|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 证券研究报告   |  | | --- | | **海外研**  **究** |  |  | | --- | | **公司深**  **度**  **研**  **究**  **报**  **告** |  |  | | --- | | ＃industryId＃ | | 电力设备新能源 |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | |  | | --- | | ＃investSuggestion＃ | | **审慎增持** | | **(** | |  | | --- | | ＃investSuggestionChange＃ | | **首次** | | **）** |  |  |  | | --- | --- | | ＃marketData＃ | | | 市场数据 | | | 日期 | 2022/9/27 | | 收盘价（港元） | 58.15 | | 总股本（亿股） | 20.2 | | 港股股本（亿股） | 4.0 | | 总市值（亿港元） | 1,648.5 | | 港股市值（亿港元） | 234.7 | | 净资产（亿元） | 350.2 | | 总资产（亿元） | 547.7 | | 每股净资产（元） | 17.4 |   数据来源：Wind   |  | | --- | | ＃relatedReport＃ | | 相关报告 | | 智利矿业化工（SQM.N）首次覆盖报告：阿塔卡玛盐湖天赋异禀，锂盐产能全球第一\_20220825  雅保（ALB.N）首次覆盖报告：全球锂业龙头，再次上调2022年盈利指引\_20220814 | |  |   **兴业证券经济与金融研究院**   |  | | --- | | ＃emailAuthor＃ | | **海外新能源** | | 分析师： | | 余小丽 | | yuxiaoli@xyzq.com.cn | | SFC：AXK331 | | SAC：S0190518020003 | |  | | 张忠业 | | zhangzhongye@xyzq.com.cn | | SAC：S0190522070004 | | 请注意：张忠业并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。 |      |  | | --- | | ＃assAuthor＃ | | |  | | --- | | 说明: 说明: C:\Users\xyzq\Desktop\兴业证券LOGO新版本 (1).png |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | |  | | --- | | 1299 | | **01772** | | |  | | --- | |  | | **.HK** | | |  |  | | --- | --- | | ＃dyCompany＃ | | | **赣锋锂业** |  | | | |  | | --- | | ＃title＃ | | **锂盐龙头，电池业务为第二增长曲线** | | | | | |  | | --- | | ＃createTime1＃ | | **2022年9月29日** | |  | | | |  |  | | --- | | 主要财务指标 | | |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | |  | | | | | | | **会计年度** | **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** | | 营业收入(亿元) | 110.4 | 413.1 | 523.9 | 582.0 | | 同比增长 | 101.2% | 274.1% | 26.8% | 11.1% | | 归母净利润(亿元) | 52.3 | 170.7 | 195.0 | 200.7 | | 同比增长 | 409.7% | 226.6% | 14.2% | 2.9% | | 毛利率 | 39.5% | 48.8% | 44.1% | 39.4% | | 归母净利润率 | 47.3% | 41.3% | 37.2% | 34.5% | | 净资产收益率 | 26.4% | 49.5% | 37.6% | 28.5% | | 每股收益(元) | 3.73 | 8.46 | 9.67 | 9.95 | |   数据来源：赣锋锂业财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测  \*注：若无额外说明，本报告数据币种为人民币；赣锋A、H财报口径有异，本报告以H股口径为准  投资要点   |  | | --- | | ＃summary＃ | | * **投资建议：“审慎增持”评级，目标价75.66港元**。赣锋锂业是全球锂盐龙头，打造“锂资源+锂盐+电池生产及回收”产业链闭环。公司2022年利润预计大幅增长；长期内权益矿占比提升、锂资源优势逐步兑现，锂盐产能大幅扩充，龙头地位稳固；公司锂电池业务多点布局，固态电池在业内率先实现产业化，打造第二增长曲线。我们按PE及PB估值法给予公司目标价75.66港元，对应2022-2024年PE各为8.1x、7.1x、6.8x，对应PB各为3.6x、2.5x、1.9x；目标价相较于现价有30.1%涨幅，首次覆盖给予“审慎增持”评级，建议投资者关注。 * **打造“锂资源+锂盐+电池生产及回收”产业闭环。**赣锋以锂盐业务起家，2010年上市后向上游布局锂资源，向下游发力废旧电池回收及锂电池研发生产。公司的权益锂资源供给内部生产；锂盐为盈利核心，2022H1收入占83.8%、毛利占94.8%；锂电池为第二增长曲线，2022H1收入占13.1%、毛利占3.3%。 * **短期：预计2022H2锂盐量价齐升，矿端成本压力充分反映。1）价升：**Q3至今锂盐市场价温和上涨，电池级碳酸锂市场价向上突破50万元/吨。**2）量增：**赣锋Q2锂盐产销量不及预期，系因Mt Marion 技改初期矿石供应不足、Q2国内疫情致使锂盐出口发货延迟；这两项因素影响消退，预计公司2022H2锂盐产销量环比及同比均有双位数增长。**3）矿端成本压力已充分反映**：公司目前近70%锂盐生产依靠非权益矿，2022Q2锂盐价格企稳但锂精矿市场价累计上涨超80%，行业碳酸锂与锂精矿现货价差从2022年3月的35万元/吨LCE降至2022年5月中旬的20万元/吨LCE；Q3锂精矿及锂盐市场价温和上涨，价差企稳。我们认为，前期锂精矿价格大涨对公司2022H2锂盐成本的传导已被市场认知充分。 * **长期：稳居锂盐龙头，锂电池业务为第二增长曲线。** * **锂盐生产：行业景气，赣锋资源优势逐步兑现，锂盐产能大幅扩充。**   **1）行业：需求景气，利润释放。**全球动力电池及储能电池行业景气，锂盐需求向上但供给受制于锂资源开采。我们根据电池及传统工业用锂测算下游需求；根据全球主要76处锂资源投产计划、爬坡节奏、产能利用率测算资源开采量。2022-2024年全球锂资源规划产能大幅增长，但释放节奏不确定、爬坡周期长；预计今明两年锂资源供需平衡，锂矿及锂盐价格相对坚挺。  **2）锂资源：权益当量稳居全球第一梯队，权益矿占比提升。**赣锋采取渐进式参股+包销模式，布局全球十余处优质锂资源，已探明权益资源当量超4,500万吨LCE。随着阿根廷盐湖、墨西哥锂黏土等锂资源配套锂盐项目投产，公司权益矿占比有望从2021年的30%逐步升至2025年的60%+，降低锂盐生产成本。此外，公司现有锂电池拆解和回收年产能7万吨，2021年磷酸铁锂电池、三元电池回收市占率各为全国第一、第三；目前规划回收年产能10万吨。  **3）锂盐：产能大幅扩充，远期规划产能60万吨。**目前赣锋锂盐产能12.865万吨，其中氢氧化锂8.1万吨、碳酸锂3.1万吨、氯化锂1.2 万吨、金属锂0.215万吨、氟化锂 0.15 万吨、丁基锂0.1万吨；另有马洪四期1万吨氢氧化锂、Cauchari-Olaroz 一期4万吨碳酸锂预计今年年底至明年年初投产。公司指引2021-2025年锂盐产能复合增长30%至30万吨，2030年产能60万吨。   * **锂电池：固态电池产业化，打造第二增长曲线。1）锂电池盈利：**赣锋固态电池、锂离子电池、消费类、TWS电池多点布局，2022H1收入同比+147.0%至18.2亿元，毛利率15.3%。**2）固态电池业内率先产业化：**公司2017年建设第一代固态锂电池中试生产线；2021年率先实现固态锂电池产业化，首批搭载赣锋固态电池的东风E70电动车完成交付。**3）产能扩充：**公司现有锂离子电池产能7GWh、固态电池产能0.3GWh；预计2022年底分别升至11GWh、2.3GWh。此外，江西新余三期和重庆两江规划电池产能26GWh，预计其中固态电池占比较高。 | | 风险提示：锂价波动，海外锂资源政策风险，公司产能扩充不及预期，订单履约风险等。 | | |
| |  | | --- | | **Outperform**  (Initiated) | | **Electric Equipment and New Energy Industry** |  |  |  | | --- | --- | | **Key Data** | | | Sept. 27, 2022 |  | | Closing Price（HKD） | 58.15 | | Total Shares (Bn) | 2.02 | | Market Cap (HKD/Bn) | 164.85 | | Net Assets (CNY/Bn) | 35.02 | | Total Assets (CNY/Bn) | 54.77 | | BVPS(CNY) | 1.74 |  |  | | --- | | **Analyst** | | **Xiaoli Yu**  yuxiaoli@xyzq.com.cn  SFC：AXK331  SAC：S0190518020003  **Zhongye Zhang**  zhangzhongye@xyzq.com.cn  SAC：S0190522070004  Notice: Zhongye Zhang is not a license holder registered at the Securities and Futures Commission (SFC), and is not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong. | | | |  |  | | --- | --- | | **Ganfeng Lithium** |  | | **(01772.HK)** | | | **A Leading Lithium Salt Company**  **with Battery Business as the Second Growth Curve** | | | **9/29/2022** | | |  | |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | | **Key Financial Indicators** | | | | | | **FY** | **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** | | Revenue (Bn/CNY) | 11.04 | 41.31 | 52.39 | 58.20 | | YoY | 101.2% | 274.1% | 26.8% | 11.1% | | Net Profit Attributable to Shareholders (Bn/CNY) | 5.23 | 17.07 | 19.50 | 20.07 | | YoY | 409.7% | 226.6% | 14.2% | 2.9% | | Gross Profit Margin (%) | 39.5% | 48.8% | 44.1% | 39.4% | | Return to Parent Net Profit Margin | 47.3% | 41.3% | 37.2% | 34.5% | | Return on Equity | 26.4% | 49.5% | 37.6% | 28.5% | | Earnings Per Share (CNY) | 3.73 | 8.46 | 9.67 | 9.95 |   Source: Ganfeng Lithium’s financial statements, collated and forecasted by Research Institute of Economics and Finance, Industrial Securities  **Highlights**   * **Initiated with "Outperform", TP at HK$75.66.**Ganfeng Lithium is a global leader in lithium salts industry, creating a closed-loop industrial chain of "lithium resources, lithium salts, battery production, and recycling." In the short term, Ganfeng's performance has improved marginally. For a long time, its proportion of equity mines has increased, the advantages of lithium resources have gradually been realized, and the production capacity of lithium salt has been greatly expanded. Thus, its leading position has been stabilized. Ganfeng's lithium battery business is developing well. Solid-state batteries have taken the lead in realizing industrialization in the industry, creating its second curve. According to PE and PB valuation, we give it a TP at HK$75.66. * **Created the closed-loop industry chain of "lithium resources, lithium salt, battery production, and recycling."** Ganfeng started with the lithium salt business. It began to explore the upstream lithium resources after its listing in 2010. It also focused on recycling waste batteries and Lithium battery R&D and production. Ganfeng's equity lithium resources are supplied for internal production. Lithium salt is the core of the company's profitability. In 2022H1, lithium salt revenue accounted for 83.8% of total revenue, and gross profit accounted for 94.8%. Lithium battery is a long-term growth point, with 2022H1 revenue accounting for 13.1% and gross profit accounting for 3.3%. * **Marginal improvement in short-term performance.** Ganfeng's 2022Q2 net profit attributable to the parent increased by 5.8% quarter on quarter, which is lower than the industry average. First, it's because of the lack of ore supply in the early stage of Mt Marion's technical upgrading. Second, the domestic Covid situation in Q2 resulted in a delay in the export and delivery of lithium salts. Third, the company currently relies on non-equity mines for 70% of its lithium salt production, and the price of lithium salt has stabilized in 2022Q2. However, the market price of lithium concentrate has risen by more than 80%, which suppressed profits. **It is expected that the company's performance will improve marginally in 2022H2: 1) Price:** Since 2021Q3, the price of lithium salt has risen moderately, and the market price of battery-grade lithium carbonate has exceeded 500,000 yuan/ton. **2) Volume:** Ganfeng's 2022H2 lithium salt production and sales volume are expected to increase by double digits quarter on quarter. **3) Cost:** The market price of lithium concentrate stabilized in Q3. * **Leader of the lithium salt industry; the lithium battery business will be the second growth curve.** * **Lithium salt production: booming industry, Ganfeng's resource advantages are gradually realized, and lithium salt production capacity has been greatly expanded**  1. **Industry: Demand is booming, and profits are released.**The global power battery and energy storage battery industry is booming. Demand for lithium salt is rising, but the supply is subject to exploiting lithium resources. We estimate downstream demand based on lithium batteries and traditional industrial lithium. We estimate resource extraction based on the production plans, ramp rhythms, and capacity utilization rates of 50 primary global lithium resources. From 2022 to 2024, the planned production capacity of global lithium resources will increase significantly, but the release timing is uncertain, and the ramp-up period is extended. The supply and demand of lithium resources will be expected to balance in 2022 and 2023. The prices of lithium mines and lithium salts will be relatively high. 2. **Lithium resources: Equity equivalent ranks first globally, and the proportion of equity mines has increased.**Ganfeng adopts a progressive shareholding and underwriting model to deploy more than ten high-quality lithium resources worldwide, with an equity resource equivalent of nearly 45 million tons of LCE. With the launch of Argentina's salt lake and Mexican lithium clay projects, Ganfeng's share of equity mines is expected to increase gradually from 30% in 2021 to 70% in 2025, reducing the cost of lithium salt production. In addition, the company's lithium battery dismantling and recycling capacity by the end of 2021 is 34,000 tons/year. Market share of lithium iron phosphate battery and ternary battery recycling is the first and third in the country. The planned recycling capacity is 100,000 tons/year. 3. **Lithium salt:** **The production capacity has been greatly expanded, and the long-term planned production capacity is 600,000 tons.** Presently, Ganfeng's lithium salt production capacity is 128,650 tons, including 81,000 tons of lithium hydroxide, 31,000 tons of lithium carbonate, 12,000 tons of lithium chloride, 2,150 tons of lithium metal, 1,500 tons of lithium fluoride, and 10,000 tons of butyl lithium. In addition, the fourth phase of the Mahong Factory (10,000 tons of lithium hydroxide) and the first phase of the Cauchari-Olaroz project (40,000 tons of lithium carbonate) are expected to be put into production at the end of this year. The company guides that the lithium salt production capacity will increase by 30% to 300,000 tons in 2021-2025 and will be 600,000 tons in 2030.  * **Lithium battery: The industrialization of solid-state batteries creates the second growth curve. 1) Lithium battery profitability:** Ganfeng developed solid-state batteries, lithium-ion batteries, consumer batteries, and TWS batteries well. In 2022H1, revenue increased by 306.8% year-on-year to 1.82 billion yuan, with a gross profit margin of 15.3% and a profit of 100 million yuan. **2) The quick industrialization of solid-state batteries in the industry:** it built the first-generation solid-state lithium battery R&D pilot production line in 2017; in 2021, it took the lead in realizing the industrialization of solid-state lithium batteries, and the first batch of Dongfeng E70 electric vehicles equipped with Ganfeng solid-state batteries were delivered. **3) Capacity expansion:** the company's existing lithium-ion battery capacity is 7GWh, and solid-state battery capacity is 0.3GWh; it is expected that the capacity will increase to 11GWh and 2.3GWh by the end of 2022. In addition, the third phase of Jiangxi Xinyu and Chongqing Liangjiang have a planned battery capacity of 26GWh.   **Potential risks: 1)** Lithium price fluctuation, 2) policy risks of global lithium resource supply, 3) the company’s capacity expansion is less than expected, and 4) order’s implementation risk, etc. | |

