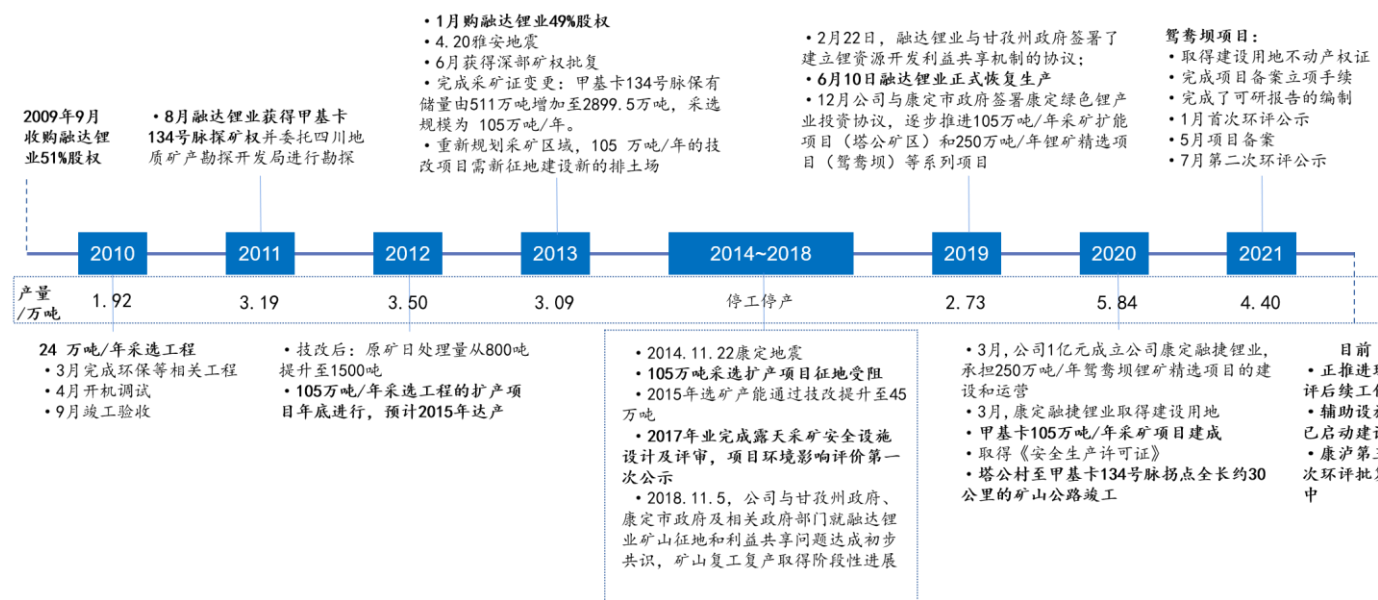
锂矿开发项目受政策、环保等因素影响较大，融达锂业投产以来生产活动并非一帆风顺，2014-2018 年融达锂业停工停产；而随着公司与甘孜州政府签订《建立锂资源开发利益共享机制协议书》，设置利益共享金，同时完成环保整改工程，2019 年复产以来，锂精矿产出稳定正常生产。并且在碳中和碳达峰和新能源发展的背景下，保障产业链安全提高产业链竞争力，政府各部门均重视且出台大量政策及规划，支持国内锂资源开发，从而保障未来锂资源开发的顺利开展以及良好的生产经验环境。

1) 2009-2013 年：投产阶段。2009 年公司收购融达锂业 51% 股份，2010 年融达 24 万吨采选工程投产。2011-2013 年公司先后完成甲基卡 134 号脉探矿权办理、技改扩大产能、收购融达剩余 49% 股份等一系列推进工作，于 2013 年完成采矿证变更，甲基卡 134 号脉保有储量增至 2899.5 万吨，9 月 105 万吨/年采矿项目开始着手建设；

2) 2014-2018：停产阶段。锂矿采选项目因政策等问题影响停产，相关项目建设也进入停滞，此前规划的 105 万吨/年采矿项目未建成。

3) 2019 年至今：矿山复产推进扩产阶段：2019 年公司与甘孜州政府签订开发利益共享协议，同年 6 月甲基卡复产，融达锂业开始正常生产锂精矿；2020 年与康定政府签订绿色投资协议，规划建设 105 万吨/年采矿产能和鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目，并于年底建成年采矿 105 万吨项目；目前 250 万吨/年精选项目已完成 2 次环评公示，等待甘孜州康-泸产业集中区总体规划环评批复中。

