



产业链纵深倍道而进，锂业龙头未来可期

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 公司作为全球锂资源优质龙头，拥有完整的锂行业生态链，覆盖上中下游及回收循环，有望打造闭环业务模式；2) 上游资源持续扩张，预计2022年底锂精矿产能扩张至90万吨/年，资源自给率进一步提升；3) 加快纵向产业布局，中游持续扩容，2025年公司锂盐产能指引增加至30万吨/年LCE，下游建立多条产线同时开展锂电池生产业务，全线发力助力业绩持续释放。
- **全球锂行业龙头，量价齐升推动业绩持续大幅增长。**公司作为全球锂资源优质龙头，拥有完整的锂行业生态链。自2020年开始，在新能源下游需求的强势带动下，公司业绩不断创新高。2022年上半年，公司实现营业收入144.4亿元，同比增长255.4%；实现归母净利润72.5亿元，同比增长412.0%；碳酸锂、氢氧化锂含税市场均价分别为44.7、42.5万元/吨，同比大幅增长，量价齐升推动业绩大涨。
- **战略纵深产业链下游，加快布局锂电池板块。**2022年上半年，公司为提升锂电池产品的生产规模 and 市场份额，推动锂产业链结构优化升级，公司利用自有资金提高年产5GWh新型锂电池项目建设规模至10GWh，提高年产10GWh新型锂电池项目建设规模至20GWh，新建年产20亿只小型聚合物锂电池项目和年产6GWh新型锂电池生产项目。
- **垂直整合业务模式与多元产品布局，构筑独特护城河。**（1）上游资源：持续获取全球上游优质锂资源，不断拓宽原材料供应渠道，2022年年底将现有锂精矿产能扩张至90万吨/年。（2）中游锂盐：随着新能源汽车动力电池市场扩容，公司上调2025年锂盐产能指引至30万吨/年LCE。（3）下游电池：公司先后建设消费类电池&TWS电池、动力/储能电池、固态锂电池、固态电池原料金属锂生产线。同时开展电池回收业务，提升资源保障，有望打造闭环业务模式。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为165.5亿元、179.6亿元、213.6亿元，对应EPS分别为8.20元、8.90元、10.59元，未来三年归母净利润增长率分别为216.47%、8.53%、18.95%。考虑到公司资源自给率不断提升且锂盐产能持续释放，给予公司2023年12倍PE，对应目标价106.80元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**锂盐价格大幅波动、新能源汽车销量不及预期、海外资产运营风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11162.21	38964.78	44861.74	55706.63
增长率	102.07%	249.08%	15.13%	24.17%
归属母公司净利润（百万元）	5228.40	16546.58	17957.54	21359.97
增长率	410.26%	216.47%	8.53%	18.95%
每股收益EPS（元）	2.59	8.20	8.90	10.59
净资产收益率ROE	20.70%	39.90%	31.93%	28.81%
PE	31	10	9	8
PB	7.47	4.29	3.10	2.32

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlsn@swsc.com.cn
联系人：黄腾飞
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.17
流通A股(亿股)	12.07
52周内股价区间(元)	81.1-196.18
总市值(亿元)	1,665.61
总资产(亿元)	390.57
每股净资产(元)	15.23

相关研究

目 录

1 公司概况：全产业链覆盖的锂行业龙头	1
1.1 持续布局锂生态链，支撑公司可持续发展	1
1.2 业绩大幅增长，成本管控良好	3
1.3 投资项目有序推进，加快产业链一体化进程	4
2 垂直整合业务模式，最大化发挥协同效应优势	6
2.1 上游资源：扩张战略稳打稳扎，资源自给率不断提高	6
2.2 中游锂盐：强大生产能力与蓝筹客户资源共振	7
2.3 下游电池：纵向延伸产业链下游，前瞻布局锂电池领域	9
3 锂资源供需紧张，23 年有望成为拐点	11
3.1 短期全球扩容有限，未来两年产能集中释放	11
3.2 新能源产业发展持续加速，锂产品需求超预期增长	14
3.3 供不应求局面难以改善，支撑锂价持续高位运行	15
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 相对估值	18
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司股权架构.....	2
图 3: 垂直业务模式&多元产品布局.....	2
图 4: 2022H1 公司营业收入 144.4 亿元.....	3
图 5: 2022H1 公司归母净利润 72.5 亿元.....	3
图 6: 2017-2022H1 公司主营业务收入拆分 (亿元).....	3
图 7: 2017-2022H1 公司主营业务营收占比.....	3
图 8: 公司综合毛利率和净利率情况.....	4
图 9: 公司主要产品毛利率情况.....	4
图 10: 2017-2022H1 公司期间费用率情况.....	4
图 11: 2017-2022H1 公司研发费用情况.....	4
图 12: 公司锂矿资源布局.....	6
图 13: 公司锂盐产能预计 (万吨/年).....	8
图 14: 公司回收网络.....	10
图 15: 公司电池回收技术.....	10
图 16: 2021 年全球锂储量, 分国别.....	11
图 17: 2021 年全球锂供给结构.....	11
图 18: 2021 年锂需求结构.....	14
图 19: 全球与中国新能源汽车产量及同比.....	14
图 20: 中国动力电池装车量及同比.....	14
图 21: 全球智能手机出货量及同比.....	15
图 22: 全球平板电脑出货量及同比.....	15
图 23: 电池级碳酸锂价格 (万元/吨).....	16
图 24: 氢氧化锂价格 (万元/吨).....	16

表 目 录

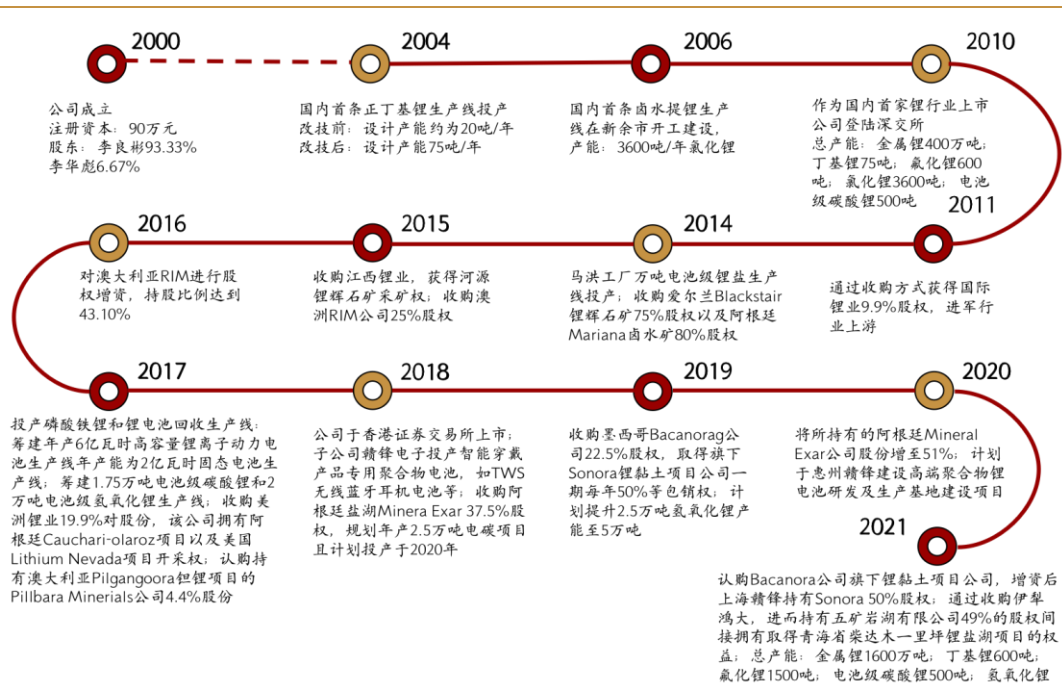
表 1: 赣锋锂业募投项目进度	5
表 2: 赣锋锂业非股权投资项目	5
表 3: 赣锋锂业股权投资项目	5
表 4: 赣锋锂业新建项目	6
表 5: 公司上游锂资源权益储量	7
表 6: 公司锂盐产能测算	8
表 7: 公司主要锂化工品产能梳理	8
表 8: 电池产能计划	10
表 9: 澳非锂矿 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE)	11
表 10: 南美盐湖 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE)	12
表 11: 国内锂矿及锂云母 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE)	12
表 12: 国内盐湖 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE)	13
表 13: 2021-2023 年全球锂供给拆分 (万吨 LCE)	13
表 14: 2021-2023 年锂需求测算 (万吨 LCE)	15
表 15: 2021-2023 年全球锂供需情况 (万吨 LCE)	16
表 16: 分业务收入及毛利率	17
表 17: 可比公司估值 (截止至 9.6 收盘价)	18
附表: 财务预测与估值	19

