

赣锋锂业(002460.SZ)

加码资源布局, 氢氧化锂产能再上台阶

评级: 买入/有色行业

分析师: 谢鸿鹤

电话: 021-20315185

邮箱: xiehh@r.qlzq.com

S0740517080003

分析师: 李翔

电话: 0755-22660869

邮箱: lixiang@r.qlzq.com

S0740518110002

### 投资要点

- **事件:** 1、公司2月8日发布公告, 拟发行可转债募集资金总额不超过21.08亿元, 募集资金将投资于认购Minera Exar公司部分股权(已持有Minera Exar 50%股权, 募集资金置换前期已投入自筹资金)、万吨锂盐改扩建项目以及补流; 2、公司全资孙公司荷兰赣锋以自有资金1600万美元再认购阿根廷Minera Exar约1400万股新股, 完成交易后将持有Minera Exar 51%的股权, 并且同意荷兰赣锋按持股比例再对阿根廷Minera Exar公司进行增资, 增资金额不超过2亿美元; 3、全资子公司赣锋国际增资RIM, 交易金额不超过5000万澳元, 用于优化Mt Marion 锂辉石矿项目的采矿选矿工艺。
- **公司再次加码资源布局, 进一步巩固资源壁垒。** 公司从锂盐深加工业务起步, 上游资源一度在发展初期是限制公司发展的瓶颈环节, 但自2011年起, 公司收购国际锂业9.9%的股权, 开始布局上游锂资源, 后续通过持续投资RIM(50%)、Pilbara(8.37%)、Minera Exar(上述两笔交易完成后达到51%, Cauchari-Olaroz项目59.45%权益)等公司, 不断加大原料端布局, 形成了稳定、优质以及多元化的原材料供应体系。在锂资源经过18-19年大幅回落之后, 当前位于行业周期底部, 公司再次通过可转债等方式布局优质资源, 进一步巩固资源壁垒:
  - **加码布局南美优质盐湖。** Minera Exar拥有位于阿根廷Jujuy省的Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目, 其卤水矿资源的品质较高, 杂质含量较低, 规划产能年产4万吨电池级碳酸锂计划于2021年投产, 投产后Cauchari-Olaroz项目有望成为全球生产成本最低的卤水提锂项目之一, 现金成本可以媲美Actama盐湖。交易完成后, 公司将拥有权益锂资源量超过2000万吨LCE。
  - **增资RIM, 优化Marion采选工艺, 进一步保证优质锂辉石原料供给。** Mount Marion项目是公司现用的主要锂资源, 该矿山2017年2月进入商业化生产, 锂精矿产能45万吨, 公司自2014年收购RIM股权起, 不断加大投资, 现有50%权益, 此次增资用于优化Mt Marion 锂辉石矿项目的采矿选矿工艺, 截止2019Q4, 该矿山6%精矿产量占比达到60%以上, 随着采选工艺的进一步优化, 或有利于提升高品位精矿的产销占比, 保证为公司生产提供所需的更为优质的锂辉石原料。

**图表 1: 公司旗下资源布局情况**

公司	矿产资源	国家	资源类型	品位	权益	资源量(万吨LCE)	权益资源量(万吨LCE)
RIM	Mount Marion	澳大利亚	锂辉石	1.37%	50.00%	270	135
Pilbara	Pligangoora	澳大利亚	锂辉石	1.27%	8.37%	708	59
江西锂业	宁都河源	中国	锂辉石	1.03%	100.00%	10	10
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	阿根廷	卤水	592mg/L	59.45%	2,458	1,461
Bacanora	Sonora	墨西哥	锂黏土	-	22.50%	882	198
国际锂业	Mariana	阿根廷	卤水	306mg/L	82.75%	190	157
BLL	Avalonia	爱尔兰	锂辉石	-	55.00%	-	-
合计						4,518	2,021

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: Mount Marion 产销情况**

项目	单位	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
矿石开采量	千吨	737	799	706	738	757	668	727	804
锂精矿产量	千吨	105	109	111	115	107	90	115	124
锂精矿销量	千吨	86	95	91	94	111	81	95	99
产销率	%	82%	87%	82%	82%	104%	90%	83%	80%
销售均价	美元/吨	901	962	1,071	931	792	682	609	521
6%品位产量	千吨	56.7	70.85	76.59	81.65	70.62	62.1	73.6	76.88
6%品位产量占比	%	54%	65%	69%	71%	66%	69%	64%	62%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 3: 公司通过包销形式实现优质充裕的锂原料供给**