图表 25 2009-至今公司甲基卡矿区生产活动概览



资料来源：公司公告，甘孜藏族自治州经济和信息化局，华安证券研究所

资源、区位、成本、质量四大竞争优势助力公司业绩释放。

1) 资源优势：公司拥有甲基卡锂辉石矿134号脉，矿区面积1.1419平方公里，位于亚洲最大的甘孜州甲基卡伟晶岩型锂辉石矿区，矿山保有矿石资源储量2,899.50万吨，平均品位超过1.42%。甲基卡锂辉石矿氧化锂含量高，矿脉集中，开采条件优越，部分矿体呈正地形裸露地表，其本身南高北低，相对高差90米，适宜于采用露天开采；

2) 区位优势：公司基地位于四川省，在塔公镇、姑咱镇、成都羊安工业园、都江堰市建立了集锂矿采选、锂盐加工、锂研究院等锂产业基地，锂精矿、锂盐产品基本由自有矿山供给，在运输、原材料上有明显成本优势，基地之间协同效应亦可节约成本；

3) 成本优势：公司获取矿权时间较早，资源成本相对较低，其次矿山露天开采，开采成本低；

4) 质量稳定：公司深耕锂矿采选十余年，在技术工艺上有明显优势，公司历年锂精矿品位均在5.5%以上，尾矿品位0.5%左右，并努力降低至0.5%以下，质量稳定性优越。

图表 26 融达锂业生产生活区



资料来源：华安证券研究所整理

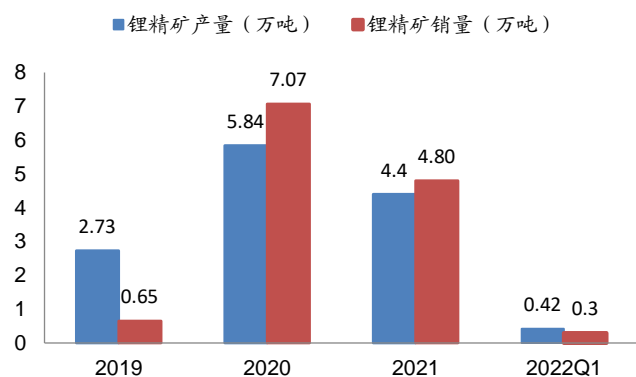
图表 27 公司采矿区生产活动有序进行



资料来源：华安证券研究所整理

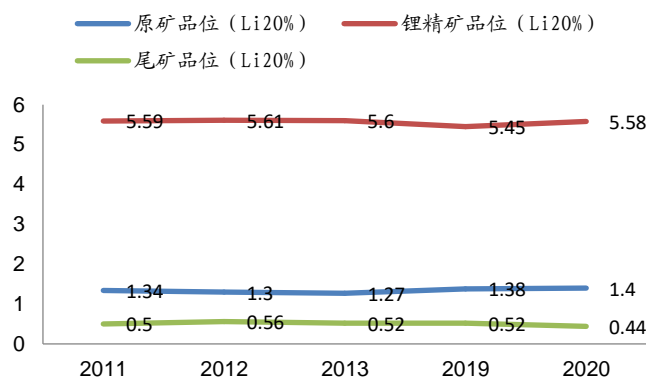
融达锂业复产以来,公司锂精矿采选业务正常有序推进,2022 年产销有望大幅增长拉动公司业绩释放。2019 年公司实现锂精矿产销分别为 2.73/0.65 万吨,主要原因系当年 6 月甲基卡复产,有效生产时间不足半年,且当年行业低估锂价下行,销售情况同样相对低迷;2020 年公司全年生产顺利,实现锂精矿产销分别为 5.84/7.07 万吨;2021 年受疫情、环保治理影响,全年有效生产时间仅半年,实现锂精矿产销 4.4/4.80 万吨;22Q1,公司 3 月 8 日结束冬歇开始生产,实现锂精矿产销 0.42/0.3 万吨,日均产量 180 吨,据此计算公司全年产销有望大幅增长。

图表 28 2018-2021 年公司锂精矿产销情况



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 29 公司历年产品品位情况



资料来源:公司公告,华安证券研究所

4.1.2 鸳鸯坝 250 万吨选矿项目积极推进中,锂精矿产能未来或达 47 万吨

康定融捷锂业鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目积极推进中。2020 年初公司与康定政府签订《康定绿色里产业投资协议》,规划建设 250 万吨/年锂矿精选项目,选址在康定市姑咱镇鸳鸯坝地块,项目建成投产后可年供应锂精矿约 47 万吨,将成为目前国内产能最大的锂辉石精选项目。