1 公司概况：全产业链覆盖的锂行业龙头

1.1 持续布局锂生态链，支撑公司可持续发展

赣锋锂业成立于 2000 年 3 月。2010 年 8 月 10 日公司在深圳股票交易所中小企业板正式挂牌上市，成为中国锂行业首家上市公司。赣锋提供涵盖五个主要类别逾 40 种锂化合物及金属锂产品。赣锋业务贯穿资源开采、提炼加工、电池制造回收全产业链，产品被广泛应用于电动汽车、储能、3C 产品、化学品及制药等领域。公司从中游锂化合物及金属锂制造商起步，并成功扩大到产业价值链的上游及下游，以取得有竞争力的锂原材料供应、确保成本及营运效益、在多个业务线间取得协同效应、收集最新的市场信息及开发顶尖技术。

图 1：公司历史沿革

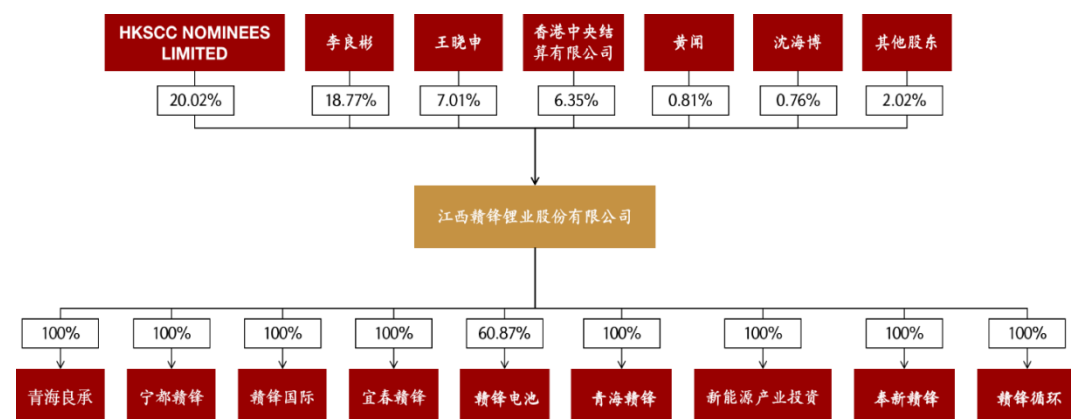


数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，李良彬先生为公司的实际控制人，共持有公司 3.78 亿股，占总股本的 18.77%，同时李先生为公司第一大股东。其中，HKSCC NOMINEES LIMITED 为公司大股东，除此之外，公司前十大股东还有社保基金、华夏能源革新股票型证券投资基金、金汇荣盛融诚兴盛一号私募证券投资基金、汇添富中证新能源汽车产业指数型发起式证券投资基金，分别持有股权 0.49%、0.61%、0.50%、0.42%，前十大股份占比为 55.74%。

参股公司覆盖锂产业链上中下游。公司参股公司较多，其中，宜春赣锋主要从事金属锂系列产品生产，赣锋电池主要从事锂动力电池生产销售，赣锋循环主要从事三元前驱体生产销售及电池金属废料回收，宁都赣锋主要从事电池级碳酸锂生产，赣锋国际主要从事锂系列产品销售和对外投资、上游锂资源(锂辉石、锂钾盐湖)矿产开发，青海赣锋主要从事基础化学原料制造，由此看出，赣锋锂业控股及入股公司贯穿上游锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合回收利用，各个业务板块间有效发挥协同效应，以提升营运效率及盈利能力，巩固市场地位，收集最新市场信息及发展顶尖技术。

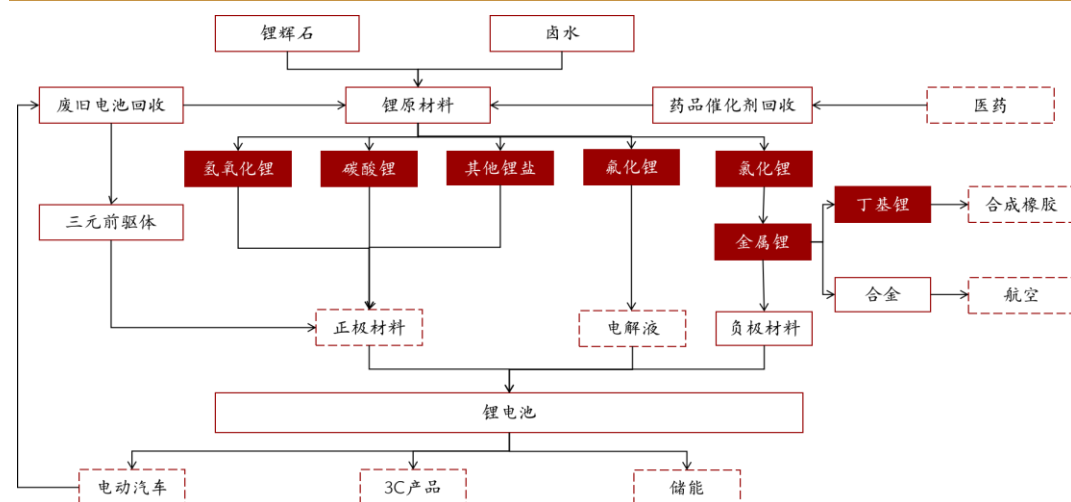
图 2：公司股权架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司拥有完整的锂行业生态链，覆盖上中下游及回收循环。(1) 上游锂资源：公司通过在全球范围内的锂矿资源布局，覆盖锂辉石、卤水、黏土资源，分别在澳大利亚、阿根廷、爱尔兰、墨西哥、马里和我国青海、江西等地，掌控了多块优质锂矿资源。(2) 中游化合物及金属：锂化合物。赣锋生态系统的核心为锂化合物业务板块，主要产品包括电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂、氯化锂、氟化锂等，广泛应用于电动汽车、便携式电子设备等锂电池材料及化学及制药领域；锂金属及合金系列。公司的金属锂产品产能排名全球第一。公司能够根据客户需要生产不同规格型号及厚度的金属锂锭、锂箔、锂棒、锂粒子、锂合金粉及铜锂或锂铝合金箔，主要用于锂电池负极材料、医药反应催化剂、合金及其他工业品材料。(3) 下游锂电池：公司大部分使用自锂化合物业务板块的客户处采购的负极材料、正极材料及电解液生产锂离子电池，主要用于电动汽车、各种储能设备及各种消费型电子设备，包括手机、平板、笔记本电脑、TWS 耳机、无人机等。(4) 锂电池回收：电动汽车及消费型电子产品的使用必将带动退役锂电池处理的社会需求不断增加，公司开展锂电池回收业务市场前景广阔，经济潜力巨大，并可进一步丰富了锂原料的多元化供应渠道，实现锂、镍、钴、锰等金属的资源综合循环利用。

图 3：垂直业务模式&多元产品布局

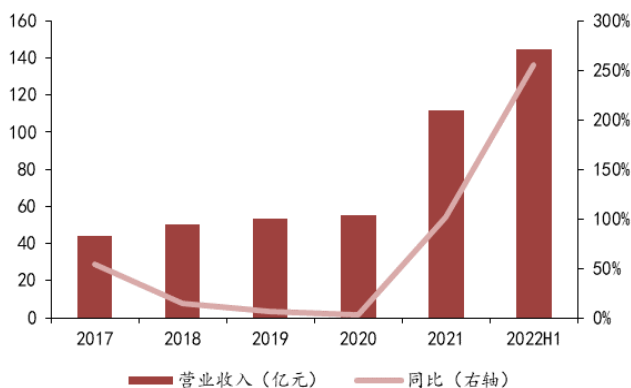


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩大幅增长，成本管控良好

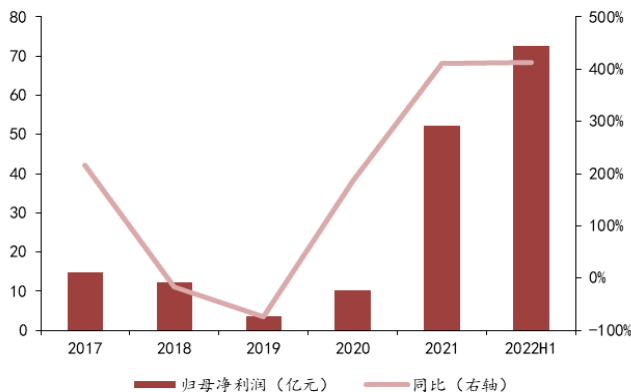
量价齐升带动业绩大幅增长。自 2020 年以来，受益于下游需求的强势带动，公司业绩迎来爆发期。2022 年上半年，公司实现营业收入 144.4 亿元，同比增长 255.4%；实现归母净利润 72.5 亿元，同比增长 412.0%。分季度来看，2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 53.7/90.8 亿元，同比增长分别为 233.9%/269.4%。业绩增长主要系锂盐产品量价齐升所致。

图 4：2022H1 公司营业收入 144.4 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

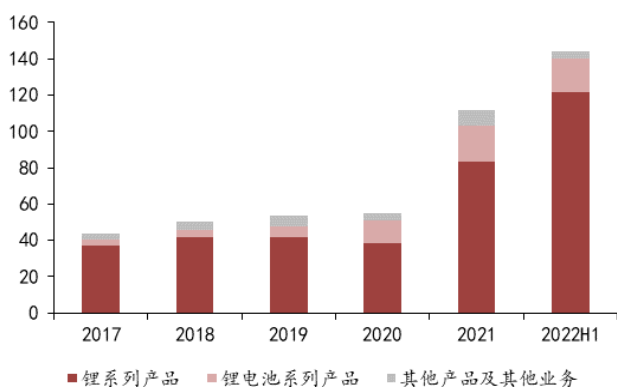
图 5：2022H1 公司归母净利润 72.5 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