公司	矿产资源	产品	产能 (万吨/年)	投产时间	合作方式	备注
RIM	Mount Marion	锂精矿	45	已投产	包销	包销全部产出, 2020年后每年包销不少于19.26万吨的锂精矿
Pilbara	Pligangoora	锂精矿	一期: 33 二期: 80-85 三期: 120	已投产 2020Q4 2021Q2	包销	包销一期每年16万吨, 二期7.5万吨, 可额外包销另外7.5万吨
江西锂业	宁都河源	锂精矿	1	已投产	运营开采	宁都河源矿由公司负责营运和开采
Minera Exar	Cauchari-Olaroz	碳酸锂	一期: 4	2021H1	包销	包销一期每年77.5%的产出
Bacanora	Sonora	碳酸锂	一期: 1.75	2021	包销	包销一期每年的50%产出, 有权增加项目二期每年产出包销比例至75%
国际锂业	Mariana	-	-	-	-	完成预可研和可研工作
BLL	Avalonia	-	-	-	-	勘探中

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **“万吨锂盐改扩建项目”正在推进, 氢氧化锂产能再上台阶。** 1、公司为国内极少数能够进入到全球核心动力电池产业链公司之一: 公司相继与全球核心动力电池、主机厂签订战略供货协议, 一是与全球动力电池龙头 LG 合作, 2019年-2025年, 公司向 LG 化学销售共计 9.26 万吨电池级锂产品; 二是与全球标杆电动车主机厂特斯拉合作, 特斯拉年采购数量约为公司电池级氢氧化锂当年总产能的 20%; 三是与欧洲汽车巨头大众、宝马合作, 分别签署战略合作备忘录与长期供货协议。2、面对全球核心动力电池产业链旺盛需求, 公司氢氧化锂产能再上台阶: 2018年中已投产 2 万吨氢氧化锂产能, 并 2018Q4 投产 1.75 万吨碳酸锂产能, 当前公司将再通过“万吨锂盐改扩建项目”——5 万吨电池级氢氧化锂项目, 实现氢氧化锂产能将再上台阶, 以匹配中下游旺盛需求, 该项目将在今年投产, 也就是 2020 年形成 7 万吨氢氧化锂产能。

**图表 4: 公司通过包销形式实现优质充裕的锂原料供给**

客户	签订时间	国家	类型	具体内容	
LG		2018/8/14	韩国	供货合同	2019年-2025年, 公司向LG化学销售共计9.26万吨电池级锂产品
特斯拉		2018/9/20	美国	战略合作协议	自2018年1月1日起至2020年12月31日(可延期三年), 特斯拉指定其电池供应商向公司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%
德国大众		2019/4/7	德国	战略合作备忘录	公司未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品, 双方在电池回收和固态电池等未来议题上进行合作
德国宝马		2019/12/12	德国	长期供货协议	公司将于2020年-2024年(之后双方同意可延长)向德国宝马指定的电池或正极材料供应商供应锂化工产品的品种和具体数量, 价格依据市场价格变化调整

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **产业链核心企业协同共进, 打造供应链体系高壁垒。** 目前, 在政策推动以及技术突进下, 新能源汽车以及电池企业快速成长且头部集中愈发明显, 对全供应链的稳定性和连续性要求不断提升; 而锂盐上游端, 经历 15-17 年牛市后, 锂盐供应企业不断增多的同时产品、资源卡位等差异亦在不断加大, 如何双向匹配, 做到“门当户对”; 是行业内企业都在做的事情。产业链两端“从量到质”的变化, 推动锂盐告别纯粹“量的野蛮生长”, 步入更加注重精细与稳定品质的后野蛮放量时代。公司作为锂业龙头, 在品质、资源、规模以及稳定的供应体系等方面能够

满足标杆客户的高要求，竞争优势随着产业与资本多层次不断的战略合作也愈发显著。这也构成了公司未来快速发展的基石。

- **行业“出清”信号不断，供需结构大幅改善，锂价或面临上行风险。**西澳矿山减产不断，2019年Q4，澳洲西部矿山（不包含Greenbush）锂精矿合计产量为22.90万吨，环比下滑9.77%，另外南美盐湖放缓扩产节奏，2020-2022年锂供需结构边际改善（已将氢氧化锂折算为碳酸锂当量），锂过剩占比由15%附近回落至2%左右，虽处于过剩状态，但考虑到补库周期后，价格其实面临更多的是上行风险。

**图表 5：碳酸锂供需平衡表预测**

碳酸锂供需平衡预测		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
供应	吨/年	159,040	194,775	233,560	280,342	320,068	348,977	417,202	478,224
	Change%		22%	20%	20%	14%	9%	20%	15%
需求	吨/年	176,882	202,531	217,033	237,669	271,780	330,685	402,228	470,058
	Change%		15%	7%	10%	14%	22%	22%	17%
供需缺口 (+过剩/-不足)	(吨/年)	-17,842	-7,756	16,527	42,673	48,288	18,292	14,973	8,165
	供需缺口所占比例	-10%	-4%	8%	18%	18%	6%	4%	2%
库存需求	吨/年	-4,427	9,178	36,522	60,984	-63,299	21,608	39,453	60,602
供需缺口 (+过剩/-不足, 考虑库存)		-13,414	-16,934	-19,995	-18,312	111,587	-3,316	-24,479	-52,436

