

2019年12月24日

证券研究报告·公司研究报告

赣锋锂业 (002460) 有色金属

持有 (维持)

当前价: 32.29 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

行业筑底前行，打造氢氧化锂的竞争优势

投资要点

- **行业进入去产能去库阶段。**目前 5.1 万元/吨的碳酸锂价格，国内锂盐生产企业已呈亏损状态，原料端进口锂精矿的价格也将承压下行，从而传导至近年来西澳新建锂矿项目：由于在 2018-2019 年间陆续建成投产，锂价持续下跌，产销率下降，现金流状况恶化，同时面临高额债务临期以及再融资的困难，锂精矿现金成本为 500-600 美元/吨高成本项目的正经历减产、停产甚至破产重组，行业迈入去产能去库存阶段。
- **新能源汽车发展是大势所趋，兼具成本和产品质量优势的龙头企业将胜出。**近日来海外新能源政策利好频出、汽车巨头电动化布局加速也意味着新能源汽车销量有望在 2020 年开始放量增长，虽然从当前静态供需数据判断，供给无疑将延续过剩，2020 年锂价将承压下行，但我们认为随着锂价下探到成本线以下，随着高成本产能的逐步出清，供给释放往往会不及预期，供需格局或面临阶段性转变，兼具成本和产品质量优势的龙头企业将胜出。
- **资源布局多点开花，打造氢氧化锂竞争优势。**公司目前生产锂盐的原料均来自于西澳的锂辉石精矿，主力矿山为 Mount Marion 项目，澳洲的皮尔巴拉项目为公司锂精矿的另一重要来源，阿根廷的 Cauchari-Olaroz 盐湖项目是公司目前上游盐湖资源开发的重心。同时公司还布局了阿根廷的 Mariana 盐湖项目和墨西哥 Sonora 锂黏土项目，进一步掌控低成本提锂资源。公司目前具备的电池级碳酸锂产能为 4 万吨/年，电池级氢氧化锂产能为 2.8 万吨/年，金属锂产能为 1600 吨/年，到 2020 年公司锂盐产能合计为 15.7 万吨碳酸锂当量。公司氢氧化锂产品竞争力强，已进入宁德时代、比亚迪、松下等知名动力电池产业链和特斯拉、宝马、大众等整车厂产业链。同时由于国内外电池级氢氧化锂价格分化明显，公司海外供应为主的结构以及较低的加工成本凸显了氢氧化锂产品的毛利率优势。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 54.7 亿元、55.1 亿元和 80.3 亿元，归母净利润分别为 4.6 亿元、6.9 亿元和 10.8 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.53 元和 0.83 元，对应 PE 分别为 90 倍、61 倍和 39 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**锂化合物价格大幅波动风险、新能源汽车销量不及预期风险、新增产能达产进度不及预期风险、海外运营及股权投资风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	5003.88	5467.00	5513.00	8027.00
增长率	14.15%	9.26%	0.84%	45.60%
归属母公司净利润 (百万元)	1223.29	461.51	689.40	1077.39
增长率	-16.73%	-62.27%	49.38%	56.28%
每股收益 EPS (元)	0.95	0.36	0.53	0.83
净资产收益率 ROE	15.34%	5.80%	8.06%	11.35%
PE	34	90	61	39
PB	5.27	5.28	4.91	4.42

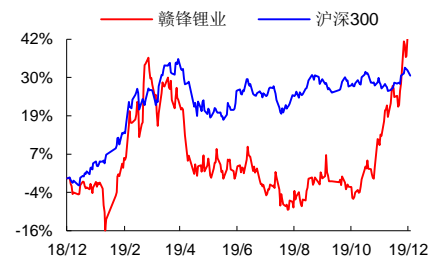
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦
 执业证号: S1250519060005
 电话: 010-58251916
 邮箱: lml@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-58251918
 邮箱: lg@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)	12.93
流通 A 股(亿股)	8.01
52 周内股价区间(元)	19.44-32.29
总市值(亿元)	417.38
总资产(亿元)	140.22
每股净资产(元)	6.12

相关研究

1. 赣锋锂业 (002460): 业绩符合预期, 公允价值损失拖累公司业绩 (2019-10-29)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：氢氧化锂龙头，布局产业链上下游一体化	1
2 行业分析：去产能去库阶段，未来向好趋势明确	4
2.1 行业进入去产能去库存阶段，2020 年或为供给增速的低点	4
2.2 新能源汽车产业链未来向好趋势明确	6
2.3 行业筑底前行，具备竞争力的龙头企业将胜出	8
3 公司分析：资源布局多点开花，打造氢氧化锂竞争优势	9
3.1 上游资源多点布局：构建原料成本优势和供应保障	9
3.2 中游锂盐产能规模持续扩张：打造氢氧化锂竞争优势	10
3.3 下游侧重开展固态电池和锂电回收业务，TWS 电池添亮点	11
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司 2018 年主营业务结构情况.....	1
图 3: 公司 2018 年主营业务毛利结构情况.....	1
图 4: 公司股权结构稳定.....	2
图 5: 公司主要控股参股公司.....	2
图 6: 公司的一体化供应和赣锋生态系统内各业务板块的职能及关联关系.....	3
图 7: 公司 2014 年以来的营业收入及增速.....	3
图 8: 公司 2014 年以来归母净利润及增速.....	3
图 9: 2019 年以来进口锂精矿的价格持续下滑.....	4
图 10: 2018 年以来碳酸锂、氢氧化锂价格走势.....	4
图 11: 全球锂矿山、盐湖成本分布图.....	6
图 12: 2018 年中国锂行业下游消费结构.....	6
图 13: 2016 年-2022 年全球锂下游消费量及增速.....	6
图 14: 国内外电池级氢氧化锂价差拉大.....	11
图 15: 2016-2019H1 年公司国内外业务毛利率走势.....	11

表 目 录

表 1: 全球锂精矿产量预测表 (单位: 吨).....	4
表 2: 海外盐湖供应情况 (单位: 吨).....	5
表 3: 国内盐湖及锂矿供应情况 (单位: 吨).....	5
表 4: 动力电池对锂消耗预测表.....	7
表 5: 3C 消费类电池领域对锂需求预测表.....	7
表 6: 锂下游需求预测汇总表 (单位: 万吨).....	8
表 7: 全球锂供需数据预测表.....	8
表 8: 公司锂矿石资源控制表.....	9
表 9: 公司盐湖资源控制表.....	10
表 10: 公司锂盐产能表.....	10
表 11: 公司下游锂电池相关产业布局情况.....	12
表 12: 分业务收入及毛利率.....	12
表 13: 可比上市公司估值情况.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 公司概况：氢氧化锂龙头，布局产业链上下游一体化