**目 录**

[1、公司概况： 锂业一体化龙头，管理层经营丰富 - 5 -](#_Toc115229715)

[1.1、锂业一体化龙头，锂盐为核心 - 5 -](#_Toc115229716)

[1.2、核心高管经验丰富 - 8 -](#_Toc115229717)

[2、锂盐龙头，利润释放 - 9 -](#_Toc115229718)

[2.1、锂资源梯队化布局，权益资源占比提升 - 9 -](#_Toc115229719)

[2.2、锂盐产能扩充，龙头地位稳固 - 15 -](#_Toc115229720)

[2.3、行业需求景气，锂业公司利润释放 - 18 -](#_Toc115229721)

[3、电池业务为第二增长曲线 - 25 -](#_Toc115229722)

[4、财务预测及估值 - 30 -](#_Toc115229723)

[4.1、财务预测 - 30 -](#_Toc115229724)

[4.2、估值与评级 - 32 -](#_Toc115229725)

[5、风险提示 - 34 -](#_Toc115229726)

**图 表 目 录**

[图1、 2021年赣锋的锂业务收入全球第二 - 5 -](#_Toc115272673)

[图2、 赣锋锂业发展历程 - 6 -](#_Toc115272674)

[图3、 赣锋锂业“锂资源+锂盐+锂电池”产业链闭环 - 7 -](#_Toc115272675)

[图4、 赣锋锂业股权架构（截至2022H1末） - 8 -](#_Toc115272676)

[图5、 全球已探明锂资源结构按类型 - 9 -](#_Toc115272677)

[图6、 截至2021年全球已探明锂资源结构按国家 - 9 -](#_Toc115272678)

[图7、 2010-2021年全球锂供给量 - 10 -](#_Toc115272679)

[图8、 2021年全球锂供给结构按国家 - 10 -](#_Toc115272680)

[图9、 全球部分锂辉石矿及锂黏土矿的储量、产量、品位 - 10 -](#_Toc115272681)

[图10、 全球部分卤水锂资源的储量、产量、品位 - 10 -](#_Toc115272682)

[图11、 赣锋锂业持股矿业资源 - 11 -](#_Toc115272683)

[图12、 赣锋锂业对西澳Mt. Marion的渐进式参股+包销过程 - 12 -](#_Toc115272684)

[图13、 赣锋锂业已探明权益锂资源量（单位：万吨LCE） - 12 -](#_Toc115272685)

[图14、 碳酸锂现货价与锂精矿现货价及价差 - 14 -](#_Toc115272686)

[图15、 历年赣锋锂盐产量 - 15 -](#_Toc115272687)

[图16、 全球精炼锂产量结构（按LCE计算） - 15 -](#_Toc115272688)

[图17、 2021年全球氢氧化锂产能市占率结构 - 15 -](#_Toc115272689)

[图18、 2021年全球氢氧化锂产量市占率结构 - 15 -](#_Toc115272690)

[图19、 2021年全球锂资源的终端需求（万吨LCE） - 19 -](#_Toc115272691)

[图20、 2021年全球锂资源需求结构 - 19 -](#_Toc115272692)

[图21、 全球新能源汽车销量及同比增速 - 19 -](#_Toc115272693)

[图22、 中国、海外新能源汽车销量及同比增速 - 19 -](#_Toc115272694)

[图23、 2021年全球电力储能市场累计装机结构 - 20 -](#_Toc115272695)

[图24、 中国及海外电化学储能累计装机规模 - 20 -](#_Toc115272696)

[图25、 锂的下游需求测算思路 - 20 -](#_Toc115272697)

[图26、 全球锂资源需求及同比增速 - 21 -](#_Toc115272698)

[图27、 全球锂资源需求按类型 - 21 -](#_Toc115272699)

[图28、 全球动力电池锂需求 - 21 -](#_Toc115272700)

[图29、 全球储能电池锂需求 - 21 -](#_Toc115272701)

[图30、 锂资源供给测算思路 - 22 -](#_Toc115272702)

[图31、 澳洲锂矿期末名义产能 - 22 -](#_Toc115272703)

[图32、 非洲锂矿期末名义产能 - 22 -](#_Toc115272704)

[图33、 欧美锂矿期末名义产能 - 23 -](#_Toc115272705)

[图34、 中国锂矿期末名义产能 - 23 -](#_Toc115272706)

[图35、 海外盐湖期末名义产能 - 23 -](#_Toc115272707)

[图36、 中国盐湖期末名义产能 - 23 -](#_Toc115272708)

[图37、 全球锂资源期末名义产能汇总 - 23 -](#_Toc115272709)

[图38、 全球锂资源期末有效产能汇总 - 23 -](#_Toc115272710)

[图39、 锂资源生产名义产能及有效产能预期 - 24 -](#_Toc115272711)

[图40、 锂资源生产名义产能及有效产能增速 - 24 -](#_Toc115272712)

[图41、 全球锂资源供需对比 - 24 -](#_Toc115272713)

[图42、 赣锋江西二期8+2GWh电池项目规划图 - 27 -](#_Toc115272714)

[图43、 重庆两江20GWh电池项目规划图 - 27 -](#_Toc115272715)

[图44、 赣锋的储能电池用于许继集团电网侧储能项目 - 27 -](#_Toc115272716)

[图45、 赣锋与山东豪驰汽车合作推出新能源物流车 - 27 -](#_Toc115272717)

[图46、 赣锋固态锂电池搭载东风E70电动车 - 28 -](#_Toc115272718)

[图47、 赣锋的锂离子及固态电池产能扩充 - 28 -](#_Toc115272719)

[图48、 赣锋历年电池业务收入及同比增速 - 29 -](#_Toc115272720)

[图49、 赣锋历年电池业务收入占比 - 29 -](#_Toc115272721)

[图50、 赣锋历年电池业务毛利及同比增速 - 29 -](#_Toc115272722)

[图51、 赣锋历年电池业务毛利率 - 29 -](#_Toc115272723)

[图52、 龙头锂业公司相较于大盘的累计超额收益率 - 32 -](#_Toc115272724)

[表1、赣锋锂业各业务板块经营概况 - 5 -](#_Toc115272725)

[表2、赣锋锂业各业务板块分布 - 6 -](#_Toc115272726)

[表3、赣锋锂业执行董事及高管简介 - 8 -](#_Toc115272727)

[表4、赣锋锂业锂资源整体布局过程 - 11 -](#_Toc115272728)

[表5、赣锋锂业锂资源布局概览（截至2022.9.25） - 13 -](#_Toc115272729)

[表6、赣锋锂业电池回收业务布局 - 14 -](#_Toc115272730)

[表7、赣锋锂业锂盐产能（按工厂汇总） - 16 -](#_Toc115272731)

[表8、赣锋锂业锂盐产能（按品类汇总） - 16 -](#_Toc115272732)

[表9、赣锋锂业技术概览（截至2022H1末） - 17 -](#_Toc115272733)

[表10、赣锋锂业的锂盐客户合作 - 18 -](#_Toc115272734)

[表11、赣锋锂业电池业务发展历程 - 25 -](#_Toc115272735)

[表12、赣锋锂业电池业务布局 - 26 -](#_Toc115272736)

[表13、赣锋锂业盈利预测 - 30 -](#_Toc115272737)

[表14、赣锋锂业盈利预测按业务类型 - 31 -](#_Toc115272738)

[表15、碳酸锂季度市场数据测算（单位：千元/吨LCE） - 31 -](#_Toc115272739)

[表16、全球主要锂业公司PE估值倍数（截至2022.9.27） - 32 -](#_Toc115272740)

[表17、全球主要锂业公司PB估值倍数（截至2022.9.27） - 33 -](#_Toc115272741)

[表18、赣锋锂业估值表 - 33 -](#_Toc115272742)

报告正文

1、公司概况： 锂业一体化龙头，管理层经营丰富

1.1、锂业一体化龙头，锂盐为核心

**中国首家锂业上市公司、全球锂业一体化龙头。**江西赣锋锂业股份有限公司（简称赣锋锂业，港股代码01722.HK，A股代码002460.SZ），于2000年3月在江西新余创立；公司实现“锂资源+锂盐+锂电池”产业链垂直整合，业务涵盖锂资源开发、锂盐加工及金属锂冶炼、锂电池生产及回收，现以锂盐业务为盈利核心，是全球锂盐及金属锂龙头。

表1、赣锋锂业各业务板块经营概况

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **板块** | **主要产品** | **2021年排名** | **2021年收入（亿元）** | **2021年收入占比** | **2015-2021年收入CAGR** | **2021年毛利（亿元）** | **2021年毛利占比** |
| 金属锂和锂化合物 | 金属锂、氢氧化锂、碳酸锂、氯化锂、氟化锂、丁基锂等 | 锂盐产能全国第一，  金属锂产能全球第一 | 82.37 | 74.6% | +40.6% | 39.15 | 89.9% |
| 锂电池 | 消费类电池、动力/储能电池、TWS电池、固态锂电池等 | 退役磷酸铁锂电池、三元电池回收国内市占率各为第一、第三 | 19.90 | 18.0% | +46.5% | 2.14 | 4.9% |
| 其他 | 三元前驱体、氧化锂、磷酸二氢锂等 | **/** | 8.16 | 7.4% | +48.6% | 2.27 | 5.2% |
| 合计 | **/** | **/** | **110.43** | **100%** | **+42.0%** | **43.57** | **100%** |
| 资料来源：公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | | | | | |

|  |
| --- |
| 1. 2021年赣锋的锂业务收入全球第二 |
|  |
| 资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |
| \*注：仅为各公司锂业务相关收入，如雅保不包括溴和催化剂收入，赣锋不包括电池业务收入 |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表2、赣锋锂业各业务板块分布 | | | | |  |
| **类别** | **板块** | **锂业资源/子公司** | **地点** | **主要业务** | **状态/投产年份** |
| 上游 | 资源开采 | 宁都赣锋 | 江西赣州 | 锂辉石矿开采 | 资源使用中 |
| Mount Marion | 澳大利亚 | 锂辉石矿开采 | 资源使用中 |
| Pilbara | 澳大利亚 | 锂辉石矿开采 | 资源使用中 |
| Finniss | 澳大利亚 | 锂辉石矿开采 | 在建 |
| Avalonia | 爱尔兰 | 锂辉石矿开采 | 勘探中 |
| Goulamina | 马里 | 锂辉石矿开采 | 在建 |
| 上饶横峰松树岗 | 江西上饶 | 锂云母矿开采 | 拟建 |
| 镶黄旗加不斯 | 内蒙古锡林郭勒 | 锂云母矿开采 | 在建 |
| 海西良盐湖 | 青海 | 深层卤水提锂 | 勘探中 |
| 一里坪盐湖 | 青海 | 盐湖提锂 | 运行中 |
| 锦泰巴伦马海 | 青海 | 盐湖提锂 | 勘探中 |
| 上游+中游 | 资源+锂盐一体化项目 | Cauchari-Olaroz | 阿根廷 | 盐湖提锂+碳酸锂 | 在建 |
| Mariana | 阿根廷 | 盐湖提锂+氯化锂 | 在建 |
| Sonora | 墨西哥 | 黏土提锂+氢氧化锂 | 在建 |
| PPG（Pozuelos、Pastos Grandes） | 阿根廷 | 盐湖提锂+碳酸锂 | 拟建 |
| 四川赣锋 | 四川达州 | 深层富锂钾卤水提锂+基础锂盐 | 资源勘探中 |
| 中游 | 金属冶炼 | 奉新赣锋 | 江西奉新 | 金属锂 | 2011年 |
| 宜春赣锋 | 江西宜春 | 金属锂系列产品 | 2013年 |
| 化合物深加工 | 马洪工厂（基础锂厂） | 江西新余 | 碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、丁基锂 | 2014年 |
| 宁都赣锋 | 江西赣州 | 碳酸锂 | 2018年 |
| 新余赣锋（特种锂厂） | 江西新余 | 氟化锂、高氯酸锂 | 2020年 |
| 丰城赣锋 | 江西丰城 | 锂电新材料 | 在建 |
| 下游 | 锂电池制造 | 赣锋电池 | 江西新余 | 锂离子动力电池及储能电池 | 2016年 |
| 赣锋电子 | 江西新余 | 数码3C类锂离子电池、二次可充电电池 | 2018年 |
| 东莞赣锋 | 广东东莞 | 聚合物电池 | 2016年 |
| 浙江锋锂 | 浙江宁波 | 动力电池、锂电池等 | 2021年 |
| 江苏赣锋 | 江苏苏州 | 动力与储能电池组、电池管理系统 | 2019年 |
| 惠州赣锋 | 广东惠州 | 聚合物锂电池、TWS无线蓝牙耳机电池 | 在建 |
| 汇创新能源 | 广东东莞 | 新兴能源技术研发、电子专用材料研发 | 运营中（2021年收购） |
| 重庆两江工厂 | 重庆 | 锂电池生产制造基地 | 在建 |
| 废旧电池综合回收利用 | 赣锋循环 | 江西新余 | 三元前驱体生产销售及电池金属废料回收 | 2017年 |
| 赣州赣锋 | 江西赣州 | 废旧电池再生 | 在建 |
| 资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | | | |
| \*注：“资源+锂盐一体化项目”是指赣锋对该锂资源有开采权并在当地配套赣锋的锂盐工厂 | | | | | |

|  |
| --- |
| 1. 赣锋锂业发展历程 |
|  |
| 资料来源: 公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**2000-2010年，突破关键技术，成为国内锂业龙头，率先IPO**。赣锋以金属锂和氯化锂产销起家，2007及2009年分别突破国内从卤水直接提取氯化锂和生产电池级碳酸锂的技术并投产；2009年公司金属锂、丁基锂、氟化锂市占率均为国内第一，电池级碳酸锂市占率处于行业前列，稳居国内金属锂及锂盐龙头。2010年8月，公司在深交所中小板上市，成为中国首家锂业上市公司。

**2011-2022年，锂行业一体化布局，强化锂业龙头地位。**A股上市后，公司垂直整合产业链，在上游强化全球锂资源布局，在中游加强锂盐技术开发、产能扩充及客户资源积累，在下游向锂电池及回收业务延伸；并于2018年10月在香港联交所上市，成为中国首家A+H锂业公司。

* **上游：**2011年后公司逐步布局阿根廷Mariana、澳大利亚Mt. Marion、墨西哥Sonora等全球优质锂资源；截至2022年9月底，公司锂资源权益当量约4,500万吨LCE，稳居全球第一梯队。
* **中游：**产品方面，公司于2012年完成电池级氢氧化锂开发并于2014年投产，2021年高氯酸锂、碘化锂、溴化锂等特种锂产品实现工业化、产业化生产。产能方面，公司2017年后扩大氢氧化锂、碳酸锂产能，2021年末金属锂及锂盐设计产能合计12.6万吨，目标2025年30万吨。其中，2021年末公司氢氧化锂、金属锂有效年产能各为7.0、0.215万吨，均为全球第一。客户合作方面，公司自2018年开始与LG、特斯拉、宝马、大众等下游客户建立战略合作关系，为产能扩充提前锁定部分稳定需求。
* **下游：**公司自2011年开始进行电池业务前期布局和技术探索，2016年后逐步实现消费类电池、TWS电池、动力及储能电池、固态锂电池等多类型电池的产业化生产。与此同时，公司布局废旧电池回收业务，2021年末公司锂电池拆解和回收年产能3.4万吨，磷酸铁锂电池、三元电池回收市占率各为全国第一、第三；2022H1末产能升至7万吨。

|  |
| --- |
| 1. 赣锋锂业“锂资源+锂盐+锂电池”产业链闭环 |
|  |
| 资料来源: 公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |

1.2、核心高管经验丰富

**股权结构稳定，创始人为实际控制人。**截至2022H1末，公司已发行普通股中，A股、港股各占79.98%、20.02%，其中创始人、董事长及总裁李良彬先生持股18.77%，为实际控制人；副董事长兼副总裁王晓申先生持股7.01%。

|  |
| --- |
| 1. 赣锋锂业股权架构（截至2022H1末） |
|  |
| 资料来源: 公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |

表3、赣锋锂业执行董事及高管简介

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **姓名** | **现任职务** | **加入公司年份** | **现任最高职务开始任期** | **年龄（岁）** | **主要职责** | **履历** |
| 执  行  董  事 | 李良彬 | 董事长、  总裁 | 2000 | 2007.12 | 55 | 负责公司业务策略及营运的整体管理 | 公司创始人，逾30年锂行业经验。毕业于宜春学院化学专业；1988至1996年任职于江西锂厂科研所；1997年1月创办新余市赣锋金属锂厂并任总经理；2002年创办赣锋锂业，2007年12月起任公司第一届董事会董事长，此后连任，现任公司第四届董事会董事长兼总裁 |
| 王晓申 | 副董事长、副总裁 | 2006 | 2010.12 | 54 | 负责市场推广、投资及海外业务 | 逾30年锂行业经验，加入赣锋超16年。北方工业大学工业工程管理学士、中欧商学院EMBA；1991年进入锂行业；2006年7月加入赣锋锂业并任总经理，2010年12月起任副董事长兼副总裁 |
| 邓招男 | 副总裁 | 2004 | 2011.8 | 55 | 负责监督产品质量、生产及日常营运 | 加入赣锋逾18年。湘潭大学化工学院食品工程学士；2004年4月加入赣锋锂业，担任副总经理；历任新余赣锋有机锂公司副总经理、赣锋锂业技术中心总监、基础锂厂总经理等职务；2011年8月起任副总裁 |
| 沈海博 | 副总裁 | 2005 | 2010.12 | 54 | 负责监督产品在国内的销售及推广 | 逾20年锂产品销售及营销经验，加入赣锋超17年。北方工业大学工业工程管理学士；1996年进入锂行业，2005年加入赣锋锂业；2010年12月起任副总裁 |
| 主要高管 | 徐建华 | 副总裁 | 2008 | 2012.6 | 53 | 负责监督设备管理及工程建设 | 32年矿业经验，加入赣锋超14年。华东化工学院化工机械设备学士。1990年9月至2008年1月担任江西盐矿一间分厂的工程师；2008年2月加入赣锋锂业，历任基础锂厂副厂长、制造中心总监、物资保障中心总监、公司副总裁 |
| 杨满英 | 副总裁兼财务总监 | 2006 | 2014.4 | 57 | 负责整体财务及会计事宜 | 逾20年会计及财务经验，加入赣锋超16年。江西财经大学MBA。2006年1月加入赣锋锂业，历任财务经理、审计部经理、经营中心总监 |
| 欧阳明 | 副总裁兼董事会秘书 | 2002 | 2014.6 | 47 | 负责监督行政、董事会及工会事宜 | 加入赣锋逾20年，有超17年行政及合规经验。毕业于中央广播电视大学会计专业。2002年1月加入赣锋锂业，在赣锋锂业拥有股权的多家公司担任董事；2014年6月起任赣锋公司副总裁及董事会秘书 |
| 傅利华 | 副总裁 | 2008 | 2019.3 | 41 | 分管锂化工事业部矿石提锂板块、国内力资源板块 | 加入赣锋14年。南昌大学硕士、工程师。 2008年加入赣锋锂业，历任特种锂厂技术员、车间主任、生产计划科科长、副厂长、基础锂厂厂长、公司监事；2019年3月起任公司副总裁 |
| 熊训满 | 副总裁 | 2005 | 2020.3 | 40 | 分管技术中心、锂化工事业部金属锂板块 | 加入赣锋17年。大学本科，教授级高级工程师。2005年加入奉新赣锋，历任奉新赣锋技术员、有机锂工厂车间主任、奉新赣锋总经理、东莞赣锋总经理，江西赣锋循科技常务副总经理。 2019年3月起任赣锋锂业副总裁 |
| 资料来源：公司财报及官网，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | | | | | |
| \*注：年龄为按“2022-出生年份”计算 | | | | | | | |

**核心高管团队稳定，经验丰富。**公司高管团队成员稳定，现任核心高管均在公司有14年以上工作经验，历任公司内部多岗位，对锂行业及各自细分领域认知通透、经验丰富。

**股权激励计划绑定股东与核心员工利益。**赣锋于2021年6月发布上市后首份股票期权激励计划，并于2022年5月发布第二轮激励计划。赣锋向董监高、核心管理及技术人员定向发行公司A股普通股股票，设置公司、板块/子公司、个人三个层面的绩效考核标准，授予的股票期权分四次行权，对应的等待期分别为12 、24 、36、48 个月，每次达到绩效标准可分别行权25%。其中，公司2021年6月7日向403人授予1,574.4万份股票期权，占授予日公司总股本的1.10%；2022年9月5日向110人授予289.1万份股票期权，占授予日公司总股本的0.14%。2022年赣锋股权激励公司层面的考核要求为：2022年、2022-2023年累计、2022-2024 年累计、2022-2025 年累计扣非归母净利润分别不低于80亿、180亿、280亿、380亿元。**股权激励机制绑定核心员工与股东利益，利好赣锋长期业绩与长远发展。**

2、锂盐龙头，利润释放

2.1、锂资源梯队化布局，权益资源占比提升

**全球优质锂资源稀缺。**锂在全球分布较广但具备开采价值的资源较少，优质锂资源的开采成本及利润优势突出，具备稀缺属性。目前全球已探明储量的锂资源分别有64%、26%、7%、3%以锂卤水、锂辉石、锂黏土和锂云母形式存在。截至2021年，南美锂三角（玻利维亚、阿根廷、智利）占到全球已探明锂储量的56%，美国、澳大利亚、中国各占10%、8%、6%；澳大利亚储量以锂矿为主，南美和中国以盐湖为主。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 全球已探明锂资源结构按类型 |  | 1. 截至2021年全球已探明锂资源结构按国家 |
|  |  |  |
| 资料来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 2010-2021年全球锂供给量 |  | 1. 2021年全球锂供给结构按国家 |
|  |  |  |
| 资料来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |
| --- |
| 1. 全球部分锂辉石矿及锂黏土矿的储量、产量、品位 |
|  |
| 资料来源: 伍德麦肯兹等，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |
| --- |
| 1. 全球部分卤水锂资源的储量、产量、品位 |
|  |
| 资料来源: 伍德麦肯兹等，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**赣锋高度重视锂资源布局。**公司自2011 年起持续布局全球优质锂资源，2015年后布局加速，目前在澳大利亚、阿根廷、墨西哥、爱尔兰、刚果金、中国青海及江西等地均有资源分布；其中，锂辉石及锂云母矿供给赣锋国内工厂生产，海外盐湖及锂黏土项目在当地配套锂盐工厂。

|  |
| --- |
| 1. 赣锋锂业持股矿业资源 |
|  |
| 资料来源：公司财报及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |
| \*注：阿根廷PPG项目信息为2022年7月赣锋公告数据，其余数据截至2022H1末 |

