

投资评级 优于大市 **首次覆盖**
股票数据

01 月 20 日收盘价(元)	42.56
52 周股价波动(元)	19.21-44.97
总股本/流通 A 股(百万股)	1293/786
总市值/流通市值(百万元)	55013/41982

相关研究
市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	36.7	67.7	90.4
相对涨幅(%)	32.5	60.6	82.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 施毅

Tel: (021) 23219480

Email: sy8486@htsec.com

证书: S0850512070008

分析师: 甘嘉尧

Tel: (021) 23154394

Email: gjy11909@htsec.com

证书: S0850520010002

分析师: 陈晓航

Tel: (021) 23154392

Email: cxh11840@htsec.com

证书: S0850519090003

联系人: 郑景毅

Email: zjy12711@htsec.com

资源、技术共同构成核心竞争力

投资要点:

- 资源、技术共同构成核心竞争力。**公司实际控制人为李良彬先生,截至 2019 年三季度末,李良彬先生直接持有公司约 20.9% 股权。公司下属子公司涵盖资源勘探开发、锂盐加工、电池制造及回收以及产业投资领域。其中对公司净利润影响达到 10% 以上的子公司包括宜春赣锋锂业和奉新赣锋锂业。公司及下属子公司共同构建起一个锂行业全产业链布局的产业集团。公司营业收入以锂系列产品为主,2018 年锂系列产品收入占到销售收入的 83.32%。值得关注的是,公司在 2018 年境外销售的占比由 15.72% 快速提升至 38.07%,我们认为这显示公司的产品更多的进入了海外客户供应链。2018 年海外销售的毛利率为 44.38%,超过国内销售约 13 个百分点。到 2019 年上半年这一差距被进一步拉开,公司海外销售毛利率达到 39.43%,超过国内销售约 22.6 个百分点。我们认为海外销售占比的持续提升反映了公司产品结构优化,高毛利率则体现了公司在业内竞争中抢到了优质的客户群体。
- 锂价筑底,氢氧化锂或成行业主线。**在国内碳酸锂及氢氧化锂价格持续下行的背景下,氢氧化锂的出口与国产价格价差扩大。我们注意到截止 2019 年 11 月,氢氧化锂出口价格约在 8.2 万元/吨左右,与国内价格 5 万元均价约有 3 万元价差。可以看到国产氢氧化锂价格在 2018 年 4 月达到高点后出现明显下行,此后出口价差出现反转。据 SMM 预测,2019 年国内氢氧化锂产能将达到约 6.9 万吨。但通过海外车企认证,并能持续稳定供货的企业,我们认为目前仅有赣锋锂业、天齐锂业、雅宝和 Livent 四家企业。由于通过车企认证的难度颇大,我们认为 2020 年新增的优质氢氧化锂供给较少。
- 财务状况良好,二期可转债进行中。**截至 2019 年三季报,赣锋锂业拥有 20 亿元的货币资金,资产负债率为 42%,整体负债情况较为健康。2019 年前三季度公司净利润率为 8%,归母净利润约 3.3 亿元,扣非后归母净利润约为 5.8 亿元。融资方面,公司拟发行不超过 21.5 亿元可转换公司债券。募集资金将用于认购 Minera Exar 公司部分股权项目、万吨锂盐改扩建项目以及补充流动资金。目前发行可转债申请已获得证监会受理。
- 盈利预测与评级。**公司现有业务盈利能力强,我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.30、0.82 和 1.38 元/股。基于公司目前领先的行业地位,给予公司 2020 年 55-60 倍市盈率,对应价值区间 45.10-49.20 元;我们预计公司 2020 年每股净资产为 7.23 元,给予公司 PB (2020) 6.5-7 倍,对应价值区间 47.00-50.61 元。结合两种估值方法,对应合理价值区间 45.10-49.20 元,“优于大市”评级。
- 风险提示。**出口氢氧化锂价格下行风险。新能源汽车销量不及预期。公司 TWS 业务产能扩产速度低于预期,公司 TWS 业务销售情况差于预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4383	5004	4543	5219	7824
(+/-)YoY(%)	54.1%	14.2%	-9.2%	14.9%	49.9%
净利润(百万元)	1469	1223	394	1056	1784
(+/-)YoY(%)	216.4%	-16.7%	-67.8%	168.2%	68.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.14	0.95	0.30	0.82	1.38
毛利率(%)	40.5%	36.1%	28.1%	33.2%	35.4%
净资产收益率(%)	36.4%	15.4%	4.8%	11.3%	16.1%

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 资源、技术共同构成核心竞争力	5
1.1 高管持股，团队凝聚力强	5
1.2 高毛利率的海外销售部分占比提升	6
1.3 构建“赣锋生态系统”	6
1.4 主力矿为全球第二大投运的锂辉石矿山	7
1.5 资源+加工，产能全线扩张	8
2. 锂价筑底，氢氧化锂或成行业主线	9
2.1 碳酸锂价格位于历史底部，出口氢氧化锂价格维稳	9
2.2 高品质氢氧化锂供给增量有限	10
2.3 高镍车型销量增速快，氢氧化锂需求有望增长	10
3. 财务状况良好，二期可转债进行中	11
4. 盈利预测与评级	12
5. 风险提示	14
财务报表分析和预测	15