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **投资建议：**在2019/2020/2021年电池级碳酸锂市场均价分别为6.9/6/6.5万/吨、电池级氢氧化锂市场均价分别为8.4/7/7.5万/吨的价格假设下，我们预计公司2019/2020/2021年归母净利润分别为4.63/10.01/14.69亿元，对应EPS分别为0.35/0.75/1.10元（考虑2017年12月发行的可转债转股摊薄），目前股价对应的PE估值水平则分别为133X/63X/43X。维持“买入”评级。

**图表 6：公司业绩弹性及估值测算**

电池级碳酸锂价格假设 (万/吨)	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8	8.5	9	9.5	10
对应电池级氢氧化锂价格 (万/吨)	6	6.5	7	7.5	8	8.5	9	9.5	10	10.5	11
公司归母净利润测算 (亿)	5.10	8.29	11.49	14.69	17.89	21.10	24.30	27.51	30.72	33.93	37.14
EPS	0.38	0.62	0.86	1.10	1.34	1.58	1.82	2.06	2.30	2.54	2.78
PE	123	76	55	43	35	30	26	23	20	18	17

来源：公司公告，中泰证券研究所，备注：弹性测算以2021年预估产销数据为基础进行计算

- **风险提示：**项目推进不及预期；新能源汽车销量不及预期；锂价超预期回落。

**图表 7: 公司财务报表及预测**

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2844.12	4383.45	5003.88	5373.60	7254.04	8307.39
减: 营业成本	1860.90	2609.42	3197.28	4201.75	5367.18	5783.51
营业税金及附加	20.99	48.58	30.58	24.42	32.96	37.75
营业费用	50.87	53.21	82.35	101.80	137.42	157.38
管理费用	101.87	174.94	283.29	278.90	376.49	431.16
财务费用	14.79	60.95	92.94	100.31	135.42	155.08
资产减值损失	238.41	29.53	4.70	1.81	0.00	0.00
加: 投资收益	22.32	257.48	174.84	152.32	57.57	80.33
公允价值变动损益	-0.12	21.04	-219.54	-194.54	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	578.47	1685.34	1268.03	622.41	1262.13	1822.83
加: 其他非经营损益	-41.52	-16.25	16.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	536.95	1669.09	1284.05	622.41	1262.13	1822.83
减: 所得税	69.66	248.33	138.60	89.12	166.41	245.03
净利润	467.29	1420.76	1145.45	533.29	1095.72	1577.80
减: 少数股东损益	1.05	-0.50	0.60	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	466.24	1421.26	1144.86	462.80	1000.57	1468.84
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	-39.54	1735.11	3196.79	2991.76	3627.02	5968.20
应收和预付款项	680.32	1157.31	2048.82	1514.30	3248.02	2149.08
存货	534.35	914.83	1904.71	1800.63	2932.46	2167.77
其他流动资产	62.15	258.33	344.12	344.12	344.12	344.12
长期股权投资	419.50	795.04	1735.53	1735.53	1735.53	1735.53
投资性房地产	0.22	0.19	0.17	0.10	0.04	0.00
固定资产和在建工程	1147.24	1573.61	2595.33	2284.38	1975.24	1666.10
无形资产和开发支出	270.31	317.42	355.94	316.71	277.47	238.24
其他非流动资产	474.56	735.18	449.02	436.89	424.77	424.77
资产总计	3549.10	7487.03	13027.29	11973.62	15171.43	15380.89
短期借款	438.63	1179.87	1320.84	0.00	522.03	0.00
应付和预收款项	463.96	1214.62	2043.53	1894.08	2741.63	2151.16
长期借款	56.00	987.12	1419.57	1419.67	2347.39	2347.39
其他负债	100.00	62.25	266.18	266.18	266.18	266.18
负债合计	1058.60	3443.86	5050.12	3579.93	5877.22	4764.73
股本	752.70	741.77	1315.08	1315.08	1337.03	1337.03
资本公积	712.36	552.28	2907.56	2907.56	2885.61	2885.61
留存收益	1023.24	2743.16	3701.00	4117.53	5018.04	6339.99
归属母公司股东权益	2488.29	4037.20	7923.64	8340.17	9240.68	10562.63
少数股东权益	2.22	5.97	53.53	53.53	53.53	53.53
股东权益合计	2490.51	4043.17	7977.17	8393.70	9294.21	10616.16
负债和股东权益合计	3549.10	7487.03	13027.29	11973.62	15171.43	15380.89
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	655.94	511.28	696.18	1457.90	-608.63	3135.17
投资性现金净流量	-884.26	-840.19	-2360.04	-194.54	0.00	0.00
筹资性现金净流量	230.92	2336.66	2720.67	-1468.39	1243.89	-793.99
现金流量净额	3.78	2003.58	1064.21	-205.03	635.25	2341.18

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。