表4、赣锋锂业锂资源整体布局过程

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **类型** | **年份** | **事件** | **影响** |
| 提锂技术布局 | 2005 | 建设国内首个“锂云母资源开发综合实验室” | 技术基础 |
| 2007 | 建成从盐湖中的卤水提取氯化锂的生产线 | 布局卤水提锂 |
| 2009 | 建成国内首条从卤水直接提取电池级碳酸锂生产线 | 布局卤水提锂 |
| 资源布局 | 2011 | 收购加拿大国际锂业9.41%股权 | 开始布局锂资源 |
| 2014 | 获得阿根廷Mariana 锂-钾卤水矿项目80%股权 | 布局阿根廷盐湖 |
| 2014 | 获得爱尔兰 Avalonia锂辉石项目51%股权 | 布局爱尔兰锂辉石矿 |
| 2015 | 收购澳大利亚RIM公司25%股权，获得Mt Marion锂辉石矿的包销权 | 布局西澳锂辉石矿 |
| 2015 | 通过受让江西锂业100%股权拥有宁都河源锂辉石矿 | 布局国内锂辉石矿 |
| 2016 | 对RIM的持股比例升至43.1% | 增加优质项目持股比例 |
| 2017 | 收购Pilbara公司4.84%股权，获得其澳大利亚Pilgangoora锂辉石项目部分权益 | 布局西澳锂辉石矿 |
| 2017 | 收购美洲锂业17.5%股权，后者通过Minera Exar持有Cauchari-Olaroz项目50%股权 | 布局阿根廷盐湖 |
| 2018 | 收购阿根廷Minera Exar 37.5%股权，Minera Exar有Cauchari-Olaroz项目100%股权 | 增加优质项目持股比例 |
| 2019 | 投资Bacanora公司，获得Bacanora及其锂黏土项目公司Sonora的22.5%股权 | 布局墨西哥锂黏土 |
| 2020 | 增持阿根廷Minera Exar、墨西哥Bacanora股权 | 增加优质项目持股比例 |
| 2021 | 增持Bacanora公司及Sonora锂黏土股权 | 增加优质项目持股比例 |
| 2021 | 投资伊犁鸿大，获取青海一里坪锂盐湖项目49%权益 | 布局国内盐湖 |
| 2021 | 投资荷兰SPV公司，获得其Goulamina锂辉石矿项目部分权益 | 布局非洲锂辉石矿 |
| 2022 | 通过新余赣锋矿业获取上饶松树岗钽铌矿项目62%股权 | 布局国内锂云母 |
| 2022 | 要约收购Bacanora，持有Bacanora公司及 Sonora 锂黏土项目100%股权 | 增加优质项目持股比例 |
| 2022 | 收购Lithea公司100%股权，获得阿根廷PPG盐湖项目100%股权 | 布局阿根廷盐湖 |
| 资料来源：公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | |

**渐进式参股+包销模式。**赣锋一般采取先财务合作，后参股，再增持股权的渐进式投资模式，首要目的是保障原料供应。公司在Marion、Pilgangoora等项目上的资源包销权比例要高于持股比例，叠加渐进式投资方式，可降低锂资源开发周期长、不确定因素多所带来的风险。以Marion矿山为例，其开采权由澳大利亚公司RIM掌握；2015年9月赣锋国际以2,500万美元收购RIM 25%股权，此后在2016-2019年三次增资，直至持股比例达到50%；2017-2019年赣锋包销Marion 100%锂精矿；目前直接包销49%锂精矿，并代加工剩下51%部分。

|  |
| --- |
| 1. 赣锋锂业对西澳Mt. Marion的渐进式参股+包销过程 |
|  |
| 资料来源：公司财报及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**锂资源权益当量全球领先，实现梯队化布局。**目前赣锋锂资源的（已探明）权益当量合计超4,500万吨 LCE，稳居全球第一梯队。并形成以西澳锂辉石矿为主供、以阿根廷盐湖和墨西哥锂粘土为重要增量、以中国、爱尔兰及非洲资源布局为后备保障的“开采+建设+储备”的梯队化资源布局。

|  |
| --- |
| 1. 赣锋锂业已探明权益锂资源量（单位：万吨LCE） |
|  |
| 资料来源：公司财报及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**包销资源量满足锂盐生产需求。1）赣锋的锂辉石及锂云母项目供给国内锂盐工厂生产。**目前，赣锋的锂精矿主要来自Marion及Pilgangoora一期，分别包销（含代加工）45万吨和16万吨6%品位锂精矿，其中权益矿分别为22.5万吨和3.4万吨。**2）海外盐湖及锂黏土项目在当地配套锂盐产能。**阿根廷Cauchari-Olaroz一期4万吨碳酸锂产能预计2022年末开始投产，墨西哥Sonora一期2万吨氟化锂产能、阿根廷Mariana一期2万吨氯化锂拟于2024年投产；这些一体化项目的资源自给率均为100%。

表5、赣锋锂业锂资源布局概览（截至2022.9.25）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **类型** | **资源** | **运营**公司  （赣锋持股比例） | **锂资源量 （探明+控制+推断）万吨LCE** | **资源质量** | 当前产能/进度 | **项目规划** | **地位**/**定位** |
| 项目不直接配套锂盐产能 | 锂辉石 | 江西宁都河源 | 赣锋锂业（100%） | 10  （权益10） | 氧化锂品位1.03% | N/A | N/A | 国内矿源 |
| 西澳  Mt Marion | RIM（50%） | 241.6  （权益120.8） | 氧化锂品位1.37% | 60万吨混合等级锂精矿、相当于45万干吨，折合5.6万吨LCE。赣锋包销49%，PMI包销的51%由赣锋代加工 | 2022年末为90万吨混合等级、相当于60万干吨，折合7.5万吨LCE | 主要矿源 |
| 西澳  Pilgangoora | Pilbara（5.8%） | 693.3  （权益40.2） | 氧化锂品位1.27% | 58万吨6%品位锂精矿（其中Pilgan工厂38万吨、Ngungaju工厂20万吨），折合7.25万吨LCE。赣锋包销16万吨；折合2万吨LCE | 一期扩产至68万吨6%品位锂精矿；二期产能规划32万吨，合计100万吨，折合12.5万吨LCE。二期投产后，赣锋增加包销7.5万吨锂精矿 | 重要矿源 |
| 爱尔兰  Avalonia | BLL（55%） | N/A | N/A | 勘探中 | N/A | 储备 |
| 马里  Goulamina | SPV（50%） | 388  （权益194） | 氧化锂品位1.45% | 建设中 | 一期产能50.6万干吨，赣锋至少50%包销（有望100%），折合3.1625万吨LCE | 潜在重要矿源 |
| 锂云母 | 上饶松树岗钽铌矿项目 | 新余赣锋矿业（62%） | 149  （权益92.4） | 氧化锂品位 0.20% | 勘探中 | N/A | 储备 |
| 锡林郭勒加不斯铌钽矿 | 蒙金矿业（70%） | 40.77  （权益28.54） | 氧化锂品位0.44% | 建设中 | N/A | 储备 |
| **小计** |  |  | **1523**  **（权益486）** |  |  |  |  |
| 项目配套锂盐产能 | 锂黏土 | 墨西哥  Sonora | Sonora Lithium（100%） | 882  （权益882） | N/A | 建设中 | 2万吨氢氧化锂产能预计2024年投产 | 一体化矿源 |
| 盐湖 | 阿根廷  Cauchari-Olaroz | Minera Exar（46.67%） | 2,458  （权益1,147） | 锂离子浓度581mg/L | 建设中 | 一期4万吨碳酸锂2022H2建成，二期不低于2万吨碳酸锂预计2025年建成 | 一体化矿源 |
| 阿根廷  Mariana | Litio（100%） | 812.1  （权益812.1） | 锂离子浓度306mg/L | 建设中 | 2万吨氯化锂产能预计2023年投产 | 一体化矿源，国内深加工为金属锂 |
| 阿根廷  PPG | Lithea（100%） | 1106  （权益1106） | 锂离子浓度459mg/L | 勘探中 | 一期规划年产 3 万吨碳酸锂，可扩建至5 万吨 | 一体化矿源 |
| 青海茫崖海西良 | 海西锦泰（100%） | N/A | N/A | 勘探中 | N/A | 储备 |
| 青海一里坪 | 伊犁鸿大（49%） | 165  （权益81） | 锂离子浓度250 mg/L | 年产1万吨碳酸锂 | N/A | 储备 |
| 青海锦泰巴伦马海 | 17.6722%的股权交割中 | N/A | N/A | 勘探中 | 年产量预期1万吨碳酸锂 | 储备 |
| **小计** |  |  | **5423**  **（权益4028）** |  |  |  |  |
| **合计** | |  |  | **6946**  **（权益4514）** |  |  |  |  |
| 资料来源：公司财报、官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | | | | | | |
| \*注：蒙金矿业处于建设和开发初期，前期投入多、潜在产出不确定，故赣锋锂业实控人李良彬先生以自有资金收购蒙金70%股权，等蒙金取得新采矿权证且产量符合预期后，李良彬承诺将所持全部蒙金股份转让给公司 | | | | | | | | |

**权益矿占比有望提升。**随着海外一体化项目和马里Goulamina投产，以及Marion、Pilgangoora扩产，赣锋权益矿占比有望从2021年的30%左右升至2025年的60%以上。在锂精矿售价高企的背景下，权益矿占比提升将使公司分享更多矿端利润。

|  |
| --- |
| 1. 碳酸锂现货价与锂精矿现货价及价差 |
|  |
| 资料来源：SMM，兴业证券经济与金融研究院整理 |
| \*注：图中的锂精矿价格已折算为单吨LCE的价格 |

**布局锂电池回收业务。**子公司赣锋循环科技于2016年成立，聚焦电池金属废料回收及三元前驱体产销业务；2018年实现废旧锂电池拆解及金属综合回收产业化，一期形成3.4万吨/年的回收处理能力；2020 年入选国家工信部《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》名单。2021年，赣锋循环的磷酸铁锂电池、三元电池回收市占率各为全国第一、第三。截至目前，赣锋循环已实现 7 万吨退役锂电池及金属废料综合回收处理能力，其中锂的综合回收率超90%，镍钴回收率超95%。公司规划后续年回收产能提升至10万吨。我们看好锂回收业务的长期价值：一是顺应碳中和方向，能更好满足下游客户低碳环保要求；二是增加锂原料供给来源，长期内受益于退役锂电池放量。

表6、赣锋锂业电池回收业务布局

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **年份** | **事件** | **影响** |
| 2016 | 成立江西赣锋循环科技有限公司，推动废旧电池回收利用 | 开始布局回收业务 |
| 2018 | 实现废旧锂电池拆解及金属综合回收产业化，一期形成3.4万吨/年的回收处理能力 | 回收业务产业化 |
| 2020 | 赣锋循环入选国家工信部《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》名单 | 受权威部门肯定 |
| 2021 | 磷酸铁锂电池、三元电池回收市占率各为全国第一、第三 | 回收业务龙头地位加强 |
| 2022 | 已实现 7 万吨退役锂电池及金属废料综合回收处理能力，其中锂的综合回收率超90%，镍钴回收率超95% | 回收产能扩充 |
| 资料来源：公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | |

2.2、锂盐产能扩充，龙头地位稳固

**全球锂盐龙头。从产能来看，**截至2021年末，赣锋的锂盐有效产能超10万吨，位居全球第二，仅次于智利矿业化工；其中，赣锋氢氧化锂、金属锂产能均为全球第一。截至2022年9月中旬，公司有12.865万吨锂盐产能，其中氢氧化锂8.1万吨、碳酸锂3.1万吨、氯化锂1.2 万吨、金属锂0.215万吨、氟化锂 0.15 万吨、丁基锂0.1万吨。**从产量来看，**2021年赣锋碳酸锂产量9.07万吨LCE，全球市占率12%，其中氢氧化锂产量全球市占率28%，稳居第一梯队。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 历年赣锋锂盐产量 |  | 1. 全球精炼锂产量结构（按LCE计算） |
|  |  |  |
| 资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 2021年全球氢氧化锂产能市占率结构 |  | 1. 2021年全球氢氧化锂产量市占率结构 |
|  |  |  |
| 资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**锂盐产能持续扩充。公司目标2025年锂盐产能30万吨，2030年超60万吨。**除了12.865万吨已有产能，赣锋目前在建及规划锂盐产能合计超21.7万吨，其中：1）江西新余基础锂厂：马洪四期前段火法部分已建成并试生产，后段部分在建，1万吨氢氧化锂产能有望于2022年末至2023年初开始投产；2）阿根廷Cauchari-Olaroz盐湖：碳酸锂产能一期规划4万吨，预计2022年底投产；二期碳酸锂产能不低于2万吨；3）阿根廷Mariana盐湖：氯化锂产能一期规划2万吨，预计2024年投产；4）墨西哥Sonora锂黏土：氢氧化锂产能一期规划5万吨，预计2024年投产；5）江西丰城锂电新能源材料：产能规划5万吨，其中一期2.5万吨氢氧化锂；6）江西宜春及青海海西州金属锂：产能规划0.7万吨；7）四川达州电池级基础锂盐：规划5万吨产能。