图目录

图 1	赣锋锂业大股东持股情况及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司	5
图 2	赣锋锂业发展历程.....	5
图 3	赣锋锂业业务布局.....	6
图 4	赣锋锂业全球布局情况	7
图 5	国内工业级碳酸锂价格（元/吨）	9
图 6	氢氧化锂出口与国产价格变化（元/吨）	9
图 7	赣锋锂业 PE BAND（TTM，倍）	11
图 8	赣锋锂业 PB 情况（LF，倍）	12

表目录

表 1	赣锋锂业营业收入情况	6
表 2	Mt Marion 项目资源情况 (截至 2016 年 10 月)	7
表 3	Cauchari-Olaroz 项目资源情况 (2019 年 12 月公告)	8
表 4	2019 年宁德时代 811 电池装机情况 (MWh)	10
表 5	赣锋锂业 2019 年 Q3 财务指标	11
表 6	可转债募集资金用途	12
表 7	赣锋锂业分产品毛利率预测 (万元)	13
表 8	可比公司估值对比	13

1. 资源、技术共同构成核心竞争力

1.1 高管持股，团队凝聚力强

公司实际控制人为李良彬先生，截至 2019 年三季度末，李良彬先生直接持有公司约 20.9% 股权。公司副总裁及以上的高管团队全部持有公司股份，截至 2019 年中报，公司副董事长王晓申先生持股约 1 亿股，其余高管持股在 23 万股到 1427 万股间不等。我们认为高管持股有助于增强公司凝聚力，稳定管理团队。

公司下属子公司涵盖资源勘探开发、锂盐加工、电池制造及回收以及产业投资领域。其中对公司净利润影响达到 10% 以上的子公司包括宜春赣锋锂业和奉新赣锋锂业。公司及下属子公司共同构建起一个锂行业全产业链布局的产业集团。

图1 赣锋锂业大股东持股情况及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司



资料来源：赣锋锂业 2019 年半年报，海通证券研究所

公司自 2000 年成立以来，一直着力于提升提锂技术。在 2015 年收购 RIM 25% 的股权后，公司不断增加资源储备，陆续将 RIM 项目股权增持到 50%、取得了 Pilbara 6.86% 的股权、取得了 Minera Exar 公司 50% 权益，补上了上游资源端的短板。目前公司矿石原料已经实现了稳定供给，对于 Mt Marion、Pilbara 等主要矿石来源，公司已经取得了一定的股权和稳定的包销协议。

图2 赣锋锂业发展历程



资料来源：赣锋锂业官网，海通证券研究所

1.2 高毛利率的海外销售部分占比提升

公司营业收入以锂系列产品为主,2018 年锂系列产品收入占到销售收入的 83.32%。值得关注的是,公司在 2018 年境外销售的占比由 15.72%快速提升至 38.07%,我们认为这显示公司的产品更多的进入了海外客户供应链。2018 年海外销售的毛利率为 44.38%,超过国内销售约 13 个百分点。到 2019 年上半年这一差距被进一步拉开,公司海外销售毛利率达到 39.43%,超过国内销售约 22.6 个百分点。我们认为海外销售占比的持续提升反映了公司产品结构优化,高毛利率则体现了公司在业内竞争中抢到了优质的客户群体。

表 1 赣锋锂业营业收入情况

	2019 年 H1		2018 年		2017 年	
	金额 (百万元)	占销售收入比例	金额 (百万元)	占销售收入比例	金额 (百万元)	占销售收入比例
锂系列产品	2263.77	80.21%	4168.99	83.32%	3730.99	85.12%
锂电池系列产品	266.77	9.45%	376.53	7.52%	286.35	6.53%
其他	291.87	10.34%	458.36	9.16%	366.11	8.35%
境内	1789.83	63.41%	3098.78	61.93%	3694.22	84.28%
境外	1032.58	36.59%	1905.11	38.07%	689.23	15.72%

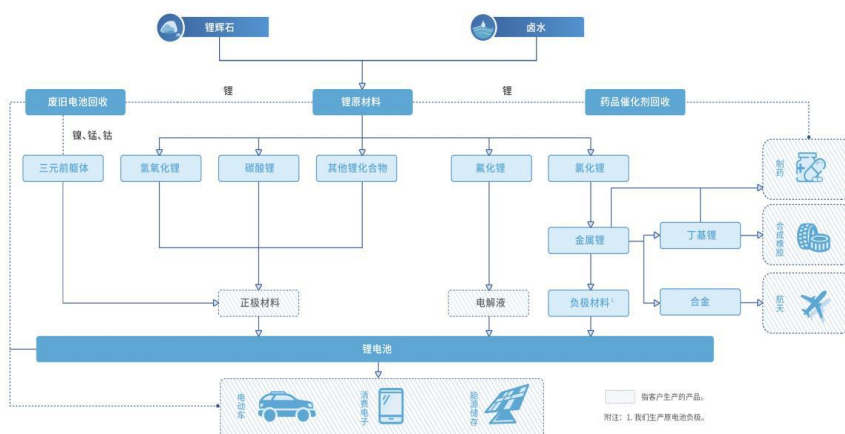
资料来源: 赣锋锂业 2019 年半年报, 2018 年年报, 海通证券研究所

1.3 构建“赣锋生态系统”

赣锋锂业是全球第三大及中国最大的锂化合物生产商,拥有五类逾 40 种锂化合物及金属锂产品的生产能力,是锂系列供应最齐全制造商之一,完善的产品供应组合能够满足客户独特且多元化的需求。

公司所构建的“赣锋生态系统”涵盖 (1) 上游锂资源提取; (2) 锂化合物的深加工; (3) 金属锂生产; (4) 锂电池生产; (5) 锂二次应用及回收。公司产品广泛应用于电动汽车、化学品及制药等应用领域,大部分客户均为各自行业的全球领军者。