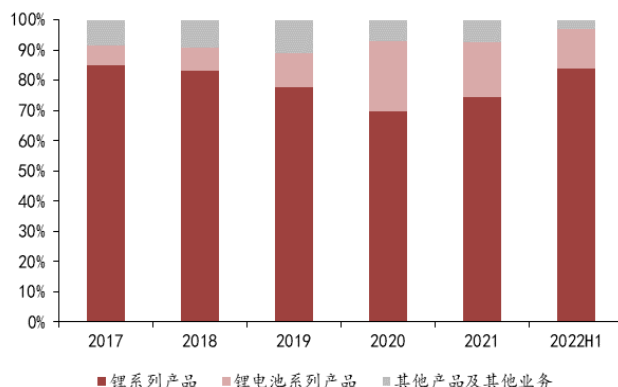
公司营收结构稳定。公司营收主要以锂精矿和中游锂电池系列产品为主且产品结构较为稳定。2022 年上半年，公司锂系列产品、锂电池系列产品、其他业务营业收入分别为 121.4 亿元、18.8 亿元、4.3 亿元，同比增长 309.9%、146.1%、25.7%。公司营收结构较为稳定，2022 年上半年锂系列产品、锂电池系列产品、其他业务营收占比分别 84.0%、13.0%、3.0%。

图 6：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

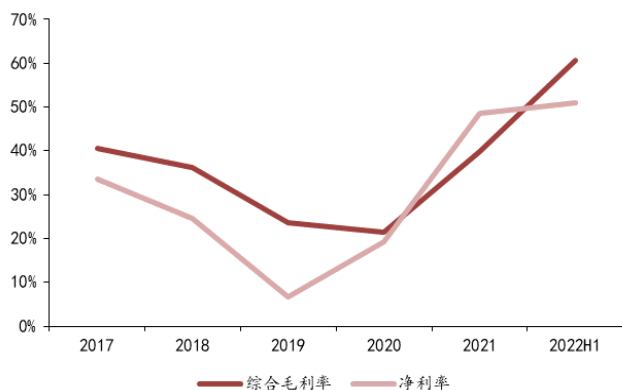
图 7：2017-2022H1 公司主营业务营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

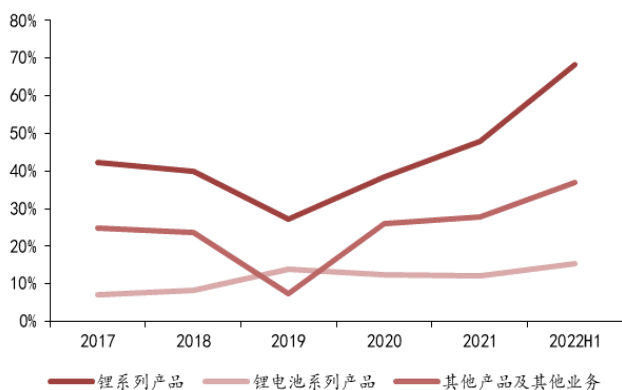
盈利能力不断提高，毛利率持续攀升。受益于下游新能源汽车需求的爆发，锂价持续上涨，自 2020 年开始公司毛利率持续攀升。2022 年上半年公司综合毛利率为 60.5%，较去年同期增长 25.4pp；净利率为 50.9%，较去年同期增长 14.9pp。其中，毛利率大幅提升主要受益于 2022 年上半年锂价大幅上涨。上半年，公司锂系列产品、锂电池系列产品、其他产品及其他业务毛利率分别为 68.4%、15.3%、36.9%，较去年同期增长 27.0pp、-1.6pp、15.2pp。

图 8：公司综合毛利率和净利率情况



数据来源: wind, 西南证券整理

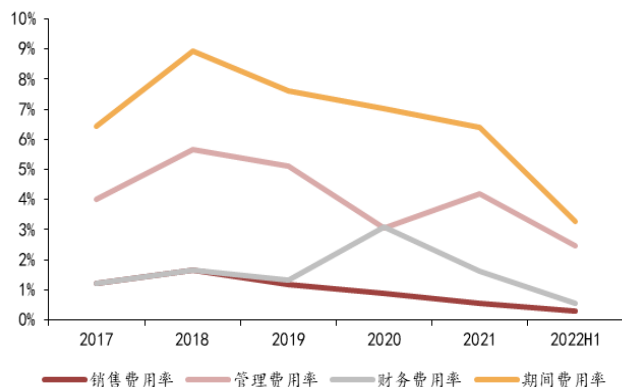
图 9：公司主要产品毛利率情况



数据来源: wind, 西南证券整理

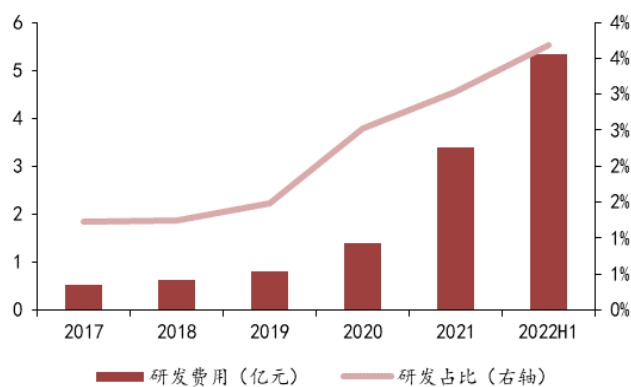
持续加大研发投入, 成本管控良好。公司降本增效成果显著, 期间费用率持续下降, 2022 年上半年公司期间费用率为 3.2%, 较去年同期下降 2.11pp。其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.28%、2.45%、0.55%, 较去年同期分别下降 0.31pp、0.20pp、1.60pp。公司持续加大研发投入用于生产技术的改造升级, 2022 年上半年公司研发投入 5.33 亿元, 研发占比 3.7%, 同比增长 479.6%。

图 10：2017-2022H1 公司期间费用率情况



数据来源: wind, 西南证券整理

图 11：2017-2022H1 公司研发费用情况



数据来源: wind, 西南证券整理

1.3 投资项目有序推进, 加快产业链一体化进程

2022 年上半年, 公司规划生产设施的一系列扩产以满足锂需求的不断增长, 巩固锂产品行业的领先地位, 先后发行募集资金用于“认购 Minera Exar 公司部分股权项目”、“万吨锂盐改扩建项目”以及补充流动资金, 募集资金拟投入金额分别为 107200 万元、47300 万元、54800 万元, 其中, “万吨锂盐改扩建项目”本年度已实现效益 445606.6 万元。随着 Mt Marion 矿山改造扩建的逐步完成、万吨锂盐新增锂盐产能的释放以及国内外疫情封锁的逐步解除, 公司 2022 年下半年锂盐产销量有望得到提升。

表 1：赣锋锂业募投项目进度

项目名称	募集资金承诺 投资总额 (万元)	本年度 投入金额 (万元)	截至期末累计 投入金额 (万元)	截至期末 投入进度	项目达到预定 可使用状态日期	本年度实 现的效益 (万元)
认购 Minera Exar 公司部分股权项目	107200.00	0.00	107200.00	100.00%	--	--
万吨锂盐改扩建项目	47300.00	8562.28	48195.19	101.89%	2021 年 7 月 31 日	445606.57
补充流动资金	54800.00	0.00	54800.00	100.00%	--	--
合计	209300.00	8562.28	210195.19	--	--	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年新能源汽车行业发展迅速，公司积极向下游锂电池制造及回收业务延伸使公司的锂生态产业链更加完整，同时，公司规划生产设施的一系列扩产以满足锂产品需求的不断增长，巩固锂产品行业的领先地位。上半年，公司先后利用自有资金筹划及建设锂产品、锂电池产品项目“Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目”、“赣锋锂电年产 20 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目”、“赣锋锂电动力电池二期年产 5GWh 新型电池项目”、“高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目”，截止本报告期，项目进度分别为 78.1%、92.8%、33.0%、25.3%。其中，Cauchari-Olaroz 锂盐湖年产 4 万吨碳酸锂项目正在建设中，项目已于 8 月开始单模块调试工作，待安装调试工作完成后投产，预计于 2022 年底至 2023 年上半年逐渐释放产能。

表 2：赣锋锂业非股权投资项目

项目名称	投资 方式	投资项目涉及行业	本报告期 投入金额 (万元)	截至报告期末累计 实际投入金额 (万元)	资金来源	项目进度
Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	自建	基础化学材料	73972.75	411053.85	自有资金	78.12%
赣锋锂电年产 20 亿瓦时高容量 锂离子动力电池项目	自建	锂电池、电芯及其直接材料	176.61	50361.76	自有资金	92.78%
赣锋锂电动力电池二期年产 5GWh 新型电池项目	自建	锂电池、电芯及其直接材料	45647.95	99003.55	自有资金	33.00%
高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目	自建	锂电池、电芯及其直接材料	34661.84	75842.90	自有资金	25.28%
合计	--	--	154459.15	636262.06	--	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年上半年，公司持续获取全球上游优质锂资源，不断丰富与拓宽原材料的多元化供应渠道，先后利用自有资金收购、战略配售公司 Mali Lithium B.V.、腾远钴业，投资金额为 8.5 亿元、2.0 亿元，持股比例分别为 50.0%、6.1%。