表7、赣锋锂业锂盐产能（按工厂汇总）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **生产基地** | **位置** | **品类** | **权益/包销份额** | **年产能**  **（吨）** | **权益年产能**  **（吨）** | **投产进度** |
| 当前产能 | 基础锂厂  （马洪一至三期） | 江西新余 | 氢氧化锂 | 100% | 81,000 | 81,000 | 在产 |
| 氯化锂 | 100% | 12,000 | 12,000 | 在产 |
| 丁基锂 | 100% | 1,000 | 1,000 | 在产 |
| 新余赣锋 | 江西新余 | 碳酸锂 | 100% | 5,000 | 5,000 | 在产 |
| 氟化锂 | 100% | 1,500 | 1,500 | 在产 |
| 宁都赣锋 | 江西宁都 | 碳酸锂 | 100% | 20,000 | 20,000 | 在产 |
| 河北赣锋 | 河北沧州 | 碳酸锂 | 100% | 6,000 | 6,000 | 在产 |
| 宜春赣锋 | 江西宜春 | 金属锂 | 100% | 1,500 | 1,500 | 在产 |
| 奉新赣锋 | 江西奉新 | 金属锂 | 100% | 650 | 650 | 在产 |
| **小计** |  |  |  | **128,650** | **128,650** |  |
| 规划产能 | 基础锂厂（马洪四期） | 江西新余 | 氢氧化锂 | 100% | 10,000 | 10,000 | 目前部分建成并试生产 |
| Cauchari-Olaroz 一期 | 阿根廷 Jujuy 省 | 碳酸锂 | 47% | 40,000 | 18,668 | 2022年底投产 |
| Cauchari-Olaroz 二期 | 阿根廷 Jujuy 省 | 碳酸锂 | 47% | 20,000 | 9,334 | 预计2025年投产 |
| Mariana一期 | 阿根廷 Salta 省 | 氯化锂 | 100% | 20,000 | 20,000 | 预计2024年投产 |
| Sonora一期 | 墨西哥 Sonora 省 | 氢氧化锂 | 100% | 20,000 | 20,000 | 预计2024年投产 |
| 丰城一期 | 江西丰城 | 氢氧化锂 | 100% | 25,000 | 25,000 | 2025年投产 |
| 丰城二期 | 江西丰城 | 具体品类未明确 | 100% | 25,000 | 25,000 | 拟建设 |
| 达州基础锂盐 | 四川达州 | 具体品类未明确 | 100% | 50,000 | 50,000 | 拟建设 |
| 7,000吨金属锂项目 | 江西宜春+青海海西州 | 金属锂 | 100% | 7,000 | 7,000 | 拟建设 |
| **小计** |  |  |  | **217,000** | **185,002** |  |
| **总计** | |  |  |  | **345,650** | **313,652** |  |
| 资料来源：公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | | | | | |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表8、赣锋锂业锂盐产能（按品类汇总） | | | | | | |
| **锂盐类别** | **生产基地** | **位置** | **权益/包销份额** | **年产能**  **（吨）** | **权益年产能**  **（吨）** | **投产进度** |
| 氢氧化锂 | 基础锂厂（马洪一至三期） | 江西新余 | 100% | 81,000 | 81,000 | 在产 |
| 基础锂厂（马洪四期） | 江西新余 | 100% | 10,000 | 10,000 | 目前部分建成并试生产 |
| Sonora一期 | 墨西哥 Sonora 省 | 100% | 20,000 | 20,000 | 预计2024年投产 |
| 丰城一期 | 江西丰城 | 100% | 25,000 | 25,000 | 2025年投产 |
| **小计** |  |  | **136,000** | **136,000** |  |
| 碳酸锂 | 新余赣锋 | 江西新余 | 100% | 5,000 | 5,000 | 在产 |
| 宁都赣锋 | 江西宁都 | 100% | 20,000 | 20,000 | 在产 |
| 河北赣锋 | 河北沧州 | 100% | 6,000 | 6,000 | 在产 |
| Cauchari-Olaroz 一期 | 阿根廷 Jujuy 省 | 47% | 40,000 | 18,668 | 2022年底投产 |
| Cauchari-Olaroz 二期 | 阿根廷 Jujuy 省 | 47% | 20,000 | 9,334 | 预计2025年投产 |
| **小计** |  |  | **91,000** | **59,002** |  |
| 金属锂 | 宜春赣锋 | 江西宜春 | 100% | 1,500 | 1,500 | 在产 |
| 奉新赣锋 | 江西奉新 | 100% | 650 | 650 | 在产 |
| 7,000吨金属锂项目 | 江西宜春+青海海西州 | 100% | 7,000 | 7,000 | 拟建设 |
| **小计** |  |  | **9,150** | **9,150** |  |
| 氯化锂 | 基础锂厂（马洪一至三期） | 江西新余 | 100% | 12,000 | 12,000 | 在产 |
| Mariana一期 | 阿根廷 Salta 省 | 100% | 20,000 | 20,000 | 预计2024年投产 |
| **小计** |  |  | **32,000** | **32,000** |  |
| 氟化锂 | **新余赣锋** | **江西新余** | **100%** | **1,500** | **1,500** | **在产** |
| 丁基锂 | **基础锂厂（马洪一至三期）** | **江西新余** | **100%** | **1,000** | **1,000** | **在产** |
| 未明确品类 | 丰城二期 | 江西丰城 | 100% | 25,000 | 25,000 | 拟建设 |
| 达州基础锂盐 | 四川达州 | 100% | 50,000 | 50,000 | 拟建设 |
| **小计** |  |  | **75,000** | **75,000** |  |
| **总计** | |  |  | **345,650** | **313,652** |  |
| 资料来源：公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | | | | |

**锂盐技术领先。**赣锋是目前全球锂业公司中唯一同时拥有卤水提锂、矿石提锂、回收提锂产业化技术的企业，五大类超40种锂盐产品的品质均处于行业先进水平。公司2007及2009年分别突破国内从卤水直接提取氯化锂和卤水生产电池级碳酸锂的技术瓶颈，此后攻克锂云母提锂、低温真空蒸馏提纯制备电池级金属锂等技术难题，常年保持锂盐技术优势。目前公司建有国内最大的矿石提锂示范基地之一，拥有国家企业技术中心、国家地方联合工程研究中心、国家博士后科研工作站、院士工作站等科研平台。截至2022年上半年末，赣锋主持或参与起草锂盐国家标准7项、行业标准29项；申请国家专利725项、获授权专利365项。先进生产技术降低赣锋锂盐生产能耗、节约成本并提高产品质量。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 表9、赣锋锂业技术概览（截至2022H1末） | | |
| **项目** | **内容** | |
| 科研平台 | 国家企业技术中心  国家地方联合工程研究中心  国家博士后科研工作站  院士工作站 | 江西省锂电新材料工程技术研究中心  江西省重点实验室  江西省工业设计中心 |
| 科研团队 | 科研人员668人；国家级人才4名，包括国家“百千万人才工程”入选者1名、中科院百人计划人才2名、国家创新人才1名 | |
| 承担项目 | 承担省级以上项目40余项，包括国家重点研发计划项目、国家863计划项目、国家重点研发计划项目、江西省重大科技专项、江西省重点研发计划、江西省5511工程科技创新人才项目等 | |
| 技术 | 锂矿石高效清洁提锂技术  卤水综合联产高纯锂盐技术  废旧锂材料循环回收利用技术  金属锂冶炼与提纯技术  锂基负极材料深加工技术 | 固态锂电池制造技术  高电磁屏蔽TWS电池技术  高纯氧化锂制备技术  正丁基锂合成技术  高能量转换效率长寿命储能技术 |
| 专利 | 申请国家专利725项，其中发明专利379项，实用新型专利349项；  获授权专利365项，其中发明113项，实用新型252项； | |
| 资料来源：公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | |

**与核心客户战略合作。**赣锋自2018年开始与LG、特斯拉、宝马、大众、优美科、蜂巢能源、广汽埃安等下游客户建立战略合作关系或签订长期合同，为产能扩充提前锁定部分稳定需求。2018-2020年，特斯拉锁定公司电池级氢氧化锂当年总产能的20%。2019-2025年，公司供给LG化学9.26万吨电池级锂产品。2019年，公司与大众签署了十年期锂化工产品供应合同，与宝马签署自2020年至2024年期间的电池或正极材料供应合同。2021年，公司与优美科签署长期锂供应协议，初始期限为五年，经双方同意后可延长合作期限。2022年，赣锋与蜂巢能源、广汽埃安相继签署包含锂盐供给条款的战略合作协议。

表10、赣锋锂业的锂盐客户合作

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **客户** | **签署文件** | **协议签署年月** | **合作内容** |
| 特斯拉 | 战略合作协议 | 2018.9 | 2018 年至 2020 年，特斯拉指定其电池供货商向公司及赣锋锂业全资子公司赣锋国际采购电池级氢氧化锂产品，年采购数量约为公司该产品当年总产能的 20% |
| 德国宝马 | 战略合作协议 | 2018.9 | 自 2018 年至 2023 年，由公司及赣锋国际向德国宝马指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品 |
| 韩国 LG 化学 | 供货合同 | 2018.8 | 2019 年至 2025 年，由公司及赣锋国际向 LG 化学销售氢氧化锂产品 |
| 德国大众 | 战略合作备忘录 | 2019.4 | 约定未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品，在锂材料供应协议之外， 德国大众还将与公司在电池回收和固态电池等未来议题上进行合作 |
| 优美科 | 锂产品供应条款清单 | 2021.10 | 2022-2026年（双方协商确认后可自动延长一年），由赣锋锂业向优美科供应电池级碳酸锂及电池级单水氢氧化锂；具体数量和产品品种按优美科要求发货，价格按市场价调整 |
| 蜂巢能源 | 战略合作协议 | 2022.6 | 在锂资源、锂盐供销、电池回收以及产业园建设等方面开展深入合作 |
| 广汽埃安 | 战略合作协议 | 2022.8 | 赣锋向广汽埃安或其（潜在）供应商提供碳酸锂等电池原材料；广汽埃安优先引入赣锋锂电的新型电池（如固态电池）方案；赣锋锂业成为广汽埃安增资扩股方案的战略投资者 |
| 资料来源：公司官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | |

2.3、行业需求景气，锂业公司利润释放

**锂资源产能瓶颈限制全球锂盐供给。**全球新能源车渗透率提升，新能源发电亦刺激电化学储能发展，动力电池及储能电池行业景气，带动锂盐需求长期向上。2022-2024年全球锂资源规划产能大幅增长，但部分新产能具体投放时间具备不确定性，且产能爬坡时间长，我们预计今明两年锂资源供给整体偏紧，支撑锂盐价格相对高位。

* **锂的终端需求景气**

**动力电池、储能电池拉动锂盐需求。**锂化工产品主要运用于动力电池、消费电子电池、新型储能电池、传统工业领域。据USGS，2021年全球锂资源消费量约9.3万金属吨，折合49.5万吨LCE；其中电池和传统工业各为36.6、12.9万吨LCE，分别占74%、26%。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 2021年全球锂资源的终端需求（万吨LCE） |  | 1. 2021年全球锂资源需求结构 |
|  |  |  |
| 资料来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：USGS，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**动力电池对锂的需求旺盛且高增长的确定性强**。据Marklines，2021年全球、中国、海外新能源汽车（含EV、FCV、PHV、乘用车及商用车）销量分别为660.0万、351.2万、308.8万辆，分别同比+115%、+157%、+82%；带动动力电池装机量大幅增长110%至297.2GWh。2021年，中国及全球新能源车渗透率分别为13.4%、8.2%，日韩、美国的新能源车渗透率不足10%，后续提升潜力充足。预计2022年全球、中国、海外新能源汽车销量将分别增至1,041.4万、624.5万、416.8万辆，2025年分别达到1957.2万、960.2万、997.0万辆，2021-2025年的复合增速预计各为31.2%、28.6%、34.0%。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 全球新能源汽车销量及同比增速 |  | 1. 中国、海外新能源汽车销量及同比增速 |
|  |  |  |
| 资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理及预测 |  | 资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理及预测 |

**储能电池是锂电池第二增长极。**风电、光伏为首的新能源发电需求景气，其发电量时间、空间分布不均，并与用电高峰错位，需要配套储能。电化学储能具备初始投资成本可控（相较于抽水蓄能）、受地理地形因素限制小、建设安装速度快等优点，与光伏、风电配套效果好。在电化学储能内部，锂离子电池占90%左右，是目前最主要技术路线，主要因为其能量密度、循环寿命、储能效率占优。地缘冲突背景下，欧洲居民电价大幅上涨，进一步推动户储需求高速增长。2022H1国内并网投运的电化学储能项目51个，装机规模392MW、919MWh，分别同比+70.2%、+161.2%，呈现高增长态势。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 2021年全球电力储能市场累计装机结构 |  | 1. 中国及海外电化学储能累计装机规模 |
|  |  |  |
| 资料来源：CNESA，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：CNESA，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**测算思路。**我们按下游四大应用场景分别测算，并考虑各环节量产比、合理损耗、备货需求等因素，测算全球2022-2026年锂需求。

|  |
| --- |
| 1. 锂的下游需求测算思路 |
|  |
| 资料来源：兴业证券经济与金融研究院编制 |

* **动力电池：**根据海内外纯电及插混电动车销量、单车带电量，推算动力电池装机量，并结合历史装机出货比测算电池出货量；进而根据电池内部三元及铁锂电池占比、锂单耗测算相应的锂需求并加总。
* **储能电池：**从发电侧、电网侧、用电侧三方面测算全球电化学储能装机需求，进而测算储能电池锂需求。储能锂电池绝大多数采用磷酸铁锂正极材料，我们按磷酸铁锂的锂单耗估算相应锂需求。
* **消费电子电池：**由中国及海外消费电子电池需求，三元、钴酸锂及其他占比，测算消费电子电池需求量，并根据三元、钴酸锂及其他电池的锂单耗推算消费电子锂需求。
* **传统工业：**传统工业锂需求主要涉及陶瓷、玻璃、润滑脂、空气调节等，根据各类产品的锂需求历史数据，假设未来五年传统工业各子行业年均增长1%-3%不等，从而测算传统工业用锂需求。