2021 年公司完成了鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目的环境影响评价两次社会公众参与公示及环评报告的修订,待项目上位规划《四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划(2021-2035)》环评取得批复后,公司可正式申报,受理后继而进入审批流程。项目已于 2020 年 3 月取得建设用地,2021 年项目取得建设用地不动产权证,完成备案立项手续,取得水土保持方案的批复。另外还完成了可研报告的编制、环境影响报告书的编制、初步设计方案等,并完成了环境影响评价两次公示。截至目前,项目主要办理水资源论证和进行规划设计审查,其中规划设计已通过相关部门审查。目前受甘孜州康-泸产业集中区总体规划(2021-2035)尚未取得环评批复影响,项目环评批复尚未取得,主体工程尚未开工建设。待上位规划环评取得批复后,公司向甘孜州生态环境局正式申报,正式受理后公示 15 天后进入审批流程,批准前公示 5 天,才能最终取得批复。上述流程如若顺利预计 1 个月可以完成。目前,项目配套仓库、维修车间的桩基施工检测及部分工程已经开展。根据可研报告,项目启动建设后建设周期约为一年。

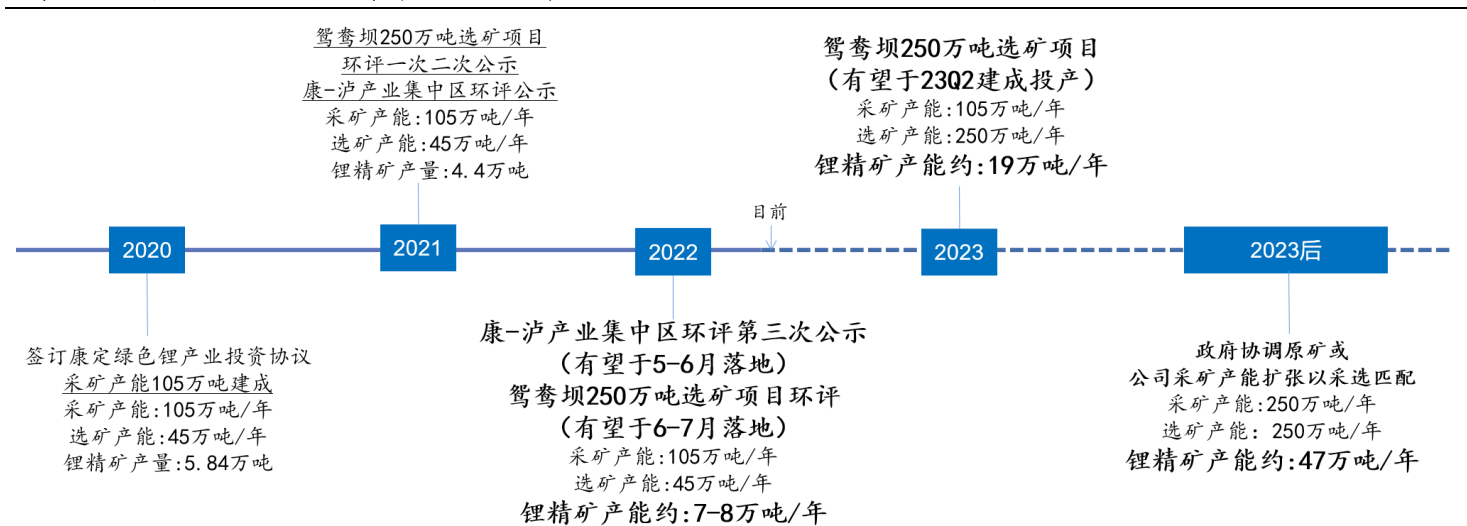
图表 30 公司与康定市人民政府签署《康定绿色锂产业投资协议》

项目	乙方主体	计划投资	项目规划	项目流程进展
250 万吨/年锂矿精选项目	康定市融捷锂业有限公司	7.2 亿元	项目分二期建设，第一期建设 105 万吨/年；第二期建设 145 万吨/年。项目建成投产后，乙方自行拆除矿山区域 24 万吨/年锂矿精选厂房及尾矿库整治，并按环保要求恢复植被	<ul style="list-style-type: none"> 已完成第一、第二次环评公示，已启动建设前的工作，辅助设施如仓库、维修车间等在建设中 上位规划甘孜州康-泸产业集中区总体规划（2021-2035）环评申报资料已经完成专家评审，但尚未取得批复 待上位规划环评取得批复后，公司可以向甘孜州生态环境局正式申报，正式受理后进行公示 15 天进入审批流程，批准前批前公示 5 天，最后取得批复。如果顺利，预计 1 个月可以完成 项目启动建设后，建设周期约为一年
1600 万平方米/年尾矿加工板材项目	康定市天捷建材有限公司	2 亿元	项目分二期建设，每期建设 800 万平方米/年	<ul style="list-style-type: none"> 引进融捷集团现金增资 1,000 万元，转让后 33% 的股权，与融捷集团共同投资。康定天捷建材目前正按相关程序开展前期准备工作
锂工程技术研究院及观光、相关附属设施项目	康定市融达锂矿技术研究有限公司	1.6 亿元	项目分二期建设，第一期建设研发大楼及加工区附属项目；第二期建设商业配套项目	<ul style="list-style-type: none"> 已办理完成建设用地的不动产权证、备案立项手续、项目环评备案表审批等 土建于 2021 年 5 月开工，报告期末规划的 7 栋建筑全部开工建设，两栋建筑已完成主体结构 预计 2022 年度完成其余在建楼栋的建设并投入使用，开展并完成厂区内配套辅助设施的建设