表 3：赣锋锂业股权投资项目

被投资公司名称	主要业务	投资方式	投资金额 (亿元)	持股比例	资金来源	投资期限	本期投资盈亏 (万元)	截至报告期内 进展情况
Mali Lithium B.V.	锂矿	收购	8.52	50.00%	自有资金	长期	-4.24	已完成
腾远钴业	钴盐	战略配售	2.00	6.09%	自有资金	长期	3899.16	已完成
合计	--	--	10.52	--	--	--	3894.92	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年上半年，公司将赣锋锂电在江西新余年产 5GWh 新型锂电池项目建设规模提高到年产 10GWh，在重庆两江新区的年产 10GWh 新型锂电池及先进电池研究院项目建设规模提高到年产 20GWh。新投资建设年产 20 亿只小型聚合物锂电池项目和年产 6GWh 新型锂电池生产项目。本次投资有助于提升公司锂电池产品的生产规模、市场份额和研发能力，推动公司锂产业链结构的优化升级，增强公司核心竞争力，符合公司上下游一体化发展战略。

表 4：赣锋锂业新建项目

项目名称	选址	资金来源	拟投资 (亿元)	投资期限
年产 15GWh 新型锂电池	江西新余	自建	62.00	2023 年 10 月
	重庆两江	自建	96.00	签订《交地纪要》之日起 3 个月内开工建设，开工建设之日起 18 个月内完成竣工备案，竣工备案后 6 个月内投产。
年产 20 亿只小型聚合物锂电池	江西新余	自建	20.00	-
年产 6GWh 新型锂电池	江西新余	自建	35.00	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 垂直整合业务模式，最大化发挥协同效应优势

2.1 上游资源：扩张战略稳打稳扎，资源自给率不断提高

减小原料波动影响，资源扩张稳打稳扎。赣锋锂业从 2015 年投资澳大利亚 RIM 公司，获得其 Mount Marion 锂辉石项目权益，从此加速全球锂资源布局。目前已经在国内江西、青海，国外爱尔兰、澳大利亚、阿根廷、墨西哥等国布局锂矿资源。赣锋在全球范围内已经拥有 15 大生产基地、2 大研发基地，掌控了 16 处优质锂资源，且资源扩张战略仍在继续。

2022 年上半年公司通过新余赣锋矿业获取上饶松树岗钽铌矿项目 62% 股权；完成马里 Goulamina 锂辉石项目的股权交割，获取马里锂业 50% 的股权；对 Bacanora 进行要约收购已到尾声，目前公司持有 Bacanora 公司及 Sonora 锂黏土项目 100% 股权；因锂精矿供应紧张，Mt Marion 锂辉石项目进行矿石处理产能的升级改造，2022 年年底将现有锂精矿产能扩张至 90 万吨/年。

图 12：公司锂矿资源布局



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司上游资源端布局已经形成矿山、盐湖、锂粘土、锂云母四个渠道，我们测算公司目前控制的上游锂资源权益储量为 3072 万吨 LCE，保障公司中游锂盐生产所需原料来源，平抑原料端价格波动以及供应商断供风险。

表 5：公司上游锂资源权益储量

资源类型	公司	持股比例	国家	锂矿名称	总资源量 (万吨 LCE)	合作方式	产能计划
锂辉石	RIM	50.00%	澳大利亚	Mt Marion	242	全部包销	现有产能 45-48 万吨/年锂精矿，计划 22 年底扩张至 90 万吨/年。
	Pilbara	6.16%	澳大利亚	Pligangoora	871	每年包销 16 万吨锂精矿	现有年产 33 万吨锂精矿，2022 年中扩产至 58 万吨/年，远期计划 80-85 万吨。
	Core Lithium	5.81%	澳大利亚	Finniss	47.9	每年包销不低于 7.5 万吨	预计 22 下半年投产，公司每年包销至少 7.5 万吨锂辉石精矿，协议期为 4 年。
	荷兰 SPV	50%	非洲	Goulamina	389	公司将获得一期产能的 50%包销权	项目现规划一期产能 50.6 万吨锂精矿，二期产能可扩建到 80 万吨锂精矿（计划在一期产能达产后的 18 个月内投产二期产能）。
	AVZ 矿业	-		Manono	536	公司包销权初始期限为 5 年	目前产能 70 万吨，预计扩张至 160 万吨，预计 2023 年投产。
	BLL	55.00%	爱尔兰	Avalonia	/	/	勘探中。
	子公司	100.00%	中国江西	宁都河源矿	10	自行运营开采	
盐湖	MineraExa	51.00%	阿根廷	Cauchari-Olaroz	2458	包销 3 万吨	一期产能 4 万吨/年碳酸锂（2022 下半年试车），二期扩产产能不低于 2 万吨/年 LCE（计划超过 4 万吨）。
	国际锂业	100.00%	阿根廷	Mariana	812	/	2 万吨/年氯化锂（工厂建设中）。
	五矿盐湖	49.00%	中国青海	柴达木一里坪盐湖	165	/	现拥有 1 万吨/年碳酸锂产能，远期规划碳酸锂产能共 2 万吨/年。
	子公司	100.00%	中国青海	青海海西良锂盐湖	/	/	勘探中。
	锦泰钾肥	15.48%	中国青海	巴伦马海	/	包销 70%	目前锦泰锂业拥有 0.7 万吨/年碳酸锂产能，远期规划 2-3 万吨/年碳酸锂产能。
锂粘土	Bacanora	公司持有 Sonora 项目 50%股份，持有 Bacanora86.8 8%股份	墨西哥	Sonora	882	/	一期产能 5 万吨/年氢氧化锂（建设中）。
锂云母	新余赣锋矿业	62.00%	中国江西	松树岗钽铌矿	149	/	目前拥有 1 个探矿许可证，探矿权转采矿权的相关手续正在办理中。

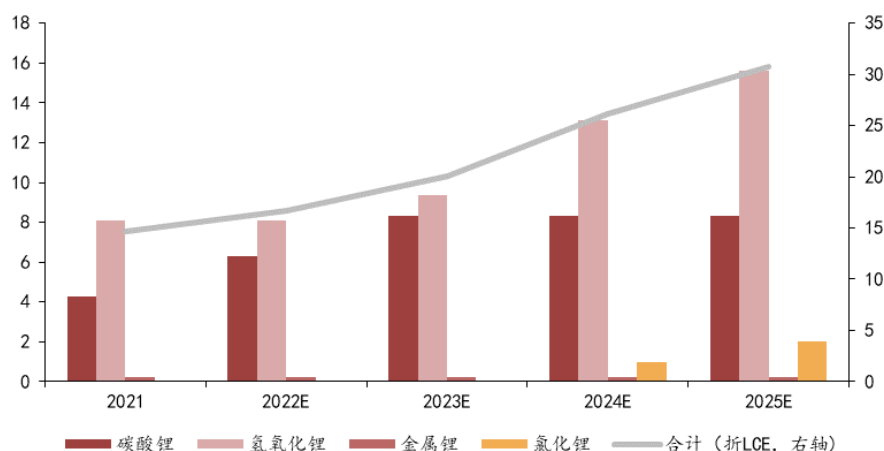
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 中游锂盐：强大生产能力与蓝筹客户资源共振

公司主营业务随着新能源汽车动力电池市场扩容，产品结构也随之优化。目前公司产业链中游产品主要由碳酸锂、氢氧化锂以及金属锂构成。其中碳酸锂的设计产能为 3.1 万吨/年，氢氧化锂为 8.1 万吨/年，金属锂为 2150 吨/年，生产线为柔性设计，可以在碳酸锂及氢氧化锂之间相互切换。

公司锂盐产能快速扩张，公司计划 2025 年产能指引增加至 30 万吨/年 LCE。2022 年底预计 Cauchari-Olaroz 锂盐湖一期试车投产，设计产能 4 万吨/年碳酸锂；2023 年底预计丰城一期 2.5 万吨氢氧化锂投产；2024 年预计阿根廷 Mariana 锂盐湖项目一期 2 万吨氯化锂投产，墨西哥 Sonora 锂黏土项目一期 5 万吨氢氧化锂投产。2025 年公司锂盐产能指引增加至 30 万吨/年 LCE，另有回收产能达到 10 万吨/年 LCE。

