

赣锋锂业 (002460)

证券研究报告

2019年04月08日

与大众签订合作备忘录，全球市场地位进一步提升

事件：公司与德国大众签订战略合作备忘录。

根据公司4月7日晚公告，公司与Volkswagen AG（德国大众）签订了《战略合作备忘录》。根据备忘录内容，公司未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品。双方将建立长期合作关系，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。

大众目前正着力发展新能源汽车，根据规划，大众在2025年要推出80款电动车型，做到在中国销售150万辆新能源车。公司成为大众锂原料供应商，公司业务未来有望跟随大众在电动车市场的扩张而继续增长。

与世界级龙头加强合作，公司逐步提升全球市场地位。在与德国大众签订合作协议之前，公司于2018年已经与LG化学、宝马和Tesla签订供货协议。根据协议内容，公司2019年1月1日至2025年12月31日为LG化学提供碳酸锂和氢氧化锂产品共计9.26万吨，平均每年1.32万吨。公司2018年1月1日至2020年12月31日为Tesla提供约为总产能20%的电池级氢氧化锂。公司与下游巨头的合作协议说明了公司的锂盐产品受到市场的极大认可，公司在快速增长的新能源汽车行业中占取先机。

固态电池产线建设有望受益于双方合作。公司近年来不断加强对固态电池技术的研发，此次与德国大众展开固态电池相关领域的合作，有利于公司加快相关技术的研发和产线建设。公司18年送检的固态锂电池安全性好，能量密度高，循环寿命长，如果19年产线按期顺利建成，固态电池有望成为公司未来的业绩增量。

资源仍在扩张，保证锂盐原料供应。矿山端，公司通过增持即将对主力矿山MT Marion的持股增加至50%，将Pilbara的持股增加至8.37%（单一第一大股东）。公司还与Altura签订报销协议自2019年起包销7万吨6%的锂精矿。公司对于锂矿资源的掌控力进一步增强。盐湖端，公司拟增持直接控制Minera Exar50%的股权并获得Cauchari-Olaroz项目一期2.5万吨项目77.5%包销权，该项目预计将于2020年投产。

展望2025，锂盐产能向20万吨迈进。公司在18年9月27日发布公告建设年产2.5万吨电池级氢氧化锂项目。公司计划在2025年形成矿石提锂产能10万吨LCE和盐湖提锂产能10万吨LCE。

盈利预测与评级：我们预测公司2019-2021年的EPS分别为0.94元、1.30元和1.50元，对应4月4日收盘价29.44元，公司的动态PE分别为31倍、23倍和20倍。公司连续与下游龙头公司签订供货协议，扩张仍在继续，锂盐利润空间有望随着锂精矿价格下降而扩大，固态电池有望成为公司未来业绩增量，维持公司的“增持”评级。

风险提示：锂行业市场变化的风险，锂资源开发的风险，环保及安全风险，汇率波动的风险，海外运营风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,383.45	5,003.88	5,357.00	6,692.20	8,030.63
增长率(%)	54.12	14.15	7.06	24.92	20.00
EBITDA(百万元)	1,852.43	1,506.58	1,589.63	2,143.94	2,464.34
净利润(百万元)	1,469.08	1,223.29	1,238.81	1,708.17	1,974.11
增长率(%)	216.36	(16.73)	1.27	37.89	15.57
EPS(元/股)	1.12	0.93	0.94	1.30	1.50
市盈率(P/E)	26.35	31.65	31.25	22.67	19.61
市净率(P/B)	9.59	4.89	4.09	3.52	3.02
市销率(P/S)	8.83	7.74	7.23	5.79	4.82
EV/EBITDA	28.21	18.02	22.02	15.12	12.54

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	29.44元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,114.90
流通A股股本(百万股)	800.57
A股总市值(百万元)	32,822.56
流通A股市值(百万元)	23,568.87
每股净资产(元)	5.87
资产负债率(%)	41.00
一年内最高/最低(元)	73.93/19.21

作者

杨诚笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

陈霸鑫 联系人
chenbaxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《赣锋锂业-公司点评:业绩符合预期 扩张仍在持续》 2019-02-28
- 《赣锋锂业-季报点评:资金充沛 扩张潜力较大》 2018-11-01
- 《赣锋锂业-公司点评:发行港股方案确定 备足弹药好扩张》 2018-09-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,237.20	3,602.34	4,478.54	7,113.65	8,506.30
应收账款	529.35	1,335.64	258.59	1,370.99	584.51
预付账款	190.11	309.71	77.31	477.31	220.38
存货	914.83	1,904.71	1,225.80	1,010.65	909.59
其他	696.19	762.36	575.71	976.82	834.63
流动资产合计	4,567.68	7,914.77	6,615.96	10,949.42	11,055.41
长期股权投资	795.04	1,735.53	1,735.53	1,735.53	1,735.53
固定资产	795.26	1,497.74	1,992.86	2,219.28	2,331.47
在建工程	760.83	1,009.75	641.85	433.11	289.87
无形资产	299.12	337.63	318.99	300.34	281.69
其他	781.17	1,025.30	472.12	533.81	631.37
非流动资产合计	3,431.42	5,605.95	5,161.34	5,222.07	5,269.93
资产总计	7,999.10	13,520.72	11,777.30	16,171.49	16,325.34
短期借款	1,179.87	1,320.84	300.00	300.00	300.00
应付账款	1,033.58	1,751.37	252.66	2,666.38	1,077.17
其他	600.88	760.00	577.47	851.09	775.90
流动负债合计	2,814.33	3,832.21	1,130.13	3,817.47	2,153.07
长期借款	319.89	706.11	500.00	500.00	500.00
应付债券	667.23	713.46	460.23	613.64	595.78
其他	154.48	291.76	172.53	206.26	223.52
非流动负债合计	1,141.60	1,711.33	1,132.76	1,319.90	1,319.29
负债合计	3,955.93	5,543.54	2,262.90	5,137.37	3,472.36
少数股东权益	5.97	53.53	50.01	44.99	39.21
股本	741.77	1,315.08	1,315.08	1,315.08	1,315.08
资本公积	1,140.40	3,592.73	3,592.73	3,592.73	3,592.73
留存收益	3,319.56	7,058.89	8,149.31	9,674.05	11,498.68
其他	(1,164.53)	(4,043.06)	(3,592.73)	(3,592.73)	(3,592.73)
股东权益合计	4,043.17	7,977.17	9,514.41	11,034.12	12,852.98
负债和股东权益总	7,999.10	13,520.72	11,777.30	16,171.49	16,325.34