资料来源：《康定绿色锂产业投资协议》，华安证券研究所

鸳鸯坝项目建成后公司锂精矿产能为 19 万吨/年，若选采产能有望匹配，锂精矿产能将扩至 47 万吨/年。目前公司锂矿采选产能为：105 万吨/年采矿+45 万吨/年选矿产能，由于采选产能不匹配，实际锂精矿产能由选矿产能决定，即目前公司锂精矿产能约 7-8 万吨/年；待公司 250 万吨/年精选项目建成投产，受制于采矿产能，公司实际锂精矿产能将达到 19 万吨，考虑到未来政府协调原矿或公司有望申请采矿产能扩张从而采选产能匹配，250 万吨采选产能对应锂精矿产能或将达到 47 万吨。

图表 31 公司锂矿项目进展及未来扩张规划情况



资料来源：公司公告，甘孜藏族自治州经济和信息局，华安证券研究所

甲基卡矿区矿脉多资源好，公司增储潜力可期。甲基卡 134 号脉位于亚洲最大的甘孜州甲基卡伟晶岩型锂辉石矿区，是我国规模最大的固体锂矿床富集区，矿区具有规模大、品位富、矿种多、埋藏浅、选矿性能好等特点。甲基卡矿区内具有工业开采价值的锂矿脉 80 余条，甲基卡 134 号脉东侧的 X05、X06、X07 号脉均具备开采价值。根据 2020 年公司与康定市政府签订《康定绿色锂产业投资协议》中优先依法考虑公司取得锂矿矿权的表述，公司在甲基卡矿区或有增储潜力。