图 13：公司锂盐产能预计（万吨/年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：公司锂盐产能测算

对应产品	项目名称	项目内容	项目年产能（万吨/年）			
			2022E	2023E	2024E	2025E
碳酸锂	1) 阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目	一期产能 4 万吨/年碳酸锂（2022 年下半年试车），二期扩产产能不低于 2 万吨/年 LCE（计划超过 4 万吨）。	4	4	4	4
氯化锂	2) 阿根廷 Mariana 锂盐湖项目	一期产能 2 万吨/年氯化锂（工厂建设中）。			2	2
氢氧化锂	3) 江西丰城 5 万吨/年锂电新能源材料项目	一期建设年产 2.5 万吨/年氢氧化锂（预计 2023 年底投产）。		2.5	2.5	2.5
	4) 墨西哥 Sonora 锂黏土项目	一期产能 5 万吨/年氢氧化锂（建设中，预计 2023 年底完工投产）。			5	5
金属锂	5) 宜春金属锂及锂材项目。	分期投资建设 7000 吨/年金属锂及锂材项目。				

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：公司主要锂化工品产能梳理

产品	基地	产能（吨）	备注
碳酸锂	宁都赣锋	20000	2018 年底建成投产，2021Q1 技改提升 2500 吨产能
	河北赣锋	6000	正在升级改造中

产品	基地	产能 (吨)	备注
	新余赣锋	5000	高纯碳酸锂, 已投产
	Cauchari-Olaroz 一期	40000	2022 年建成
	Cauchari-Olaroz 二期	20000	或于 2022H2 开始
	合计	91000	现有 3.1 万吨+在建 4 万吨+2 万吨规划
氢氧化锂	基础锂厂	81000	(一期 1.1 万吨, 2014 年投产; 二期 2 万吨, 2018 年投产; 三期 5 万吨, 2020 年投产)
	sonora 项目	40000	一期 2 万吨预计 2023Q4 建成
	丰城年产 5 万吨锂电新能源材料项目一期	50000	董事会同意公司以自有资金不超过 20 亿元人民币投资建设该项目, 项目分两期建设, 一期建设年产 2.5 万吨氢氧化锂项目
	合计	171000	现有 8.1 万吨+在建 4.5 万吨+4.5 万吨规划
基础锂盐	达州基地	50000	规划中
金属锂	奉新赣锋	650	已投产
	宜春赣锋	1500	已投产
	宜春、青海海西州	7000	分期投资建设年产 7000 吨金属锂及锂材项目, 新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金
氯化锂	基础锂厂	12000	已建成
	Mariana 项目	20000	已获得阿根廷萨尔塔省政府颁发的环境影响报告批复并开展年产 2 万吨氯化锂的工厂建设
氟化锂	新余赣锋	1500	已建成
丁基锂	基础锂厂	1000	已建成
回收产能	赣锋循环	34000	预计 2023 年达到 10 万吨

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3 下游电池: 纵向延伸产业链下游, 前瞻布局锂电池领域

消费类电池&TWS 电池: 新余赣锋电子于 2018 年开始布局 TWS 无线蓝牙耳机电池, 目前已形成日产 40 万只 TWS 电池全自动化产线, 下游客户方面新余赣锋深度绑定 JBL、漫步者等知名耳机、手机厂商。东莞赣锋产品属于 3C 消费类电池, 3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线投产。2021 年, 赣锋锂电在惠州投资设立惠州赣锋建设高性能聚合物锂离子电池的研发中心及高端聚合物锂电池研发及生产建设基地。2021 年, 赣锋锂电收购汇创新能源 100% 股权, 不断拓展公司锂电业务, 提高核心竞争力。

动力/储能电池: 赣锋已在江西新余以及江苏苏州分别建设动力电池组产线, 且浙江锋锂在布局未来将大有作为的固态电池技术。其中赣锋锂电 6GWh 高容量锂离子动力电池项目产量快速提升, 截至 2020 年底赣锋锂电磷酸铁锂电池产能已达到 1GWh, 2021 年, 赣锋锂电在江西新余及重庆两江新区投资建设年产 15GWh 新型锂电池项目, 其中在江西新余的新型锂电池项目已于 2022 年 1 月投产, 赣锋锂电动力及储能电池扩充产能, 不断提高市场份额。

固态锂电池: 公司动力电池业务板块未来发展的重点。公司已投资建成了年产 3 亿瓦时的第一代固态锂电池研发中试生产线, 加速了固态锂电池技术的商业化进程。浙江锋锂第一代混合固液电解质电池产品已实现装车应用。第二代固态锂电池采用三元正极、固态隔膜和

含金属锂负极材料。2021 年，首批搭载赣锋固态电池的东风 E70 电动车正式完成交付，赣锋锂电率先实现固态锂电池产业化，并与东风首次实现装车运行。

固态电池原料金属锂：公司拥有金属锂产品产能 2150 吨，产能排名全球第一。并拟在宜春分期投资建设年产 7000 吨金属锂及锂材项目，新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金、固态锂电池负极材料等产线，或为固态电池发展提供保障。

表 8：电池产能计划

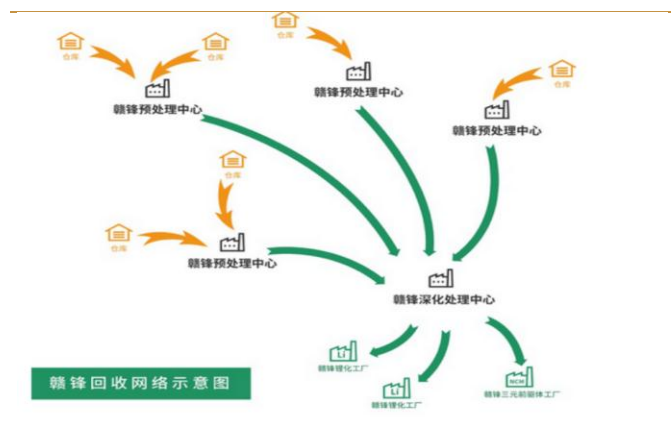
生产基地	持股比例	位置	主要产品及产能	投产年份	项目进度
东莞赣锋	60.87%	广东东莞	聚合物锂电池，3000 万只 / 年	2016 年	
赣锋锂电	60.75%	江西新余	动力 / 储能电池	2016 年投产，2021 年二期 5GWh 投产	
赣锋电子	60.75%	江西新余	TWS 电池、日产 40 万只	2018 年	
		江西新余	动力电池	在建“年产 5GWh 新型锂电池二期项目”	33.00%
		重庆两江	新型固态电池	在建“年产 20GWh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目”	92.46%
江苏赣锋	60.87%	江苏苏州	动力与储能电池组、电池管理系统	2019 年	
浙江赣锋	60.87%	浙江宁波	第一代固态锂电池	2021 年	
惠州赣锋	60.87%	广东惠州	聚合物锂电池、TWS 电池	在建“高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目”	25.28%

数据来源：公司公告，西南证券整理

电池回收：打造闭环供应链，提供可持续的增值解决方案。公司循环科技已入选国家工信部《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》第二批名单，2021 年，循环科技已建成国内最大的退役锂电池绿色回收体系，形成退役锂电池拆解及金属综合回收 34000 吨/年的回收处理能力，退役磷酸铁锂电池回收国内市场占有率排名第一，退役三元锂电池回收国内市场占有率前三。未来规划中，公司将建立每年可回收 10 万吨退役锂电池的大型综合设施。

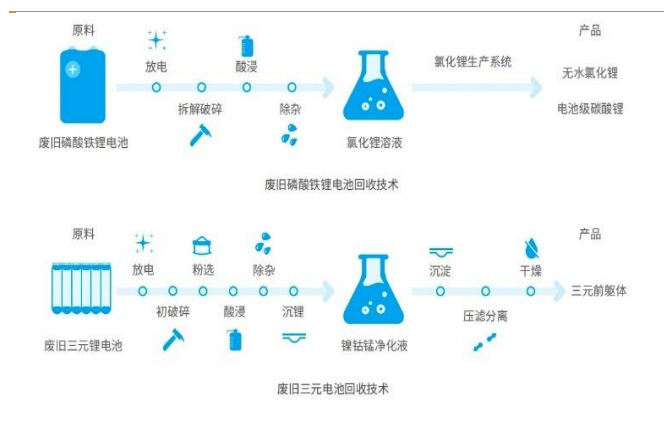
根据公司 2021 可持续发展报告披露，仅在 2021 年一年公司回收处理得到镍、钴、锰金属合计达到 2700 吨，氯化锂 3700 吨。随着新能源汽车行业进入成熟期，退役动力电池回收将成为上游资源端的有利补充，公司前瞻布局电池回收既可以提升资源保障，也有望打造闭环业务模式。

图 14：公司回收网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 15：公司电池回收技术



数据来源：公司官网，西南证券整理

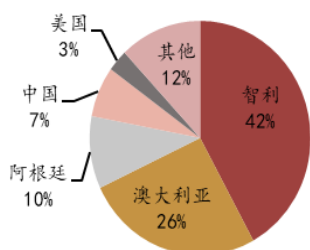
3 锂资源供需紧张，23 年有望成为拐点

3.1 短期全球扩容有限，未来两年产能集中释放

根据美国地质调查局 (USGS) 2021 年数据显示，全球已探明锂资源储量折合 11660 万吨碳酸锂当量。其中，智利锂资源储量占 42%，阿根廷占 10%，主要集中在智利、阿根廷、玻利维亚交界的“锂三角”地区，以盐湖形式存在。澳大利亚锂资源储量占 26%，主要以锂辉石形式存在。中国锂资源储量占 6.8%，包括盐湖、锂辉石、锂云母。

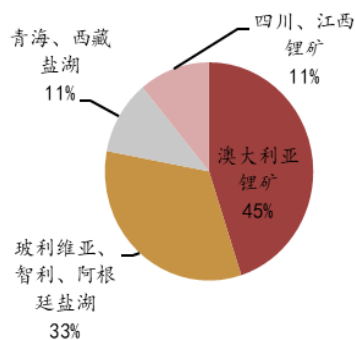
从锂供给结构上看，锂矿石为主要供给主体且主要集中在西澳，2021 年澳大利亚锂矿供给占据了全球 45% 的锂资源；南美洲“锂三角”地区的盐湖占据了全球 33% 的锂资源；我国锂资源供给占比 22%。

图 16：2021 年全球锂储量，分国别



数据来源：USGS，西南证券整理

图 17：2021 年全球锂供给结构



数据来源：USGS，西南证券整理

澳洲锂矿是全球锂资源供给主力军。2020 年疫情蔓延及锂盐价格大幅下跌影响，锂资源企业在 2020 年纷纷缩减资本开支、放缓项目扩张进度导致澳洲锂矿部分关停，目前只有四个矿山在产。随着锂盐价格回升，各地锂矿宣布恢复生产与建设，澳洲停产锂矿陆续宣布复产。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（约 2.7-3 万吨 LCE/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（约 7.4-11.1 万吨 LCE/年）。非洲矿山投产进程也开始加速，刚果 Manono 计划于 2022 年四季度逐步投产。根据各公司业绩公告及 2022 年产量指引，我们预计 2022-2023 年澳非锂矿供给量为 26.32/30.45 万吨 LCE。

表 9：澳非锂矿 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
澳洲矿山				
Mt Cattlin（锂精矿）	2.15	2.89	2.89	2.89
Mt Marion（锂精矿）	5.86	5.86	5.86	5.86
Mt Pilgangoora（锂精矿）	2.74	2.94	3.14	3.14
Pilgangoora-Altura（锂精矿）	-	-	2.57	2.57
Greenbushes（锂精矿）	7.86	7.86	7.86	7.86
总计	18.61	19.55	22.32	22.32

	2020	2021	2022E	2023E
非洲矿山				
MANONO			2.50	6.13
Arcadia	-	0.50	1.50	2.00
总计	-	0.50	4.00	8.13
锂供给总计	18.61	20.05	26.32	30.45

数据来源：各公司公告，西南证券整理

南美盐湖锂资源储量丰富，开采潜力巨大。2020 年疫情蔓延及锂盐价格大幅下跌导致南美盐湖建设进度推后。随着 2021 年下游需求的快速增长带来的锂盐价格的回升，南美盐湖加速了开采的进程。智利 Atacama-SQM 将现有碳酸锂产能从 12 万吨/年提升至 18 万吨/年；Atacama-ALB 盐湖 La Negra III/IV 约 4 万吨/年碳酸锂将于 2021 年 10 月投产并于 2022 年上半年出售；阿根廷 Olaroz-Orocobre 盐湖 stage 2 约 2.5 万吨/年碳酸锂也将于 2022 年下半年开始投产。根据各公司业绩公告及 2022 年产量指引，我们预计 2022-2023 年南美盐湖锂供给量为 21.08/32.55 万吨 LCE。

表 10：南美盐湖 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

国家	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
智利	SQM	Atacama & Carmen	6.46	8.00	8.00	13.00
	ALB	Chile-Atacama	4.20	4.00	6.00	8.00
阿根廷	Livent	Hombre Muerto	1.95	2.50	2.50	2.50
	Orocobre	Olaroz-Orocobre	1.19	1.20	2.58	5.05
	赣锋/MRL	Cauchari-Olaroz	-	-	2.00	3.00
	Galaxy	Sal de Vida	-	-	-	1.00
锂供给总计			13.80	15.70	21.08	32.55
增速（%）				13.77%	34.24%	54.45%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

中国锂辉石资源主要集中在四川地区，江西为锂云母资源的集中地。甘孜州甲基卡和阿坝州可尔因是两个主要矿区，分布较为集中包括六座有采矿权的矿山，资源储量达 1.6 亿吨，其中甲基卡锂矿未来放量潜力巨大。相比于位于四川 3000 米海拔以上的锂辉石资源，江西锂云母矿具备一定的自然条件优势。露天开采的锂云母矿在开采成本、难度、工期上均比锂辉石矿更占据优势。我们预计 2022-2023 年国内矿石锂供给量分别为 15.88/22.31 万吨 LCE。其中，未来两年永兴材料锂云母矿产能释放最多。

表 11：国内锂矿及锂云母 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
锂辉石						
四川	融捷股份	康定甲基卡锂辉石（LCE）	1.00	1.28	2.85	7.14
	盛新锂能	业隆沟（LCE）	-	1.00	1.00	1.00
	雅化集团/川能投	李家沟（LCE）	-	-	2.00	2.00
	总计（锂辉石矿）		1.00	2.28	5.85	10.14
锂云母						

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
江西	江特电机	茜坑矿	1.07	1.07	1.07	1.07
		狮子岭	0.86	0.86	0.86	0.86
		袁州区新坊钽铌矿	0.07	0.07	0.07	0.07
	永兴材料	化山瓷白石	0.71	0.71	1.43	2.14
		白水洞高岭土	0.18	0.18	0.89	1.61
	飞宇新能源	大港瓷土矿	1.07	1.07	1.07	1.07
	鼎兴矿业	东槽鼎兴瓷土矿	0.86	0.86	1.93	2.64
	奉新矿业	金峰硅矿	0.36	0.71	1.07	1.07
	宜春钽铌矿	宜春钽铌矿	1.64	1.64	1.64	1.64
	总计（锂云母原矿）		6.82	7.17	10.03	12.17
锂供给总计（LCE）			7.82	9.45	15.88	22.31

数据来源：各公司公告，安泰科，产业信息网，真锂研究，西南证券整理

中国盐湖集中在青海、西藏两地。青海盐湖锂浓度低、镁锂比高，禀赋较差，生产的碳酸锂多为工业级或准电池级，还没有在动力电池上商业化广泛应用，近年来随着技术的成熟，产能将逐步释放。西藏盐湖锂浓度高、多数盐湖镁锂比低，禀赋好，但西藏政府对企业开发盐湖的态度并不积极，受制于基础设施条件恶劣，电力能源一次投入成本大，且存在地方民族问题，投资开发盐湖困难重重。盐湖提锂未来供应量释放有限，我们预计 2022-2023 年国内盐湖锂供给量分别为 7.8/10.1 万吨 LCE。

表 12：国内盐湖 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
青海	蓝科锂业	察尔汗盐湖	1.4	2.2	3.0	4.0
	藏格锂业		0.4	0.8	1.0	1.0
	中信国安	西台吉乃尔	0.3	0.3	0.3	0.4
	恒信融		0.5	0.5	0.5	0.6
	青海锂资源	东台吉乃尔	0.9	1.0	1.5	2.0
	五矿盐湖	一里坪	0.8	1.0	1.0	1.5
	大华化工	大柴旦盐湖	0.1	0.1	0.1	0.2
西藏	西藏矿业	扎布耶盐湖	0.3	0.4	0.4	0.4
锂供给总计（LCE）			4.7	6.3	7.8	10.1

数据来源：各公司公告，真锂研究，西南证券整理

结合上述预测，2022-2023 年全球锂供给量分别为 71.08/95.41 万吨 LCE。

表 13：2021-2023 年全球锂供给拆分（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
海外矿山	18.61	20.05	26.32	30.45
中国矿山	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	13.80	15.70	21.08	32.55
中国盐湖	4.70	6.30	7.80	10.10

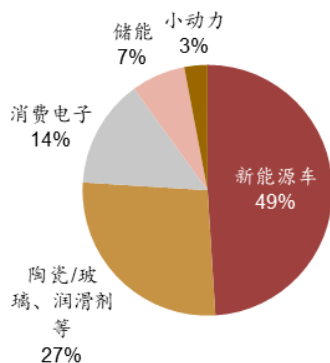
	2020	2021	2022E	2023E
锂云母	6.82	7.17	10.03	12.17
锂供给总计	44.93	51.50	71.08	95.41

数据来源：各公司公告，安泰科，真锂研究，西南证券整理

3.2 新能源产业发展持续加速，锂产品需求超预期增长

锂广泛应用于电池、陶瓷、玻璃、润滑剂、消费电子 3C 等行业。随着新能源和 5G 技术的不断发展，新能源车和消费电子已经成为锂重要的下游领域。此外，碳酸锂是陶瓷产业减能耗、环保的有效途径之一，对锂的需求量也将会提高。同时，锂在玻璃中的各种新作用也在不断被发现，玻璃行业对锂的需求仍将保持增长。因而，玻璃和陶瓷行业成为了锂的第二大消费领域。根据 Marklines 数据显示，2021 年新能源汽车锂需求占比最大，为 49%；陶瓷/玻璃、润滑剂占比 27%，消费电子和储能行业占比分别为 14%和 7%。