图3 赣锋锂业业务布局



资料来源: 赣锋锂业 2018 年报, 海通证券研究所

1.4 主力矿为全球第二大投运的锂辉石矿山

在上游资源领域，公司通过在全球范围内的锂矿资源布局，分别在澳大利亚、阿根廷、爱尔兰和我国青海、江西等地，掌控了多处优质锂矿资源，形成了稳定、优质、多元化的原材料供应体系。大部分矿产资源签订了长期采购协议。公司现用的主要锂资源为澳大利亚 Mount Marion 项目。公司通过持续投资上游锂资源公司，保障与巩固了锂原材料的稳定及优质供应。

图4 赣锋锂业全球布局情况



资料来源：赣锋锂业 2018 年年报，海通证券研究所

Mt Marion 项目位于澳洲西部，是世界上第二大投运的锂辉石矿山。项目控制及推断的资源量为 270 万吨 LCE，平均氧化锂含量为 1.37%。2020 年该项目计划产量为 36-38 万吨锂精矿。

表 2 Mt Marion 项目资源情况（截至 2016 年 10 月）

类别	矿石量（百万吨）	氧化锂（%）	氧化铁（%）
指示资源	28.9	1.35	1.06
推断资源	48.9	1.38	1.10
总资源量	77.8	1.37	1.09

资料来源：《关于参股子公司澳大利亚 RIM 公司的勘探进展公告》，海通证券研究所

公司在 Mt Marion 项目订立了长期包销协议，于 2017 年至 2019 年可包销 Mt Marion 生产的全部锂精矿，和 2020 年后每年包销不少于 192570 吨的锂精矿。如日后出现锂原材料的其他需求，公司将进一步勘探以扩大 Mt Marion 的锂资源规模。

在中游加工能力方面，公司当前锂盐生产基地主要有三处：基础锂厂、万吨锂盐工厂及位于宁都的碳酸锂工厂。

1) 基础锂厂目前的产品主要为年产 8000 吨的高纯度电池级碳酸锂；

2) 万吨锂盐工厂是公司目前主要的生产基地，拥有碳酸锂产能 15000 吨（2017 年投产）；氢氧化锂产能 31000 吨（一期 11000 吨，2014 年投产；二期 20000 吨，2018 年投产）；同时公司在万吨锂盐厂开建三期氢氧化锂产线，设计产能为 50000 吨，预计 2020 年建成投产；

3) 公司宁都的碳酸锂产线产能为 17500 吨，2018 年底建成投产。

1.5 资源+加工，产能全线扩张

2020-2022 年内，公司在上游资源、锂盐加工以及电池制造方面均有扩产计划。

上游资源方面，公司位于阿根廷胡胡伊省的 Cauchari-Olaroz 盐湖项目预计 2020 年底完工，2021 年初投入生产。该项目含锂卤水储量为 11.8 百万吨 LCE。公司获得了 Cauchari-Olaroz 一期规划产能年产 2.5 万吨电池级碳酸锂中 77.5% 的产品包销权。

表 3 Cauchari-Olaroz 项目资源情况（2019 年 12 月公告）

描述	平均锂浓度（mg/L）	锂含量（吨）	碳酸锂当量（吨）
实测资源量	591	667800	3554700
指示资源量	592	3061900	16298000
实测与指示资源量合计	592	3729700	19852700
推测资源量	592	887300	4722700

资料来源：《关于阿根廷 Minera Exar 公司 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目资源量更新公告》，海通证券研究所

在储备项目方面，公司于 2019 年 10 月认购了 Bacanora 公司及其旗下锂黏土项目公司 Sonora 部分股权。交易完成后，上海赣锋持有 Bacanora 公司 29.99% 的股权，持有 Sonora 公司 22.5% 的股权。公司取得包销权对 Sonora 项目一期每年的 50% 锂产品产出进行包销，且公司拥有选择权增加其项目二期每年的锂产品包销比例至 75%。公司将协助 Bacanora 完成项目层面的 EPC 工程设计，以及 Sonora 项目的后续建设和调试，项目预计在 2021 年投产。

在锂盐加工方面，公司正在建设年产 5 万吨电池级氢氧化锂的三期项目，该项目计划于 2020 年年底投产，投产后公司电池级氢氧化锂产能将达到 8 万吨。值得注意的是，该项目投资额仅为 7.66 亿元，对应单吨产能投资额约为 1.5 亿元。我们认为得益于公司优秀的管理团队带来的成本控制能力，在该项目后续的折旧过程中，公司将持续受益。公司将根据未来锂产品的市场需求变化和评估选择扩充产能，并计划于 2025 年形成年产 10 万吨矿石提锂、10 万吨卤水提锂的 LCE 产能。