**锂资源需求持续增长。**按照上述测算流程，我们预计2021-2025年全球锂需求年复合增长28%。其中，预计2022年全球锂资源需求量超70万吨LCE，同比增长约35%；动力电池、储能电池锂需求增长分别在55%、80%左右。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 全球锂资源需求及同比增速 |  | 1. 全球锂资源需求按类型 |
|  |  |  |
| 资料来源：Marklines、GGII、CNESA等，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：Marklines、GGII、CNESA等，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 全球动力电池锂需求 |  | 1. 全球储能电池锂需求 |
|  |  |  |
| 资料来源：Marklines、GGII、集邦咨询等，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：CNESA等，兴业证券经济与金融研究院整理 |

* **锂资源名义产能扩充，产量释放有时滞**

**锂资源端开发周期长，造成供给瓶颈。**锂矿供应过程分为资源勘探与研究、资源开采设计、建设及生产三个阶段；锂资源从发现到供应全周期需要12-15年甚至更久，建设及生产一般也需要5年。全球多数优质矿山与盐湖已被开发，新项目开采难度大、周期拉长，开发速度滞后于下游需求增长。因此，当前锂行业的产能及产量瓶颈在于资源供给。

**测算思路。一次供给资源方面，**我们梳理了全球六大洲76处主要锂资源（含锂辉石、锂云母、锂黏土、锂盐湖）的历史产能及产量、未来名义产能规划，根据投产节奏和爬坡周期测算未来有效产能，再结合产能利用率进行产量测算。**回收锂资源供给方面，**我们采用SMM数据作为参考。

|  |
| --- |
| 1. 锂资源供给测算思路 |
|  |
| 资料来源：兴业证券经济与金融研究院编制 |

**锂资源名义产能扩张，有效产能及产量释放滞后。一次锂资源供给方面，**我们假设全球锂资源按当前指引投产，预计2022年末全球锂资源名义产能同比增长超70%，2023-2024年保持25%以上增速，2025年及以后的投产指引较模糊。同时，我们不排除部分原定2022Q4投产的项目因疫情、天气等因素扰动推迟至2023H1投产。由于锂资源产能爬坡时间长，预计有效产能释放滞后于名义产能；2023、2024年全球锂资源实际产能释放多于2022年；预计2021-2025年全球一次锂资源供给量年复合增长约30%。**回收锂资源方面，**根据SMM预测，2021-2025年全球锂回收量年复合增长超40%，供给占比维持在5%左右的较低水平。**整体来看，**我们预计2021-2025年锂资源供给年复合增长30%左右；其中2023年全球锂资源供给增量介于25-30万吨LCE。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 澳洲锂矿期末名义产能 |  | 1. 非洲锂矿期末名义产能 |
|  |  |  |
| 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 欧美锂矿期末名义产能 |  | 1. 中国锂矿期末名义产能 |
|  |  |  |
| 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 海外盐湖期末名义产能 |  | 1. 中国盐湖期末名义产能 |
|  |  |  |
| 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 全球锂资源期末名义产能汇总 |  | 1. 全球锂资源期末有效产能汇总 |
|  |  |  |
| 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 锂资源生产名义产能及有效产能预期 |  | 1. 锂资源生产名义产能及有效产能增速 |
|  |  |  |
| 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：各公司官网及公告，兴业证券经济与金融研究院整理 |

* **预计2022-2023年锂资源供需平衡，锂盐价格相对高位**

综合供给端和需求端的测算情况，动力电池、储能电池等终端需求持续旺盛，而优质锂资源稀缺。当前行业锂资源规划产能大幅增长，但部分新产能不确定因素多，未必如期投产；且锂资源开采的爬坡周期长，有效产能释放明显滞后于名义产能；同时，实际产能利用率可能受限于恶劣天气、疫情等不利因素。整体来看，我们预计2022及2023年锂资源供需平衡，支撑锂盐价格处于相对高位。

|  |
| --- |
| 1. 全球锂资源供需对比 |
|  |
| 资料来源：各公司官网及公告等，兴业证券经济与金融研究院整理 |

3、电池业务为第二增长曲线

**布局电池业务，打造产业链闭环。**赣锋在主要锂盐公司中较早布局电池业务，打造“锂资源+锂盐+电池生产及回收”产业链闭环，充分利用公司的锂盐产能及品质优势，以电池业务为第二增长曲线。

**固态电池、动力及储能电池、消费类3C电池、TWS电池多点布局。**从发展历程来看，2011年，赣锋成立子公司赣锋锂电作为电池业务经营主体，开始前期布局和技术探索；自2016年开始，旗下各类电池产线陆续投产。2021年7月，赣锋锂电增资扩股，以2.5元/股增资20亿元，引入东风汽车、长安汽车、小米、OPPO等20多家战略投资人，对应的投后估值约53.39亿元。从业务布局来看，目前赣锋锂电旗下有赣锋电子、东莞赣锋、惠州赣锋、汇创新能源、浙江锋锂、江苏赣锋、赣锋新锂源等多家子公司；业务涵盖消费类电池、聚合物小电芯、固态锂电池、动力及储能电池等主要类型。

表11、赣锋锂业电池业务发展历程

|  |  |
| --- | --- |
| **年份** | **事件** |
| 2011 | 赣锋锂电成立 |
| 2015 | 东莞赣锋成立 |
| 2016 | 建设动力及储能产线  新余赣锋电子成立  成立固态电池研发中心，并建设全自动聚合物锂电池生产线 |
| 2017 | 中科院宁波材料所战略合作，共建固体电解质材料工程中心 |
| 2018 | 动力及储能产能提升至1GWh  东莞赣锋年产6000万只聚合物电池产线投产  赣锋电子年产6亿Wh小聚合物电池项目投产  建设第一代固态锂电池研发中试生产线 |
| 2019 | 赣锋电子TWS国际专利发布并实现量产  第一代固态电池年产3亿Wh产线建成投产 |
| 2020 | 赣锋电子日产30万只TWS电池全自动化产线投产  惠州赣锋锂电新基地设立 |
| 2021 | 赣锋电池2GWh软包铁锂产线投产，江西一期产能合计3GWh  固态动力电池示范运营项目启动  增资扩股，投资方包括小米等企业  全资收购广东汇创新能源有限公司，完善锂电布局 |
| 2022 | 江西二期 10GWh电池产能逐渐投产；其中固态电池2GWh（2022年底前投产）、动力8GWh（有4GWh目前已投产，另有4GWh预计2022年底前投产） |
| 资料来源：赣锋锂电官网，兴业证券经济与金融研究院整理 | |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表12、赣锋锂业电池业务布局 | | | | | |
| **大类** | **生产基地** | **位置** | **主要产品** | **2022年底产能** | **规划产能** |
| 动力、储能、固态电池 | 赣锋锂电 | 江西新余 | 锂离子电池、固态电池 | 一期3GWh动力及储能电池。  二期 10GWh；其中固态电池2GWh（2022年底前投产）、动力及储能8GWh（有4GWh目前已投产，另有4GWh在2022年底前投产） | 三期6GWh  （固态+动力及储能） |
| 重庆赣锋 | 重庆两江 | 锂离子电池、固态电池 | N/A | 规划20GWh（第二代固态锂电池、磷酸铁锂电池）产能，2023年开工 |
| 浙江锋锂 | 浙江宁波 | 第一代固态锂电池 | 固态电池0.3GWh | N/A |
| 消费类电池 | 东莞赣锋 | 广东东莞 | 3C 类聚合物锂电池 | 3,000 万只聚合物电池 | N/A |
| 惠州赣锋 | 广东惠州 | 3C 类聚合物锂电池 | N/A | 1.8亿只聚合物电池 |
| 汇创新能源 | 广东东莞 | 消费类电池，应用于电动自行车、电动工具、医疗设备、军工产品及数码类3C产品、储能系统等领域 | 85 万组/年 | N/A |
| TWS电池 | 赣锋新锂源 | 江西新余 | 小型聚合物锂电池项目 | N/A | 20亿只聚合物电池（一期2.5 亿只TWS锂离子电池） |
| 赣锋电子 | 江西新余 | 小型聚合物锂电池项目 | 40 万只/日 | N/A |
| 资料来源：赣锋锂业、汇创新能源官网及财报，兴业证券经济与金融研究院整理 | | | | | |

**消费类电池：**2016年赣锋锂电开始建设全自动聚合物锂电池生产线；目前东莞赣锋3,000万只/年全自动聚合物锂电池生产线在产；2021年赣锋锂电收购汇创新能源100%股权，有各类消费电池85万组/年。此外，公司在惠州有1.8亿只/年聚合物锂电池产能在建。

**TWS电池：**新余赣锋电子2018年开始布局TWS电池，2019Q1投产，其TWS耳机扣式电池突破海外企业专利封锁，目前形成日产40万TWS电池全自动化产线，在智能手环、蓝牙耳机、智能眼镜、智能服饰等可穿戴与智能设备中广泛应用，进入JBL、漫步者等电子产品客户供应体系。此外，公司拟在江西新余建立20亿只/年小型聚合物电池产能，一期为2.5亿只/年TWS电池。

**动力及储能电池：**赣锋的动力及储能电池以铁锂体系为主，现有产能为江西新余一期3GWh、二期4GWh（二期产能合计8GWh，剩下4GWh预计在2022年底前投产）。此外，公司有规划26GWh锂离子及固态电池产能，其中江西新余三期6GW、重庆两江20GWh。

* **赣锋的储能电池：**适用于发电侧储能、电网侧储能、用户侧储能、家庭储能、便携式电源、微电网储能、风光储充一体化等多种场景。在大型储能方面，公司积累了许继集团电网侧储能项目、江苏10MW/54.2MWh用户侧商业储能项目、内蒙通辽源网荷储项目400MWh储能电池簇、甘肃大规模新能源储能瓜州子站130MWh项目等丰富经验；在小型储能设备方面，赣锋便携式储能及机柜/壁挂式家庭储能设备兼具长寿命、易维护、支持快充等优势。
* **赣锋的磷酸铁锂动力电池：**在乘用车、工业车辆、工业设备（叉车、升降机、作业平台等）、两轮车（电动车自行车、电动摩托车）、轨道&船舶（机场地勤、轨道牵引、电动船舶）、特种车辆（冷藏车辆、重卡、环卫车辆）等领域均有运用，并与奇瑞汽车、山东豪驰智能汽车、厦门金龙等达成合作。2021年6月，奇瑞A00级四座纯电车奇鲁Costin EC1进入新车公告，成为赣锋动力电池首款配套乘用车型。2022年2月，赣锋锂电微信公众号展示了其与山东豪驰智能汽车合作的纯电城市物流车，能量密度>125Wh/Kg，续航里程>200km。2022年5月，由厦门金龙汽车制造的、搭载赣锋磷酸铁锂动力电池的30辆纯电公交车交付，单车带电量≥253KWh，能量密度>140Wh/Kg，续航里程>230km。此外，普通磷酸铁锂低温性能一般，而电动重卡在矿区作业、对低温充放电性能要求高；赣锋了开发可在-40℃放电、-20℃充电的磷酸铁锂电池，低温性能优异，提升电动重卡使用性能。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 赣锋江西二期8+2GWh电池项目规划图 |  | 1. 重庆两江20GWh电池项目规划图 |
|  |  |  |
| 资料来源：赣锋锂电微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：赣锋锂电微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 赣锋的储能电池用于许继集团电网侧储能项目 |  | 1. 赣锋与山东豪驰汽车合作推出新能源物流车 |
|  |  |  |
| 资料来源：中国储能网，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：赣锋锂电微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**固态电池：兼具高能量密度与高安全性优势，在业内率先实现产业化，是赣锋锂电池板块的发展重点。**