赣锋锂业成立于2000年3月，于2010年8月在深圳证券交易所中小板上市，于2018年10月在香港完成H股上市。公司是全球第三大及中国最大的锂化合物生产商及全球最大的金属锂生产商，拥有五大类逾40种锂化合物及金属锂产品的生产能力，是锂系列产品供应最齐全的制造商之一。截止到2019年底，公司具备的电池级碳酸锂产能为4万吨/a，电池级氢氧化锂产能2.8万吨/a，金属锂产能1600吨/a。

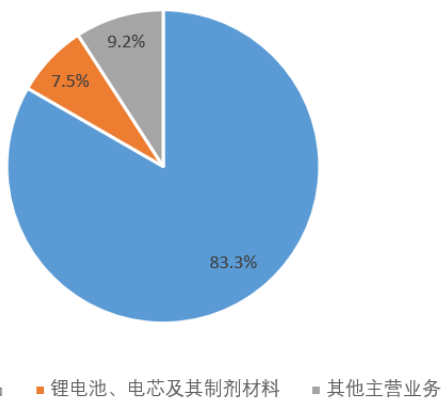
图1：公司发展历程

◆ 2000年 赣锋锂业有限公司在新余市成立，主要从事金属锂及氯化锂加工。	◆ 2004年 国内首条商业化正丁基锂生产线建成投产。
◆ 2007年 盐湖卤水提取氯化锂生产线推出。	◆ 2010年 公司在深交所中小板上市，成为国内锂业第一家上市公司。
◆ 2010年 公司收购无锡新能60%股权。	◆ 2011年 公司收购加拿大国际锂业9.99%股权。
◆ 2011年 公司收购江苏优派51%股权。	◆ 2014年 公司收购爱尔兰Blackstairs Lithium 51%股权，并在2015年进一步收购其4%股权。公司收购阿根廷Mariana卤水矿80%股权。
◆ 2014年 公司收购阿根廷Mariana卤水矿80%股权。	◆ 2015年 公司收购美拜电子100%股权、江西锂业100%股权。
◆ 2015年 公司收购RIM 25%股权，并在2016年进一步收购RIM 18.1%股权。	◆ 2016年 公司成立固态电池研发中心，在江西开始建设锂离子动力电池工厂。
◆ 2017年 公司认购美洲锂业、Pilbara Minerals、Explored Resources部分股份，并继续布局锂矿资源。	◆ 2016年 公司拓展至下游废旧电池回收业务。
◆ 2018年 公司在香港证券交易所上市。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

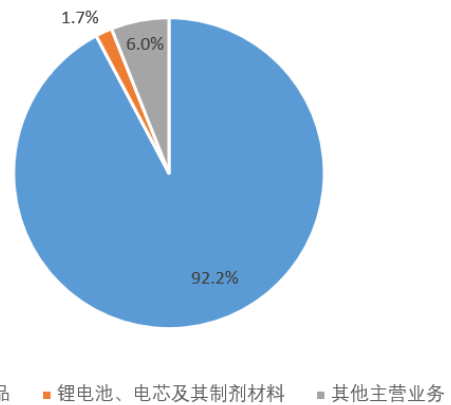
公司主营业务结构：2018年年报数据显示，公司收入主要来自**锂系列产品**，锂系列产品的销售收入占营业收入的83.3%，毛利率达到40%。锂电池、电芯及其制剂材料的销售收入占营业收入的7.5%。毛利率为8.3%。由于锂价格持续下跌导致锂产品盈利恶化，主营业务毛利率均有下滑，到2019年上半年，锂系列产品的毛利率下滑至28.85%，同比下降了19个百分点。

图2：公司2018年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

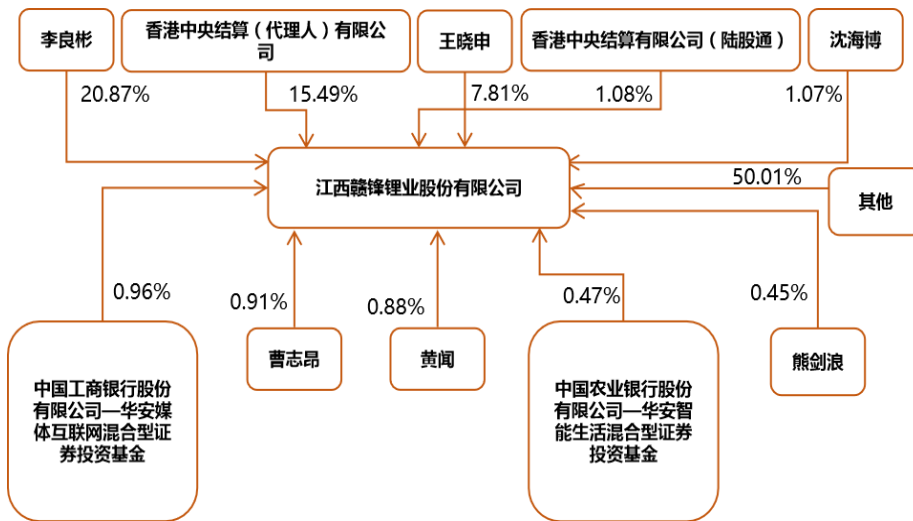
图3：公司2018年主营业务毛利结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权控制结构：公司第一大股东和实际控制人之一为李良彬，截止到 2019 年 9 月，合计持有 2.7 亿股，占公司股份比例为 20.87%。据中登披露的全部质押数据统计，公司股权质押总量为 14406.57 万股，占公司 A 股合计比为 13.19%，质押率较低。