图表 32 甲基卡矿区地质矿产情况

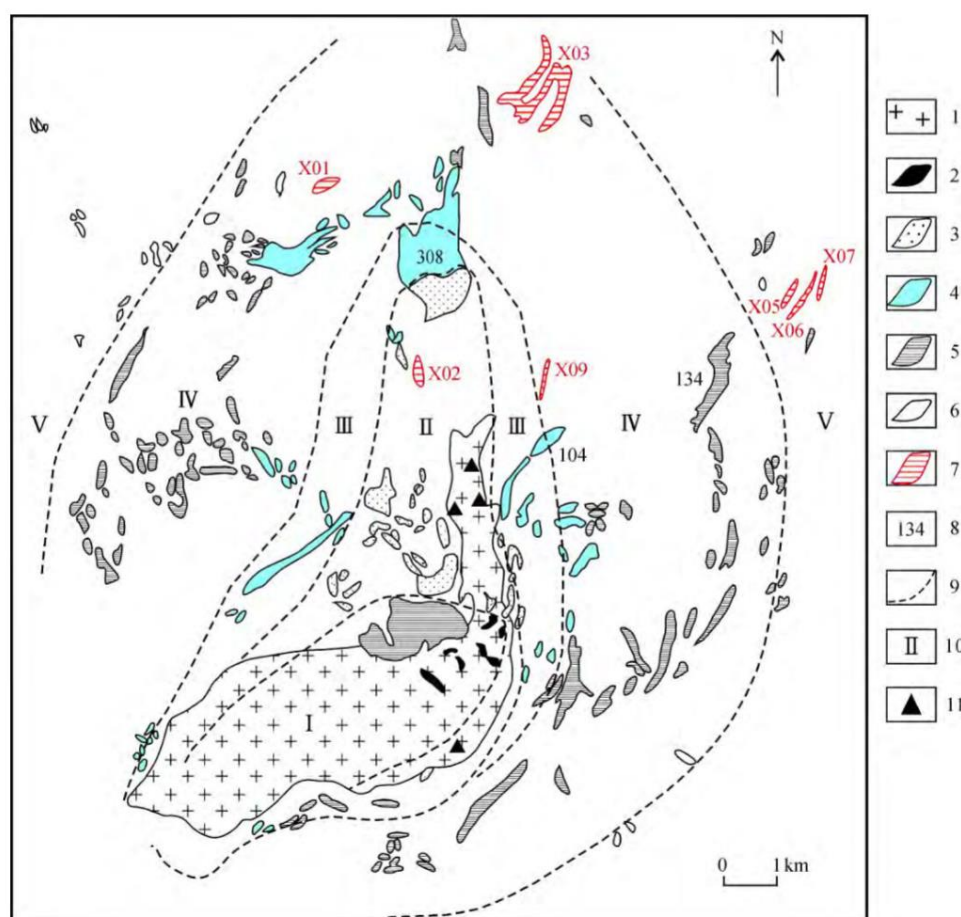


图 1 甲基卡稀有金属矿区地质简图（据文献 [1] 修改）

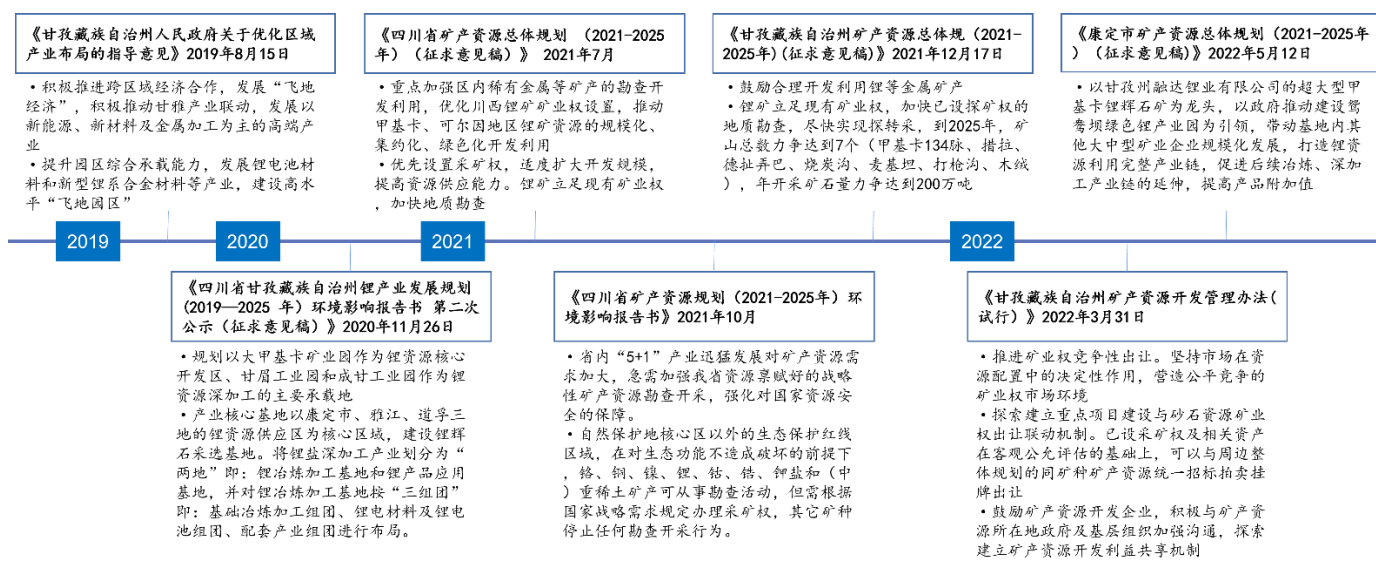
Fig. 1 Simplified geological map of Jiajika rare metal deposit

1—二长花岗岩；2—微斜长石型伟晶岩；3—微斜长石钠长石型伟晶岩；4—钠长石型伟晶岩；5—钠长石锂辉石型伟晶岩；6—钠长石锂云母型伟晶岩；7—新发现钠长石锂辉石型伟晶岩；8—伟晶岩脉编号；9—类型分带线；10—类型分带编号；11—样品采集位置；I—微斜长石伟晶岩带；II—微斜长石钠长石带；III—钠长石带；IV—锂辉石带；V—锂（白）云母带

资料来源：《川西甲基卡稀有金属矿区花岗岩岩石地球化学特征》，华安证券研究所

四川省、甘孜州政府多次发布政策文件支持立足现有矿业权，加快矿产资源开发，支持未来公司潜力兑现可期。1) 2020 年 11 月“甘孜州锂产业发展规划环境影响报告书”表明规划甲基卡矿业园作为核心锂资源开发区，以康定市作为建设锂辉石采选基地；2) 2021 年 12 月“甘孜州矿产资源总体规划”鼓励合理开发锂等金属矿产，立足现有矿业权，加快已设探矿权的地址勘查，尽快实现探转采，规划矿山总数达到 7 个（包含甲基卡 134 号脉）；3) 2022 年 5 月，《康定市矿产资源总体规划（2021-2025）（征求意见稿）》确定以融达锂业的超大型甲基卡锂辉石为龙头，以政府推动鸳鸯坝绿色锂产业园，带动基地其他大中型矿业规模化发展。