* **研发实力突出：**2016年，赣锋锂电成立固态电池研发中心；同年9月，赣锋锂业与中科院宁波材料技术与工程研究所签署“高锂离子电导率固体电解质材料中试技术研发”的成果产业化合作协议。2017年，赣锋与中科院宁波材料所合作共建固体电解质材料工程中心，引进以许晓雄博士为核心的研发团队。许博士在固态电池材料领域有超20 年研究经验，其核心研发团队成员亦具备10年以上固态电池从业经历，参与多项固态电池行业标准制定。2018年，许晓雄团队宣布固态电池研发取得突破，纳米先导专项全固态电池课题通过验收；同年 8 月赣锋锂电旗下浙江锋锂正式启动0.3GWh固态锂电池中试生产线建设，并于次年建成投产。
* **产品性能优秀：**赣锋的固态电池采用氧化物技术路线。其中，第一代混合固液电解质电池采取三元正极、石墨负极、柔性固态电解质，能量密度达到260Wh/kg；第二代固态锂电池采用三元正极、含金属锂负极、固态隔膜，目前能量密度400Wh/kg，循环寿命接近 400 次。
* **率先产业化：**2021年末首批搭载赣锋第一代固态电池的东风E70电动车完成交付，赣锋率先实现固态锂电池产业化。
* **产能扩充：**固态电池的产业化运用带来产能扩充需求。公司现有浙江锋锂年产0.3GWh第一代固态锂电池研发中试生产线。江西新余二期电池产能中有2GWh第一代固态电池产能，预计2022年底前投产。此外，江西新余三期、重庆两江合计26GWh电池产能中，预计一半以上为固态电池，将采用第二代固态电池技术。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 赣锋固态锂电池搭载东风E70电动车 |  | 1. 赣锋的锂离子及固态电池产能扩充 |
|  |  |  |
| 资料来源：赣锋锂电微信公众号，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：公司公告及官网，兴业证券经济与金融研究院整理 |

**电池业务兑现盈利，长期空间可期。**2022H1，赣锋电池业务收入同比增长147.0%至18.8亿元，收入占比13.1%；分部业务毛利同比增长128.2%至2.9亿元，毛利率15.3%。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 赣锋历年电池业务收入及同比增速 |  | 1. 赣锋历年电池业务收入占比 |
|  |  |  |
| 资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 1. 赣锋历年电池业务毛利及同比增速 |  | 1. 赣锋历年电池业务毛利率 |
|  |  |  |
| 资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |  | 资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理 |

4、财务预测及估值

4.1、财务预测

赣锋锂业以锂盐产销为核心赢利点，以锂电池业务为长期增长动能；我们结合公司的产能规划、历史成本趋势、行业供需格局等因素，基于下列假设进行盈利预测：

**产销量：锂盐方面，**赣锋目前锂盐产能12.865万吨，其中氢氧化锂8.1万吨、碳酸锂3.1万吨、氯化锂1.2 万吨、金属锂0.215万吨、氟化锂 0.15 万吨、丁基锂0.1万吨；另有马洪四期1万吨氢氧化锂、Cauchari-Olaroz 一期4万吨碳酸锂预计今年年底至明年年初投产。公司指引2025年末达到30万吨，预计2021-2025年锂盐产能年复合增长30%左右。**锂电池方面，**预计2022年末，公司消费类电池年产能0.3亿只、TWS电池年产能1.46亿只、动力电池名义年产能11GWh、固态电池名义年产能2.3GWh；后续动力、储能及固态电池规划产能近40GWh。

**单价：**全球锂盐产能受限于锂资源开采产能，根据我们的测算，预计2022-2023年锂盐供需整体平衡，锂盐及锂精矿价格维持相对高位。

**单位成本：锂盐**生产成本包括锂资源成本、其他原料成本、水费电费、折旧费、间接成本、劳务费等，其中，行业非锂资源成本约为2.5万元/吨LCE，锂资源成本是影响目前锂盐成本的主要因素；冶炼端需求和资源稀缺属性支撑矿端成本，赣锋权益锂资源占比提升将使矿端单位成本相对收敛。**锂电池**成本方面，目前锂盐占到电芯成本的近50%，赣锋天然具备成本优势。

**综上，我们预计公司2022-2024年业绩：**营收各为413.1、523.9、582.0亿元，分别同比+274.1%、+26.8%、+11.1%；归母净利润各为170.7、195.0、200.7亿元，分别同比+226.6%、+14.2%、+2.9%。

表13、赣锋锂业盈利预测

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **会计年度** | **2019A** | **2020A** | **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** |
| **营业收入(人民币亿元)** | 52.5 | 54.9 | 110.4 | 413.1 | 523.9 | 582.0 |
| **同比增长** | 7.3% | 4.6% | 101.2% | 274.1% | 26.8% | 11.1% |
| **归母净利润(人民币亿元)** | 3.6 | 10.3 | 52.3 | 170.7 | 195.0 | 200.7 |
| **同比增长** | -73.0% | 184.2% | 409.7% | 226.6% | 14.2% | 2.9% |
| **毛利率** | 23.6% | 21.2% | 39.5% | 48.8% | 44.1% | 39.4% |
| **归母净利润率** | 6.9% | 18.7% | 47.3% | 41.3% | 37.2% | 34.5% |
| **净资产收益率** | 4.4% | 9.4% | 26.4% | 49.5% | 37.6% | 28.5% |
| **每股收益-基本(人民币元)** | 0.28 | 0.79 | 3.73 | 8.46 | 9.67 | 9.95 |
| 资料来源：赣锋锂业财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测 | | | | | | |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表14、赣锋锂业盈利预测按业务类型 | | | | | |
|  | **2020A** | **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** |
| **公司收入合计（百万元）** | 5,489 | 11,043 | 41,309 | 52,387 | 58,195 |
| 锂化合物及金属锂 | 3,854 | 8,237 | 35,538 | 41,693 | 42,590 |
| 锂电池 | 1,267 | 1,990 | 4,692 | 9,449 | 14,202 |
| 其他 | 367 | 816 | 1,079 | 1,245 | 1,403 |
| **收入Yoy** | 4.6% | 101.2% | 274.1% | 26.8% | 11.1% |
| 锂化合物及金属锂 | -7.2% | 113.7% | 331.5% | 17.3% | 2.2% |
| 锂电池 | 110.1% | 57.0% | 135.8% | 101.4% | 50.3% |
| 其他 | -25.2% | 122.2% | 32.1% | 15.4% | 12.7% |
| **公司毛利合计（百万元）** | 1,162 | 4,357 | 20,146 | 23,115 | 22,956 |
| 锂化合物及金属锂 | 888 | 3,915 | 19,043 | 21,154 | 19,981 |
| 锂电池 | 206 | 214 | 716 | 1,587 | 2,624 |
| 其他 | 67 | 227 | 386 | 373 | 351 |
| **公司毛利率** | 21.2% | 39.5% | 48.8% | 44.1% | 39.4% |
| 锂化合物及金属锂 | 23.1% | 47.5% | 53.6% | 50.7% | 46.9% |
| 锂电池 | 16.2% | 10.8% | 15.3% | 16.8% | 18.5% |
| 其他 | 18.3% | 27.8% | 35.8% | 30.0% | 25.0% |
| **锂盐销量（吨LCE）** | 63,014 | 90,718 | 102,861 | 128,555 | 178,013 |
| Yoy | 30.1% | 44.0% | 13.4% | 25.0% | 38.5% |
| **单位数据（万元/吨LCE）** |  |  |  |  |  |
| 锂盐单位成本-矿端 | 3.2 | 2.3 | 13.5 | 13.5 | 10.2 |
| 锂盐单位毛利 | 1.4 | 4.3 | 18.5 | 16.5 | 11.2 |
| 资料来源：赣锋锂业财报，兴业证券经济与金融研究院整理及预测 | | | | | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表15、碳酸锂季度市场数据测算（单位：千元/吨LCE） | | | | | | | |
|  | **2021Q1** | **2021Q2** | **2021Q3** | **2021Q4** | **2022Q1** | **2022Q2** | **2022Q3** |
| 电池级碳酸锂市场均价（含税） | 74.5 | 88.8 | 109.8 | 209.8 | 422.0 | 471.2 | 478.2 |
| 锂辉石市场价 | 23.8 | 33.0 | 44.8 | 85.4 | 133.5 | 227.3 | 274.9 |
| 碳酸锂加工成本等 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 碳酸锂单位成本小计 | 46.8 | 56.0 | 67.8 | 108.4 | 158.5 | 252.3 | 299.9 |
| 市场碳酸锂单位毛利 | 27.7 | 32.9 | 42.0 | 101.4 | 263.6 | 218.9 | 178.3 |
| 市场碳酸锂毛利率 | 37.2% | 37.0% | 38.3% | 48.3% | 62.4% | 46.5% | 37.3% |
| 资料来源：SMM、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测 | | | | | | | |
| \*注：表中数据根据市场现货价测算；具体锂盐公司因原材料库存、订单时滞、权益矿占比等因素，与表中测算结果有差异 | | | | | | | |

4.2、估值与评级

**A股及美股锂盐估值倍数较接近，港股折价。**我们选取A股、港股、美股主要锂业公司进行对标；其中赣锋、天齐、雅保、SQM为全球锂业龙头。2020年至今，锂盐价格上涨、公司利润释放，锂盐龙头相较于大盘有累计超额收益，且内资股的股价表现领先于业绩。截至2022年9月27日收盘，A股和美股锂盐标的股价相较于2022年EPS、BPS的PE和PB倍数在分别在10x、5x左右，A+H锂盐标的的港股股价比A股有30%以上折价。

|  |
| --- |
| 1. 龙头锂业公司相较于大盘的累计超额收益率 |
|  |
| 资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理 |
| \*注：以2020年首个交易日为基准日 |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表16、全球主要锂业公司PE估值倍数（截至2022.9.27） | | | | | | | | | | | |
| **公司名称** | **代码** | **股价** | **总市值** | **EPS** | | | | **PE** | | | |
| **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** | **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** |
| H股 |  | （元） | （亿元） | （元） | （元） | （元） | （元） |  |  |  |  |
| 赣锋锂业\* | 1772.HK | 52.39 | 1,485 | 3.73 | 8.46 | 9.67 | 9.95 | 14.0 | 6.2 | 5.4 | 5.3 |
| 天齐锂业\* | 9696.HK | 70.77 | 1,726 | 2.69 | 12.75 | 14.59 | 13.81 | 26.3 | 5.5 | 4.9 | 5.1 |
| 加权平均估值倍数 | |  |  |  |  |  |  | **20.6** | **5.8** | **5.1** | **5.2** |
| A股 |  | （元） | （亿元） | （元） | （元） | （元） | （元） |  |  |  |  |
| 赣锋锂业\* | 002460.SZ | 78.96 | 1,485 | 3.73 | 8.46 | 9.67 | 9.95 | 21.2 | 9.3 | 8.2 | 7.9 |
| 天齐锂业\* | 002466.SZ | 108.98 | 1,726 | 2.69 | 12.75 | 14.59 | 13.81 | 40.5 | 8.5 | 7.5 | 7.9 |
| 西藏矿业 | 000762.SZ | 45.08 | 235 | 0.27 | 1.97 | 2.68 | 4.67 | 167.5 | 22.9 | 16.8 | 9.6 |
| 雅化集团 | 002497.SZ | 26.87 | 310 | 0.82 | 3.61 | 4.17 | 4.70 | 32.8 | 7.4 | 6.4 | 5.7 |
| 盛新锂能 | 002240.SZ | 50.27 | 435 | 1.08 | 6.19 | 6.97 | 8.33 | 46.5 | 8.1 | 7.2 | 6.0 |
| 永兴材料 | 002756.SZ | 134.77 | 559 | 2.22 | 13.70 | 16.34 | 17.71 | 60.7 | 9.8 | 8.2 | 7.6 |
| 科达制造 | 600499.SH | 16.98 | 331 | 0.53 | 2.52 | 2.90 | 3.08 | 31.8 | 6.7 | 5.9 | 5.5 |
| 天华超净 | 300390.SZ | 69.58 | 409 | 1.59 | 8.06 | 9.95 | 12.88 | 43.8 | 8.6 | 7.0 | 5.4 |
| 加权平均估值倍数 | |  |  |  |  |  |  | **42.5** | **9.3** | **7.9** | **7.3** |
| 美股 |  | （美元） | （亿美元） | （美元） | （美元） | （美元） | （美元） |  |  |  |  |
| 雅保\* | ALB.N | 265.03 | 310 | 4.04 | 21.62 | 22.41 | 23.00 | 65.7 | 12.3 | 11.8 | 11.5 |
| 智利矿业化工\* | SQM.N | 91.81 | 262 | 2.07 | 13.47 | 14.05 | 15.39 | 44.4 | 6.8 | 6.5 | 6.0 |
| Livent | LTHM.N | 30.17 | 54 | 0.18 | 1.10 | 1.37 | 1.59 | 167.6 | 27.6 | 22.0 | 19.0 |
| **加权平均估值倍数** | |  |  |  |  |  |  | **63.1** | **10.9** | **10.1** | **9.5** |
| 资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测 | | | | | | | | | | | |
| 注：标\*的为兴业证券海外团队预测数据，其余为Wind、Bloomberg一致预期 | | | | | | | | | | | |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表17、全球主要锂业公司PB估值倍数（截至2022.9.27） | | | | | | | | | | | |
| **公司名称** | **代码** | **股价** | **总市值** | **BPS** | | | | **PB** | | | |
| **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** | **2021A** | **2022E** | **2023E** | **2024E** |
| H股 |  | （元） | （亿元） | （元） | （元） | （元） | （元） |  |  |  |  |
| 赣锋锂业\* | 01772.HK | 52.39 | 1,485 | 15.64 | 18.76 | 27.46 | 36.42 | 3.4 | 2.8 | 1.9 | 1.4 |
| 天齐锂业\* | 09696.HK | 70.77 | 1,726 | 10.59 | 21.14 | 34.51 | 47.16 | 6.7 | 3.3 | 2.1 | 1.5 |
| **加权平均估值倍数** | |  |  |  |  |  |  | **5.1** | **3.1** | **2.0** | **1.5** |
| A股 |  | （元） | （亿元） | （元） | （元） | （元） | （元） |  |  |  |  |
| 赣锋锂业\* | 002460.SZ | 78.96 | 1,485 | 15.64 | 18.76 | 27.46 | 36.42 | 5.0 | 4.2 | 2.9 | 2.2 |
| 天齐锂业\* | 002466.SZ | 108.98 | 1,726 | 10.59 | 21.14 | 34.51 | 47.16 | 10.3 | 5.2 | 3.2 | 2.3 |
| 西藏矿业 | 000762.SZ | 45.08 | 235 | 4.14 | 6.11 | 8.50 | 13.52 | 10.9 | 7.4 | 5.3 | 3.3 |
| 雅化集团 | 002497.SZ | 26.87 | 310 | 5.53 | 8.82 | 12.62 | 16.77 | 4.9 | 3.0 | 2.1 | 1.6 |
| 盛新锂能 | 002240.SZ | 50.27 | 435 | 5.89 | 11.84 | 18.20 | 25.52 | 8.5 | 4.2 | 2.8 | 2.0 |
| 永兴材料 | 002756.SZ | 134.77 | 559 | 12.41 | 25.06 | 38.73 | 52.49 | 10.9 | 5.4 | 3.5 | 2.6 |
| 科达制造 | 600499.SH | 16.98 | 331 | 3.63 | 5.92 | 8.54 | 11.29 | 4.7 | 2.9 | 2.0 | 1.5 |
| 天华超净 | 300390.SZ | 69.58 | 409 | 5.56 | 12.54 | 21.81 | 34.75 | 12.5 | 5.5 | 3.2 | 2.0 |
| **加权平均估值倍数** | |  |  |  |  |  |  | **8.3** | **4.7** | **3.0** | **2.2** |
| 美股 |  | （美元） | （亿美元） | （美元） | （美元） | （美元） | （美元） |  |  |  |  |
| 雅保\* | ALB.N | 265.03 | 310 | 48.56 | 69.42 | 91.02 | 113.48 | 5.5 | 3.8 | 2.9 | 2.3 |
| 智利矿业化工\* | SQM.N | 91.81 | 262 | 11.14 | 12.48 | 13.89 | 15.43 | 8.2 | 7.4 | 6.6 | 6.0 |
| Livent | LTHM.N | 30.17 | 54 | 4.92 | 6.45 | 8.74 | 11.07 | 6.1 | 4.7 | 3.5 | 2.7 |
| **加权平均估值倍数** | |  |  |  |  |  |  | **6.4** | **5.2** | **4.3** | **3.7** |
| 资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测 | | | | | | | | | | | |
| 注：标\*的为兴业证券海外团队预测数据，其余为Wind、Bloomberg一致预期 | | | | | | | | | | | |

**估值及评级**：赣锋锂业打造“锂资源+锂盐+电池生产及回收”产业链闭环，持续受益于锂盐产能扩充、权益锂资源占比提升带来的生产成本平滑和利润释放；公司以锂电池业务为第二增长曲线，长期空间向上。我们结合行业整体估值水平、公司历史估值趋势及未来业绩态势，整体按照2023年EPS对应的7倍PE和每股归母净资产对应的2.5倍PB对其估值；给予目标价75.66港元，较现价有30.1%涨幅，首次覆盖给予“审慎增持”评级；2022-2024年，目标价对应PE各为8.1x、7.1x、6.8x，对应PB各为3.6x、2.5x、1.9x。

表18、赣锋锂业估值表

|  |  |
| --- | --- |
| **项目** | **数值** |
| **PE估值法** |  |
| 归母净利润（2023E）（人民币百万元） | 19,497 |
| PE估值倍数 | 7 |
| 价值（人民币百万元） | 136,481 |
| 总股本（百万股） | 2,017 |
| 每股价值（2023E，人民币） | 67.67 |
| 每股价值（2023E，港元） | 75.12 |
| **PB估值法** |  |
| 归母净资产（2023E）（人民币百万元） | 55,381 |
| PB估值倍数 | 2.5 |
| 价值（人民币百万元） | 138,452 |
| 总股本（百万股） | 2,017 |
| 每股价值（2023E，人民币） | 68.65 |
| 每股价值（2023E，港元） | 76.20 |
| 目标价均值（2023E，港元） | **75.66** |
| 资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院预测及编制 | | |
| \*注：港元兑人民币汇率按2022年9月27日汇率 | | |

5、风险提示

**锂价波动：**锂盐价格超预期下跌导致公司盈利大幅下滑的风险；

**海外锂资源政策风险：**海外锂资源出口遭遇限制；

**公司产能扩充不及预期：**公司的锂盐产能投产时间推迟、爬坡速度低于预期等；

**订单履约风险：**公司自身锂盐产量不及预期和下游客户需求不振等因素导致订单违约。

**附表**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **资产负债表** |  |  | 单位:人民币百万元 | |  | **利润表** |  |  | 单位:人民币百万元 | |
| **会计年度** | **2020A** | **2021E** | **2022E** | **2023E** |  | **会计年度** | **2020A** | **2021E** | **2022E** | **2023E** |
| **非流动资产** | 24,430 | 36,526 | 49,783 | 65,251 |  | 营业收入 | 11,043 | 41,309 | 52,387 | 58,195 |
| 物业、厂房与设备 | 8,903 | 13,107 | 18,817 | 24,914 |  | 销售成本 | -6,686 | -21,163 | -29,272 | -35,239 |
| 使用权资产 | 360 | 391 | 424 | 461 |  | 毛利 | 4,357 | 20,146 | 23,115 | 22,956 |
| （其他）无形资产 | 4,761 | 8,331 | 10,376 | 12,930 |  | 其他收入及收益 | 2,690 | 1,439 | 1,626 | 1,776 |
| 于联营公司之投资 | 3,162 | 5,294 | 8,081 | 11,922 |  | 销售及分销开支 | -62 | -231 | -292 | -325 |
| 于合营公司之投资 | 926 | 966 | 1,011 | 1,059 |  | 行政开支 | -840 | -2,515 | -3,189 | -3,543 |
| 按公允价值计入损益的金融资产 | 3,331 | 3,474 | 3,648 | 3,830 |  | 融资成本 | -265 | -991 | -1,256 | -1,164 |
| **流动资产** | 698 | 1,021 | 1,389 | 1,768 |  | 其他开支 | -171 | -513 | -650 | -722 |
| 其他非流动资产 | 2,272 | 3,925 | 6,020 | 8,348 |  | 应占联营公司损益 | 67 | 1,107 | 1,853 | 2,828 |
| 流动资产 | 14,627 | 29,808 | 36,563 | 46,427 |  | 应占合营公司损益 | -5 | 1,388 | 1,449 | 1,516 |
| 存货 | 3,283 | 10,826 | 11,692 | 15,416 |  | 税前利润 | 5,771 | 19,830 | 22,654 | 23,323 |
| 贸易应收款项 | 2,496 | 6,338 | 10,054 | 14,312 |  | 所得税开支 | -357 | -2,149 | -2,455 | -2,527 |
| 按公允价值计入其他全面收益的债务工具 | 823 | 649 | 584 | 526 |  | 净利润 | 5,414 | 17,681 | 20,199 | 20,795 |
| 预付款项、其他应收款项及其他资产 | 1,387 | 1,088 | 1,196 | 1,316 |  | 非控股权益 | 188 | 614 | 702 | 723 |
| 按公允价值计入损益的金融资产 | 281 | 319 | 335 | 351 |  | 归母净利润 | 5,226 | 17,067 | 19,497 | 20,072 |
| 已抵押存款 | 1,099 | 1,208 | 1,329 | 1,462 |  |  |  |  |  |  |
| 现金及现金等价物 | 5,234 | 9,241 | 11,197 | 12,849 |  | **会计年度** | **2020A** | **2021E** | **2022E** | **2023E** |
| **总资产** | 39,057 | 66,334 | 86,346 | 111,678 |  | **成长性** |  |  |  |  |
| **流动负债** | 8,209 | 16,832 | 16,634 | 19,520 |  | 营业收入增长率 | 101.2% | 274.1% | 26.8% | 11.1% |
| 计息银行及其他借款-流动 | 2,709 | 3,521 | 3,698 | 3,734 |  | 毛利增长率 | 275.1% | 362.4% | 14.7% | -0.7% |
| 贸易应付款项及应付票据 | 2,280 | 5,391 | 5,219 | 5,624 |  | 净利润增长率 | 408.7% | 226.6% | 14.2% | 2.9% |
| 应付关联方款项 | 251 | 374 | 499 | 590 |  | 归母净利润增长率 | 409.7% | 226.6% | 14.2% | 2.9% |
| 其他应付款项及应计费用 | 2,061 | 6,513 | 5,435 | 6,930 |  |  |  |  |  |  |
| 应付所得税 | 897 | 1,022 | 1,773 | 2,631 |  | **盈利能力** |  |  |  |  |
| **非流动负债** | 4,681 | 6,781 | 8,741 | 12,401 |  | 毛利率 | 39.5% | 48.8% | 44.1% | 39.4% |
| 计息银行及其他借款-非流动 | 3,659 | 5,122 | 5,891 | 7,953 |  | 归属股东净利率 | 47.3% | 41.3% | 37.2% | 34.5% |
| 递延收入 | 94 | 173 | 274 | 387 |  | ROA | 17.1% | 32.4% | 25.5% | 20.3% |
| 递延税项负债 | 42 | 85 | 344 | 640 |  | ROE | 26.4% | 49.5% | 37.6% | 28.5% |
| 应付关联方款项 | 564 | 1,073 | 1,852 | 2,983 |  | **偿债能力** |  |  |  |  |
| 拨备 | 18 | 58 | 108 | 164 |  | 资产负债率 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| **总负债** | 12,890 | 23,613 | 25,376 | 31,921 |  | 流动比率 | 1.8 | 1.8 | 2.2 | 2.4 |
| **归属股东权益** | 21,894 | 37,833 | 55,381 | 73,446 |  | 速动比率 | 1.4 | 1.1 | 1.5 | 1.6 |
| 股本 | 1,437 | 2,017 | 2,017 | 2,017 |  |  |  |  |  |  |
| 储备 | 20,456 | 35,816 | 53,364 | 71,429 |  | **运营能力（次）** |  |  |  |  |
| **少数股东权益** | 4,273 | 4,887 | 5,589 | 6,312 |  | 资产周转率 | 0.4 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| **股东权益合计** | 26,167 | 42,720 | 60,970 | 79,758 |  | 存货周转率 | 2.4 | 3.0 | 2.6 | 2.6 |
| **负债及权益合计** | 39,057 | 66,334 | 86,346 | 111,678 |  |  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |  | **每股资料（元）** |  |  |  |  |
| **现金流量表** |  | 单位:人民币百万元 | | |  | 每股收益 | 3.73 | 3.73 | 8.46 | 9.67 |
| **会计年度** | **2020A** | **2021E** | **2022E** | **2023E** |  | 每股归母净资产 | 15.64 | 18.76 | 27.46 | 36.42 |
| 经营活动产生现金流量 | 2,620 | 13,721 | 14,461 | 14,440 |  | 每股经营性现金流 | 1.87 | 6.80 | 7.17 | 7.16 |
| 投资活动产生现金流量 | -6,176 | -10,003 | -10,398 | -11,898 |  | 每股股利 | 0.30 | 0.85 | 0.97 | 1.00 |
| 融资活动产生现金流量 | 7,131 | 226 | -2,171 | -954 |  |  |  |  |  |  |
| 现金净变动 | 3,575 | 3,943 | 1,891 | 1,588 |  | **估值比率(倍)** |  |  |  |  |
| 现金的期初余额 | -51 | 64 | 64 | 64 |  | PE | 14.0 | 6.2 | 5.4 | 5.3 |
| **现金的期末余额** | 1,710 | 5,234 | 9,241 | 11,197 |  | PB | 3.4 | 2.8 | 1.9 | 1.4 |
|  |  |  |  |  |  | \*注：表中估值倍数按2022年9月27日收盘价计算 | | | | |

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**投资评级说明**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **投资建议的评级标准** | **类别** | **评级** | **说明** |
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间 |
| 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间 |
| 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**有关财务权益及商务关系的披露**

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、Higher Key Management Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、Ningbo Haishu Development and Construction Investment (Group) Co., Ltd.、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、连云港港口集团、邳州市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团有限公司、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、堃博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奧能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司有投资银行业务关系。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**特别声明**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

**兴业证券研究**

|  |  |
| --- | --- |
| **上 海** | **北 京** |
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  邮编：200135  邮箱：research@xyzq.com.cn | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元  邮编：100020  邮箱：research@xyzq.com.cn |
| **深 圳** | **香 港（兴证国际）** |
| 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  邮编：518035  邮箱：research@xyzq.com.cn | 地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  传真：（852）35095929  邮箱：ir@xyzq.com.hk |