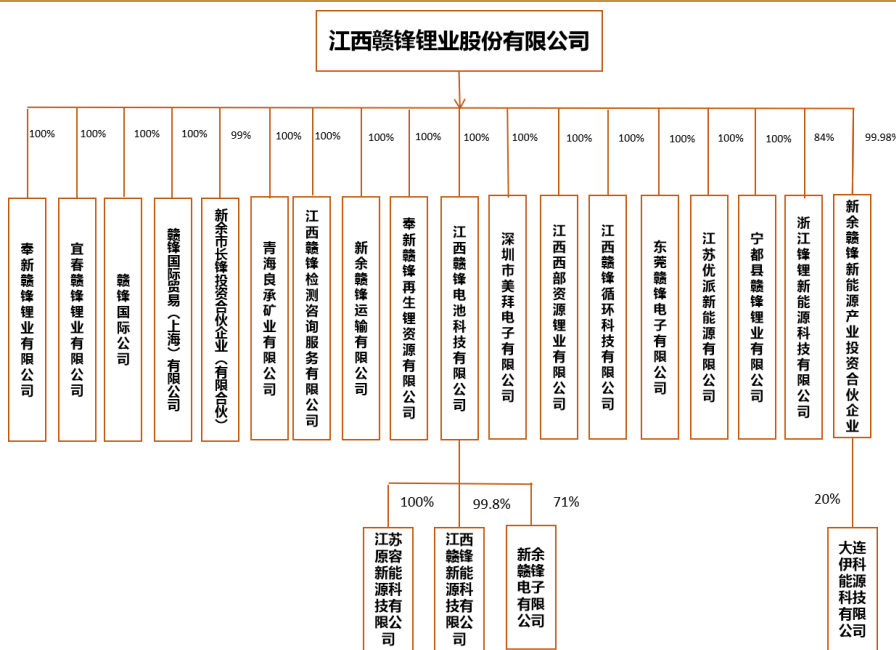
图 4：公司股权结构稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

截止 2019 年中报，公司拥有纳入合并报表范围的子公司共 33 家，其中奉新赣锋锂业有限公司主要从事锂、次氯酸钠的生产与销售，赣锋国际公司从事锂系列产品销售，对外投资，赣锋国际贸易（上海）有限公司从事货物及技术的进出口业务，咨询业务等，江西赣锋检测咨询服务股份有限公司从事锂电新材料系列产品研发、技术咨询、技术转移业务等，奉新赣锋再生资源有限公司从事再生锂及其他废旧有色金属回收销售业务等。

图 5：公司主要控股参股公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

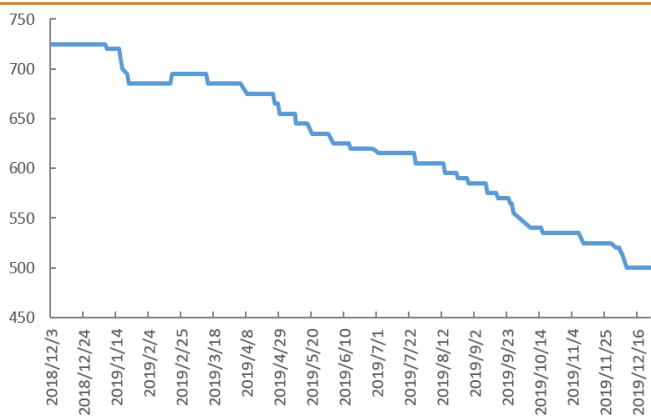
2 行业分析：去产能去库存阶段，未来向好趋势明确

2.1 行业进入去产能去库存阶段，2020 年或为供给增速的低点

随着 2018 年以来西澳锂精矿新建项目的投产以及产能的持续释放，叠加国内动力电池产业链的去库存行为，碳酸锂价格由 2019 年初的 8 万元/吨逐步下降到目前的 5.1 万元/吨，而由于高镍三元电池进展放缓，导致氢氧化锂需求下降，国内氢氧化锂的价格也由年初的 11 万元/吨，下降到目前的 5.5 万元/吨，碳酸锂和氢氧化锂的价差也由年初的 30000 元/吨缩减为 4000 元/吨。

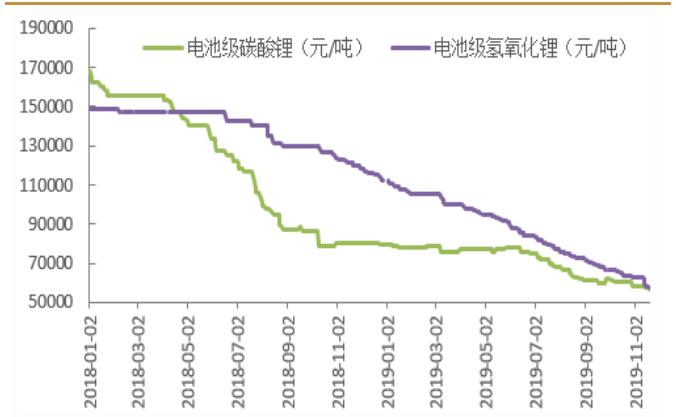
目前 5.1 万元/吨的碳酸锂价格，国内锂盐生产企业已呈亏损状态，原料端进口锂精矿的价格也将承压下行，从而传导至近年来西澳新建锂矿项目：由于在 2018-2019 年间陆续建成投产，锂价持续下跌，产销率下降，现金流状况恶化，同时面临高额债务临期以及再融资的困难，锂精矿现金成本为 500-600 美元/吨高成本项目的正经历减产、停产甚至破产重组，行业迈入去产能去库存阶段。

图 9：2019 年以来进口锂精矿的价格持续下滑



数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

图 10：2018 年以来碳酸锂、氢氧化锂价格走势



数据来源：Wind，西南证券整理

2020 年或为锂精矿供给增速的低点。根据我们的梳理，从 2018 年到 2019 年主要的矿山增量项目有赣锋锂业在澳大利亚的 PLS-Pilgangoora 项目，Altura 公司在澳大利亚的 Altura-Pilgangoora 项目，以及 Alita Resources 公司在澳大利亚的 Bald Hill 项目，到 2020 年矿山锂精矿增量主要是天齐锂业的格林布什项目的扩产，随着 Bald Hill 项目破产重组、Wodgina 项目被雅宝收购后停产以及 Mt Cattlin 项目和 PLS-Pilgangoora 项目的减产，2020 年全球锂精矿供给增速将降至 8% 左右。

表 1：全球锂精矿产量预测表 (单位：吨)

海外矿山项目	国家	公司	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
GreenBushes	澳大利亚	天齐锂业/ALB	646470	724042.5	800000	1000000	1200000	1350000
Mt Marion	澳大利亚	赣锋/MRL	382000	378000	400000	410000	420000	450000
Mt Cattlin	澳大利亚	Galaxy Resources	155679	156689	188000	160000	170000	190000
PLS-Pilgangoora	澳大利亚	Pilbara Minerals	—	59000	150000	160000	200000	300000
Wodgina	澳大利亚	ALB/MRL	—	—	0	0	0	0
Altura-Pilgangoora	澳大利亚	Altura	—	25794	150000	160000	180000	220000