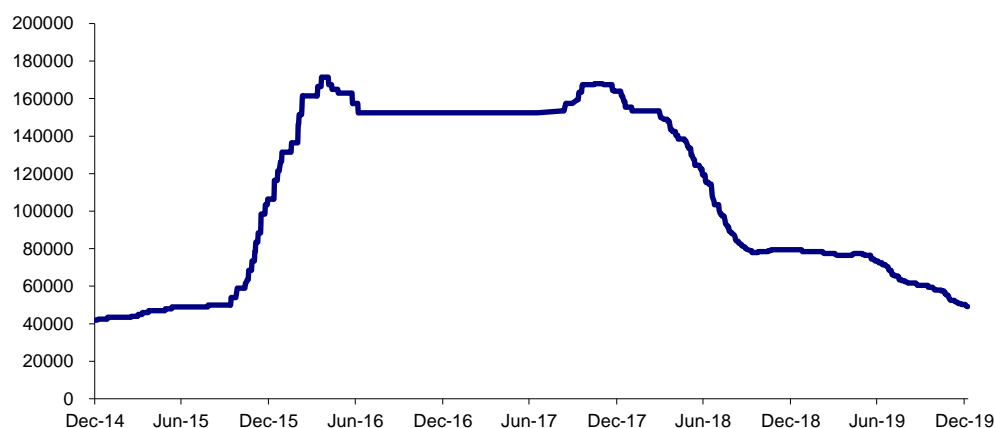
在电池制造方面，公司于 2018 年年初开始布局 TWS 生产线，并于 2019 年一季度正式投产。目前公司 TWS 扣式电池日出货量 5 万只，订单量很大，供不应求。在固态电池方面，公司拟进一步开发及升级现有锂电池生产，开展新一代固态锂电池技术研发和产业化建设。公司通过在东莞桥头镇工业园建设的 3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线及在新余高新区建设的年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池生产线，不断汇聚人才、积累专业知识及技术，为未来固态锂电池的生产奠定坚实基础。第一代固态锂电池研制品已通过多项第三方安全测试和多家客户送样测试，公司投资建设的年产亿瓦时级第一代固态锂电池研发中试生产线，计划于 2019 年下半年建成投产，将加速固态锂电池技术的商业化进程。

2. 锂价筑底，氢氧化锂或成行业主线

2.1 碳酸锂价格位于历史底部，出口氢氧化锂价格维稳

锂产品价格经历了 2015-2016 年的价格上涨后，在 2018 年快速下跌。2018 年 Q3 至 2019 年 Q2，碳酸锂价格一度趋稳。从 2019 年 6 月底开始，工业级碳酸锂价格开始了新一轮下跌，截至 2020 年 1 月 7 日，工业级碳酸锂报价 4.92 万元/吨，相比 2019 年年初的 7.95 万元/吨下降约 38%。目前国内碳酸锂价格已接近 2015 年锂价启动上涨之前的水平。

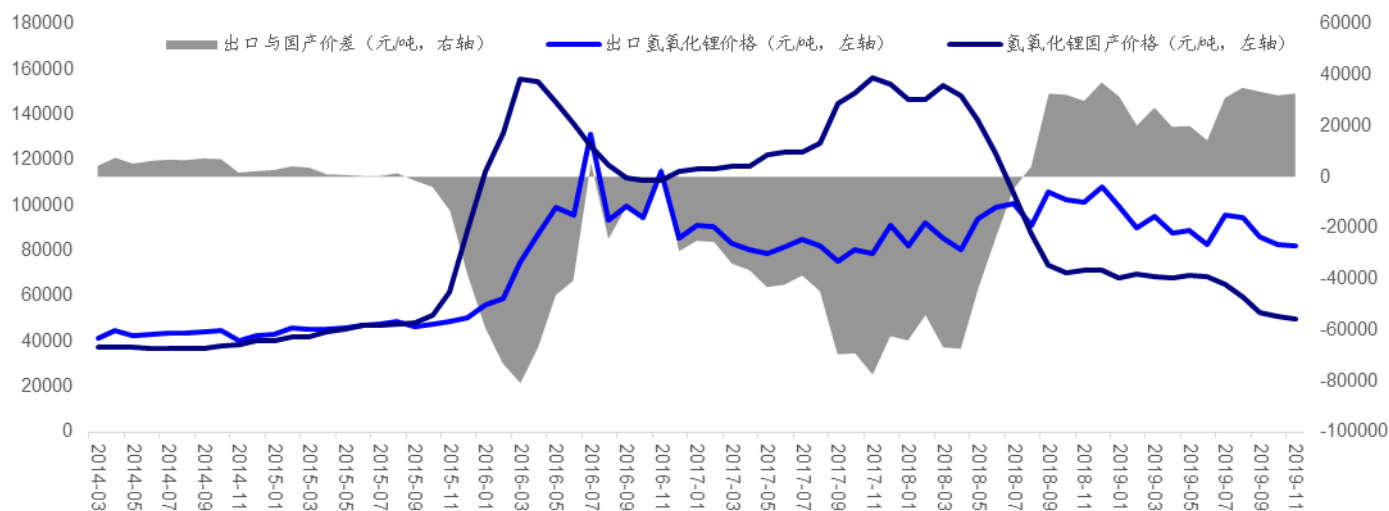
图5 国内工业级碳酸锂价格 (元/吨)



资料来源：Wind，海通证券研究所

在国内碳酸锂及氢氧化锂价格持续下行的背景下，氢氧化锂的出口与国产价格价差扩大。我们注意到截止 2019 年 11 月，氢氧化锂出口价格约在 8.2 万元/吨左右，与国内价格 5 万元均价约有 3 万元价差。可以看到国产氢氧化锂价格在 2018 年 4 月达到高点后出现明显下行，此后出口价差出现反转。

图6 氢氧化锂出口与国产价格变化 (元/吨)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2 高品质氢氧化锂供给增量有限

据 SMM 预测, 2019 年国内氢氧化锂产能将达到约 6.9 万吨。但通过海外车企认证, 并能持续稳定供货的企业, 我们认为目前仅有赣锋锂业、天齐锂业 (奎纳纳项目)、雅宝和 Livent 四家企业。由于通过车企认证的难度颇大, 我们认为 2020 年新增的优质氢氧化锂供给较少。

车企的认证通过难度方面, 我们认为主要有三点。第一是技术难度大, 下游厂商要求氢氧化锂产品稳定性好; 产品中碱性金属、磁性物质等杂质含量低等。我们认为车企在产品品质要求上已经超出了行业目前电池级的标准。第二是产能要求大, 投资高。以赣锋锂业与 LG 化学签署的供货合同为例, 2019 年-2025 年需要向 LG 化学销售合计 9.26 万吨锂盐产品, 每年平均供货量约为 1.32 万吨。考虑到采购量的波动, 我们认为下游客户对锂盐厂产能的要求还会高于采购量, 因此, 对锂盐厂的产能要求高。第三是原料供应稳定性。目前澳洲锂辉石矿山中产能较大的 Greenbushes、MT Marion 和 Pilbara 已分别被天齐锂业、赣锋锂业和 CATL 拿下了大股东地位。赣锋锂业拥有 MT Marion 和 Pilbara 产品的包销权。因此其他锂盐厂要通过认证, 在资源保障上需要面对龙头企业的壁垒。

2.3 高镍车型销量增速快, 氢氧化锂需求有望增长

由于高镍电池在能量密度和降成本方面的优势, 我们认为当高镍电池商用的技术突破后, 车企和电池企业都有动力去推进电池的高镍化。从电池企业的角度, 高镍电池可以降低正极材料中高价元素钴的用量, 成本控制能力提升。

据 SMM 援引电动汽车观察家数据, 从动力电池龙头企业 CATL 的出货量情况来看, 2019 年年初 CATL 还几乎没有 811 电池装机, 到 2019 年 8 月后连续 3 个月装机比例超过 10%, 2019 年 9 月 811 电池占到 CATL 总装机量的 17.2%。据 OFweek 锂电网援引电池中国网, 截至 2019 年年底, 国内的宁德时代、国轩高科、比克动力、力神电池、远景 AESC、蜂巢能源、塔菲尔、万向一二三、亿纬锂能、孚能科技、比亚迪、桑顿新能源、远东福斯特、卡耐新能源, 国外的 LG 化学、SKI、三星 SDI 等电池企业都布局了 NCM 811。我们认为在高镍电池技术成熟的背景下, 2020 年包括 CATL 在内的龙头电池企业将会继续推动高镍电池上车, 进而使得原先使用碳酸锂的电池需求转为氢氧化锂。

表 4 2019 年宁德时代 811 电池装机情况 (MWh)

储能装置单体型号	201902	201903	201904	201905	201906	201907	201908	201909	201910
AAH385	-	-	11.87	26.77	23.73	10.79	9.37	6.26	16.23
CE360	-	-	-	-	-	-	0.07	1.02	16.29
ELE8A3	-	0.06	1.59	7.35	152.37	168.66	376.42	370.41	267.43
LAE8A3	1.47	8.63	36.40	40.01	2.54	8.90	9.34	25.87	24.79
宁德时代 811 总计	1.47	8.69	49.85	74.13	178.64	188.34	395.21	403.56	324.73
宁德时代装机合计	2155.39	1022.97	2296.12	2553.23	2504.39	3292.52	3126.22	2347.62	2254.70
在宁德时代总装机量占比	0.1%	0.8%	2.2%	2.9%	7.1%	5.7%	12.6%	17.2%	14.4%
乘用车装机合计	3530.13	1904.12	4100.81	4061.83	3983.74	4839.65	2222.69	2893.77	3026.34
在乘用车总装机量占比	0.0%	0.5%	1.2%	1.8%	4.5%	3.9%	17.8%	13.9%	10.7%

资料来源: SMM, 电动汽车观察家, 海通证券研究所

再从车企的角度, 由于高镍电池的能量密度更高, 在同等质量下可以储存更多的电量, 进而实现更高的续航里程。此外降低钴元素的用量, 我们认为也可以提高电池原材料的供给稳定性, 这对于车企的供应链供应安全同样重要。

随着特斯拉上海工厂的投产和国产 Model3 售价降至 30 万元以内, 我们认为 2020 年特斯拉在中国的销量将会显著提升。

3. 财务状况良好，二期可转债进行中

截至 2019 年三季报，赣锋锂业拥有 20 亿元的货币资金，资产负债率为 42%，整体负债情况较为健康。2019 年前三季度公司净利润率为 8%，归母净利润约 3.3 亿元，扣非后归母净利润约为 5.8 亿元。非经常性损益主要是由于公司持有的金融资产股票价格下跌而导致的公允价值变动。