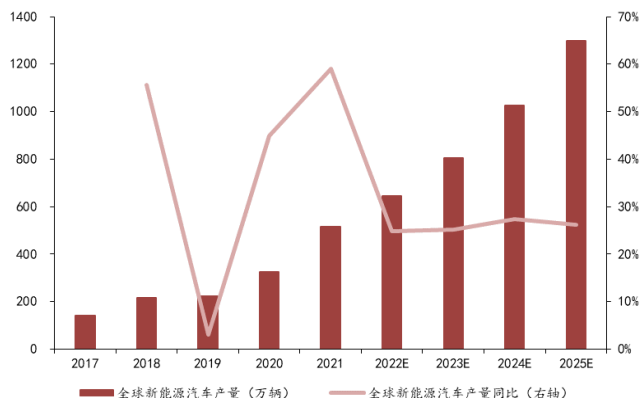
图 18：2021 年锂需求结构



数据来源：Marklines，西南证券整理

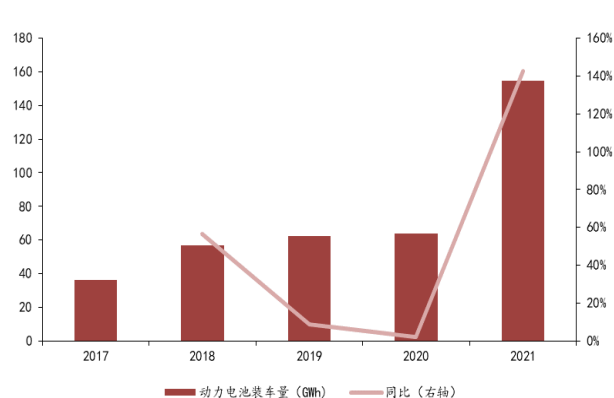
锂金属由于质量轻、燃烧温度高，被广泛应用于新能源汽车动力电池的制造。2021 年全球锂需求结构中，新能源汽车约占 49%，是最大的需求端。此外，2021 年全球新能源汽车产量为 516 万辆，同比增长 59.06%，2021 年中国动力电池装车量为 154.50GWh，同比增长 142.77%。

图 19：全球与中国新能源汽车产量及同比



数据来源：国家统计局，Ev-volumes，西南证券整理

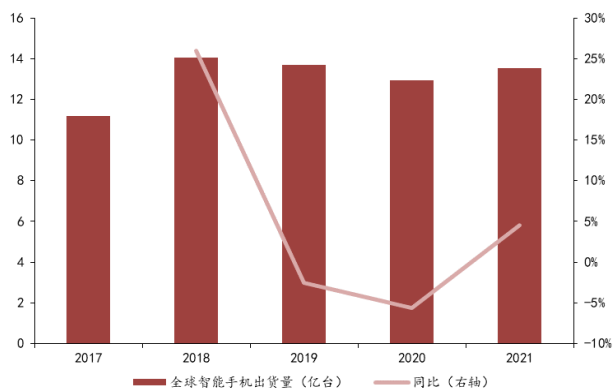
图 20：中国动力电池装车量及同比



数据来源：wind，西南证券整理

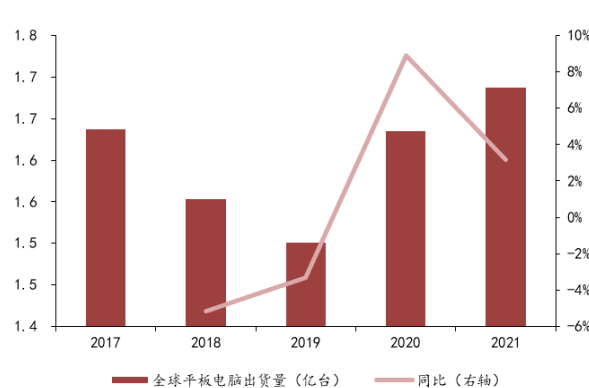
在动力电池普及之前，消费电子电池是锂电池的主要需求端。5G、新兴消费电子的兴起扭转了锂电池在传统消费领域的颓势，带来了新的增长空间。2021 年全球智能手机出货量为 13.52 亿台，同比增长 4.53%；平板电脑出货量为 1.69 亿台，同比增长 3.18%。随着消费者对消费电子续航里程需求的提高，预计未来消费电子锂资源需求将保持稳步增长。

图 21：全球智能手机出货量及同比



数据来源：IDC，西南证券整理

图 22：全球平板电脑出货量及同比



数据来源：wind，西南证券整理

根据新能源汽车以及储能系统行业的蓬勃发展，我们预测 2021-2023 年全球锂需求总量为 59.43/75.81/97.77 万吨 LCE。其中，新能源车 2021-2023 锂需求分别为 25.94/36.03/50.04 万吨 LCE；储能 2021-2023 锂需求分别为 3.02/4.18/5.35 万吨 LCE；消费电子 2021-2023 年锂需求分别为 6.05/6.27/6.49 万吨 LCE。

表 14：2021-2023 年锂需求测算（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
全球新能源车锂需求	11.61	25.94	36.03	50.04
储能锂需求	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子锂需求	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.48	9.98	14.17	19.97
需求总计	36.53	59.43	75.81	97.77

数据来源：CBEA，安泰科，GGII，乘联会，西南证券整理

3.3 供不应求局面难以改善，支撑锂价持续高位运行

供应端来看，受疫情影响南美盐湖新增产能投产不及预期，澳矿短期内停产项目难以复产，短期内锂资源供应增量有限。需求端来看，锂需求结构已经从过去以陶瓷、玻璃为主的传统行业转变为如今新能源等成长行业，伴随着新能源汽车需求超预期增长以及储能行业的蓬勃发展，锂的需求将持续增加。我们预计 2022-2023 年锂行业出现 4.73、2.36 万吨 LCE 的供给缺口，短期内供不应求局面难以改善。

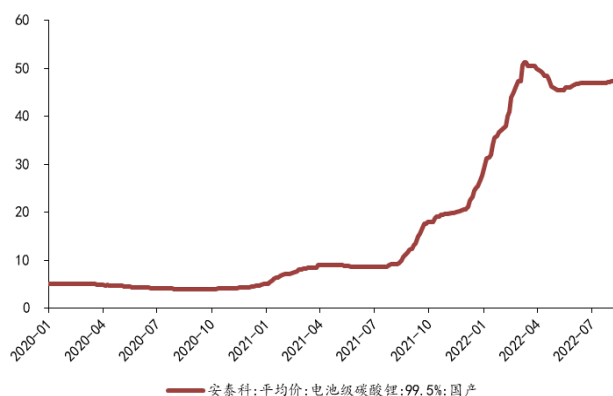
表 15：2021-2023 年全球锂供需情况（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
供给端				
澳非矿山	18.61	20.05	26.32	30.45
中国矿山	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	13.80	15.70	21.08	32.55
国内盐湖	4.70	6.30	7.80	10.10
锂云母	6.82	7.17	10.03	12.17
供给总计	44.93	51.50	71.08	95.41
需求端				
全球新能源车锂需求	11.61	25.94	36.03	50.04
储能锂需求	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子锂需求	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.48	9.98	14.17	19.97
需求总计	36.53	59.43	75.81	97.77
供需缺口/过剩 (-/+)	8.40	-7.93	-4.73	-2.36

数据来源：CBEA，安泰科，GGII，乘联会，SMM，西南证券整理

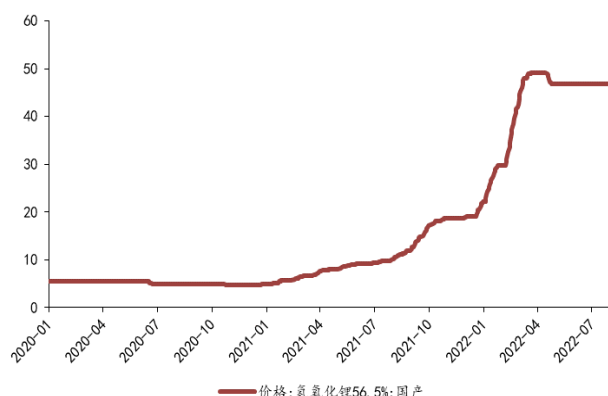
2020 年受疫情蔓延影响，上游锂矿供给有所收缩，锂价在 2020 年见底。由于新能源汽车下游需求的超预期增长，2021 年锂价开启大幅上涨，截至 2022 年 8 月 8 日，电池级碳酸锂报价 47.40 万元/吨，同比增长 415.22%；氢氧化锂报价 46.75 万元/吨，同比增长 336.92%。短期锂资源供不应求的局面仍将继续，支撑锂价持续高位运行。

图 23：电池级碳酸锂价格（万元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

图 24：氢氧化锂价格（万元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

金属锂：根据公司金属锂产能规划，考虑到锂资源供需紧张，预计 2022-2024 年产能利用率均为 100%，对应销量均为 2128.5 吨。根据锂价高位以及未来可能降价的趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 67%/-20%/-6%。考虑到锂价格波动较大，根据近几年数据，假设毛利率分别为 55.0%/45.0%/40.0%。