海外矿山项目	国家	公司	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
Bald Hill	澳大利亚	Alita Resources	—	68546	100000	0	0	0
Mibra	巴西	AMG	—	15000	45000	90000	110000	180000
Mt Holland	澳大利亚	Wesfarmers/SQM	—	—	—	—	40000	80000
Whabouchi	加拿大	Nemaska Lithium	—	—	—	—	0	0
锂精矿产量合计	(吨)		1,184,149	1,427,072	1,833,000	1,980,000	2,320,000	2,770,000
折合碳酸锂量合计	(吨)		148,019	178,384	229,125	247,500	290,000	346,250
锂精矿量 YOY	(%)			20.5%	28.4%	8.0%	17.2%	19.4%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

海外盐湖碳酸锂供给释放或将在 2021 年开始加速。根据我们的梳理，2018-2020 年海外盐湖碳酸锂供给年均增速不足 10%，但是从 2020 年下半年开始，南美盐湖产能开始释放，SQM 计划在 2021 年将 7 万吨产能扩产至 12 万吨，雅宝 ALB 的扩产计划预计在 2020-2021 年投产，赣锋在阿根廷的 Cauchari-Olaroz 盐湖项目预计在 2020 年下半年投产，我们预计 2021 年、2022 年海外盐湖供给增速将分别达到 27.4% 和 25.1%。

表 2：海外盐湖供应情况（单位：吨）

海外盐湖项目	国家	公司	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
Salar de Atacama	智利	SQM	49,700	50,400	51,000	55,000	65,000	80,000
	智利	ALB	30,000	30,000	40,000	40,000	50,000	60,000
Salar del Hombre Muerto	阿根廷	Livent	18,000	21,000	21,000	22,000	27,000	32,000
Cauchari&Olaroz	阿根廷	Orocobre/TTC	11,392	12,473	14,000	16,000	17,500	20,000
	阿根廷	赣锋/LAC	—	—	—	—	10,000	20,000
盐湖碳酸锂合计	(吨)		109,092	113,873	126,000	133,000	169,500	212,000
盐湖 YOY	(%)			4.4%	10.6%	5.6%	27.4%	25.1%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

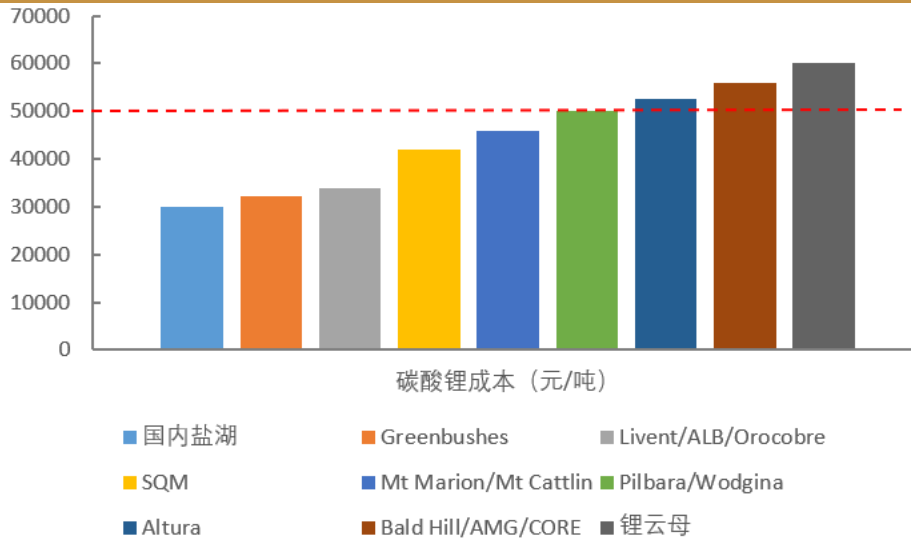
国内盐湖和矿山供给增量不大。根据我们的梳理，国内盐湖和锂云母供应增量主要集中在 2018 年和 2019 年，2020-2022 年供应增量不大，年均增速不足 10%。

表 3：国内盐湖及锂矿供应情况（单位：吨）

国内矿山盐湖项目	国家	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
青海盐湖	中国	1.9	2.3	2.8	3	3	3
西藏盐湖	中国	0.35	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
国内锂云母/锂精矿	中国	0.5	1.2	1.9	2.2	2.5	3
国内合计	(吨)	2.75	3.9	5.1	5.6	5.9	6.4
国内 YOY	(%)		41.8%	30.8%	9.8%	5.4%	8.5%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

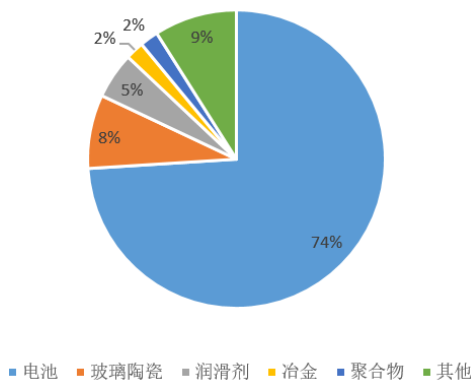
锂价持续走低，锂精矿价格料将跌至澳洲成熟矿山的现金成本线。当前进口锂精矿的价格已跌至 500 美元/吨，已经接近目前 5 万元/吨碳酸锂的成本线，随着年底需求淡季以及生产企业抛库回款的因素，碳酸锂价格或将进一步下跌至 45000 元/吨，进口锂精矿价格料将进一步下探到 450 美元/吨，而这一价格已经接近澳大利亚成熟锂精矿项目 Mt marion 项目和 Mt Cattlin 矿山项目的现金成本线。

图 11: 全球锂矿山、盐湖成本分布图


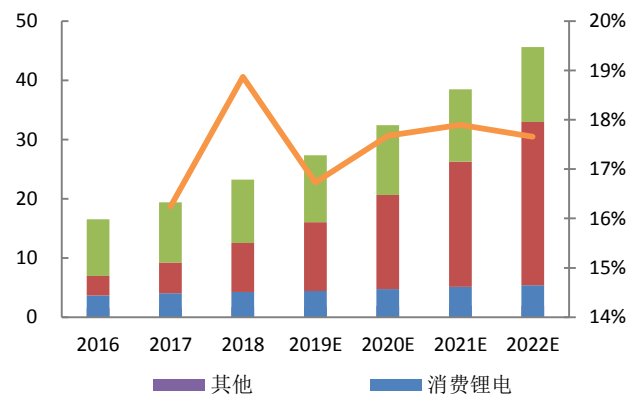
数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