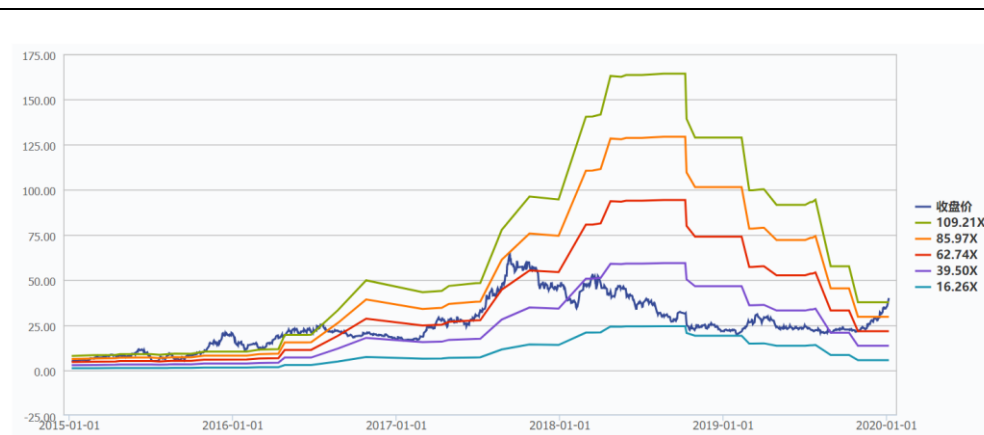
表 5 赣锋锂业 2019 年 Q3 财务指标

资产负债情况			
货币资金（亿元）	资产负债率（%）		净资产（亿元）
20	42		82
盈利能力			
净利润率（%）	ROE（%）	期间费用率（%）	净利润（亿元）
8	4	10	3
现金流量			
经营性净现金（亿元）	投资活动产生的现金（亿元）	筹资活动产生的现金（亿元）	
2	-24	9	
净现金流-净利润（亿元）		PB（倍，MRQ）	
-16		6.88	

资料来源: Wind, 海通证券研究所整理

由于 2019 年锂价下行，且公司持有的金融资产股票价格下跌，导致公允价值变动产生损失影响公司利润增长，因此公司 PE (TTM) 位置较高。公司预计 2019 年全年归母净利为 4.28-5.50 亿元，同降 55%-65%。

图7 赣锋锂业 PE BAND (TTM, 倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

截至 2020 年 1 月 17 日，公司 PB(LF) 为 6.8 倍，公司 2010 年以来的平均 PB(LF) 为 7.4 倍，目前公司 PB 水平处于长期均值以下。

图8 赣锋锂业 PB 情况 (LF, 倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

融资方面, 公司拟发行不超过 21.5 亿元可转换公司债券。募集资金将用于认购 Minera Exar 公司部分股权项目、万吨锂盐改扩建项目以及补充流动资金。目前发行可转债申请已获得证监会受理。

表 6 可转债募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	认购 Minera Exar 公司部分股权项目	107200	107200
2	万吨锂盐改扩建项目	76585	47300
3	补充流动资金	60500	60500
	合计	244285	215000

资料来源:《公开发行 A 股可转换公司债券预案》, 海通证券研究所

4. 盈利预测与评级

公司是全球锂行业的龙头企业, 在资源端拥有全球第二大投运的锂辉石矿山 Mt Marion 50% 权益。在锂盐加工领域公司技术优势领先, 凭借自身资源、技术和产能的综合优势, 公司同下游大众、特斯拉、宝马等客户建立了长期合作关系。公司目前在建项目较多, 若各项在建工程均能按期落地投产, 我们认为公司在业内的竞争优势将进一步扩大。

基于以下基本假设我们对公司未来主营业务情况进行盈利预测:

1. 考虑到 2019 年三季度以来, 部分矿企陷入经营困境, 澳洲锂资源供给的不确定性大幅增加。我们按照中性预测 2020-2021 年碳酸锂价格维持稳定, 出口氢氧化锂部分拥有一定的产品溢价, 但溢价随时间缩窄。
2. 公司万吨锂盐改扩建项目、Cauchari-Olaroz 盐湖一期碳酸锂项目等新增产能建设如期投产。我们假设公司 2019-2021 年锂产品产量为 6、6、10 万吨。
3. 由于 Pilbara 股票价格目前处于底部, 我们假设公司不再计提金融资产的公允价值变动损益。
4. 公司 TWS 扣式电池业务产能扩展顺利, 公司客户拓展顺利, 业务毛利率与行业平均持平。
5. 其他业务规模保持稳定。

表 7 赣锋锂业分产品毛利率预测（万元）

项目	2019E	2020E	2021E
营业收入合计	454310.0	512920.0	789130.8
营业成本合计	326839.7	348484.3	505737.0
毛利	127470.3	164435.7	283393.8
毛利率	28%	32%	36%
出口氢氧化锂			
收入	155890	200000	400000
成本	81637	104481	217268
毛利	74253	95519	182733
毛利率	48%	48%	46%
碳酸锂及其他锂盐			
收入	298420	261000	306731
成本	245203	225373	259670
毛利	53217	35627	47061
毛利率	18%	14%	15%
TWS 扣式电池业务			
收入	-	49680	76800
成本	-	18630	28800
毛利	-	31050	48000
毛利率	-	63%	63%

资料来源：公司 2018 年报，海通证券研究所

公司现有业务盈利能力强，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.30、0.82 和 1.38 元/股。公司是新能源汽车上游锂钴金属行业的龙头公司，公司拥有稳定的高品质澳洲锂辉石供应，加工端的投资额控制较好，下游客户涵盖特斯拉、大众、LG、宝马等一线车企、电池厂，且均已建立稳定的合作关系。基于公司目前领先的行业地位，给予公司 2020 年 55-60 倍市盈率，对应价值区间 45.10-49.20 元；我们预计公司 2020 年每股净资产为 7.23 元，给予公司 PB（2020）6.5-7 倍，对应价值区间 47.00-50.61 元。结合两种估值方法，对应合理价值区间 45.10-49.20 元，“优于大市”评级。

表 8 可比公司估值对比

公司名称	天齐锂业	华友钴业	寒锐钴业
1 月 21 日收盘价（元/股）	31.75	44.86	81.88
PE（2020，倍）	40.06	50.04	49.12
PB（2020，倍）	3.59	6.25	13.68