图表 33 四川地区关于锂矿开发的若干政策文件



资料来源：四川省经济和信息化厅，甘孜藏族自治州经济和信息化局，华安证券研究所

4.2 冶炼端：长和华锂稳定产出，成都融捷产能逐步释放，采选产能扩张保障精矿完全自给

公司锂盐冶炼业务主要通过长和华锂和成都融捷两个子公司布局：1）控股 80%长和华锂拥有 4800 吨锂盐产能；2）参股 40%成都融捷总规划 4 万吨/年锂盐项目，一期 2 万吨锂盐项目已于 22Q1 试生产出 3100 吨，验收与生产许可证等正在积极办理中。

图表 34 公司基础锂盐产能规划（万吨）

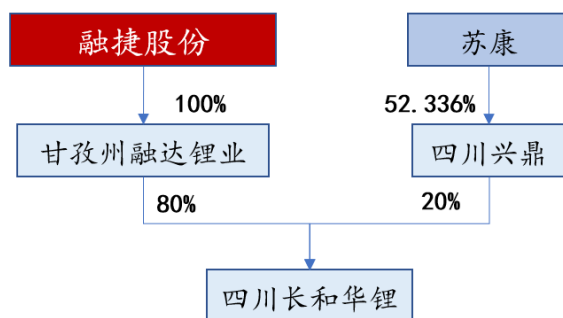
	2021		2022E		2023E	
	碳酸锂	氢氧化锂	碳酸锂	氢氧化锂	碳酸锂	氢氧化锂
长和华锂（80%）	0.3	0.18	0.3	0.18	0.3	0.18
成都融捷（40%）	-	-	1.2	0.8	2	2
锂盐产能	0.3	0.18	1.5	0.98	2.3	2.18
合计锂盐产能	4		2.48		4.48	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

长和华锂（控股 80%）：主要做粗碳和工碳的精加工提纯业务，目前有 0.3 万吨/年碳酸锂产能和 0.18 万吨/年氢氧化锂产能。长和华锂成立于 2007 年，长和华锂加工锂盐原材料为粗制碳酸锂，目前长和华锂合计拥有 0.48 万吨/年锂盐产能，根据公司 22Q1 报告，锂盐产品产量 1000 吨，销量 1300 吨。

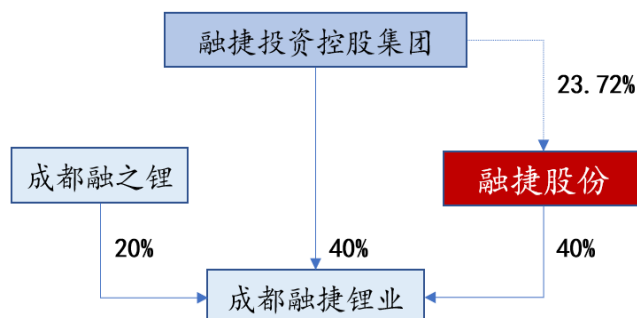
成都融捷（参股 40%）：规划建设 4 万吨/年锂盐产能，目前一期 2 万吨项目已经建成试生产。2017 年公司与融捷集团共同设立了成都融捷锂业，目前持股 40%（利润计入投资收益）。成都融捷一期 2 万吨锂盐项目 3 月已经达到设计产能，于 22Q1 生产出 3100 吨锂盐产品，销售 2400 多吨，同时，融捷锂业在试生产过程中进行土建竣工、消防竣工、安全环保等的验收，并申请办理安全生产许可证、排污许可证等工作，土建竣工验收、消防竣工验收、安全生产许可证尚在办理中，具体投产时间视前述要件办理完成时间而定。此外根据公司披露，成都融捷所使用锂精矿原料均为公司自产，预计二期 2 万吨产能将与公司锂矿采选业务产能扩张节奏保持一致，实现自主原料供应。

图表 35 长和华锂股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 成都融捷股权结构

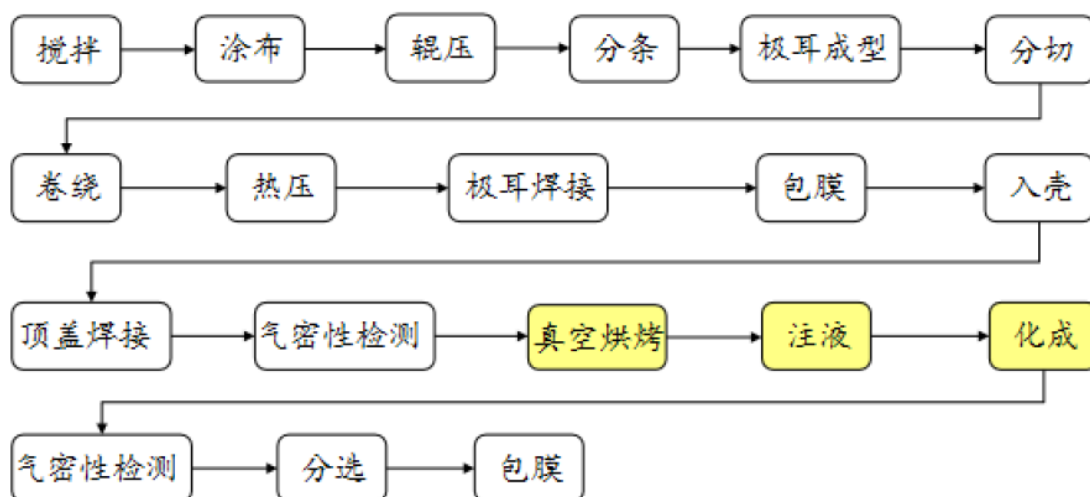


资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.3 锂电设备：受益锂电行业高增长，深度绑定比亚迪

东莞德瑞（55%）：东莞德瑞成立于 2011 年，是一家集锂电设备研发、生产及提供解决方案于一体的锂电设备企业。东莞德瑞在依托大客户比亚迪的同时，积极发展外部客户，亿纬锂能、欣旺达、力神、冠宇等知名锂电下游企业均是公司客户。东莞德瑞的锂电设备产品主要用于锂电池生产线偏后端和装配端，涵盖真空烘烤、注液、化成等流程，主要产品为移动仓储式烘烤生产线、全自动注液机、全自动化成机等。

图表 37 动力电池通用工艺流程

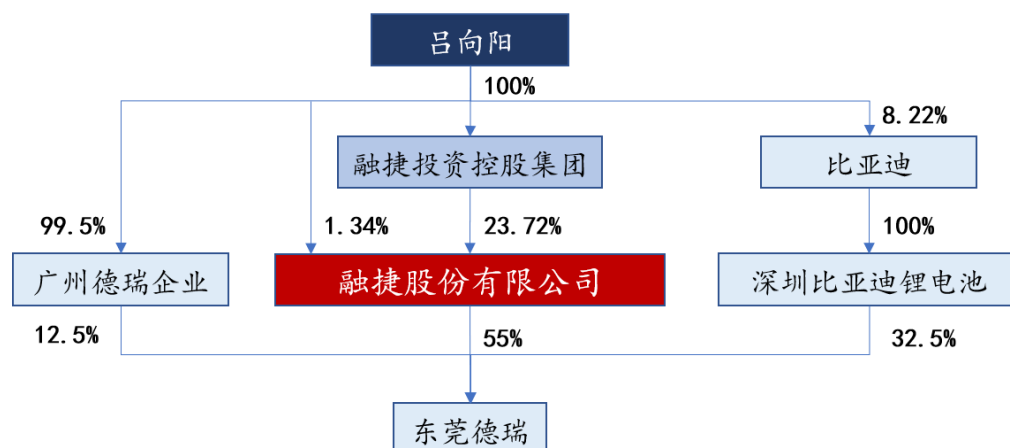


资料来源：公司公告，华安证券研究所

受益于新能源车景气度持续高位，深度绑定比亚迪，东莞德瑞业绩向上动力明显。比亚迪通过子公司持有东莞德瑞 32.5% 的股权，德瑞 19 年开始向关联方比亚迪出售锂电设备，根据公司公告，预计 22 年销售锂电设备交易额为 6 亿元。

东莞德瑞 2021 年东莞德瑞满负荷生产，实现营收 3 亿元，同比+154%，实现净利润 2965 万元，同比+1424%，业绩弹性释放。此外公司进行了 8000 平米生产车间扩建以满足下游客户需求，未来东莞德瑞将持续受益于锂电产业链高景气度，盈利上行趋势明显。

图表 38 东莞德瑞股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 盈利拆分与投资建议

假设一：公司鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目推进顺利，公司 22/23/24 年锂精矿销量分别为 7/14/21 万吨；

假设二：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，保守假设 22/23/24 年公司锂盐产品价格为 40/35/30 万元/吨，锂精矿价格亦维持相对高位。

假设三：成都融捷锂盐扩产节奏与公司锂矿采选扩产节奏匹配，均使用公司自产锂精矿；

图表 39 公司盈利预测拆分

	2022E	2023E	2024E
锂矿采选业务			
营业收入（亿元）	16.61	31.34	51.62
营业成本（亿元）	1.05	2.10	3.36
毛利（亿元）	15.56	29.24	48.26
锂盐业务（长和华锂）			
营业收入（亿元）	14.16	12.39	10.62
营业成本（亿元）	12.20	11.20	9.56
毛利（亿元）	1.96	1.19	1.06
锂电设备业务			
营业收入（亿元）	3.60	4.32	5.19
营业成本（亿元）	2.63	3.20	3.89
毛利（亿元）	0.97	1.12	1.30
成都融捷（参股 40%，计入投资收益）			
投资收益（亿元）	9	9.6	8.4
总计			
营业收入（亿元）	34.37	48.05	67.42
毛利（亿元）	18.49	31.55	50.61

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 34/48/67 亿元，同比增加 273%/40%/40%，归母净利润分别为 20.37/31.01/42.91 亿元，同比增加 2882%/52%/38%，对应当前市值 PE 分别为 16/11/8 倍，考虑到新能源行业景气度持续高位，公司锂资源禀赋优越，一体化锂矿采选锂盐冶炼产能逐步扩张，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。

产能扩张、产品开发不及预期。公司目前各项目快速扩张中，矿山扩产进度受政策、地理、人文等因素影响较大，若进展缓慢或将对公司业绩造成不利影响。

新能源汽车发展不及预期。若下游新能源汽车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造成冲击，将直接影响行业发展。

相关技术出现颠覆性突破。若锂电池成本降幅不及预期，相关政策执行力度减弱，新技术出现颠覆性突破，锂电池产业链受损。

产品价格下降超出预期。若行业内锂矿山产能快速释放，造成锂资源严重供大于求致相关产品价格下跌，将对公司业绩产生不利影响。

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	664	3569	6785	11417	营业收入	921	3437	4805	6742
现金	107	1376	4181	7738	营业成本	663	1588	1650	1681
应收账款	336	1241	1743	2440	营业税金及附加	16	21	29	47
其他应收款	4	20	25	37	销售费用	14	79	91	115
预付账款	40	83	93	91	管理费用	79	103	128	270
存货	148	370	376	388	财务费用	10	2	-23	-79
其他流动资产	29	480	366	723	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	683	749	767	806	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	22	20	23	投资净收益	4	962	997	756
固定资产	222	253	264	282	营业利润	108	2521	3838	5314
无形资产	246	264	260	268	营业外收入	0	3	4	5
其他非流动资产	200	210	222	233	营业外支出	0	2	2	5
资产总计	1347	4318	7552	12223	利润总额	108	2522	3840	5314
流动负债	556	1383	1353	1507	所得税	20	378	576	797
短期借款	120	120	120	120	净利润	88	2144	3264	4517
应付账款	94	346	296	334	少数股东损益	20	107	163	226
其他流动负债	342	918	937	1054	归属母公司净利润	68	2037	3101	4291
非流动负债	81	81	81	81	EBITDA	152	1559	2813	4466
长期借款	15	15	15	15	EPS (元)	0.26	7.84	11.94	16.53
其他非流动负债	66	66	66	66					
负债合计	637	1465	1434	1589					
少数股东权益	75	182	345	571					
股本	260	260	260	260					
资本公积	621	621	621	621					
留存收益	-246	1791	4891	9183					
归属母公司股东权益	635	2672	5772	10064					
负债和股东权益	1347	4318	7552	12223					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	120	411	1867	2885	成长能力				
净利润	68	2037	3101	4291	营业收入	136.1%	273.4%	39.8%	40.3%
折旧摊销	37	35	36	38	营业利润	445.4%	2232.5%	52.2%	38.5%
财务费用	10	4	4	4	归属于母公司净利	224.5%	2882.2%	52.2%	38.4%
投资损失	-4	-962	-997	-756	获利能力				
营运资金变动	-36	-809	-440	-921	毛利率 (%)	28.0%	53.8%	65.7%	75.1%
其他经营现金流	149	2953	3705	5442	净利率 (%)	7.4%	59.2%	64.5%	63.7%
投资活动现金流	-81	861	943	676	ROE (%)	10.8%	76.2%	53.7%	42.6%
资本支出	-91	-95	-56	-78	ROIC (%)	10.7%	42.9%	37.6%	34.8%
长期投资	10	-6	1	-3	偿债能力				
其他投资现金流	0	962	997	756	资产负债率 (%)	47.3%	33.9%	19.0%	13.0%
筹资活动现金流	34	-4	-4	-4	净负债比率 (%)	89.8%	51.3%	23.4%	14.9%
短期借款	27	0	0	0	流动比率	1.19	2.58	5.01	7.57
长期借款	-32	0	0	0	速动比率	0.86	2.25	4.67	7.26
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.68	0.80	0.64	0.55
其他筹资现金流	39	-4	-4	-4	应收账款周转率	2.74	2.77	2.76	2.76
现金净增加额	74	1269	2805	3557	应付账款周转率	7.08	4.59	5.57	5.04

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.26	7.84	11.94	16.53	P/E	494.87	16.46	10.81	7.81
每股经营现金流	0.46	1.58	7.19	11.11	P/B	53.20	12.55	5.81	3.33
每股净资产	2.45	10.29	22.23	38.76	EV/EBITDA	222.47	20.73	10.49	5.81

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。