2.2 新能源汽车产业链未来向好趋势明确

锂的下游需求主要是电池, 2018-2022 年锂下游需求将保持年均 17.5% 的高增速。从锂的下游消费结构来看, 最主要应用是锂电池, 国内占比高达 74%, 其余为玻璃陶瓷、润滑剂、冶金、聚合物等领域, 根据安泰科的数据和我们的测算, 2019 年全球锂行业下游需求量为 29.1 万吨碳酸锂当量, 2018-2022 年年均需求增速为 17.5%。

图 12: 2018 年中国锂行业下游消费结构


数据来源: 安泰科, 西南证券整理

图 13: 2016 年-2022 年全球锂下游消费量及增速


数据来源: 安泰科, CNESA, 西南证券整理

新能源汽车发展是大势所趋, 海外利好政策频出。近日, 美国国会颁布《2019 年可再生能源增加和能效法案》草案, 调整电动车补贴政策, 降低补贴门槛或将直接刺激电动车产销增长。同时德国政府也计划从 2020 年开始的 5 年中将电动车购车补贴提高一半, 大众、宝马也于近期纷纷公布了电动车投资规划, 设定了明确的销售目标和计划, 海外新能源政策利好频出、汽车巨头电动化布局加速也意味着新能源汽车销量有望在 2020 年开始放量增长, 2020-2022 年对锂的消费增速有望保持在 30% 以上。

表 4: 动力电池对锂消耗预测表

中国	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
新能源车销量 (万辆)	50.7	77.7	125.6	130	190	250	320
动力电池 (GWh)	28.04	36.9	56.98	79.772	103	140	196
三元装机量 (GWh)	6.29	16.26	30.7	49.12	64	90	126
全球	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2021E
新能源车销量 (万辆)	77.36	122.41	210	270	356	460	560
动力电池 (GWh)	43	65	102	151	219	298	395
储能及其他	2.2	4.9	11.8	15.4	20.1	26.1	33.2
锂消耗合计 (吨)	3.30	5.18	8.24	11.62	15.91	21.12	27.59

数据来源: 中汽协, 高工锂电, 西南证券整理

3C 电子消费低迷, 期待 5G 换机潮拉动消费锂电增速。由于 3C 消费类电子产品市场趋于饱和, 出货量增速放缓, 2018 年以来以智能手机为代表的 3C 类电子消费疲软。根据 IDC 数据显示, 2018 年全球智能手机出货量为 14 亿部, 同比减少 4.8%, 2019 年预计持续低迷。2019 年底, 5G 开始进入商用阶段, 2020-2022 年随着 5G 商业化的逐步推进, 5G 换机潮将带动消费锂电对锂需求的增速在 2020 年-2022 年分别为 8.6%、4.9%和 10.3%。

表 5: 3C 消费类电池领域对锂需求预测表

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
智能手机出货量 (百万部)	1473	1465.5	1394.9	1390	1470	1573	1630
YOY	2.49%	-0.51%	-4.82%	-0.35%	5.76%	7.01%	3.62%
单机带电量 (Wh)	9.9	11	12.2	12.6	13	14.8	15
笔记本电脑	157	158	158	158	159	160	161
单机带电量 (Wh)	42	50	54	55	56	58	19
平板电脑	175	164	140	135	135	135	135
单机带电量 (Wh)	30	40	42	43	45	45	45
可穿戴设备	10050	11500	14000	15000	16000	17000	22000
单机带电量 (Wh)	0.95	1.1	1.13	1.15	1.18	1.2	1.3
数码相机	25	25	24	20	19	18	18
单机带电量 (Wh)	6	6.5	6.7	6.8	6.9	7	7
其他电池 (GWh)	9	7	6	6	6	5	5
总 3C 电池 (GWh)	45.12	50.39	53.41	55.40	59.10	64.16	67.31
对应锂需求量 (万吨)	3.66	4.03	4.27	4.43	4.73	5.13	5.38

数据来源: IDC, 高工锂电, 西南证券整理

传统领域对锂的消费增速保持 4%-6%的低增速, 我们预计 2018-2022 年锂下游需求的年均增速将达到 17.5%, 2019-2021 锂下游需求的年均增量在 4-6 万吨。

表 6: 锂下游需求预测汇总表 (单位: 万吨)

全球	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
消费锂电	3.7	4.0	4.3	4.4	4.7	5.1	5.4
YOY (%)	10.3%	6.0%	3.7%	6.7%	8.6%	4.9%	10.3%
动力及储能锂电	3.3	5.2	8.2	11.6	15.9	21.1	27.6
YOY (%)	57.0%	59.1%	41.0%	37.0%	32.7%	30.6%	57.0%
传统领域	9.6	10.2	10.7	11.3	11.8	12.3	12.7
YOY (%)	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%	6.0%
其他	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9
YOY (%)	6.7%	6.2%	5.9%	2.8%	2.7%	0.0%	6.7%
总需求	18.1	21.0	24.9	29.1	34.3	40.4	47.6
YOY (%)		16.2%	18.9%	16.7%	17.7%	17.9%	17.7%

数据来源: 安泰科, 西南证券整理

2.3 行业筑底前行, 具备竞争力的龙头企业将胜出

根据我们的测算, 2019-2021 年碳酸锂供应量分别为 35.5 万吨、38.1 万吨、46 万吨和 55.8 万吨, 而下游需求量分别为 29.1 万吨、34.3 万吨、40.4 和 47.6 万吨, 仅从当前静态供需数据判断, 供给无疑将延续过剩, 2020 年锂价将承压下行, 但我们认为随着锂价下探到成本线以下, 随着高成本产能的逐步出清, 供给释放往往会不及预期, 供需格局或面临阶段性转变, 兼具成本和产品质量优势的龙头企业将胜出。

表 7: 全球锂供需数据预测表

全球	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
总需求 (万吨)	21.0	24.9	29.1	34.3	40.4	47.6
需求增速 (%)	-	18.9%	16.7%	17.7%	17.9%	17.7%
需求增量 (万吨)	-	4.0	4.2	5.1	6.1	7.2
总供给 (万吨)	25.7	29.2	35.5	38.1	46.0	55.8
供给增量 (万吨)	-	3.5	6.3	2.5	7.9	9.9
供给增速 (%)	-	13.7%	21.5%	7.2%	20.8%	21.5%

数据来源: 安泰科, 西南证券整理

3 公司分析：资源布局多点开花，打造氢氧化锂竞争优势

3.1 上游资源多点布局：构建原料成本优势和供应保障

公司目前生产锂盐的原料均来自于西澳的锂辉石精矿，主力矿山为 Mount Marion 项目。公司目前生产锂盐的主力矿山为位于西澳 Kalgoorlie 的 Mount Marion 项目，该项目于 2017 年初投产，目前已达产，年产量为 40 万吨/年锂精矿，未来将通过技改进一步提升至 45 万吨/年锂精矿产量。Mount Marion 项目由 Reed Industrial Minerals (RIM) 公司全资持有，其中赣锋持有公司 50% 股权，其余 50% 股权由 Mineral Resources (MRL) 持有。