资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 风险提示

出口氢氧化锂价格下行风险。

新能源汽车销量不及预期。

公司 TWS 业务产能扩产速度低于预期，公司 TWS 业务销售情况差于预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	5004	4543	5219	7824
每股收益	0.95	0.30	0.82	1.38	营业成本	3197	3268	3485	5057
每股净资产	6.13	6.40	7.21	8.59	毛利率%	36.1%	28.1%	33.2%	35.4%
每股经营现金流	0.53	1.33	0.76	1.18	营业税金及附加	31	35	38	58
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	82	68	81	120
P/E	23.33	114.29	42.62	25.24	营业费用率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	3.60	5.44	4.83	4.05	管理费用	283	219	252	368
P/S	11.00	11.90	10.36	6.91	管理费用率%	5.7%	4.8%	4.8%	4.7%
EV/EBITDA	18.84	48.05	32.81	19.56	EBIT	1348	901	1303	2131
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	82	98	95	87
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.6%	2.2%	1.8%	1.1%
毛利率	36.1%	28.1%	33.2%	35.4%	资产减值损失	5	0	0	0
净利润率	24.4%	8.7%	20.2%	22.8%	投资收益	175	0	0	0
净资产收益率	15.4%	4.8%	11.3%	16.1%	营业利润	1371	453	1209	2044
资产回报率	9.0%	3.1%	7.6%	10.7%	营业外收支	16	0	0	0
投资回报率	17.1%	12.2%	16.4%	24.4%	利润总额	1387	453	1209	2044
盈利增长 (%)					EBITDA	1497	901	1303	2131
营业收入增长率	14.2%	-9.2%	14.9%	49.9%	所得税	163	59	152	260
EBIT 增长率	-10.0%	-33.1%	44.6%	63.5%	有效所得税率%	11.7%	13.0%	12.6%	12.7%
净利润增长率	-16.7%	-67.8%	168.2%	68.9%	少数股东损益	1	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1223	394	1056	1784
资产负债率	41.0%	34.3%	32.6%	33.1%					
流动比率	2.1	2.0	2.2	2.2	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	货币资金	3602	3779	4316	5411
现金比率	0.9	1.1	1.2	1.2	应收账款及应收票据	1406	974	1155	1714
经营效率指标					存货	1905	1263	1410	2016
应收帐款周转天数	85.7	78.3	80.8	79.9	其它流动资产	1002	754	819	1027
存货周转天数	160.9	141.1	147.7	145.5	流动资产合计	7915	6771	7700	10168
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.5	长期股权投资	1736	1736	1736	1736
固定资产周转率	4.4	3.0	3.5	5.2	固定资产	1498	1498	1498	1498
					在建工程	1098	1403	1713	2021
					无形资产	313	313	313	313
					非流动资产合计	5606	5903	6216	6523
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	13521	12674	13916	16691
净利润	1223	394	1056	1784	短期借款	1321	1321	1321	1321
少数股东损益	1	0	0	0	应付票据及应付账款	1319	800	898	1281
非现金支出	154	0	0	0	预收账款	0	35	27	47
非经营收益	48	479	129	129	其它流动负债	1192	1198	1294	1881
营运资金变动	-741	842	-207	-382	流动负债合计	3832	3354	3539	4530
经营活动现金流	685	1715	978	1531	长期借款	706	706	706	706
资产	-1191	-297	-313	-307	其它长期负债	1005	292	292	292
投资	-632	0	0	0	非流动负债合计	1711	998	998	998
其他	-537	-350	0	0	负债总计	5544	4352	4537	5528
投资活动现金流	-2360	-647	-313	-307	实收资本	1315	1293	1293	1293
债权募资	495	-713	0	0	普通股股东权益	7924	8269	9325	11109
股权募资	2958	-22	0	0	少数股东权益	54	54	54	54
其他	-733	-155	-129	-129	负债和所有者权益合计	13521	12674	13916	16691
融资活动现金流	2721	-891	-129	-129					
现金净流量	1046	177	537	1095					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 20 日

资料来源：公司年报 (2018)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
甘嘉尧 有色金属行业
陈晓航 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：久立特材,方大特钢,新钢股份,万顺新材,华菱钢铁,海亮股份,紫金矿业,横店东磁,永兴材料,锡业股份,宝钢股份,天齐锂业,驰宏锌锗,太钢不锈,四通新材,金诚信,南钢股份,菲利华,深圳新星,洛阳钼业,盛达资源,中矿资源

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜璐璐(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李 凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业		煤炭行业		电力设备及新能源行业	
陈 平(021)23219646	cp9808@htsec.com	李 淼(010)58067998	lm10779@htsec.com	张一弛(021)23219402	zyc9637@htsec.com
尹 岑(021)23154119	yl11569@htsec.com	戴元灿(021)23154146	dyc10422@htsec.com	房 青(021)23219692	fangq@htsec.com
谢 磊(021)23212214	xl10881@htsec.com	吴 杰(021)23154113	wj10521@htsec.com	曾 彪(021)23154148	zb10242@htsec.com
蒋 俊(021)23154170	jj11200@htsec.com	联系人		徐柏奇(021)23219171	xbq6583@htsec.com
联系人		王 涛(021)23219760	wt12363@htsec.com	陈佳彬(021)23154513	cjb11782@htsec.com
肖隽翀 021-23154139	xjc12802@htsec.com				
基础化工行业		计算机行业		通信行业	
刘 威(0755)82764281	lw10053@htsec.com	郑宏达(021)23219392	zhd10834@htsec.com	朱劲松(010)50949926	zjs10213@htsec.com
刘海荣(021)23154130	lhr10342@htsec.com	杨 林(021)23154174	yl11036@htsec.com	余伟民(010)50949926	ywm11574@htsec.com
张翠翠(021)23214397	zcc11726@htsec.com	鲁 立(021)23154138	ll11383@htsec.com	张峰青(021)23219383	zfq11650@htsec.com
孙维容(021)23219431	swr12178@htsec.com	于成龙 ycl12224@htsec.com		张 弋 01050949962	zy12258@htsec.com
李 智(021)23219392	lz11785@htsec.com	黄竞晶(021)23154131	hj10361@htsec.com	联系人	
		洪 琳(021)23154137	hl11570@htsec.com	杨彤昕 010-56760095	ytx12741@htsec.com
非银行金融行业		交通运输行业		纺织服装行业	
孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	虞 楠(021)23219382	yun@htsec.com	梁 希(021)23219407	lx11040@htsec.com
何 婷(021)23219634	ht10515@htsec.com	罗月江 (010) 56760091	lyj12399@htsec.com	盛 开(021)23154510	sk11787@htsec.com
李芳洲(021)23154127	lfz11585@htsec.com	李 轩(021)23154652	lx12671@htsec.com	联系人	
联系人		李 丹(021)23154401	ld11766@htsec.com	刘 溢(021)23219748	ly12337@htsec.com
任广博(010)56760090	rgb12695@htsec.com				
建筑建材行业		机械行业		钢铁行业	
冯晨阳(021)23212081	fcy10886@htsec.com	余炜超(021)23219816	swc11480@htsec.com	刘彦奇(021)23219391	liuyq@htsec.com
潘莹练(021)23154122	pyl10297@htsec.com	耿 耘(021)23219814	gy10234@htsec.com	周慧琳(021)23154399	zhl11756@htsec.com
申 浩(021)23154114	sh12219@htsec.com	杨 震(021)23154124	yz10334@htsec.com		
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	周 丹 zd12213@htsec.com			
联系人		联系人			
颜慧菁 yhj12866@htsec.com		吉 晟(021)23154145	js12801@htsec.com		
建筑工程行业		农林牧渔行业		食品饮料行业	
张欣劼 zxj12156@htsec.com		丁 频(021)23219405	dingpin@htsec.com	闻宏伟(010)58067941	whw9587@htsec.com
李富华(021)23154134	lfh12225@htsec.com	陈雪丽(021)23219164	cxl9730@htsec.com	唐 宇(021)23219389	ty11049@htsec.com
杜市伟(0755)82945368	dsw11227@htsec.com	陈 阳(021)23212041	cy10867@htsec.com	联系人	
		孟亚琦(021)23154396	myq12354@htsec.com	程碧升(021)23154171	cbs10969@htsec.com
				颜慧菁 yhj12866@htsec.com	
军工行业		银行行业		社会服务行业	
张恒恒 zhx10170@htsec.com		孙 婷(010)50949926	st9998@htsec.com	汪立亭(021)23219399	wanglt@htsec.com
联系人		解巍巍 xww12276@htsec.com		陈扬扬(021)23219671	cyy10636@htsec.com
张宇轩(021)23154172	zyx11631@htsec.com	林加力(021)23154395	lj12245@htsec.com	许樱之 xyx11630@htsec.com	
		谭敏沂(0755)82900489	tmy10908@htsec.com		
家电行业		造纸轻工行业			
陈子仪(021)23219244	chenzy@htsec.com	衣桢永(021)23212208	zy12003@htsec.com		
李 阳(021)23154382	ly11194@htsec.com	赵 洋(021)23154126	zy10340@htsec.com		
朱默辰(021)23154383	zmc11316@htsec.com				
刘 璐(021)23214390	ll11838@htsec.com				

研究所销售团队

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清(0755)82775962	ctq5979@htsec.com	胡雪梅(021)23219385	huxm@htsec.com	殷怡琦(010)58067988	yyq9989@htsec.com
伏财勇(0755)23607963	fcy7498@htsec.com	朱 健(021)23219592	zhuj@htsec.com	郭 楠 010-5806 7936	gn12384@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022	gulj@htsec.com	李唯佳(021)23219384	jiwj@htsec.com	张丽莹(010)58067931	zlx11191@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933	liujj4900@htsec.com	黄 毓(021)23219410	huangyu@htsec.com	杨羽莎(010)58067977	yys10962@htsec.com
王雅清(0755)83254133	wyq10541@htsec.com	漆冠男(021)23219281	qgn10768@htsec.com	何 嘉(010)58067929	hj12311@htsec.com
饶 伟(0755)82775282	rw10588@htsec.com	胡宇欣(021)23154192	hyx10493@htsec.com	李 婕 lj12330@htsec.com	
欧阳梦楚(0755)23617160		黄 诚(021)23219397	hc10482@htsec.com	欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com	
oymc11039@htsec.com		毛文英(021)23219373	mwy10474@htsec.com	郭金垚(010)58067851	gjy12727@htsec.com
巩柏合 gbh11537@htsec.com		马晓男 mxn11376@htsec.com			
		杨祎昕(021)23212268	yyx10310@htsec.com		
		张思宇 zsy11797@htsec.com			
		王朝领 wcl11854@htsec.com			
		邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com			
		李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com			

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com