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,468.58	1,223.88	1,238.81	1,708.17	1,974.11
折旧摊销	108.27	149.52	86.56	102.05	112.35
财务费用	48.34	80.69	50.00	50.00	50.00
投资损失	(257.48)	(174.84)	(235.50)	(250.00)	(170.00)
营运资金变动	(658.34)	(1,607.59)	874.22	962.89	(474.47)
其它	(205.51)	1,013.57	(5.49)	3.89	(5.90)
经营活动现金流	503.87	685.23	2,008.61	2,577.01	1,486.09
资本支出	872.04	2,009.06	279.23	46.27	32.74
长期投资	375.54	940.49	0.00	0.00	0.00
其他	(2,087.78)	(5,309.59)	(200.16)	105.73	87.26
投资活动现金流	(840.19)	(2,360.04)	79.06	152.00	120.00
债权融资	2,197.99	2,775.91	1,315.73	1,454.30	1,439.66
股权融资	100.96	2,523.44	402.91	(46.55)	(45.99)
其他	37.71	(2,578.68)	(2,930.11)	(1,501.66)	(1,607.10)
筹资活动现金流	2,336.66	2,720.67	(1,211.46)	(93.91)	(213.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,000.34	1,045.87	876.20	2,635.10	1,392.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,383.45	5,003.88	5,357.00	6,692.20	8,030.63
营业成本	2,609.42	3,197.28	3,677.41	4,547.93	5,457.51
营业税金及附加	48.58	30.58	32.14	33.46	45.81
营业费用	53.21	82.35	85.71	93.69	104.40
管理费用	174.94	283.29	292.39	234.23	240.92
财务费用	53.54	81.99	50.00	50.00	50.00
资产减值损失	29.53	4.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	21.04	(219.54)	(1.78)	9.00	0.00
投资净收益	257.48	174.84	235.50	250.00	170.00
其他	(618.97)	(2.12)	(467.44)	(518.00)	(340.00)
营业利润	1,754.69	1,370.51	1,453.07	1,991.89	2,302.00
营业外收入	0.09	20.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	16.34	4.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,738.44	1,386.53	1,453.07	1,991.89	2,302.00
所得税	269.86	162.64	217.96	288.82	333.79
净利润	1,468.58	1,223.88	1,235.11	1,703.06	1,968.21
少数股东损益	(0.50)	0.60	(3.71)	(5.11)	(5.90)
归属于母公司净利润	1,469.08	1,223.29	1,238.81	1,708.17	1,974.11
每股收益(元)	1.12	0.93	0.94	1.30	1.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	54.12%	14.15%	7.06%	24.92%	20.00%
营业利润	204.66%	-21.89%	6.02%	37.08%	15.57%
归属于母公司净利润	216.36%	-16.73%	1.27%	37.89%	15.57%
获利能力					
毛利率	40.47%	36.10%	31.35%	32.04%	32.04%
净利率	33.51%	24.45%	23.13%	25.52%	24.58%
ROE	36.39%	15.44%	13.09%	15.54%	15.41%
ROIC	63.94%	41.80%	21.16%	30.31%	42.87%
偿债能力					
资产负债率	49.45%	41.00%	19.21%	31.77%	21.27%
净负债率	13.01%	-6.01%	-8.77%	-32.00%	-26.69%
流动比率	1.62	2.07	5.85	2.87	5.13
速动比率	1.30	1.57	4.77	2.60	4.71
营运能力					
应收账款周转率	8.82	5.37	6.72	8.21	8.21
存货周转率	6.05	3.55	3.42	5.98	8.36
总资产周转率	0.74	0.47	0.42	0.48	0.49
每股指标(元)					
每股收益	1.12	0.93	0.94	1.30	1.50
每股经营现金流	0.38	0.52	1.53	1.96	1.13
每股净资产	3.07	6.03	7.20	8.36	9.74
估值比率					
市盈率	26.35	31.65	31.25	22.67	19.61
市净率	9.59	4.89	4.09	3.52	3.02
EV/EBITDA	28.21	18.02	22.02	15.12	12.54
EV/EBIT	29.92	19.95	23.29	15.88	13.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com