澳洲的皮尔巴拉项目为公司锂精矿的另一重要来源。皮尔巴拉项目一期年产 33 万吨锂精矿目前正处在产能爬坡阶段，2019 年锂精矿产量预计为 16 万吨，其中约 50% 供应给公司用于生产锂盐产品，其余外售。该项目由 Pilbara Minerals 公司持有，公司持有 Pilbara Minerals 公司 8.37% 的股权，是 Pilbara 公司单一第一大股东。

国内宁都河源矿作为补充，国外爱尔兰锂辉石矿作为资源储备。国内江西赣州宁都河源矿每年不到 1 万吨锂辉石精矿是公司锂精矿原料的一个补充，作为公司资源储备的 Avalonia 项目是位于爱尔兰的锂辉石矿山，目前处于勘探阶段，资源量未知。该项目由 BLL 公司持有，公司持有 BLL 公司 55% 的股权。

表 8：公司锂矿石资源控制表

资源种类	矿山名称	矿山位置	归属公司	持股比例	收购日期	开发情况	锂矿产能(万吨)		锂资源量(万吨 LCE)	
							2018	2019	氧化锂品位(%)	控制及推断的资源量
锂辉石矿	Mount Marion	澳洲 Kalgoorlie	RIM (赣锋 50%/MRL 50%)	50%	2015 年	运营	40	45	1.37	270
钽锂矿	PLS-Pilgangoora	澳洲皮尔巴拉	Pilbara Minerals	8.37%	2017 年	运营	30	30	1.27	708
河源矿	宁都河源	江西赣州宁都	宁都赣锋	100%	2016 年	运营	1	1	1.03	10
锂辉石矿	Avalonia	爱尔兰 Carlow	BLL	55%	2012 年	勘探	—	—	—	—

数据来源：公司公告，西南证券整理

阿根廷的 Cauchari-Olaroz 盐湖项目是公司目前上游盐湖资源开发的重心。Cauchari-Olaroz 是位于阿根廷北部胡胡伊省的锂盐湖，该项目含锂卤水资源量为 1180 万吨碳酸锂当量。项目一期 4 万吨/年的电池级碳酸锂产能预计在 2020 年下半年投产。该项目由 Minera Exar 持有，公司持有 Minera Exar 公司 50% 的股权，其余 50% 股权由美洲锂业(LAC) 持有。

阿根廷的 Mariana 盐湖项目将是未来盐湖提锂的重要补充。Mariana 是一个位于阿根廷萨尔塔省的锂钾盐湖，该项目锂资源量为 118.6 万吨碳酸锂当量。Mariana 项目预计于 2019 年完成预可研和可研工作，项目建成后将每年生产 2 万吨电池级碳酸锂，公司持有 Mariana 项目 82.75% 的股权。

Sonora 锂黏土项目未来潜力无限。Sonora 项目是位于墨西哥的锂黏土提锂项目，锂资源总量约为 880 万吨碳酸锂当量。得益于锂黏土资源的独特优势，该项目的提锂工艺能够同时兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点，锂黏土的开采成本很低，同时提锂过程不需要太多能

源消耗，目前在墨西哥正在中试验证阶段，预计项目投产后产能为 1.75 万吨/年碳酸锂。该项目由 Bacanora 持有，公司持有 Bacanora 公司 29.99% 的股权，持有 Sonora 锂黏土项目 22.5% 的股权。

表 9：公司盐湖资源控制表

资源种类	矿山名称	项目位置	盐湖资源				碳酸锂产能(万吨)		锂资源量(万吨 LCE)		
			归属公司	持股比例	收购日期	开发情况	2019年	2020年	含锂卤水储量	浓度(毫克/升)	控制及推断锂资源
锂盐湖	Cauchari-Olaroz	阿根廷胡胡伊省	Minera Exar (赣锋 50%/美洲锂业 (LAC) 50%)	50%	2017年	在建	—	4.0	—	585	1180
锂钾盐湖	Mariana	阿根廷萨尔塔		82.75%	2014年	勘探	—	—	1127 百万 m3	306	190
锂黏土	Sonora 锂黏土提锂项目	墨西哥	Bacanora (赣锋持有 29.99%)	22.5%	2019年	建设	—	—	—	—	880
深层卤水锂矿	茫崖行委凤凰台地区	青海省	探矿权	70%	2014年	—	—	—	—	—	—

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 中游锂盐产能规模持续扩张：打造氢氧化锂竞争优势

公司目前具备的电池级碳酸锂产能为 4 万吨/年，电池级氢氧化锂产能为 2.8 万吨/年，金属锂产能为 1600 吨/年，到 2020 年随着公司新余马洪基地年产 5 万吨电池级氢氧化锂产线的投产以及阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖项目年产 4 万吨电池级碳酸锂项目的投产，公司锂盐产能合计为 15.7 万吨碳酸锂当量。

2020-2025 年公司再形成 10 万吨提锂产能。到 2020 年公司矿石提锂产能已达到 10 万吨/年碳酸锂当量，预计到 2025 年公司将形成另外 10 万吨碳酸锂当量的卤水提锂产能（阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖项目 4 万吨、阿根廷 Mariana 盐湖项目 2 万吨、墨西哥锂黏土项目 2 万吨和这几个盐湖提锂项目内部扩产或对外并购的 2 万吨增量）。