电池级碳酸锂：根据公司电池级碳酸锂产能释放节奏，考虑到锂资源供需紧张，预计 2022-2024 年产能利用率分别为 70%/80%/90%，对应销量分别为 36729/65736/72953 吨。根据锂价高位以及未来可能降价的趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 429%/-33%/-17%。考虑到锂价格波动较大，根据近几年数据，假设毛利率分别为 60.0%/55.0%/50.0%。

氢氧化锂：根据公司氢氧化锂产能释放节奏，考虑到锂资源供需紧张，预计 2022-2024 年产能利用率分别为 60%/70%/80%，对应销量分别为 48600/65450/104800 吨。根据锂价高位以及未来可能降价的趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 233%/-14%/0%。考虑到锂价格波动较大，根据近几年数据，假设毛利率分别为 60.0%/55.0%/50.0%。

锂电池电芯 TWS 扣式电池：根据公司锂电池产能规划，考虑到下游需求强烈，预计 2022-2024 年对应销量分别为 12000/13000/14000 万只。根据锂电池快速发展趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 17%/10%/5%。考虑到锂价格波动较大，根据近几年数据，假设毛利率分别为 12.0%/12.5%/13.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 16：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
金属锂	收入	12.5	21.3	17.0	16.0
	增速	30.2%	69.8%	-20.0%	-6.3%
	毛利率	45.0%	55.0%	45.0%	40.0%
电池级碳酸锂	收入	22.3	165.3	197.2	184.9
	增速	123.8%	642.5%	19.3%	-6.3%
	毛利率	55.0%	60.0%	55.0%	50.0%
氢氧化锂	收入	50.3	170.1	196.4	314.4
	增速	246.7%	238.1%	15.4%	60.1%
	毛利率	45.0%	60.0%	55.0%	50.0%
锂电池电芯 TWS 扣式电池	收入	20.2	24.0	28.6	32.2
	增速	59.5%	18.7%	19.2%	12.6%
	毛利率	12.0%	12.0%	12.5%	13.0%
其他主营业务	收入	-1.9	0.0	0.0	0.0
	增速	-426.8%	-	-	-

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	-	-	-	-
其他业务	收入	8.2	9.0	9.4	9.6
	增速	107.5%	10.0%	5.0%	2.0%
	毛利率	27.7%	28.0%	28.0%	28.0%
合计	收入	111.6	389.6	448.6	557.1
	增速	102.1%	249.1%	15.1%	24.2%
	毛利率	39.8%	54.7%	50.0%	46.0%

数据来源：wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与赣锋锂业业务最为相近的四家公司天齐锂业、盛新锂能、西藏矿业、永兴材料，2022-2024 年平均 PE 为 13/11/8 倍。赣锋锂业未来最大的看点有三个：1) 公司作为全球锂资源龙头，资源端持续扩张，市占率有望进一步提升；2) 公司锂盐产能不断释放，下游供需紧张，行业持续景气，有望快速提升业绩弹性；3) 公司纵向延伸产业链，锂电池业务逐渐成熟，有望成为公司业绩新增量。结合对标公司的估值和目前赣锋锂业产能释放节奏，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 106.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值（截止至 9.6 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002466.SZ	天齐锂业	110.77	1.41	11.28	12.34	12.87	14.76	9.82	8.98	8.60
002240.SZ	盛新锂能	53.49	0.98	5.82	6.66	7.84	12.93	9.20	8.03	6.82
000762.SZ	西藏矿业	49.04	0.27	1.96	2.65	4.91	44.57	24.86	18.29	10.49
002756.SZ	永兴材料	135.10	2.19	13.52	16.08	17.71	19.67	9.99	8.40	7.63
平均值							22.98	13.47	10.92	8.39
002460.SZ	赣锋锂业	83.57	2.59	8.20	8.90	10.59	31.28	9.88	9.11	7.66

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

锂盐价格大幅波动，新能源汽车销量不及预期，海外资产运营风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11162.21	38964.78	44861.74	55706.63	净利润	5416.55	17142.00	18603.74	22128.60
营业成本	6718.57	17665.88	22443.57	30097.07	折旧与摊销	372.26	693.19	693.19	693.19
营业税金及附加	88.10	238.86	287.20	365.42	财务费用	181.99	764.08	798.85	872.71
销售费用	61.62	296.94	318.75	390.67	资产减值损失	-8.00	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	470.09	1753.41	1794.47	1949.73	经营营运资本变动	2187.40	-11213.15	35.59	-3579.41
财务费用	181.99	764.08	798.85	872.71	其他	-5529.79	-1208.67	-1442.86	-1486.42
资产减值损失	-8.00	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	2620.39	6167.45	18678.50	18618.66
投资收益	92.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5992.96	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2228.69	1223.91	1442.57	1500.70	其他	-182.88	1288.66	1420.98	1507.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6175.84	1308.66	1420.98	1507.90
营业利润	5718.87	19479.53	20671.46	23541.73	短期借款	338.36	-1949.71	0.00	0.00
其他非经营损益	54.67	0.02	-0.64	-0.66	长期借款	1980.95	50.00	50.00	50.00
利润总额	5773.54	19479.55	20670.82	23541.06	股权融资	7209.11	200.00	0.00	0.00
所得税	357.00	2337.55	2067.08	1412.46	支付股利	-416.83	-1045.68	-3309.32	-3591.51
净利润	5416.55	17142.00	18603.74	22128.60	其他	-1980.66	-229.88	-798.28	-824.12
少数股东损益	188.14	595.42	646.19	768.63	筹资活动现金流净额	7130.93	-2975.27	-4057.60	-4365.63
归属母公司股东净利润	5228.40	16546.58	17957.54	21359.97	现金流量净额	3524.02	4500.84	16041.89	15760.92
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6332.21	10833.05	26874.94	42635.86	成长能力				
应收和预付款项	2746.55	10359.43	11907.07	14822.81	销售收入增长率	102.07%	249.08%	15.13%	24.17%
存货	3283.31	9035.25	11325.58	15183.62	营业利润增长率	403.88%	240.62%	6.12%	13.89%
其他流动资产	2264.67	7505.63	7386.96	9622.56	净利润增长率	409.27%	216.47%	8.53%	18.95%
长期股权投资	4087.41	4087.41	4087.41	4087.41	EBITDA 增长率	297.33%	233.75%	5.86%	13.28%
投资性房地产	0.07	0.07	0.07	0.07	获利能力				
固定资产和在建工程	8802.49	8611.99	8421.48	8230.98	毛利率	39.81%	54.66%	49.97%	45.97%
无形资产和开发支出	5108.03	4594.82	4101.60	3608.39	三费率	6.39%	7.22%	6.49%	5.77%
其他非流动资产	6431.91	6422.44	6412.97	6403.50	净利率	48.53%	43.99%	41.47%	39.72%
资产总计	39056.65	61450.09	80518.08	104595.20	ROE	20.70%	39.90%	31.93%	28.81%
短期借款	1969.71	20.00	20.00	20.00	ROA	13.87%	27.90%	23.11%	21.16%
应付和预收款项	4336.94	11084.77	13979.53	18647.08	ROIC	35.90%	76.68%	64.88%	72.43%
长期借款	3638.96	3688.96	3738.96	3788.96	EBITDA/销售收入	56.20%	53.73%	49.40%	45.07%
其他负债	2944.35	3692.25	4521.07	5343.53	营运能力				
负债合计	12889.95	18485.98	22259.55	27799.57	总资产周转率	0.37	0.78	0.63	0.60
股本	1437.48	2016.72	2016.72	2016.72	固定资产周转率	4.21	13.28	16.35	21.82
资本公积	11954.47	11575.23	11575.23	11575.23	应收账款周转率	5.79	6.77	4.66	4.83
留存收益	9002.88	24503.79	39152.01	56920.48	存货周转率	2.44	2.86	2.20	2.27
归属母公司股东权益	21893.75	38095.74	52743.97	70512.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	77.30%	—	—	—
少数股东权益	4272.95	4868.37	5514.56	6283.19	资本结构				
股东权益合计	26166.70	42964.11	58258.53	76795.62	资产负债率	33.00%	30.08%	27.65%	26.58%
负债和股东权益合计	39056.65	61450.09	80518.08	104595.20	带息债务/总负债	43.51%	20.06%	16.89%	13.70%
					流动比率	1.78	2.75	3.30	3.60
					速动比率	1.38	2.09	2.65	2.93
					股利支付率	7.97%	6.32%	18.43%	16.81%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	6273.11	20936.80	22163.50	25107.62	每股收益	2.59	8.20	8.90	10.59
PE	31.28	9.88	9.11	7.66	每股净资产	10.86	18.89	26.15	34.96
PB	7.47	4.29	3.10	2.32	每股经营现金	1.30	3.06	9.26	9.23
PS	14.65	4.20	3.65	2.94	每股股利	0.21	0.52	1.64	1.78
EV/EBITDA	17.53	7.19	6.07	4.74					
股息率	0.25%	0.64%	2.02%	2.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn