

证券研究报告—深度报告

有色金属

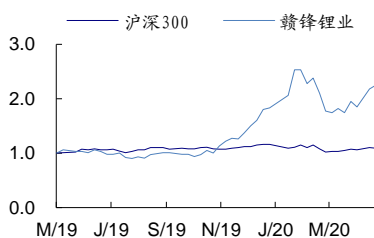
有色金属冶炼

赣锋锂业(002460)
买入

合理估值: 65.15 元 昨收盘: 49.96 元 (首次评级)

2020年05月19日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,293/1,002
总市值/流通(百万元)	64,589/40,034
上证综指/深圳成指	2,875/10,921
12个月最高/最低(元)	64.26/20.13

证券分析师: 刘孟茜

电话: 15210216914

E-MAIL: liumengqian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 18659008657

E-MAIL: yangyaozhong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

垂直整合的锂生态系统, 静待锂行业底部反转

● 锂产业链一体化发展的国际化企业

公司是全球领先的锂化合物生产商。公司从中游锂化合物及金属锂制造起步, 顺利向上游拓展至锂资源提取以获取锂原材料的供应, 向下游拓展至电池生产和回收业务。截止至2019年底, 公司拥有碳酸锂年产能4.05万吨, 氢氧化锂年产能3.1万吨, 金属锂年产能1600吨, 另外有在建氢氧化锂年产能5万吨。公司下游锂电池业务包括TWS纽扣电池, 同时积极推进固态锂电池的研发。

● 聚焦电池级氢氧化锂, 锂盐产品进入核心供应链

公司目前正在着重建设万吨锂盐工厂三期5万吨氢氧化锂项目, 预计2020年底建成。氢氧化锂是高镍三元材料的必然选择, NCM811、NCA等主要采用的就是电池级氢氧化锂。从价格来看, 目前海外电池级氢氧化锂均价比国产均价要高出35%以上。公司充分把握自己的核心竞争优势, 已在中国及全球建立起稳定的客户资源, 包括全球一线电池供应商, 以及全球领先的汽车OEM厂商供应链。下游客户严格的认证周期也让公司产品能获得更高的销售溢价。

● 锂盐价格跌至历史最低位, 新能源汽车需求有望复苏

锂盐价格经过漫长的下行周期已经跌至历史底部区间, 目前国产电池级碳酸锂价格大约在4.35万元/吨, 已经跌破上一轮行情启动的价位, 在这个价格水平之下大部分锂盐加工企业都呈现亏损状态。下游需求方面, 随着国家刺激汽车消费政策的出台, 国内新能源汽车需求有望复苏; 而海外电池企业目前也已经开始复产复工, 需求拐点降至。我们坚定看好未来全球电动化发展的大趋势。

● 风险提示

锂盐价格下跌超预期; 公司在建产能投产进度不达预期; 竞争加剧导致市场份额流失的风险。

● 首次覆盖给予“买入”评级

通过多角度估值, 得出公司合理估值区间63.1-67.2元, 相对目前股价有26%-35%溢价空间。考虑到公司是全球锂行业龙头, 核心产品符合行业发展趋势, 有较高产品溢价, 公司有望在行业景气度低的时候实现逆势扩张。我们预计公司20-22年每股收益0.42/0.88/1.32元, 利润增速分别为52.3%/107.5%/51.2%, 首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,004	5,342	4,666	6,847	8,044
(+/-%)	14.2%	6.8%	-12.7%	46.7%	17.5%
净利润(百万元)	1223	358	545	1132	1711
(+/-%)	-16.7%	-70.7%	52.3%	107.5%	51.2%
摊薄每股收益(元)	0.93	0.28	0.42	0.88	1.32
EBIT Margin	28.5%	17.0%	14.5%	19.7%	26.0%
净资产收益率(ROE)	15.4%	4.3%	6.2%	11.9%	16.0%
市盈率(PE)	25.3	180.4	118.4	57.0	37.7
EV/EBITDA	23.2	62.1	72.9	42.2	28.8
市净率(PB)	3.91	7.73	7.39	6.78	6.02

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司具备三个核心竞争优势：一是通过参股或者协议包销的方式锁定上游优质的原料供应，保证生产的稳定性以及成本优势；二是着重拓展电池级单水氢氧化锂产能，符合高镍三元发展趋势，锁定众多优秀的电池厂或电动车企业，产品销售价格有明显溢价；三是行业景气时不盲目扩张，稳扎稳打，在行业不景气的时候能够保持生产经营的稳定性，有序收购上游资源、拓展中游锂盐加工产能及向下游电池领域延伸。全球电动化发展趋势不可阻挡，新能源汽车放量将显著带动锂消费，有望在 3-5 年之内逆转目前基础锂盐供需过剩的格局。与此同时，公司主营产品有明显溢价，有望实现逆势扩张，进一步夯实全球锂业龙头的地位。预计公司 20-22 年每股收益 0.42/0.88/1.32 元，利润增速分别为 52.3%/107.5%/51.2%。首次覆盖给予“买入”评级。未来一年合理估值区间 63.1-67.2 元，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，动力电池是锂盐下游应用中占比最大的领域。疫情影响下，为促进汽车消费，国务院会议中确定了新能源汽车购置补贴延长 2 年“救市”政策。短期国内新能源汽车消费有望复苏，中长期有望保持 25%以上的复合增速。

第二，电池级单水氢氧化锂相比于电池级碳酸锂，更符合三元材料高镍化发展趋势。海外电池级氢氧化锂售价相比国内能保持 30%以上的销售溢价。

第三，基础锂盐产能逐步出清。

与市场的差异之处

第一，市场认为锂精矿和锂盐价格持续下滑会拖累公司业绩。我们认为，公司最大的优势在于着重发展电池级氢氧化锂，符合高镍三元发展趋势，深度绑定下游优质客户，享受高技术和认证门槛带来的销售溢价。

第二，市场认为锂盐供需过剩的格局难以逆转。我们认为，随着国内外新能源汽车逐步放量，叠加 5G 带来的手机换机潮和储能需求的逐步放量，锂盐供需过剩的格局有望在 3-5 年内逆转。

股价变化的催化因素

第一，国家出台相关政策刺激汽车消费，新能源汽车产销数据拐点到来。

第二，特斯拉国产 Model3 产销量持续创新高，对于国内车企有“鲶鱼效应”。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，锂盐价格下跌超预期；

第二，疫情导致公司海外销售订单受到明显影响；

第三，公司新产能投产进度低于预期。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 39.46-63.10 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值: 67.2-75.6 元.....	7
投资建议.....	8
公司概况: 锂产业链一体化发展的国际化企业	8
沿革.....	8
业务结构.....	8
管理架构.....	9
公司业务分析: 垂直整合的锂生态系统	10
持续增加锂资源投资, 取得稳定供应的优质锂原材料.....	11
锂盐有效产能快速爬坡, 氢氧化锂成长为全球龙头.....	14
锂盐产品进入核心供应链, 充分享受新能源汽车行业发展红利.....	15
布局下游锂电池业务, 积极推进固态锂电池研发.....	16
财务分析: 经营稳健, 成本控制能力强	18
锂盐产品价格下滑拖累公司业绩, 2020 年二季度有望迎来拐点.....	18
和同行业公司相比, 公司在成本控制和盈利能力方面优势明显.....	20
锂行业分析: 行业底部震荡, 强调细分领域	23
国内外锂资源储量和开发现状.....	23
锂精矿价格低迷迫使矿山减产, 高成本矿山面临出清.....	24
基础锂盐供应阶段性相对过剩, 价格已经跌至历史最低位.....	25
氢氧化锂是高镍三元材料的必然选择, 具有差异化竞争优势.....	27
新冠疫情的影响下, 静待新能源汽车需求复苏.....	29
锂供需过剩幅度有望收窄, 过剩格局将在 3-5 年内逆转.....	32
盈利预测	33
假设前提.....	33
未来 3 年盈利预测.....	34
盈利预测的敏感性分析.....	35
风险提示	35
附表: 财务预测与估值	37
国信证券投资评级	38
分析师承诺	38
风险提示	38
证券投资咨询业务的说明	38

图表目录

图 1: 公司营收结构情况.....	9
图 2: 公司毛利结构情况.....	9
图 3: 公司股权控制结构穿透图（截止至 2020 年一季度）	9
图 4: 公司产业链布局.....	10
图 5: 公司锂生态系统.....	10
图 6: 公司全球范围内锂资源收购时间轴	11
图 7: Mt Marion 股权结构	12
图 8: Mt Marion 锂精矿产销量.....	12
图 9: 公司主要锂盐产品产能情况（吨）	15
图 10: 全球锂业公司氢氧化锂产能对比（吨）	15
图 11: 公司海外销售毛利率显著高于国内.....	16
图 12: 公司锂电池业务营收规模持续扩大.....	16
图 13: 公司锂电池行业毛利率变化情况	16
图 14: 公司 TWS 纽扣电池	17
图 15: 公司 TWS 纽扣电池主要下游客户	17
图 16: 公司储能电池应用领域	17
图 17: 公司退役锂电池综合回收项目	18
图 18: 公司年度营收情况.....	18
图 19: 公司年度归母净利润情况.....	18
图 20: 公司毛利率、净利率情况.....	19
图 21: 公司年度期间费率情况	19
图 22: 公司季度营收情况.....	19
图 23: 公司季度归母净利润情况.....	19
图 24: 公司季度毛利率、净利率情况.....	19
图 25: 公司季度期间费率情况	19
图 26: 公司存货金额与结构	20
图 27: 公司存货资产比率（存货/流动资产）保持稳定.....	20
图 28: 行业内公司总资产对比（亿元）	21
图 29: 行业内公司净营业周期对比（天）	21
图 30: 行业内公司应收账款周转率对比	21
图 31: 行业内公司存货周转天数对比（）	21
图 32: 行业内公司资产负债率对比.....	21
图 33: 行业内公司权益比率对比.....	21
图 34: 行业内公司利息保障倍数对比.....	22
图 35: 行业内公司流动比率对比.....	22
图 36: 行业内公司 ROE 对比.....	22
图 37: 行业内公司 ROIC 对比	22
图 38: 行业内公司毛利率对比	22
图 39: 行业内公司期间费用率对比.....	22
图 40: 锂储量.....	23
图 41: 锂资源量.....	23

图 42: 全球锂产量 (单位: 金属吨)	23
图 43: 锂精矿价格持续下行	24
图 44: 西澳七大矿供给情况 (万吨)	24
图 45: 2019 年基础锂盐产能与产量对比图 (单位: 万吨 LCE)	25
图 46: 中国碳酸锂与氢氧化锂产能与产量 (单位: 万吨)	25
图 47: 中国金属锂产能与产量 (单位: 吨)	25
图 48: 国产电池级碳酸锂价格处于历史低位	26
图 49: 国产电池级单水氢氧化锂价格处于历史低位	26
图 50: 国产电池级碳酸锂和氢氧化锂成本分析 (单位: 万元)	26
图 51: 锂辉石精矿生产电池级碳酸锂的成本构成	26
图 52: 国内电池级氢氧化锂产量占比逐渐提升	27
图 53: 矿石提锂供应中 65%用于生产碳酸锂, 35%用于生产氢氧化锂	28
图 54: 盐湖提锂供应中 80%用于生产碳酸锂, 20%用于生产氢氧化锂	28
图 55: 海外电池级氢氧化锂销售价格相比国内溢价率超过 35% (含税价, 元/吨) ...	29
图 56: 2019 年中国锂盐应用领域占比	29
图 57: 2019 年中国锂盐在电池材料中应用领域拆分	29
图 58: 1-4 月中国新能源汽车产量累计同比下降约 44%	30
图 59: 1-4 月中国新能源汽车销量累计同比下降约 43%	30
图 60: 中国新能源汽车购置补贴延长 2 年	30
图 61: 2020-2025 年中国新能源汽车整体及动力电池市场预测	31
图 62: 特斯拉 2020Q1 电动车产量创造历年第一季度的最高纪录 (单位: 辆)	31
图 63: 全球手机出货量 (单位: 百万部)	32
图 64: 中国手机出货量 (单位: 万部)	32
图 65: 2018 ~ 2023 年全球基础锂盐产量及消费量 (单位: 万吨 LCE)	33
图 66: 2018 ~ 2023 年中国基础锂盐产量及消费量 (单位: 万吨 LCE)	33
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 公司历史沿革	8
表 6: 公司锂资源布局	11
表 7: 公司锂原材料包销情况	12
表 8: Mt Marion 资源储量 (更新至 2019 年 6 月 30 日)	13
表 9: 公司中游锂化合物和金属锂生产基地	14
表 10: 公司中游锂化合物和金属锂产能和产量汇总	14
表 11: 公司与蓝筹客户建立长期战略关系	15
表 12: 公司锂电池及回收业务布局情况	16
表 13: 全球“四湖七矿”生产碳酸锂现金成本汇总	24
表 14: 全球锂未来几年预计新增项目	27
表 15: 2019 与 2025 年全球电池材料用锂盐需求量	32
表 16: 公司产品价格和销量假设	34
表 17: 未来 3 年盈利预测表	34
表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	35

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：39.46-63.10 元

公司所处行业是国家新兴战略行业，新能源汽车行业发展仍然处于起步阶段。我们假定行业年均复合增速为 20%。从公司角度考虑，公司是全球锂加工龙头企业，上游锁定优质的原料供应，中游重点拓展电池级氢氧化锂产能，下游已深度绑定众多优质的电池企业或电动车企，公司产品有明显的成本和质量优势，有望实现逆势扩张。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司在 2020-2022 年收入增速分别为-12.65%/46.74%/17.49%，毛利率因电池级氢氧化锂产销量占比提升而有小幅上升的趋势，费用率保持稳定，股份分配比率预期为 30%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	54.12%	14.15%	6.75%	-12.65%	46.74%	17.49%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	40.47%	36.10%	23.50%	23.67%	26.53%	32.04%	35.00%	35.00%	35.00%
管理费用/营业收入	3.72%	5.31%	4.82%	7.07%	4.82%	4.10%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用/销售收入	1.21%	1.65%	1.17%	1.61%	1.55%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
营业税及附加/营业收入	1.11%	0.61%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%	0.46%
所得税税率	15.52%	11.73%	25.52%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
股利分配比率	7.97%	28.47%	142.42%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.04	T	22.00%
无风险利率	2.50%	Ka	9.25%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价（元）	49.96	Ke	9.49%
发行在外股数（百万）	1293	E/(D+E)	95.64%
股票市值(E, 百万元)	64578	D/(D+E)	4.36%
债务总额(D, 百万元)	2943	WACC	9.26%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	5.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 39.46-63.10 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析：

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.5%	9.0%	9.49%	10.0%	10.5%
永续 增 长 率 变 化	6.5%	109.67	85.59	69.61	58.26	49.79
	6.0%	89.13	72.47	60.63	51.79	44.96
	5.5%	75.46	63.10	53.89	46.77	41.10
	5.0%	65.70	56.08	48.65	42.75	37.95
	4.5%	58.38	50.63	44.47	39.46	35.32
	4.0%	52.69	46.26	41.04	36.72	33.09
	3.5%	48.14	42.69	38.19	34.40	31.18

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：67.2-75.6 元

选取与公司相近的锂盐加工企业作比较，采用 PE 法估值。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，我们认为给予公司 160-180 倍 PE 是合理的，2020 年的合理价格区间分别为 67.2-75.6 元。之所以给这么高估值是因为目前行业处于底部，锂盐价格持续下滑使得企业利润大幅被压缩，所以估值比较高。但公司作为全球锂业龙头，经营业绩对锂价有高弹性，同时公司产能也在不断扩张，在锂行业景气度提升时，有望迎来量价齐升。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (5月18日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
002460	赣锋锂业	49.96	0.28	0.42	0.88	178.4	118.4	57.0	8.05	2.33	598
同类公司：											
002466	天齐锂业	17.28	-5.24	0.30	0.55	-3.3	58.0	31.4	4.20	NA	255
002497	雅化集团	7.55	0.07	0.19	0.29	107.9	39.3	25.7	2.71	0.22	72
均值						52.3	48.6	28.5	3.45	NA	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面估值，我们认为公司股票价值在 63.1-67.2 元之间，2020 年动态市盈率分别为 150 倍和 160 倍，相对于公司目前股价有 26%-35% 溢价空间。我们认为，公司是全球锂行业龙头，稳扎稳打，核心产品符合行业发展趋势，有较高的产品溢价，公司有望在行业景气度低的时候实现逆势扩张，首次覆盖给予“买入”评级，建议现价买入，布局 2020 年。

公司概况：锂产业链一体化发展的国际化企业

公司沿革

江西赣锋锂业股份有限公司 2000 年 3 月在江西省新余市成立，2010 年 8 月在深圳证券交易所中小板上市（股票代码：002460.SZ），2018 年 10 月在香港完成 H 股上市（股票代码：01772.HK）。经过 20 年的快速发展，公司已经成长为锂行业上下游一体化的国际一流企业。

表 5：公司历史沿革

时间	事件
2000 年	于江西省新余市成立，主要从事金属锂及氯化锂加工。
2007 年	推出从盐湖中的卤水提取氯化锂的生产线。
2010 年	成为中国锂业第一家上市公司。
2011 年	收购国际锂业 9.9% 的权益并扩展至锂行业价值链的上游。
2014 年	收购 Blackstairs Lithium 51% 股权，而 Blackstairs Lithium 拥有位于爱尔兰的锂辉石矿 Avalonia 项目。随后又收购了 Blackstairs Lithium 额外股权，2015 年于 Blackstairs Lithium 的股权达 55%。
2015 年	收购 RIM 25% 股权，而 RIM 持有位于澳洲的 Mount Marion 锂辉石项目的全部权益。2016 年进一步收购 RIM 18.1% 股权，持股比例达到 43.1%。2019 年进一步收购 RIM 6.9% 股权，持股比例达到 50%。
2015 年	开始扩展至下游锂电池生产。
2016 年	为固态锂电池（为更安全及具更高储电量的新一代电池）成立研发中心，其将成为电动汽车的主要解决方案。开始在江西兴建锂离子动力电池工厂。
2017 年	认购占美洲锂业全部已发行股本 19.9% 的新股份，而美洲锂业拥有位于阿根廷胡胡伊省的 Cauchari-Olaroz 项目及位于美国内华达西北部的 Lithium Nevada 项目共两个锂开发项目的权益。
2017 年	认购占 Pilbara Minerals 全部已发行股本 4.84% 的新股份，Pilbara Minerals 拥有位于西澳洲的 Pilgangoora 锂项目的权益。认购占 Explorex Resources Inc. 全部已发行股本 15.8% 的新股份，Explorex Resources Inc. 从事加拿大东部矿业权的收购、勘探及开发。
2017 年	扩展至下游废旧电池回收业务。
2018 年	香港证券交易所上市。
2019 年	成功开发 TWS 耳机业务。
2019 年	控股 Cauchari-Olaroz 盐湖，持股比例 51%。

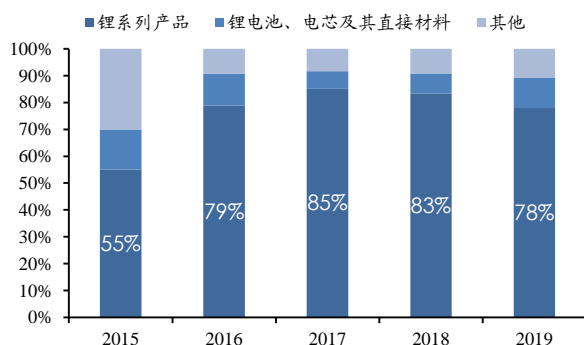
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务结构

公司主要从事锂化合物制造产业，产品以深加工锂产品为主。公司是锂系列产品供应最齐全的制造商之一，完善的产品供应组合能够满足客户独特且多元化的需求。截止至 2019 年底，公司拥有碳酸锂年产能 4.05 万吨，氢氧化锂年产能 3.1 万吨，金属锂年产能 1600 吨，另外有在建氢氧化锂年产能 5 万吨。公司金属锂产能全球第一，锂化合物产能全球领先。

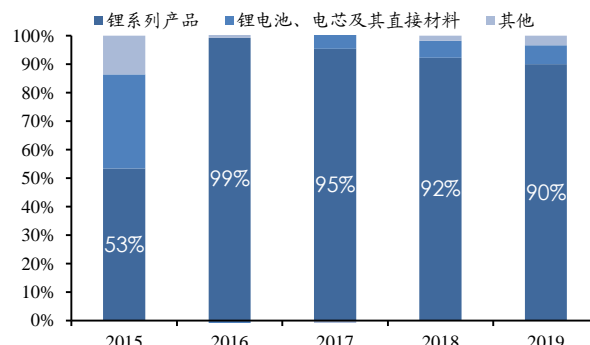
公司最早从事中游锂化合物及金属锂制造，目前已经成功扩展到产业链上下游，形成垂直整合的业务模式，包括上游锂资源开发、中游锂盐深加工以及金属锂冶炼、下游锂电池制造以及退役锂电池综合回收利用，各个业务板块之间协同发展。公司对外销售产品以锂系列产品为主，包括锂盐及金属锂，2019 年营收和毛利占比分别为 78%和 90%，锂电池业务是公司最近几年才逐步涉及的领域，2019 年营收和毛利占比分别为 11%和 7%，整体规模有所提升。公司产品主要采用直销的营销模式，大多以长单销售为主。

图 1：公司营收结构情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：公司毛利结构情况

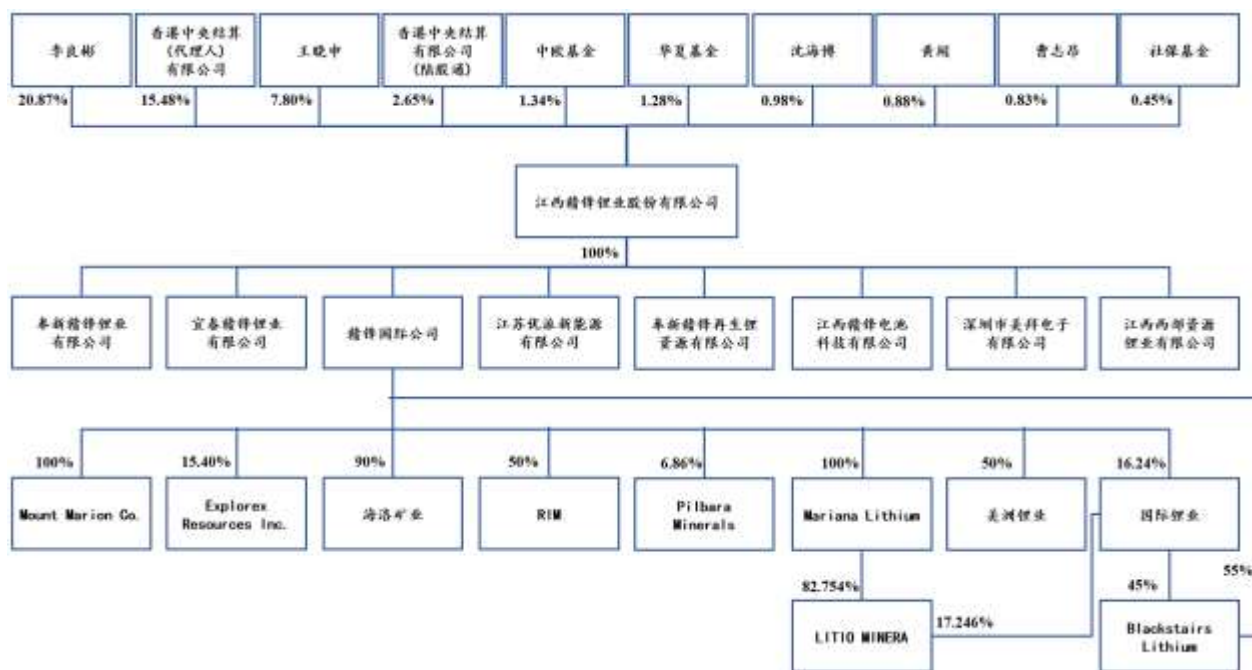


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

管理架构

公司实际控制人是李良彬先生，持有 2.70 亿股，持股比例 20.87%。公司不存在控股股东，公司 2018 年 10 月 11 日 H 股挂牌上市之后，李良彬先生持股比例低于 30%的公司已发行股本总额比例。根据香港证券及期货条例 317(7)条规定，李良彬先生将不成为公司控股股东，其仍为公司单一最大股东。

图 3：公司股权控制结构穿透图（截止至 2020 年一季度）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司业务分析：垂直整合的锂生态系统

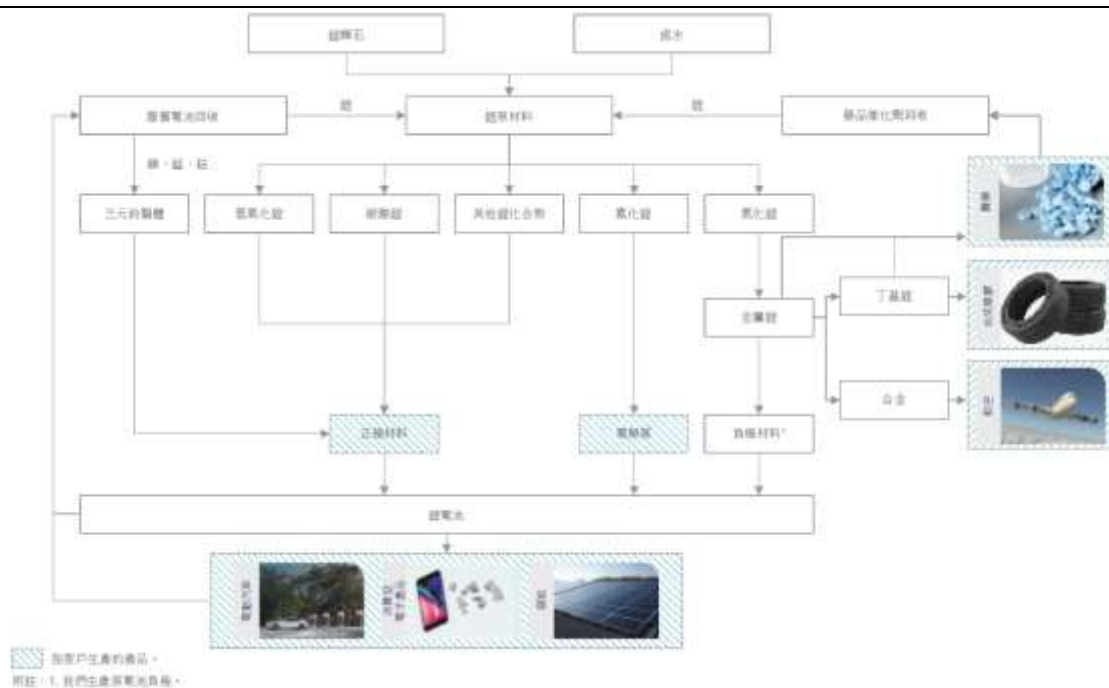
公司是全球领先的锂化合物生产商。公司垂直整合且具备协同效应的业务模式是取得行业领先地位的关键。公司从中游锂化合物及金属锂制造商起步，凭借锂产品业务的成功经验，顺利向上游拓展至锂资源提取以获取锂原材料的供应，以及向下游拓展至电池生产和回收业务。

图 4：公司产业链布局



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 5：公司锂生态系统



资料来源：赣锋锂业 H 股招股说明书、国信证券经济研究所整理

持续增加锂资源投资，取得稳定供应的优质锂原材料

公司最早从 2011 年开始收购锂资源的股权，通过在全球范围内的布局，目前已分别在澳大利亚、阿根廷、爱尔兰和我国青海、江西等地，掌控多处优质锂矿资源，形成了稳定、优质、多元化的原材料供应体系。截至 2019 年底，已探明和推断的锂资源合计约为 4846 万吨 LCE（不考虑持股比例）。

表 6：公司锂资源布局

	状态	收购时间	股权比例	位置	资源类型	锂资源量 (万吨 LCE)	资源量标准	品位/浓度 (%.毫克/升)	产能/项目建设情况
Mount Marion	投产	2015 年	50%	澳洲 Kalgoorlie	锂辉石	270	JORC	1.37	40 万吨/年锂精矿,是公司 锂原材料主要来源
Pilbara Pilgangoora	投产	2017 年	6.86%	澳洲 Pilbara	锂辉石	701	JORC	1.27	50 万吨/年锂精矿
宁都河源	投产	2016 年	100%	江西省赣州市宁都县	锂辉石	10	中国标准	1.03	——
Cauchari-Olaroz	开发中	2017 年	50%	阿根廷胡胡伊省	卤水	2458	CIM 指引 (NI43-101)	585	首期 2.5 万吨/年电池级碳 酸锂产能计划于 2020 年 完成大部分项目建设, 并 且于 2021 年投产
Mariana	开发中	2014 年	86.25%	阿根廷萨而塔省	卤水	525	CIM 指引 (NI43-101)	306	2019 年完成可行性研究 工作, 计划逐步展开环评 以及建设工作
Sonora	开发中	2019 年	22.50%	墨西哥索诺拉州	锂黏土	882	——	——	仍在建设过程中
Avalonia	开发中	2012 年	55%	爱尔兰 Carlow	锂辉石	——	——	——	目前处于勘探初期, 尚无 法估计其锂资源储量
青海省茫崖行委凤凰 台地区深层卤水锂矿 预查探矿权	探矿权	2019 年	70%	青海省	卤水	——	——	——	
合计						4846			

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司全球范围内锂资源收购时间轴



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司海外锂资源布局大多都是采用先参股、再逐步增加持股比例的方式，降低风险的同时也有助于取得稳定供应的优质锂原材料。公司与各矿山项目签订了包销协议，其中包括 Mount Marion 全部锂精矿的包销权；Pilbara 项目一期 16 万吨锂精矿的包销权以及二期 7.5 万吨包销权和 7.5 万吨选择权；Altura 每年 7 万吨锂精矿的包销权。根据目前统计，公司每年至少锁定 64 万吨锂精矿产能，约合 7.9 万吨碳酸锂或 9 万吨氢氧化锂。

表 7：公司锂原材料包销情况

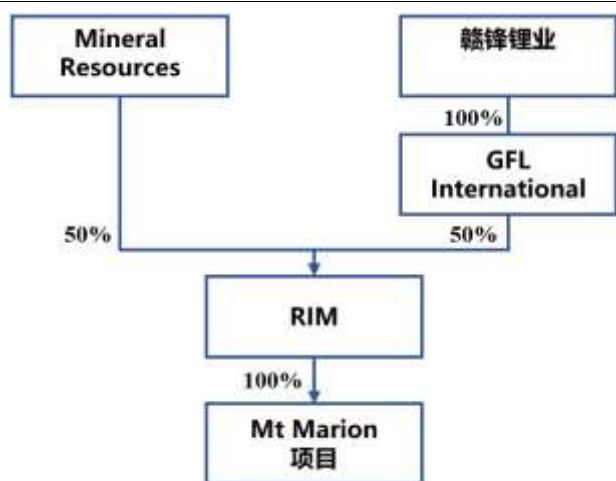
资源类型	项目名	目前包销情况	项目情况
锂辉石	Mount Marion	公司于 2017 年至 2019 年可包销 Mount Marion 生产的全部锂精矿，2020 年后每年包销不少于 192,570 吨的锂精矿。	运营中
	Pilbara Pilgangoora	项目一期每年向公司提供不超过 16 万吨 6% 的锂精矿；项目二期建设投产后，每年将会向公司提供最高不超过 15 万吨的锂精矿。	项目一期运营中
	Altura Pilgangoora	公司每年最少包销 7 万吨 6% 的锂精矿。公司可选择在项目一期产能的范围内增加采购量，在项目二期产能的 50% 范围内增加采购量。	项目一期运营中
卤水	Cauchari-Olaroz	公司已获得规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 75% 的产品包销权	建设中
	Mariana	对产出产品按照项目权益比例包销	建设中
锂黏土	Sonora	公司对项目一期的 50% 锂产品产出进行包销，且公司将拥有选择权增加项目二期锂产品包销量至 75%	建设中

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

Mt Marion

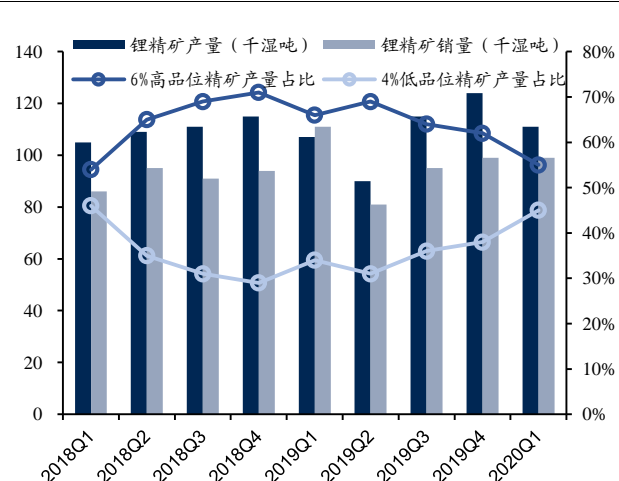
Mount Marion 项目位于西澳 Kalgoorlie 西南部约 35 公里处，其于 2017 年作为露天矿投产，锂精矿设计产能是 40 万吨/年。Reed Industrial Minerals (RIM) 持有 Mount Marion 项目的全部权益，而 RIM 作为一家合资企业，赣锋国际和 Mineral Resources 各持有其 50% 的股权。Mount Marion 由 Mineral Resources 负责运营，赣锋锂业与之签订了一份长期包销协议。公司从 2017 年 2 月开始从 Mount Marion 项目采购锂精矿，是公司目前锂原材料最主要的来源。

图 7：Mt Marion 股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：Mt Marion 锂精矿产销量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

Mineral Resources 在 2019 年 6 月更新了 Mount Marion 资源储量数据。Mount Marion 目前拥有矿石储量 7290 万吨，平均氧化锂品位是 1.37%；其中，控制资源量 2170 万吨，平均氧化锂品位是 1.33%；推断资源量是 5120 万吨，平均氧化锂品位是 1.38%。

表 8: Mt Marion 资源储量 (更新至 2019 年 6 月 30 日)

	边界品位 Li2O%	矿石量 (百万吨)	Li2O%	Fe%
控制 (Indicated)	0.5	21.7	1.33	1.04
推断 (Inferred)	0.5	51.2	1.38	1.06
总计	0.5	72.9	1.37	1.05

资料来源: Mineral Resources、国信证券经济研究所整理

Mt Marion 锂精矿项目在 2017 年投产之后, 产能快速爬坡, 2018 年产量达到 44 万湿吨, 2019 年产量达到 43.6 万湿吨 (已经调整过会计年度), 项目基本成熟, 产量保持稳定。项目投产之后也持续在进行技改, 包括供水品质改进和新的浮选设施的建设, 升级改造项目完成之后, 项目生产的锂精矿都将达到 6% 的品位。目前技改项目的基础设施建设部分已经在 2019 年完成, 公司也正在研究最优化的方案来达到全部都是 6% 高品位锂精矿的目标。Mt Marion 锂精矿项目的产品都是以季度定价的方式全部出售给赣锋锂业, 产品定价会参考中国国产或进口碳酸锂或氢氧化锂的价格。

Cauchari-Olaroz

Cauchari-Olaroz 盐湖是世界上成本最低之一的卤水资源, 公司布局卤水资源可以为未来提供核心竞争力。Cauchari-Olaroz 盐湖位于阿根廷北部胡胡伊省, 该盐湖锂资源量为 2452 万吨 LCE。项目一期 4 万吨/年的电池级碳酸锂产能预计在 2021 年初投产。该项目由 Minera Exar 全资持有, 公司持有 Minera Exar 公司 50% 的股权。Cauchari-Olaroz 项目体量巨大, 按照目前的规划, 项目周期可长达 40 年。Cauchari-Olaroz 盐湖的可研现金成本仅 3576 美元/吨 (约 2.5 万元/吨)。

Sonora

锂黏土资源独特优势显著, 提锂工艺能够兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点, 既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程, 也能以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。Sonora 项目位于墨西哥索诺拉州, 锂资源量约为 882 万吨 LCE, 是公司与 Bacanora 共同持有的项目。公司目前持有 Sonora 项目层面 22.5% 股份, 持有 Bacanora 层面 25.8% 股份。目前项目正在中试验证阶段, 预计项目投产后产能为 1.75 万吨/年, 有望成为世界级锂资源项目。

锂盐有效产能快速爬坡，氢氧化锂成长为全球龙头

公司最早是从事中游锂化合物的制造。公司目前在中游锂化合物和金属锂制造领域拥有 4 大生产基地，生产产品涵盖碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、丁基锂和金属锂等。

表 9：公司中游锂化合物和金属锂生产基地

生产基地	位置	持股比例	主要产品	产能
基础锂厂，万吨锂盐工厂	江西新余	100%	碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、丁基锂	万吨锂盐工厂碳酸锂产能 1.5 万吨（2017 年投产） 万吨锂盐工厂氢氧化锂产能 3.1 万吨（一期 1.1 万吨，2014 年投产；二期 2 万吨，2018 年投产；三期 5 万吨，预计 2020 年底建成投产） 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； 年产 1.75 万吨电池级碳酸锂生产线 2018 年投产
宁都赣锋	江西宁都	100%	碳酸锂	改扩建 650 吨金属锂及锂材加工项目（2012 年投产）
奉新赣锋	江西奉新	100%	金属锂	年产 500 吨超薄锂带及锂材项目（2015 年投产）
宜春赣锋	江西宜春	100%	金属锂	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

目前公司锂盐产能约 7.3 万吨：碳酸锂产能为 4.05 万吨/年，氢氧化锂产能为 3.1 万吨/年，金属锂产能为 1600 吨/年。

2019 年，公司碳酸锂产量 2.31 万吨，同比增长 41.73%，产能利用率 89.85%；氢氧化锂产量 2.1 万吨，同比增长 61.88%，产能利用率 99.39%；金属锂产量 1435.49 吨，同比减少 5.53%，产能利用率 89.72%。公司根据碳酸锂和氢氧化锂市场变化情况，充分发挥柔性生产线优势，2018 年及 2019 年主动减少了碳酸锂的产量，同时增加了氢氧化锂的产量。

表 10：公司中游锂化合物和金属锂产能和产量汇总

单位：吨	设计产能				有效产能			
	2016A	2017A	2018A	2019A	2016A	2017A	2018A	2019A
碳酸锂	14000	23000	40500	40500	10500	18500	23000	25750
氢氧化锂	8000	8000	31000	31000	8000	8000	16000	24000
金属锂	1500	1500	1600	1600	1500	1500	1600	1600

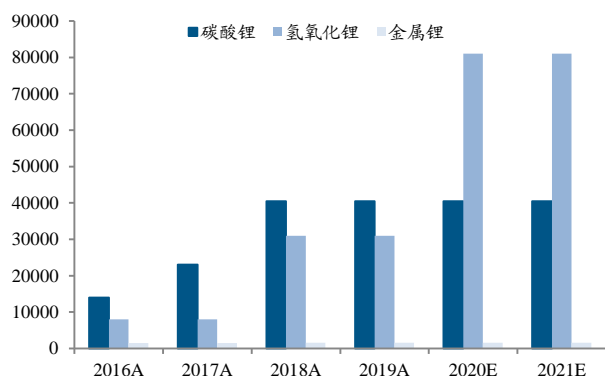
单位：吨	产量（折合 LCE，金属锂除外）				产能利用率			
	2016A	2017A	2018A	2019A	2016A	2017A	2018A	2019A
碳酸锂	10275	18298	16325	23136	98%	99%	71%	90%
氢氧化锂	7021	6093	12982	21015	100%	87%	92%	99%
金属锂	1126	1384	1519	1435	75%	92%	95%	90%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司目前正在着重建设万吨锂盐工厂三期 5 万吨氢氧化锂项目，项目预计在 2020 年底建成，2021 年能释放产量。从历史项目产能爬坡时间来看，得益于公司丰富的生产经验，新产线爬产时间预计不到半年，并且氢氧化锂所用矿石来源未变，预计通过供应链认证时间较短。2021 年公司有望超越锂业龙头雅宝，成为全球氢氧化锂龙头。

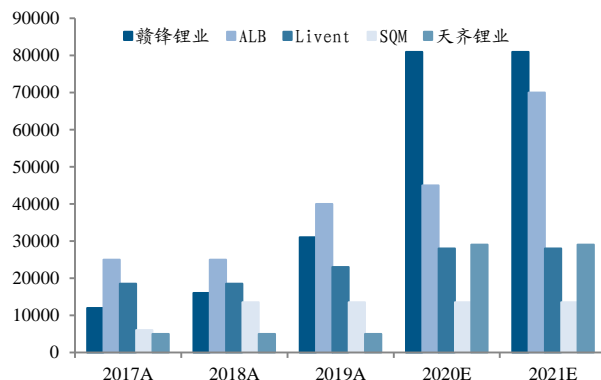
在全球新能源汽车高增长的时期，高续航里程车型向高镍三元电池推进是必然选择。对于高镍三元电池而言，由于制作过程中的物理性质原因，高品质氢氧化锂是最优选择。公司成长为全球氢氧化锂的龙头企业，并且已经进入海内外终端车企和电池厂的供应链，将充分受益行业发展带来的市场份额增长。行业地位的提升也将带来估值提升。

图 9: 公司主要锂盐产品产能情况 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 全球锂业公司氢氧化锂产能对比 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

锂盐产品进入核心供应链，充分享受新能源汽车行业发展红利

新能源汽车的发展逐渐规范化，对汽车品质要求提高，终端车企对供应链企业资质要求提升。对于长期稳定的合作企业，下游会给予一定的溢价空间，使得公司毛利率水平高于行业平均。公司拥有丰富的行业经验、全面的产品组合及产品质量，已在中国及全球建立稳定的客户资源，其中多元化的优质客户包括全球一线电池供应商，以及全球领先的汽车 OEM 厂商供应链。许多优质客户在采购公司产品之前都会实施严格的认证，认证周期最长长达 2 年，因此能够带来很高的客户忠诚度，并且对新进入者形成高门槛。目前公司已经分别和 LG 化学、特斯拉、大众、宝马等企业签署战略合作备忘录及长期供货协议。

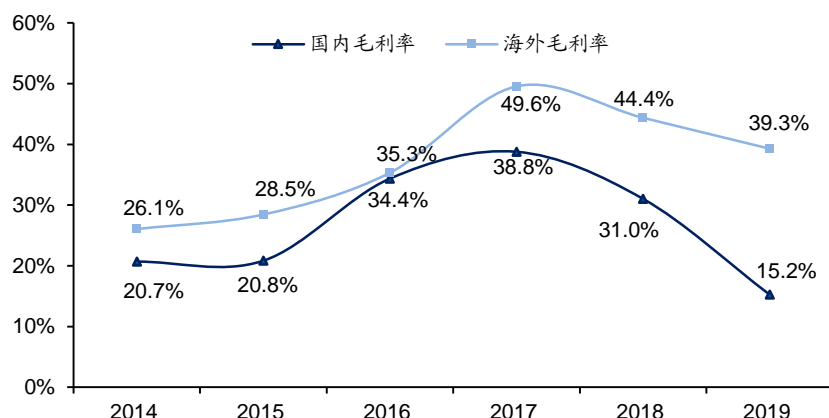
表 11: 公司与蓝筹客户建立长期战略关系

签约客户	签署日期	供货时间	供应产品	合作内容
特斯拉	2018 年 9 月	2018-2020 (可展期 3 年)	氢氧化锂	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，年采购数量约为该产品当年总产能的 20%。
德国宝马	2018 年 9 月	2020-2024 (可展期)	锂化工产品	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	2018 年 8 月	2019-2025	氢氧化锂	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	2019 年 4 月	未来十年	锂化工产品	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。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

氢氧化锂符合高镍三元材料的发展趋势，海外电池厂或车企在高镍电池的发展领先于国内。公司氢氧化锂大多是以出口的形式对外销售，能获得明显的价格溢价，所以海外销售的毛利率要显著高于国内市场。公司 2019 年海外毛利率 39.2%，而国内毛利率仅为 15.2%，差距愈加明显。目前来看，本轮全球新能源汽车增长浪潮的主要预期点在欧美市场，并且电池厂以日韩企业为主，公司是全球氢氧化锂的龙头企业以及主要供给增量，预计公司将受益海外市场的增长爆发，即使在锂价处于底部区间的时候，也能获得显著的竞争优势以及产能和技术溢价。

图 11: 公司海外销售毛利率显著高于国内



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

布局下游锂电池业务, 积极推进固态锂电池研发

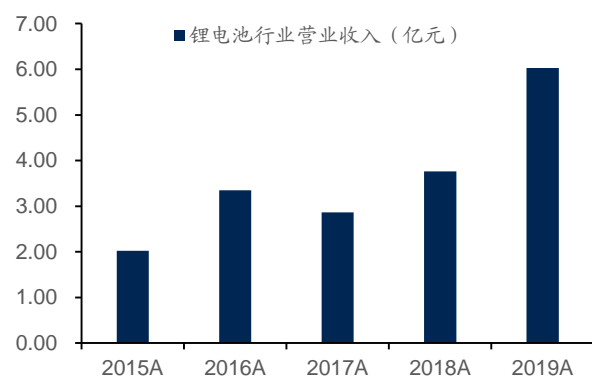
2016 年以来, 由于高性能电子设备及储能设备使用的锂电池的需求爆发式增长, 公司逐步布局锂电池及其回收业务, 将锂产业链延伸至下游领域。公司从客户处采购负极材料、正极材料及电解液生产锂离子动力电池、储能电池以及消费型电池, 应用于电动汽车、各种储能设备及各种消费型电子设备。另外公司也在持续投入固态锂电池的研发工作。

表 12: 公司锂电池及回收业务布局情况

生产基地	所在地	持股比例	主要产品/业务	生产线
东莞赣锋	广东东莞	100%	聚合物锂电池	3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线顺利投产
赣锋电池	江西新余	100%	锂离子动力电池、储能电池及消费型电池	2017 年可转债募集资金, 年产 6 亿瓦时高容量锂离子电池生产线顺利投产
赣锋电子	江西新余	71%	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池	
浙江锋锂	江西新余	100%	第一代固态锂电池	年产亿瓦时级第一代固态锂电池中试生产线
江苏赣锋	江苏苏州	100%	动力与储能电池组、电池管理系统	
赣锋循环	江西新余	100%	碳酸锂、氟化锂、锂回收溶液、三元前驱体 (特种锂厂于 2019 年并入赣锋循环)	投资建设的废旧锂电池拆解及稀贵金属综合回收项目于 2018 年实现产业化, 一期已形成 34,000 吨回收处理能力, 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。

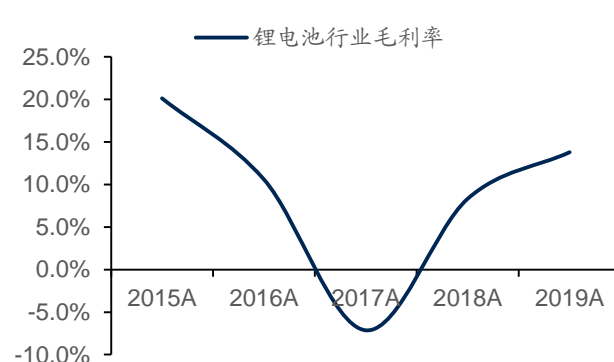
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司锂电池业务营收规模持续扩大



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司锂电池行业毛利率变化情况

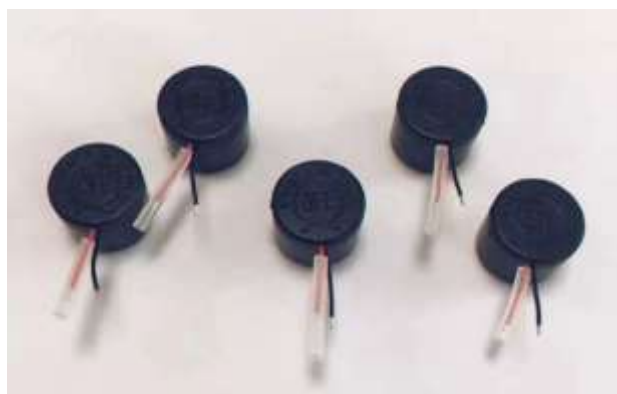


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

TWS 电池：把握消费电子领域的发展机遇

公司 2018 年年初开始布局 TWS 耳机电池，2019 年取得重要进展，生产线在 2019 年一季度正式投产，年产能 3000 万只，日出货量达到 5 万只以上。TWS 市场需求的多样性对电池提出更高的要求：体积更小、性能更稳定。公司把握这一消费电子领域的发展机遇进行研发创新，领先进入市场化应用，成功吸引 OPPO、漫步者、品胜、GLAB、JBL 等客户。

图 14：公司 TWS 纽扣电池



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15：公司 TWS 纽扣电池主要下游客户



资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

储能项目：助力可再生能源发展

赣锋电池拥有大型储能项目的供货及建设能力，陆续参与电网侧储能、用户侧储能与光伏储能项目。赣锋电池迅速响应国家号召，2019 年储能项目共放电 2,218MWH，帮助企业节约用电成本。2019 年 11 月，赣锋电池完成国内最大单体用户侧储能项目，项目容量 54.2MWH，预计年发电 26,400MWH。

图 16：公司储能电池应用领域



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

固态锂电池：研发工作稳步推进

固态锂电池采用固体电解质替代电解液和隔膜，相比液态锂电池，固态锂电池具备更高的热稳定性和致密性，安全性能高，另外可采用金属锂做负极，有望提升 40%-50% 的能量密度。固态电池有望成为下一代动力电池主导的技术路线。目前固态锂电池目前仍然处于产业化进程的早期阶段。赣锋锂业积极推进固态锂电池研究工作，早在 2017 年底就决定投资建设第一代固定锂电池研发中试生产线，2019 年投资建成了年产亿瓦时级的第一代固态锂电池研发中试生产线，加速了固态锂电池技术的商业化进程。公司开发的第一代固态锂电池研制品已通过多项第三方安全检测和多家客户送样检测。

锂电池回收：已形成 34,000 吨回收处理能力

公司于 2017 年推出锂电池回收业务，以满足随着新能源汽车销售增加而对废旧电池管理不断增加的需求。公司使用环境合规的不同工序回收及提取废旧电池中的锂材料及其他金属，之后再内部消耗大部分回收锂材料。2019 年公司投产年处理 34,000 吨退役锂电池综合回收项目，未来目标是建立每年可回收 10 万吨退役锂电池的大型综合设施。

图 17：公司退役锂电池综合回收项目



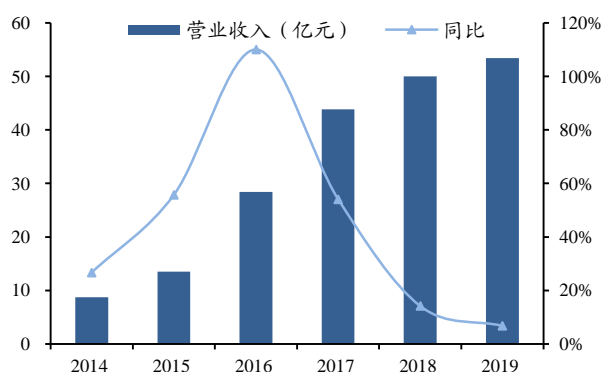
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务分析：经营稳健，成本控制能力强

锂盐产品价格下滑拖累公司业绩，2020 年二季度有望迎来拐点

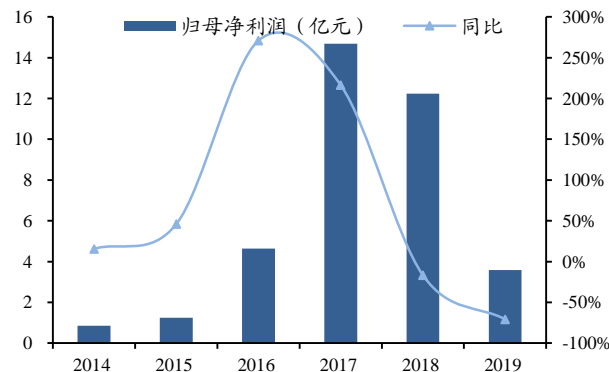
随着公司经营规模持续扩张，公司营收规模也持续增长，2019 年实现营收 53.42 亿元，同比增长 6.75%；实现归母净利润约 3.58 亿元，同比减少 73.3%；实现归母扣非净利润 6.94 亿元，同比减少 44.72%。2019 年业绩同比大幅度下滑的主要原因：1) 锂盐价格同比下滑，2019 年国产碳酸锂均价 6.9 万元/吨，同比下滑 41%，氢氧化锂均价 8.2 万元/吨，同比下滑 40%；公司全年综合毛利率 23.5%，同比下滑 12.6 个百分点；2) 公允价值变动损益-3.95 亿元，其中由于 Pilbara 股价下跌导致 3.86 亿元损失；3) 资产减值 7882 万元。

图 18：公司年度营收情况



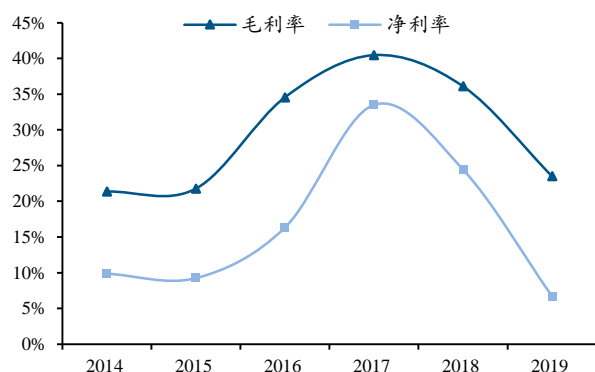
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19：公司年度归母净利润情况



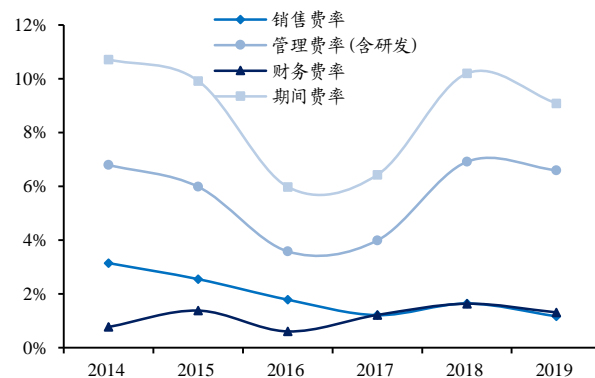
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 公司毛利率、净利率情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

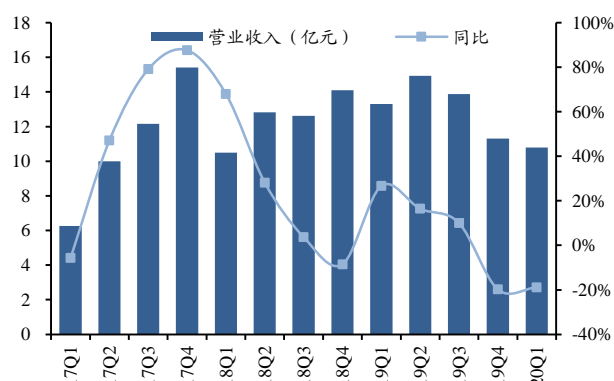
图 21: 公司年度期间费率情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

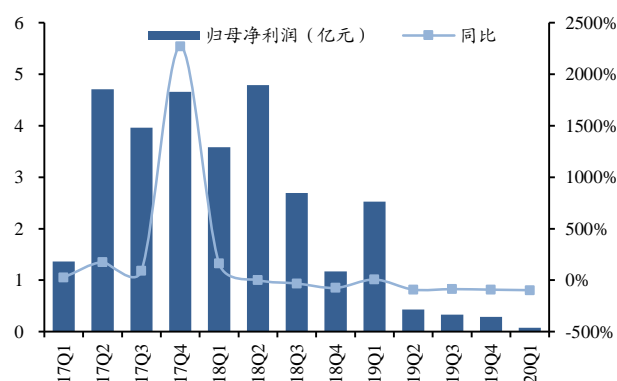
公司 2020Q1 实现营收 10.79 亿元,同比减少 18.88%;实现归母净利润 774.61 万元,同比减少 96.94%;实现归母扣非净利润 7185.83 万元,同比减少 51.98%。业绩持续下滑的原因包括: 1) 锂盐价格继续下跌, 2020Q1 电池级碳酸锂均价约 4.96 万元/吨,同比下跌 34%,环比下跌 10%;; 电池级氢氧化锂均价约 5.5 万元/吨,同比下跌 47.6%,环比下跌 6.8%; 2) 公司公允价值变动损失 8770 万元,主要是公司持有的西澳锂矿 Pilbara 股价下跌所致。

图 22: 公司季度营收情况



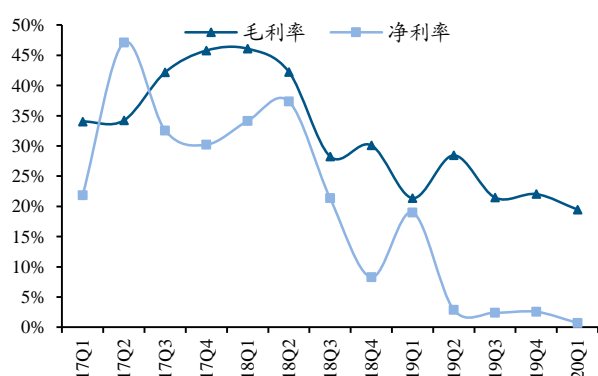
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 23: 公司季度归母净利润情况



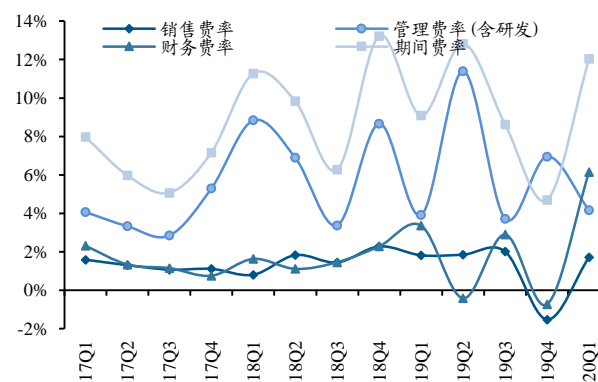
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 公司季度毛利率、净利率情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 公司季度期间费率情况

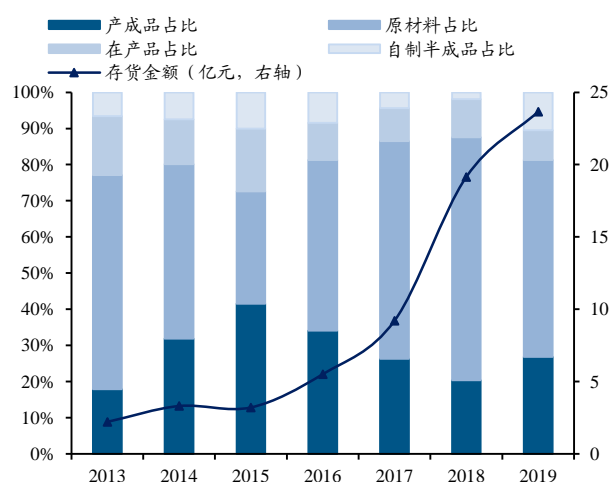


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

公司 2020Q1 业绩整体表现不佳,受新冠疫情影响,一方面锂盐价格环比继续下跌,另一方面预计在产品订单方面同样有所推迟。公司在季报当中披露了对 2020 年上半年归母净利润的预测:预计 2020 年 1-6 月归属于上市公司股东净利润为 1.4-2 亿元,由此预计 Q2 单季度归母净利润为 1.3~1.9 亿元,单季同比增长 202-342%,这也是自 2019 Q2 季度以来最好的水平,公司经营业绩有望迎来拐点。

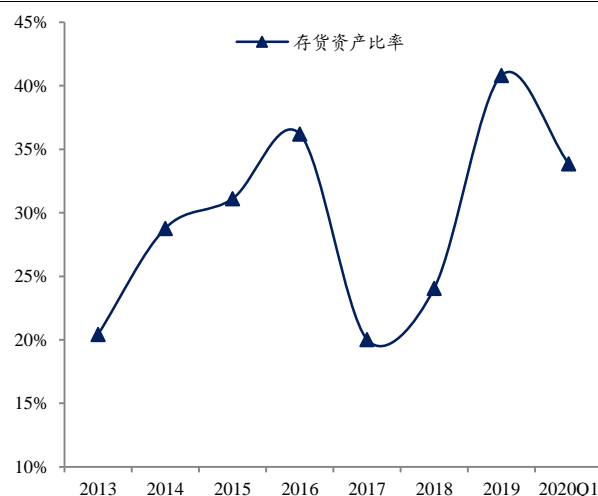
另外从存货的角度来看,2011 至 2019 年,随着公司规模以及产能的不断扩大,公司的存货金额迅速增长,从 1.21 亿元上升至 23.66 亿元,年均复合增长率约 45%。但是存货资产比率稳定在 30%左右,体现公司资金和运营方面的稳定。

图 26: 公司存货金额与结构



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 27: 公司存货资产比率 (存货/流动资产) 保持稳定



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

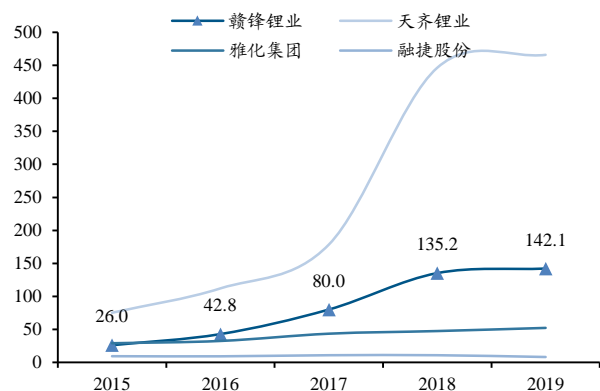
和同行业公司相比,公司在成本控制和盈利能力方面优势明显

选取行业主要的几家上市公司(天齐锂业、雅化集团、融捷股份)进行对比,通过对资债结构、经营效率、偿债能力、盈利能力进行分析,显示赣锋锂业在经营稳定性、成本控制能力和盈利能力等方面优势明显。

实际上在毛利率对比上面,公司并没有直接优势,2019 年综合毛利率 23.5%,同时低于天齐锂业和雅化集团,这主要是由于公司在上游资源方面基本上都是采用参股的方式来进行,没有并表,原料端布局并不直接计入产品毛利率。而原料端产品的毛利率是相对比较高的。

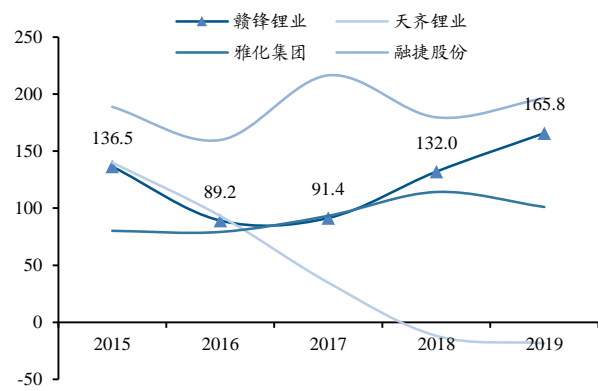
和同行业公司相比,赣锋锂业最大的优势在于期间费用的控制是最好的,2019 年期间费用率仅为 9.1%,远低于其他三家公司,稳扎稳扎的经营风格使得公司在行业景气度下滑的时候能控制住资产负债结构保持相对稳定,财务费用甚至还有所减少。与之相对应的是,公司 ROE 和 ROIC 数据都是最好的,盈利能力突出,有望实现逆势扩张。

图 28: 行业内公司总资产对比 (亿元)



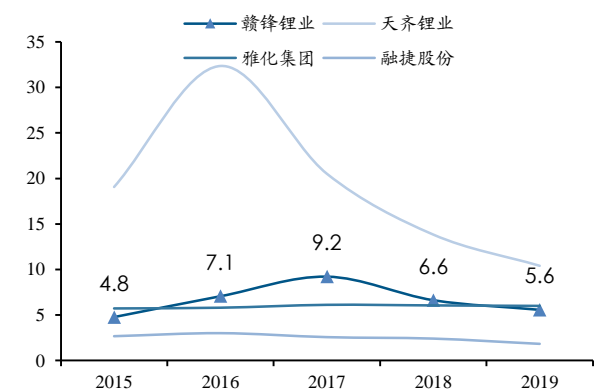
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29: 行业内公司净营业周期对比 (天)



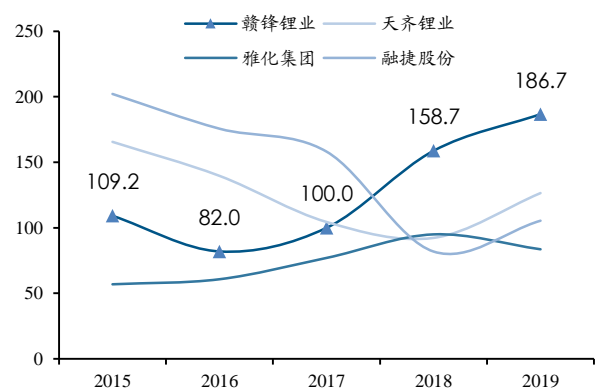
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 30: 行业内公司应收账款周转率对比



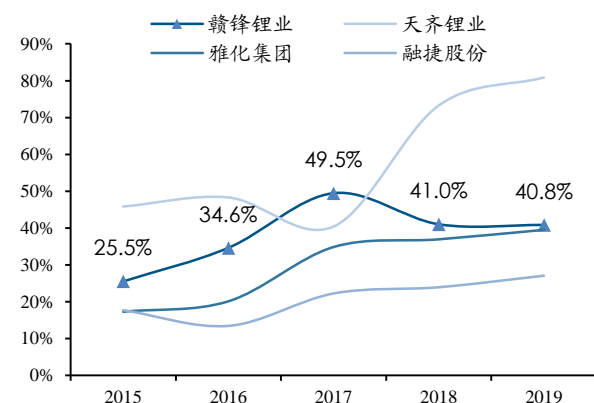
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 31: 行业内公司存货周转天数对比 (天)



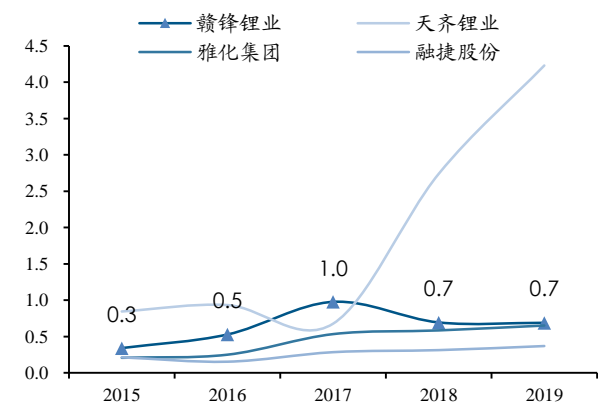
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 32: 行业内公司资产负债率对比



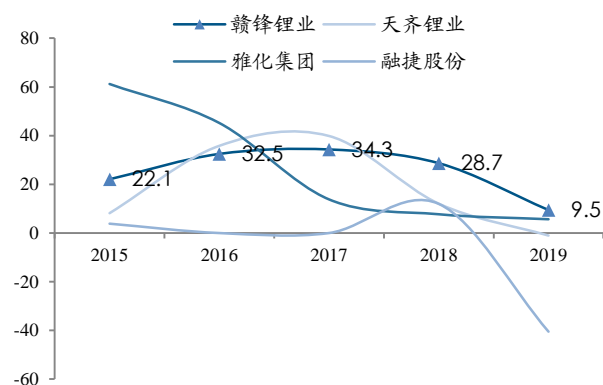
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 33: 行业内公司权益比率对比



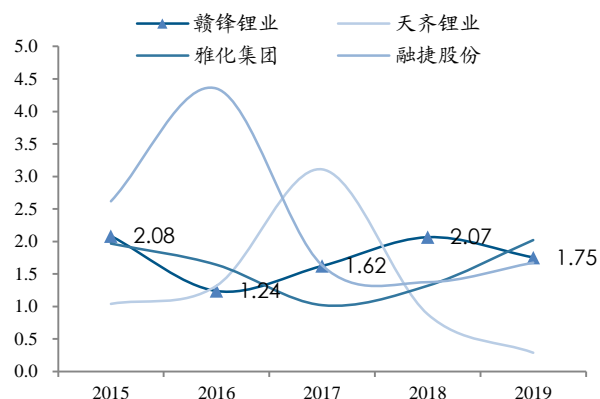
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 34: 行业内公司利息保障倍数对比



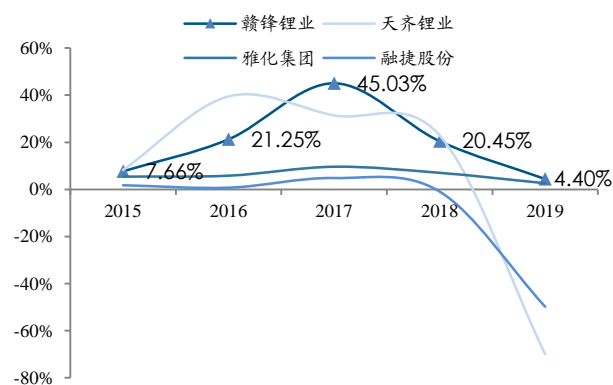
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 行业内公司流动比率对比



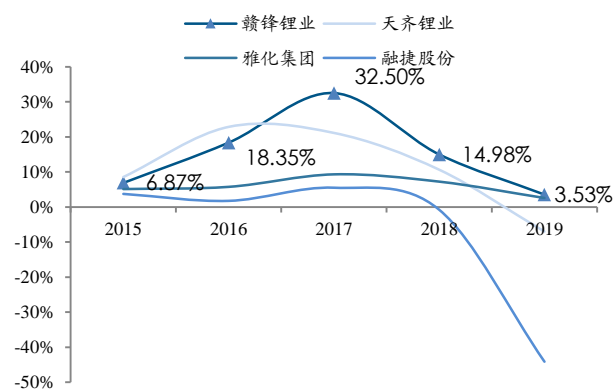
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 36: 行业内公司 ROE 对比



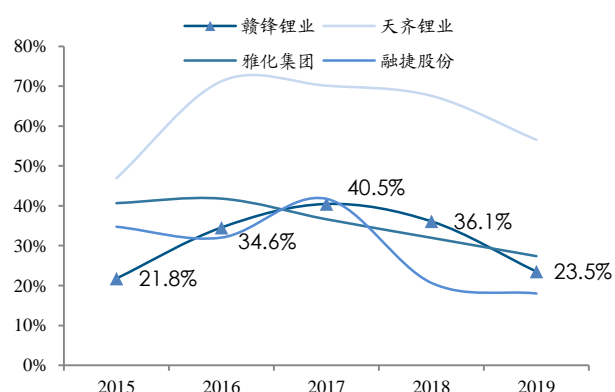
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 37: 行业内公司 ROIC 对比



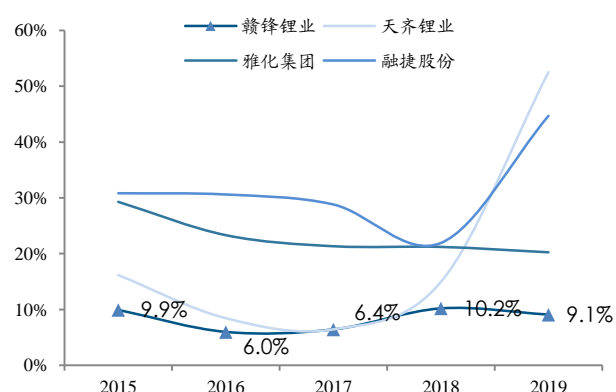
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 38: 行业内公司毛利率对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 39: 行业内公司期间费用率对比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

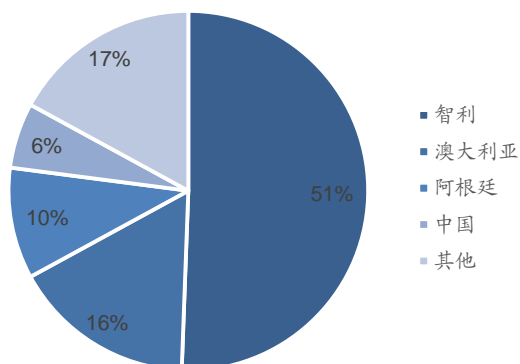
锂行业分析：行业底部震荡，强调细分领域

国内外锂资源储量和开发现状

锂是元素周期表内所有碱性金属中最轻的金属，也是已知元素当中金属活动性最强的品种。因此，锂在自然界中并不以纯金属元素形态存在，但于矿物以及无机盐中存在。如将锂用于电池及陶瓷等不同的商业应用时，其需经过一系列化学作用及反应后制得碳酸锂等特种化合物。

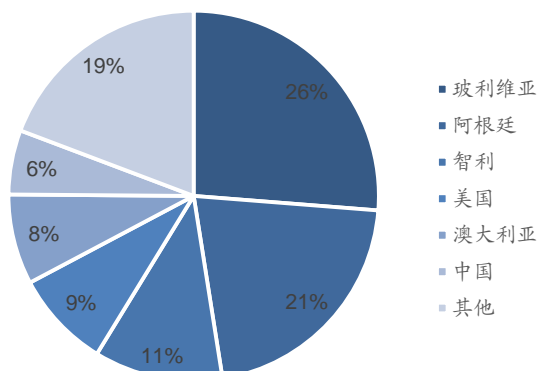
美国地址调查局 2020 年最新数据显示，世界已查明的锂资源量约为 8000 万吨，储量约为 1700 万吨，随着锂产业的展，发现的锂资源越来越多。全球锂资源分布主要集中在南美锂三角（智利、阿根廷和玻利维亚），为盐湖卤水型；其次是澳大利亚，为硬岩型锂辉石；中国卤水和硬岩型两者都有，储量丰富。虽然中国拥有相对丰富的卤水资源，但是位于西藏及青海省的卤水资源平均镁锂比率远高于智利及阿根廷卤水，让使用传统暴晒蒸发法提锂不具经济效益。中国锂盐生产主要是以矿石提锂为主，原料主要依靠进口。

图 40：锂储量



资料来源：USGS、国信证券经济研究所整理

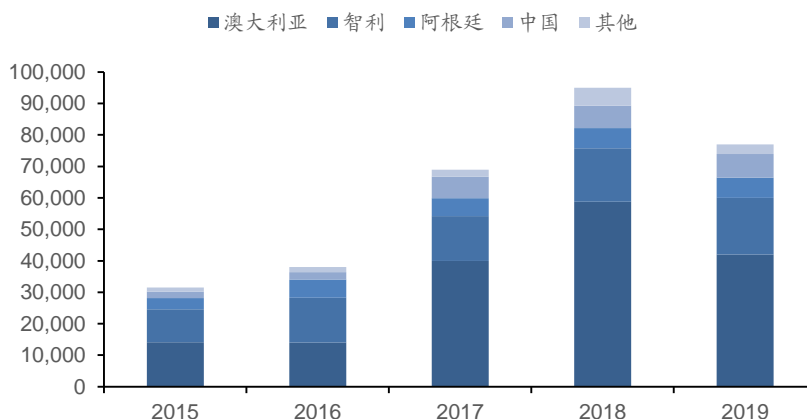
图 41：锂资源量



资料来源：USGS、国信证券经济研究所整理

国外盐湖提锂开发主要以智利和阿根廷为主，USGS 数据显示，2019 年产量分别占全球锂资源产量的 23.4%和 8.3%。国外矿石提锂开发主要以澳大利亚为主，2019 年澳洲锂精矿产量占到全球锂资源产量的 54.6%，是绝对的供应主力。

图 42：全球锂产量（单位：金属吨）

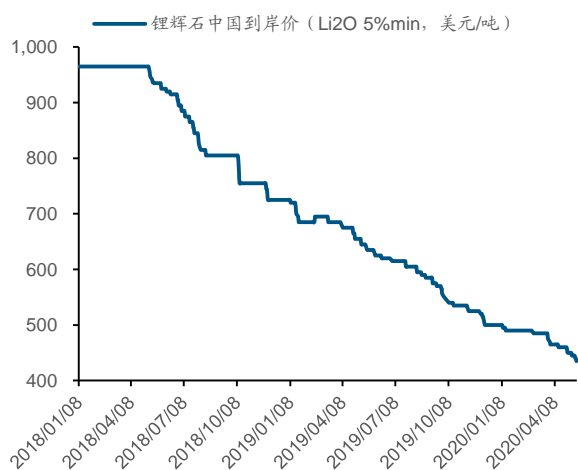


资料来源：USGS、国信证券经济研究所整理

锂精矿价格低迷迫使矿山减产，高成本矿山面临出清

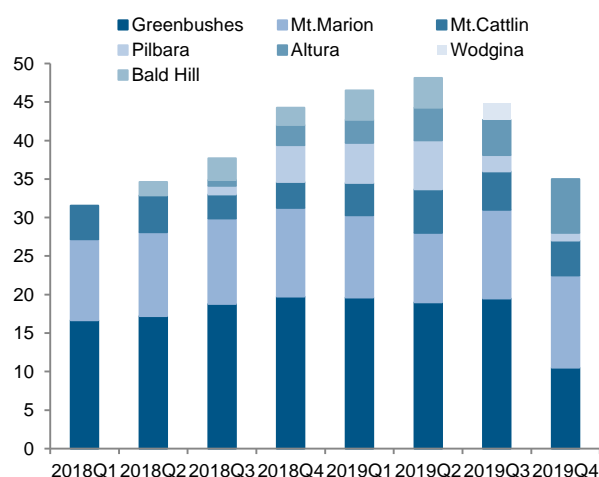
西澳锂矿是全球最大的锂资源供给，供给量超过南美四大盐湖。2019 年是西澳锂辉石矿产能集中投产的年份，但是随着锂盐价格的回落，上游矿山的利润也逐步受到挤压，2017-2019 年投产的高成本矿山首先受到冲击。在锂资源供应成本曲线上，西澳锂矿对应的锂盐产品成本是偏高的。如果锂盐和锂精矿价格持续低迷，西澳部分高成本矿山预计将率先面临出清。

图 43：锂精矿价格持续下行



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图 44：西澳七大矿供给情况 (万吨)



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

自 2018 年初开始，锂精矿价格持续处于下行通道，直接影响到澳洲锂精矿的供应。数据统计，2019Q2 澳洲锂辉石矿山产量达到峰值，合计 48 万吨；之后 2019Q3/Q4 的产量分别是 45 和 35 万吨，环比出现下滑。亚洲金属网最新报价显示，进口锂辉石精矿价格已经跌破 450 美元/吨，这个价格甚至已经低于西澳七大锂矿当中 Wodgina、Pilgangoora 和 Bald Hills 的单位现金成本，减产或者停产在所难免。这同样也会影响原本计划投入的新增产能。

表 13：全球“四湖七矿”生产碳酸锂现金成本汇总

所属公司	矿山	所在国家	矿物类型	锂精矿产能 (万吨)	锂精矿现金成本 (美元/吨)	折 LCE 产能 (万吨)	折 LCE 现金成本 (元/吨)
Talison Lithium	Greenbushes	澳大利亚	矿石	135	250	16.88	39000
Galaxy Resources	MT Cattlin	澳大利亚	矿石	18	350	2.25	44600
Reed Industrial Minerals	MT Marion	澳大利亚	矿石	45	380	5.63	46280
Pilbara Minerals	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	33	380	4.13	46280
Mineral Resources	Wodgina (精矿)	澳大利亚	矿石	75	450	9.38	50200
Altura Mining	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	22	450	2.75	50200
Tawana/AWAL	Bald Hills	澳大利亚	矿石	16	500	1.94	53000
SQM	Salar de Atacama & Salar del Carmen	智利	盐湖	—	—	7.00	34000
ALB-ROC	Salar de Atacama	智利	盐湖	—	—	4.40	31500
Livent	Salar del Hombre Muerto & Fenix Operations	阿根廷	盐湖	—	—	1.80	28000
ALB-ROC	Salar de Atacama	智利	盐湖	—	—	4.40	31500
Lithium Americas	Cauchari-Olarzoz	阿根廷	盐湖	—	—	2.50	30000
Orocobre	Olarzoz Lithium	阿根廷	盐湖	—	—	1.75	30000

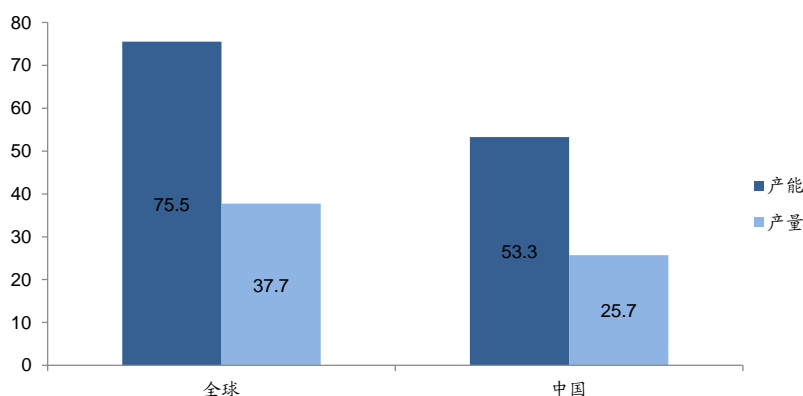
资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

备注：1) 假设 8 吨锂精矿制取 1 吨碳酸锂；2) 假设锂精矿制取碳酸锂的加工成本 (不含原料) 是 2.5 万元/吨；3) 盐湖提锂考虑权益金。

基础锂盐供应阶段性相对过剩，价格已经跌至历史最低位

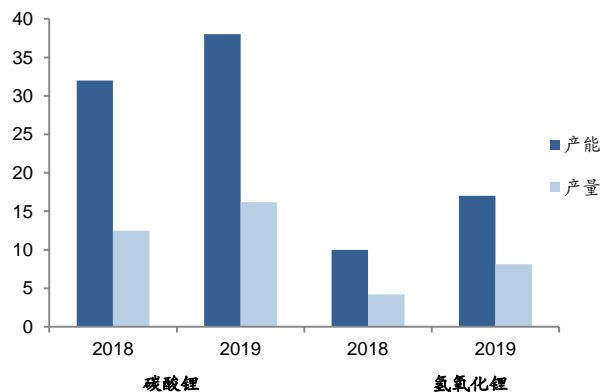
全球锂盐产能整体呈现阶段性过剩的状态，2019 年产能利用率仅 50%。另外全球锂盐产能主要集中在 中国，占比约 70%。中国有色金属工业协会锂业分会数据显示，2019 年中国基础锂盐总产能约 53.3 万吨 LCE，总产量约 25.7 万吨 LCE，产能利用率仅为 48.2%；其中碳酸锂总产能约 38 万吨，产量 16.2 万吨，产能利用率仅为 42.6%；氢氧化锂总产能约 17 万吨，产量 8.1 万吨，产能利用率仅为 47.6%；另外金属锂总产能约 4700 吨，产量 2903 吨，产能利用率仅为 61.8%。中国基础锂盐产能总体也呈现阶段性相对过剩的格局。

图 45：2019 年基础锂盐产能与产量对比图（单位：万吨 LCE）



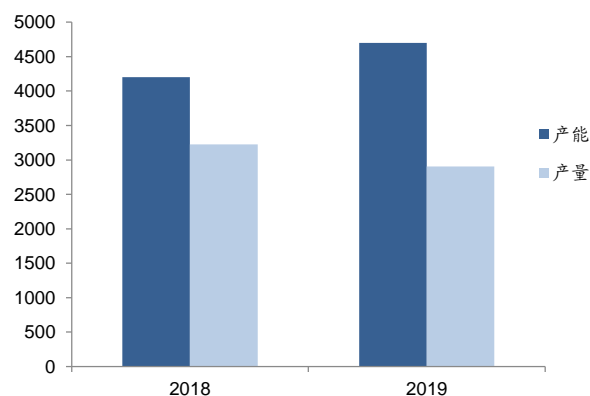
资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

图 46：中国碳酸锂与氢氧化锂产能与产量（单位：万吨）



资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

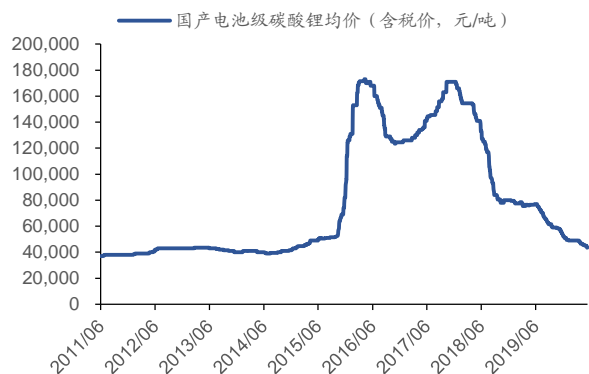
图 47：中国金属锂产能与产量（单位：吨）



资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

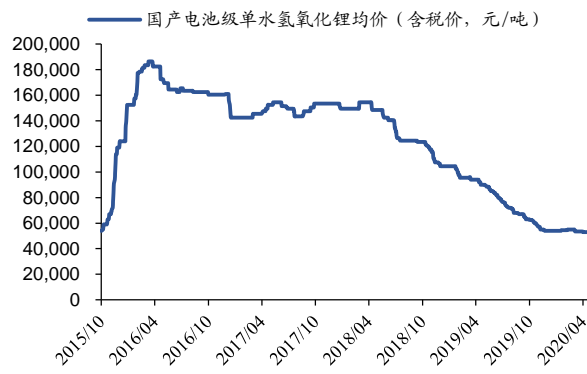
从锂盐的价格来说，2015 年下半年开始，新能源汽车产业链逐步进入到公众的视野当中，锂盐价格一路高歌猛进，其中国产电池级碳酸锂的均价从 5 万元/吨快速上涨至 17 万元/吨左右。但是到了 2017 年年底，国产电池级碳酸锂的价格开始进入下行通道，根据亚洲金属网最新的报价显示，国产电池级碳酸锂均价大约是 4.35 万元/吨，已经跌破上一轮行情启动的价位，重新回到历史价格的底部区间，而在这个价格水平之下，国内大部分碳酸锂生产线基本上都是呈现亏损的状态。国产电池级单水氢氧化锂的价格同样是经历了比较长时间的下行周期，目前的报价在 5.3 万元/吨左右，也处于历史最低位。

图 48: 国产电池级碳酸锂价格处于历史低位



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

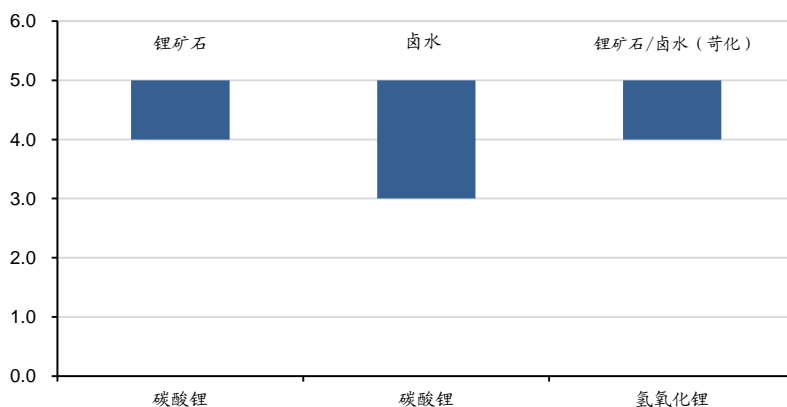
图 49: 国产电池级单水氢氧化锂价格处于历史低位



资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

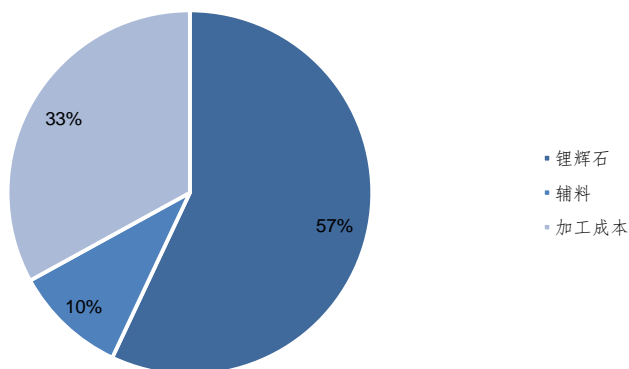
从锂盐的成本考虑, 矿石提锂工艺路径中锂辉石精矿成本是生产碳酸锂最主要的成本构成。如果按照目前 1 吨锂辉石原料的价格在 450 美金/吨来测算, 国产电池级碳酸锂的成本在 4-5 万元/吨。相比之下, 卤水提锂工艺路径生产电池级碳酸锂的成本在 3-5 万元/吨。而两种工艺路径下, 生产 1 吨电池级氢氧化锂的成本在 4-5 万元/吨。

图 50: 国产电池级碳酸锂和氢氧化锂成本分析 (单位: 万元)



资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

图 51: 锂辉石精矿生产电池级碳酸锂的成本构成



资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

从新增的产能来说，在行业不景气的时候，产业链存在重塑的可能，部分企业有望实现逆势扩张。但是不可否认的是，在现阶段大部分在建锂盐产能都可能被迫延迟：1）新冠疫情对需求有较大的影响；2）锂盐价格处于低位，有停产甚至破产的风险。我们认为从产业的角度来看，并不担心新增产能未来对市场会造成大的影响。

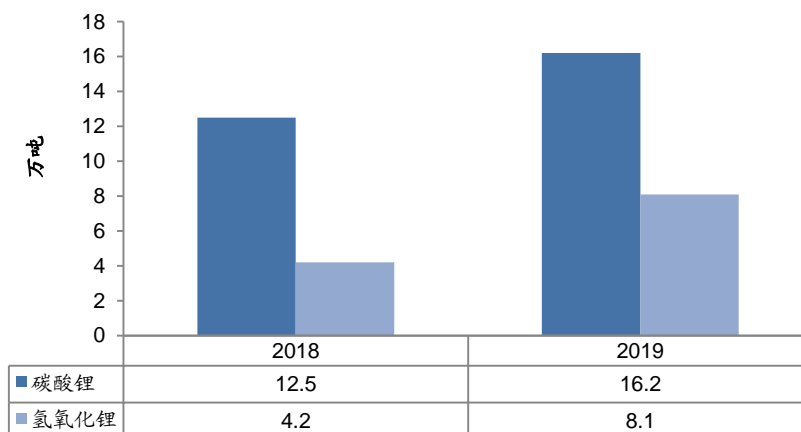
表 14：全球锂未来几年预计新增项目

企业或项目名称	产能	项目建设地	原计划建成时间
江西赣锋锂业股份有限公司	氢氧化锂 5 万吨	江西新余	2020 年
青海盐湖佛照蓝科锂业股份有限公司	碳酸锂 2 万吨	青海格尔木	2020 年
唐山鑫丰锂业有限公司	碳酸锂 1 万吨，氢氧化锂 1 万吨	河北唐山市	2020 年
宜宾市天宜锂业科创有限公司	氢氧化锂 2 万吨	四川宜宾	2020 年
广东威华股份有限公司	碳酸锂氢氧化锂共 1.7 万吨	四川绵竹	2020 年
Minera Exar	4 万吨电池级碳酸锂，Ganfeng51/LAC49	阿根廷 Jujuy 省	2021 年
Posco	4 万吨锂盐	韩国 Yulchon	2021 年
Kemerton	5 万吨氢氧化锂 60Albemarle/40MRL	澳大利亚 Kemerton	2021 年
Orocobre	二期扩产项目 2.5 万吨碳酸锂	阿根廷 Jujuy 省	2021 年
Naraha Lithium Hydroxid Project	氢氧化锂 1 万吨	日本 Nahara	2021 年

资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

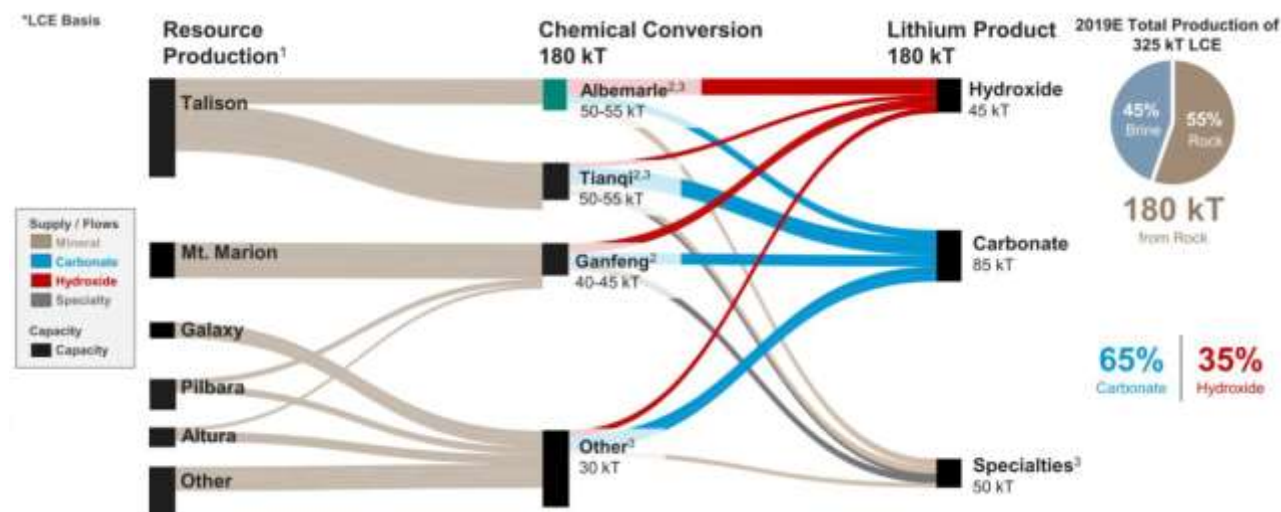
氢氧化锂是高镍三元材料的必然选择，具有差异化竞争优势

从动力电池目前的技术路径来看，三元材料高镍化发展趋势仍然是主流。单水氢氧化锂锂含量虽然低于碳酸锂（1KG 单水氢氧化锂折算仅约 0.88KG 碳酸锂当量），但是价格往往比碳酸锂更高。目前 NCM523、NCM333 等中低镍三元材料主要采用电池级碳酸锂制备；NCM622 既可采用电池级碳酸锂，也可采用电池级氢氧化锂；NCM811、NCA 等高镍三元主要采用电池级氢氧化锂。另外从产量占比来看，2018 年国内氢氧化锂产量为 4.2 万吨，占比 25%；2019 年产量为 8.1 万吨，占比 33%。未来随着高端电动汽车产销量放量，电池级氢氧化锂的占比仍会逐步提升。

图 52：国内电池级氢氧化锂产量占比逐渐提升


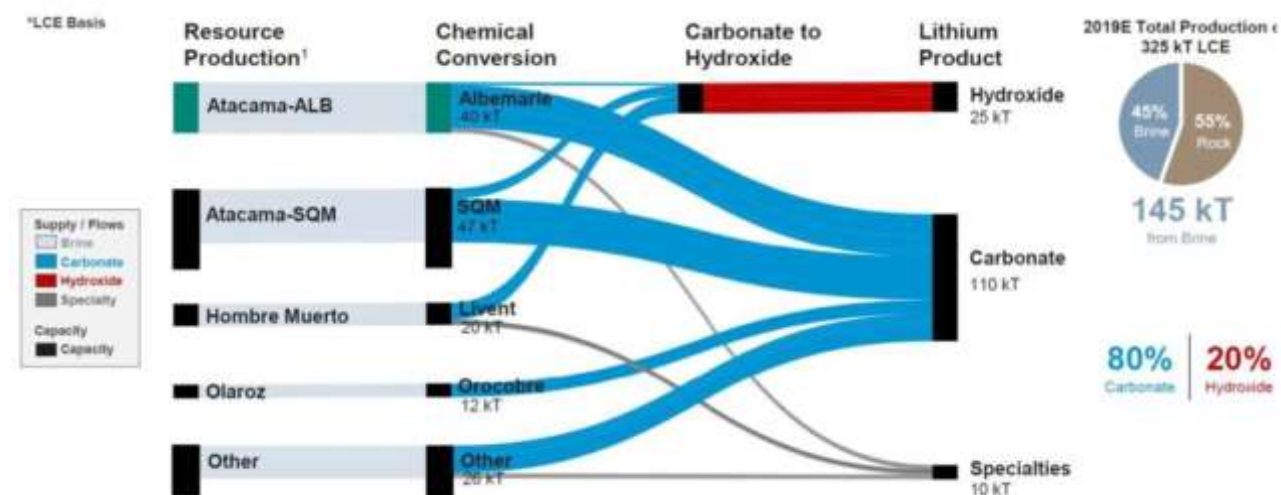
资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

图 53: 矿石提锂供应中 65%用于生产碳酸锂, 35%用于生产氢氧化锂



资料来源: Albemarle、国信证券经济研究所整理

图 54: 盐湖提锂供应中 80%用于生产碳酸锂, 20%用于生产氢氧化锂



资料来源: Albemarle、国信证券经济研究所整理

电池级氢氧化锂产品更注重差异化, 主要体现在: 1) 电池级氢氧化锂各项指标要求上更加严格, Know-how 更加重要; 2) 根据下游客户需求, 产品性质仍有差异性; 3) 目前高镍三元主要仍是海外客户, 认证难度大, 认证周期长。短期来看氢氧化锂的供给壁垒较高。在目前工艺体系下, 矿石生产高品质氢氧化锂是主要路径, 因此具备矿山资源的企业更具备竞争力。

从价格来看, 目前海外电池级氢氧化锂均价比国产电池级氢氧化锂均价要高出 35% 以上。国内国外价格出现这么大的差距主要在于, 氢氧化锂主要都是销售给海外的电池厂或者车企, 价格更具有参考意义, 以赣锋锂业来举例, 2019 年公司氢氧化锂产品出口占比达到 60-70%, 而今年这一比例甚至会更高。相反地对于碳酸锂来说, 国内市场报价更具有参考意义, 国产电池级碳酸锂出口占比比较低。综上, 电池级氢氧化锂由于存在差异化竞争的优势, 单位利润更高。

图 55: 海外电池级氢氧化锂销售价格相比国内溢价率超过 35% (含税价, 元/吨)

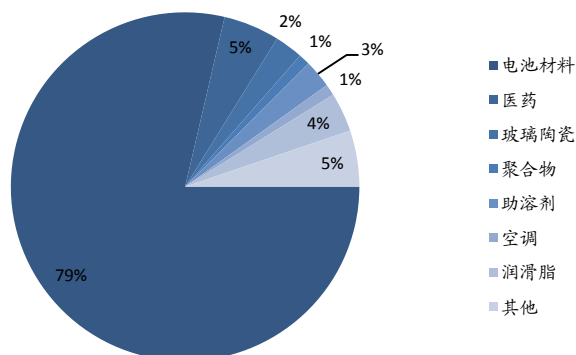


资料来源: 亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

新冠疫情影响下, 静待新能源汽车需求复苏

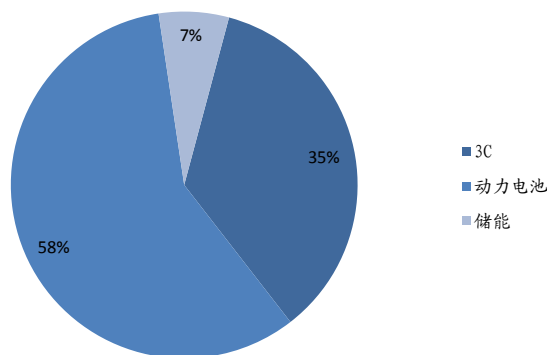
锂盐下游应用领域广泛, 其中电池材料用锂盐的消耗量占总锂盐消耗量的 79%, 其次是医药和润滑脂等领域。电池材料用锂盐按照使用领域可进一步分为动力电池用锂盐、3C 用锂盐和储能用锂盐, 动力电池占比达到 58%, 表明新能源汽车已经是锂消费的最主要领域。

图 56: 2019 年中国锂盐应用领域占比



资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

图 57: 2019 年中国锂盐在电池材料中应用领域拆分



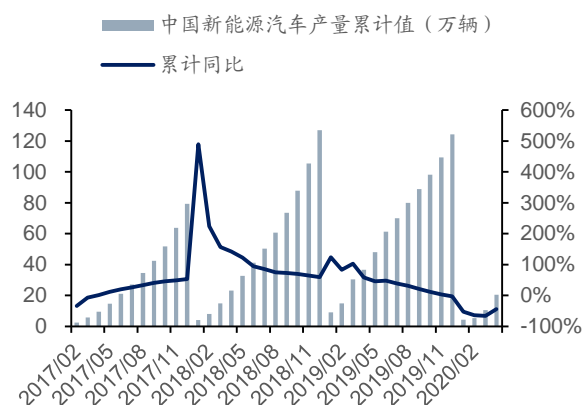
资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

中国新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长至 2020 年底

新能源汽车是众多国家战略性新兴产业, 主要国家和地区都在大力发展新能源汽车。中国新能源汽车产业经过十多年的规划和培育, 已具备一定的先发优势和规模优势。欧美、日韩等国家政府纷纷加速电动化转型。根据多家锂电企业及咨询机构分析, 预计 2025 年全球电动汽车销量将突破 1600 万辆, 2030 年将达到 3500 万辆。

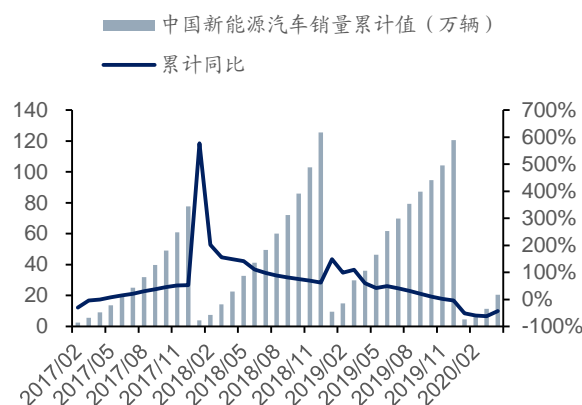
全球汽车电动化的发展趋势是非常明确的, 但是全球突发公共卫生事件打乱了短期的节奏。受到疫情影响, 短期内国内新能源汽车产销量大幅下滑的局面是不可避免的, 中汽协数据显示 2020 年 1-4 月中国新能源汽车产量累计同比下降约 44%; 销量累计同比下降约 43%。另外根据 GGII 数据显示, 2020 年 1-2 月国内动力电池合计装机量约 2.92GW, 同比下降 60%; 3 月装机量约 2.76GW, 同比下降 46%; 4 月装机量约 3.60GW, 同比下降 33%, 环比增长 30%。

图 58: 1-4 月中国新能源汽车产量累计同比下降约 44%



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

图 59: 1-4 月中国新能源汽车销量累计同比下降约 43%



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

按计划来说，2020 年后中国新能源汽车补贴本应该完全退出市场。但是在疫情影响下，为促进汽车消费，国务院会议中确定了新能源汽车购置补贴延长 2 年的“救市”政策。

图 60: 中国新能源汽车购置补贴延长 2 年

2019 年 12 月 3 日，工信部装备工业司发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（征求意见稿）。意见稿提出，到 2025 年新能源汽车销量占比达到 25% 左右，智能网联汽车新车销量占比达到 30%。

2020 年 3 月 31 日，国务院常务会议决定：为促进汽车消费，将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年。

2020 年 4 月 22 日，财政部、税务总局、工信部等三部委发布关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告。2022 年 12 月 31 日前，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。

2020 年 4 月 23 日，财政部等四部委发布 2020 年新能源汽车补贴政策，确定我国新能源汽车补贴延长至 2022 年年底。



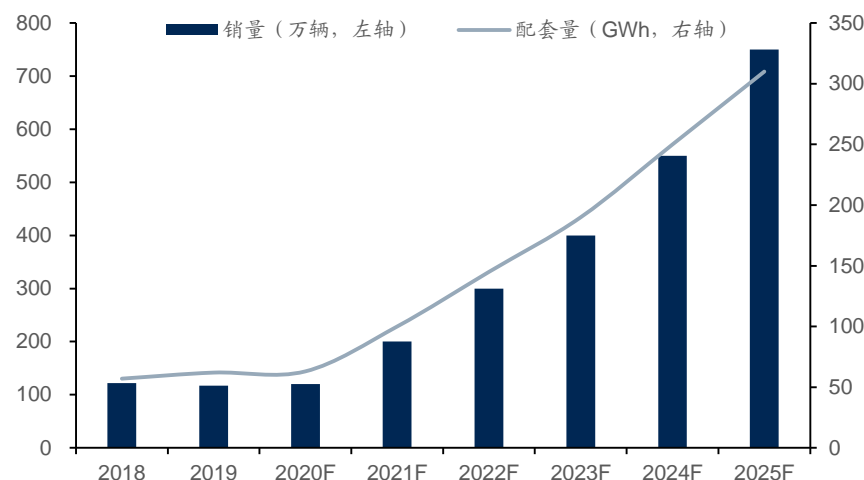
中国新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长 2 年至 2022 年年底

资料来源：工信部、国信证券经济研究所整理

预计国内新能源汽车产销量在疫情影响逐步消退，叠加国家政策支持的大背景之下，短期会逐步复苏，中汽协数据显示，4 月份国内新能源汽车销量是 7.2 万辆，虽然同比仍有 25.6% 的下滑，但是单月环比增长 36.2%。而中长期来看不改国内新能源汽车发展趋势，预计今年国内新能源汽车销量仍然可以达到 120 万辆，和去年基本持平；预计 2025 年产销量规模将达到 750 万辆，市场占比达到 21.4%。

对于海外市场来说，海外疫情于 3 月中下旬开始蔓延，龙头电池企业出口订单受到影响，二季度动力电池市场仍处于不景气状态。目前海外疫情仍有一定的不确定性，但是新能源汽车工厂已经开始逐步复产。SMM 调研资料显示，包括大众、奥迪、保时捷、沃尔沃等车企新能源工厂基本于 4 月 20 日复工。4 月份欧洲新能源汽车销量数据显示，除了德国仍出现同比强劲增长之外，其余国家销量同比均出现明显下滑。海外需求的复苏仍有待进一步的观察。

图 61：2020-2025 年中国新能源汽车整体及动力电池市场预测

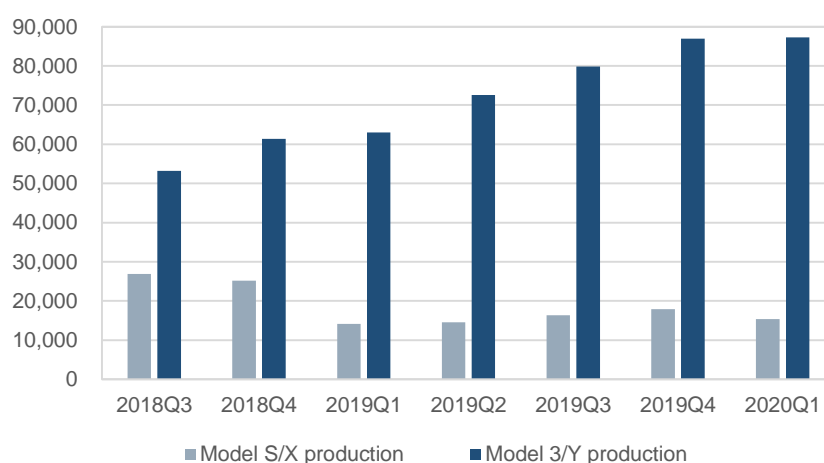


资料来源:中汽协、国信证券经济研究所整理

另外，特斯拉作为现象级电动车产品，电池和电控技术持续领先于行业，能够引发“鲶鱼效应”。特斯拉官网数据显示，2020Q1 电动车产量和交付量分别是 102672 辆和 88400 辆，单季度同比分别增长 33%和 40%。Model Y 实现 1 月份开始生产，3 月份开始交付，时间表大幅提前。

国内市场方面，特斯拉 2020Q1 共销售 1.66 万辆，与其他车企销量大幅度下降形成明显对比。特斯拉上海超级工厂的产能也在不断的创新高，目前正在按照正常速度生产，产能每周 3000 辆，预计到 2020 年中产能可以增加到每周 4000 辆(20 万/年)。5 月 1 日特斯拉中国宣布,Model3 标准续航升级版价格由 30.355 万元下调至 27.155 万元，此举主要是为了满足中国新能源补贴政策的最新要求。另外特斯拉 4 月还在中国推出了 Model 3 的长续航版本，这款车的 NEDC 续航将达到 668 公里，售价为 33.9 万元，预计将在 6 月份交付。

图 62：特斯拉 2020Q1 电动车产量创造历年第一季度的最高纪录（单位：辆）

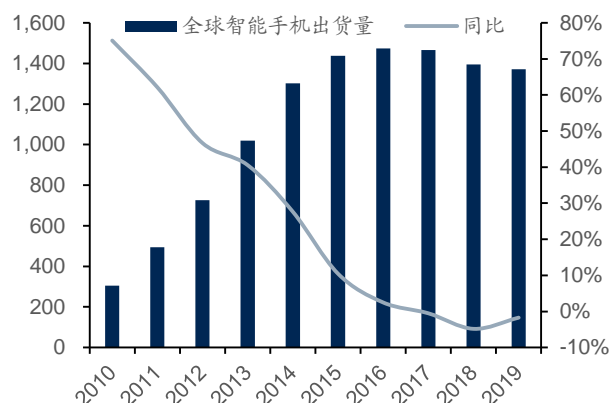


资料来源:TESLA、国信证券经济研究所整理

3C 锂电消费相对稳定

3C 消费电子产品是锂消费第二大领域，产品以钴酸锂为主。5G 技术的出现会带动一定量锂消费。从单机带电量来看，5G 手机由于能耗的提升，带电量较 4G 手机进一步提升，从目前主要 4G 手机和 5G 手机的电池容量情况可以看出 5G 手机的带电量提升在 5-13% 之间。另外，IDC 预计在 2022 年有望出现手机换机潮，到 2023 年全球智能手机出货量将达到 14.8 亿部，其中 5G 手机占比将达到 25-50%。长远来看，3C 锂电消费相对稳定。

图 63: 全球手机出货量 (单位: 百万部)



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

图 64: 中国手机出货量 (单位: 万部)



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

锂电储能需求增长迅速

磷酸铁锂在储能锂电池方面占主要地位，2019 年中国以磷酸铁锂电池为主储能锂电池出货量为 11.6GWh (包括储能、通信后备电源、不间断电源等)，而从 2019 年到 2025 年，5G 基站对磷酸铁锂电池的需求量将达 155.4GWh。经过测算，到 2025 年将带动至少 6 万吨碳酸锂当量消费。

表 15: 2019 与 2025 年全球电池材料用锂盐需求量

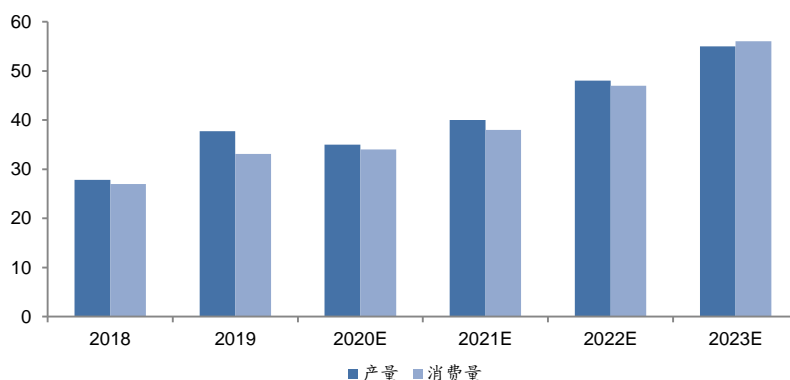
应用领域	2019 年需求量(万吨 LCE)	2025 年需求量 (万吨 LCE)	年复合增长率
电动汽车	14.1	64	28.7%
消费电子	9.2	11	3.0%
储能	2.1	6	19.1%
需求总量	25.4	81	21.3%

资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理和预测

锂供需过剩幅度有望收窄，过剩格局将在 3-5 年内逆转

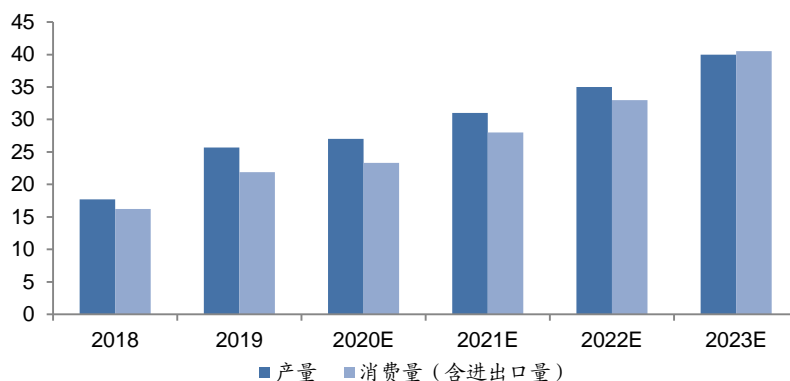
全球锂盐产能目前是呈现阶段性过剩的格局，中国有色金属工业协会锂业分会数据显示，2019 年全球锂盐总产量约 37.7 万吨 LCE，总消费量约 33.1 万吨 LCE，过剩 4.6 万吨 LCE；2019 年中国锂盐总产量约 25.7 万吨 LCE，总消费量约 21.9 万吨 LCE，过剩 3.8 万吨 LCE。锂盐价格也已经跌落至历史的底部区间，行业面临洗牌和产能出清的局面。消费端短期受疫情影响，新能源汽车产销量数据同比出现大幅度下滑，但是国内需求拐点已经到来，海外需求拐点也即将到来，全球电动化发展不可阻挡，未来电动汽车放量仍值得期待，预计 2025 年之前能保持 25% 以上年均复合增长率；同时叠加消费电子和储能领域带来的消费拉动，预计未来全球电池材料领域锂消费能保持 20% 以上年均复合增长率。预计 2020 年全球锂供需过剩幅度有望收窄。

图 65: 2018~2023 年全球基础锂盐产量及消费量 (单位: 万吨 LCE)



资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

图 66: 2018~2023 年中国基础锂盐产量及消费量 (单位: 万吨 LCE)



资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

按假设前提, 预计公司 20-22 年归属于母公司股东净利润 5.45/11.32/17.11 亿元, 增速 52.3%/107.5%/51.2%, 每股收益 0.42/0.88/1.32 元。

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 2020-2022 年锂精矿均价分别为 440、450 和 475 美元/吨 (含税);
- 2020-2022 年国产电池级碳酸锂均价分别为 4.55、4.55 和 4.78 万元/吨 (含税);
- 2020-2022 年海外单水氢氧化锂均价分别为 10.52、10.52 和 11.50 美元/千克;
- 2020-2022 年国产单水氢氧化锂均价分别为 5.35、5.35 和 6 万元/吨 (含税);
- 从公司的角度来看, 假设在建 5 万吨氢氧化锂产能在今年年底投产, 另外:
- 2020-2022 年公司碳酸锂产量分别为 2.4、3 和 2 万吨;
- 2020-2022 年公司氢氧化锂产量分别为 3.5、6.5 和 8 万吨;
- 2020-2022 年公司金属锂产量保持在 1500 吨/年;
- 2020-2022 年期间费用率保持相对稳定。

表 16: 公司产品价格和销量假设

	单位	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
商品价格						
锂精矿 (Li ₂ O 5%min)	美元/吨, 含税价	867	616	440	450	475
电池级碳酸锂 (99.5%min)	万元/吨, 含税价	11.61	6.87	4.55	4.55	4.78
海外单水氢氧化锂 (56.5%min)	美元/千克, 含税价	17.12	14.21	10.52	10.52	11.50
国产单水氢氧化锂 (56.5%min)	万元/吨, 含税价	12.46	7.29	5.35	5.35	6.00
产品销量						
碳酸锂	吨	18,824.33	23,136.25	24,000.00	30,000.00	20,000.00
氢氧化锂	吨	14,736.28	23,854.57	35,000.00	65,000.00	80,000.00
金属锂	吨	1,519.44	1,435.49	1,500.00	1,500.00	1,500.00
营业收入	亿元	50.04	53.42	46.66	68.47	80.44
营业成本	亿元	31.97	40.86	35.61	50.31	54.67
综合毛利率		36.10%	23.50%	23.67%	26.53%	32.04%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

表 17: 未来 3 年盈利预测表

	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	百万元	5341.72	4665.85	6846.77	8044.38
营业成本	百万元	4086.21	3561.33	5030.57	5467.14
销售费用	百万元	62.53	75.00	106.12	120.67
管理费用	百万元	352.46	330.00	330.00	330.00
财务费用	百万元	70.33	80.00	80.00	80.00
营业利润	百万元	475.31	697.91	1448.37	2189.32
利润总额	百万元	474.46	697.91	1448.37	2189.32
归属于母公司净利润	百万元	358.06	545.46	1131.99	1711.08
EPS		0.28	0.42	0.88	1.32
ROE		4.29%	6.24%	11.88%	15.95%

按上述假设条件, 我们得到公司 20-22 年收入分别为 46.66、68.47、80.44 亿元, 归属于母公司股东的净利润分别为 5.45/11.32/17.11 亿元, 利润年增速分别为 52.3%/107.5%/51.2%。每股收益 20-22 年分别为 0.42/0.88/1.32 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表 18: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	5,004	5,342	4,733	7,167	8,546
(+/-%)	14.2%	6.8%	-11.4%	51.4%	19.2%
净利润(百万元)	1223	358	830	1613	2308
(+/-%)	-16.7%	-70.7%	131.7%	94.4%	43.1%
摊薄 EPS	0.93	0.28	0.64	1.25	1.79
中性预测					
营业收入(百万元)	5,004	5,342	4,666	6,847	8,044
(+/-%)	14.2%	6.8%	-12.7%	46.7%	17.5%
净利润(百万元)	1223	358	545	1132	1711
(+/-%)	-16.7%	-70.7%	52.3%	107.5%	51.2%
摊薄 EPS(元)	0.93	0.28	0.42	0.88	1.32
悲观的预测					
营业收入(百万元)	5,004	5,342	4,598	6,533	7,561
(+/-%)	14.2%	6.8%	-13.9%	42.1%	15.7%
净利润(百万元)	1223	358	163	594	1082
(+/-%)	-16.7%	-70.7%	-54.4%	263.6%	82.1%
摊薄 EPS	0.93	0.28	0.13	0.46	0.84
总股本（百万股）	1315.08	1292.82	1292.82	1292.82	1292.82

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

我们判断公司的合理估值在 63.1-67.2 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 63.1-67.2 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势，最终给予公司 160-180 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：

- 1、基于对行业供需格局的判断，我们认为锂精矿和锂盐价格已经接近底部区间，

在 2020-2021 年价格会企稳，2022 年价格会反弹，但公司所处行业可能会发生较大的不利变化，从而导致锂精矿和锂盐价格进一步下跌的风险；

2、基于对公司核心竞争优势的判断，我们认为公司在建 5 万吨氢氧化锂产能会在今年年底顺利投产，投产之后公司在碳酸锂和氢氧化锂两个品种之间会选择尽可能多的生产氢氧化锂，来提高产品效益，但公司可能受到产品订单的限制导致此生产策略无法执行的风险。

政策风险

公司所处行业是新能源汽车产业链的上游，而新能源汽车属于政策性非常强的行业，可能由于价格上涨导致行业调控政策频出，进而影响公司的销售，使公司未来 2 年**销售收入/利润不及预期的风险**。

另外公司原材料供应主要依赖进口，公司所投资锂资源也主要是在海外，倘若公司遭遇与基于政府出口和税率政策、地缘政治关系等过往研究而估计的情况不同的情况，公司或需调整生产计划，此种情况可能对公司的业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

经营风险

公司由于海外并购和渠道扩展而使得费用支出超出预期的风险。另外，公司须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

财务风险

公司资产负债率超过 45%，若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

市场风险

公司在全球锂化合物及金属锂行业市场面临现有及新竞争对手的竞争。现有的竞争对手致力通过持续投入的研发、优化生产流程及积极的市场营销等措施来扩大市场份额。竞争的压力可能对产品的需求及定价造成不利影响，继而影响公司的发展与市场份额。倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有市场份额或者扩大市场份额的风险。

其它风险

公司依赖少数主要供应商供应大部分原材料，有原料供应不稳定的风险。

公司面临存货过时的风险，包括电池组、电池及特定产品的其他辅助材料。

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

公司客户的信贷风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1700	300	300	300	营业收入	5342	4666	6847	8044
应收款项	940	1157	1761	1826	营业成本	4086	3561	5031	5467
存货净额	2334	1741	2747	2921	营业税金及附加	25	22	32	37
其他流动资产	731	467	685	804	销售费用	63	75	106	121
流动资产合计	5717	3677	5505	5864	管理费用	273	344	344	344
固定资产	2982	3114	3293	3438	财务费用	70	80	80	80
无形资产及其他	348	334	320	306	投资收益	162	180	180	180
投资性房地产	1487	1487	1487	1487	资产减值及公允价值变动	(352)	(80)	0	0
长期股权投资	3680	4680	5180	5680	其他收入	(160)	14	14	14
资产总计	14213	13292	15784	16775	营业利润	475	698	1448	2189
短期借款及交易性金融负债	1974	751	1783	1583	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	1045	982	1564	1533	利润总额	474	698	1448	2189
其他流动负债	240	224	311	336	所得税费用	121	154	319	482
流动负债合计	3259	1956	3658	3453	少数股东损益	(5)	(1)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	2193	2193	2193	2193	归属于母公司净利润	358	545	1132	1711
其他长期负债	351	351	351	351					
长期负债合计	2544	2544	2544	2544	现金流量表（百万元）				
负债合计	5803	4500	6202	5997		2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	55	54	53	50	净利润	358	545	1132	1711
股东权益	8355	8737	9529	10727	资产减值准备	74	32	8	6
负债和股东权益总计	14213	13292	15784	16775	折旧摊销	223	269	328	362
					公允价值变动损失	352	80	0	0
					财务费用	70	80	80	80
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1466)	593	(1150)	(359)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	(72)	(33)	(10)	(8)
每股收益	0.28	0.42	0.88	1.32	经营活动现金流	(531)	1487	308	1712
每股红利	0.39	0.13	0.26	0.40	资本开支	(317)	(500)	(500)	(500)
每股净资产	6.46	6.76	7.37	8.30	其它投资现金流	180	0	0	0
ROIC	8%	7%	14%	19%	投资活动现金流	(2081)	(1500)	(1000)	(1000)
ROE	4%	6%	12%	16%	权益性融资	6	0	0	0
毛利率	24%	24%	27%	32%	负债净变化	724	0	0	0
EBIT Margin	17%	15%	20%	26%	支付股利、利息	(510)	(164)	(340)	(513)
EBITDA Margin	21%	20%	24%	30%	其它融资现金流	275	(1224)	1032	(199)
收入增长	7%	-13%	47%	17%	融资活动现金流	710	(1387)	692	(712)
净利润增长率	-71%	52%	108%	51%	现金净变动	(1902)	(1400)	0	0
资产负债率	41%	34%	40%	36%	货币资金的期初余额	3602	1700	300	300
息率	0.8%	0.3%	0.5%	0.8%	货币资金的期末余额	1700	300	300	300
P/E	180.4	118.4	57.0	37.7	企业自由现金流	(882)	891	(271)	1133
P/B	7.7	7.4	6.8	6.0	权益自由现金流	118	(395)	699	872
EV/EBITDA	62.1	72.9	42.2	28.8					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032