表 10：公司锂盐产能表

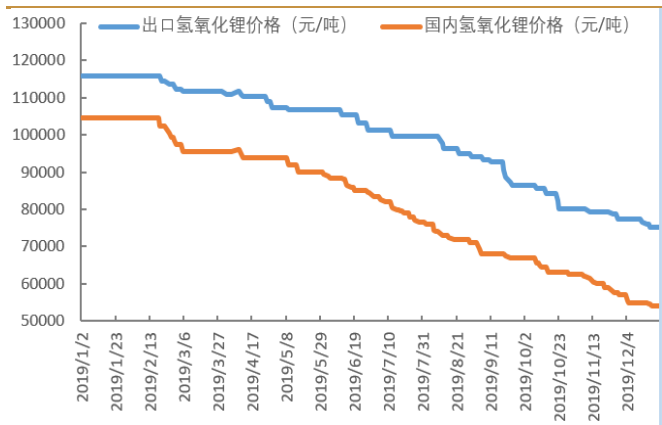
锂盐加工产能				(产能, 吨) 100%权益			
生产基地	主营产品	持股比例	开发情况	2018A	2019E	2020E	2021E
新余本部	电池级碳酸锂	100%	运营	8,000	8,000	8,000	8,000
新余马洪	电池级氢氧化锂	100%	运营	8,000	8,000	8,000	8,000
新余马洪	电池级碳酸锂	100%	运营	15,000	15,000	15,000	15,000
江西宁都	电池级碳酸锂	100%	运营	—	17,500	17,500	17,500
新余马洪	电池级氢氧化锂	100%	运营	20,000	20,000	20,000	20,000
新余马洪	电池级氢氧化锂	100%	运营	—	—	50,000	50,000
奉新、宜春	金属锂	100%	运营	1,600	1,600	1,600	1,600
阿根廷 Cauchari-Olaroz	电池级碳酸锂	50%	建设	—	—	40,000	40,000
合计碳酸锂当量 (LCE, 吨)				56,167	73,657	157,657	157,657

数据来源：公司公告，西南证券整理

氢氧化锂产品竞争力强，进入新能源知名品牌产业链。公司目前电池级氢氧化锂产能为 2.8 万吨/年，到 2020 年公司电池级氢氧化锂产能将达到 6.8 万吨/年。电池级氢氧化锂主要用于 NCA、811 等高镍三元正极材料中，国外也会用于 622 等三元正极材料中。公司电池级氢氧化锂产品已进入国内外知名新能源电池产业链，包括像宁德时代、比亚迪、松下等电池厂和特斯拉、宝马、大众等整车厂。作为上游锂资源供应商，绑定下游终端整车厂客户好处多，最明显的优势就是当整车厂更换了合作的电池供应商后，赣锋作为上游锂盐产品的供应商地位不会改变。

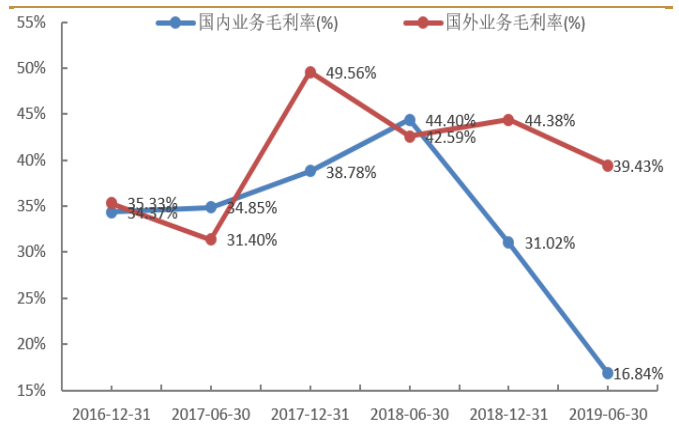
国内外电池级氢氧化锂价格分化明显，公司海外供应为主的结构以及较低的加工成本凸显毛利率优势。国内电池级氢氧化锂的价格已跌至 5.4 万元/吨，而国外氢氧化锂价格虽然也在一路下滑，但仍然处于 7 万元/吨的价位，公司海外供应的电池级氢氧化锂量占氢氧化锂总销量的 60% 以上，同时公司 2018 年投产的 2 万吨/年的氢氧化锂产线固定投资仅 3.7 亿元，投资回收期仅为 1 年，大大降低了加工单吨氢氧化锂的折旧和摊销费用，从而降低了公司氢氧化锂的单吨加工成本，奠定了公司电池级氢氧化锂产品的毛利率优势。

图 14: 国内外电池级氢氧化锂价差拉大



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 2016-2019H1 年公司国内外业务毛利率走势



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3 下游侧重开展固态电池和锂电回收业务, TWS 电池添亮点

固态电池研发中试生产线于 2019 年建成投产后将加速固态锂电池技术的商业化进程。

固态电池的意义在于解决了传统锂电池的两大痛点: 1) 能量密度低; 2) 电池安全性弱。目前公司正在建设第一代固态电池中试生产线, 第一代固态电池已经解决了电池安全性的弱点, 但是能量密度只是目前三元的 1.5 倍, 还没有完全达到固态电池的能量密度的要求, 同时第二代完全版的固态电池已有样品, 能量密度已经翻倍, 还处于实验阶段, 还未到中试阶段。公司目前在和德国大众等整车厂就固态电池等议题上进行合作, 未来将视项目进展情况进行资本开支。

公司通过在东莞桥头镇工业园建设的 3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线及在新余高新区建设的年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池生产线, 为未来固态锂电池的生产奠定基础, 同时 2019 年上半年, 赣锋循环二期项目“12000t/a 三元前驱体扩建项目”启动, 预计建成投产后废旧锂电池处理能力可达 10 万吨。

TWS 电池逐步放量。公司于 2018 年开始布局年产 3000 万只的 TWS 生产线，在 2019 年 Q1 正式投产，目前日出货量达到 5 万只。主要客户有 JBL、漫步者和国内知名手机厂商，主要应用于蓝牙耳机和智能穿戴电池。

表 11：公司下游锂电池相关产业布局情况

锂电池生产基地	主营产品	主要产品	生产线	投产年份
东莞赣锋	广东东莞	全自动聚合物锂电池	全自动聚合物锂电池生产线	2019 年
赣锋电池	江西新余	锂离子动力电池、储能电池及消费型电池	年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池	2016 年
赣锋电子	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池	3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线	2018 年
浙江锋锂	江西新余	第一代固态锂电池	年产亿瓦时第一代固态锂电池研发中试生产线	2019 年
锂电池回收				
赣锋循环	江西新余	锂回收溶液、三元前驱体	5000 吨/年含锂金属废料回收循环利用项目	-
		二期	12000t/a 三元前驱体扩建项目、废旧锂电池处理能力可达 10 万吨	

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019-2021 年电池级碳酸锂价格分别为 7、5.5 和 5.9 万元/吨；

假设 2：2019-2021 年国内电池级氢氧化锂价格分别为 7.7、6.3 和 6.8 万元/吨；

假设 3：2019-2021 年海外电池级氢氧化锂价格分别为 8.9、7.5 和 7.9 万元/吨；

假设 4：2019-2021 年公司锂盐销量折合碳酸锂当量分别为 55000、64000 和 92000 吨。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
锂系列产品	收入	4169.0	4397.0	4213.0	6527.0
	增速	10.5%	5.5%	-4.2%	54.9%
	毛利率	40.0%	27.6%	28.2%	31.1%
锂电池系列产品	收入	376.5	520.0	600.0	700.0
	增速	24.0%	38.1%	15.4%	16.7%
	毛利率	8.3%	8.3%	8.3%	8.6%
其他业务收入	收入	458.4	550.0	700.0	800.0
	增速	20.1%	20.0%	27.3%	14.3%
	毛利率	23.7%	13.6%	14.3%	13.8%
合计	收入	5003.9	5467.0	5513.0	8027.0
	增速	14.2%	9.3%	0.8%	45.6%
	毛利率	36.1%	24.3%	24.2%	27.4%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设,我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 54.7 亿元、55.1 亿元和 80.3 亿元,归母净利润分别为 4.6 亿元、6.9 亿元和 10.8 亿元, EPS 分别为 0.36 元、0.53 元和 0.83 元,对应 PE 分别为 90 倍、61 倍和 39 倍,维持“持有”评级。

表 13: 可比上市公司估值情况

证券代码	证券名称	股价(元) 12月23日	EPS(元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002466.SZ	天齐锂业	29.06	1.93	0.49	1.03	1.65	15	59	28	18
002240.SZ	威华股份	6.87	0.30	0.27	0.34	0.42	24	26	20	17
002460.SZ	赣锋锂业	32.29	0.95	0.36	0.53	0.83	34	90	61	39

数据来源: Wind, 西南证券整理。备注: 天齐锂业和威华股份的 EPS 来自 Wind 一致预期。

5 风险提示

锂化合物价格大幅波动风险,新能源汽车销量不及预期风险,新增产能达产进度不及预期风险、海外运营及股权投资风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5003.88	5467.00	5513.00	8027.00	净利润	1223.88	461.51	689.40	1077.39
营业成本	3197.28	4136.00	4177.00	5830.00	折旧与摊销	149.52	127.05	127.05	127.05
营业税金及附加	30.58	24.60	24.81	36.12	财务费用	81.99	111.07	111.32	114.69
销售费用	82.35	102.23	93.72	134.05	资产减值损失	4.70	0.00	0.00	0.00
管理费用	283.29	382.69	369.37	521.76	经营营运资本变动	-1108.85	-268.08	1.26	-845.41
财务费用	81.99	111.07	111.32	114.69	其他	333.99	119.51	-157.97	4.07
资产减值损失	4.70	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	685.23	551.05	771.06	477.79
投资收益	174.84	180.00	150.00	0.00	资本支出	-1034.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-219.54	-300.00	0.00	0.00	其他	-1325.39	-120.00	150.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2360.04	-120.00	150.00	0.00
营业利润	1370.51	590.40	886.78	1390.38	短期借款	140.97	-1320.84	0.00	0.00
其他非经营损益	16.02	8.96	8.55	8.83	长期借款	386.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	1386.53	599.36	895.33	1399.21	股权融资	3025.64	0.00	0.00	0.00
所得税	162.64	137.85	205.93	321.82	支付股利	-297.30	-244.66	-92.30	-137.88
净利润	1223.88	461.51	689.40	1077.39	其他	-534.86	-381.41	-111.32	-114.69
少数股东损益	0.60	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2720.67	-1946.91	-203.62	-252.58
归属母公司股东净利润	1223.29	461.51	689.40	1077.39	现金流量净额	1053.26	-1515.86	717.45	225.21
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3602.34	2086.48	2803.93	3029.14	成长能力				
应收和预付款项	2048.82	1907.05	1982.29	2911.66	销售收入增长率	14.15%	9.26%	0.84%	45.60%
存货	1904.71	2467.50	2500.03	3486.11	营业利润增长率	-21.89%	-56.92%	50.20%	56.79%
其他流动资产	358.90	374.27	375.80	459.26	净利润增长率	-16.66%	-62.29%	49.38%	56.28%
长期股权投资	1735.53	1735.53	1735.53	1735.53	EBITDA 增长率	-16.41%	-48.28%	35.80%	45.06%
投资性房地产	0.17	0.17	0.17	0.17	获利能力				
固定资产和在建工程	2507.49	2417.77	2328.05	2238.33	毛利率	36.10%	24.35%	24.23%	27.37%
无形资产和开发支出	355.94	321.03	286.13	251.23	三费率	8.95%	10.90%	10.42%	9.60%
其他非流动资产	1006.83	1004.40	1001.98	999.55	净利率	24.46%	8.44%	12.51%	13.42%
资产总计	13520.72	12314.21	13013.90	15110.98	ROE	15.34%	5.80%	8.06%	11.35%
短期借款	1320.84	0.00	0.00	0.00	ROA	9.05%	3.75%	5.30%	7.13%
应付和预收款项	1697.71	1696.63	1789.83	2568.89	ROIC	34.37%	11.17%	15.77%	21.86%
长期借款	706.11	706.11	706.11	706.11	EBITDA/销售收入	32.02%	15.15%	20.41%	20.33%
其他负债	1818.88	1952.29	1961.68	2340.19	营运能力				
负债合计	5543.54	4355.04	4457.62	5615.19	总资产周转率	0.47	0.42	0.44	0.57
股本	1315.08	1292.60	1292.60	1292.60	固定资产周转率	4.36	3.76	4.04	6.30
资本公积	3592.73	3615.22	3615.22	3615.22	应收账款周转率	6.63	5.75	6.03	6.94
留存收益	3466.15	3683.00	4280.11	5219.62	存货周转率	2.25	1.88	1.68	1.95
归属母公司股东权益	7923.64	7905.65	8502.75	9442.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.21%	—	—	—
少数股东权益	53.53	53.53	53.53	53.53	资本结构				
股东权益合计	7977.17	7959.17	8556.28	9495.79	资产负债率	41.00%	35.37%	34.25%	37.16%
负债和股东权益合计	13520.72	12314.21	13013.90	15110.98	带息债务/总负债	49.43%	32.60%	31.85%	25.28%
					流动比率	2.07	2.59	2.79	2.53
					速动比率	1.57	1.65	1.88	1.64
					股利支付率	24.30%	53.01%	13.39%	12.80%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1602.02	828.52	1125.15	1632.12	每股收益	0.95	0.36	0.53	0.83
PE	34.12	90.44	60.54	38.74	每股净资产	6.13	6.12	6.58	7.30
PB	5.27	5.28	4.91	4.42	每股经营现金	0.53	0.43	0.60	0.37
PS	8.34	7.63	7.57	5.20	每股股利	0.23	0.19	0.07	0.11
EV/EBITDA	25.26	48.15	34.82	23.87					
股息率	0.71%	0.59%	0.22%	0.33%					

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 指数涨幅在-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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn