

赣锋锂业 (002460)

2017-1-20

公司报告 | 点评报告

评级 **增持** 维持

入股美洲锂业，一笔三赢的战略布局

报告要点

■ 事件描述

1、赣锋国际拟以每股 0.85 加元认购加拿大上市资源企业 LAC（美洲锂业）7500 万股的新增股份，交易金额 4900 万美元，交易完成后公司将持有美洲锂业 19.9% 股权，并提供总额不超 1.25 亿美元的开发贷款。2、宁都赣锋投资 5.03 亿元建设年产 1.75 万吨电池级碳酸锂项目，规划建设期 1.5 年。

■ 事件评论

➤ **美洲锂业与 SQM 旗下的阿根廷 Cauchari 不仅是当前全球最具潜力盐湖提锂项目之一，更是 SQM 重要的“Plan B”。**（1）美洲锂业的核心资产为阿根廷 Jujuy 省的 Cauchari 盐湖项目和美国内华达的黏土提锂项目；2016 年 SQM 出资 2500 万美元与美洲锂业成立 JV，获取了 Cauchari 盐湖 50% 股权。（2）Cauchari 紧临 Olaroz 盐湖南部，拥有 P+P 碳酸锂储量 271.4 万吨、M+I 碳酸锂资源量 1175.2 万吨；ORE 已在 Olaroz 自身矿区内打造了 1.75 万吨 LCE 产能，SQM 与美洲锂业则计划在 Cauchari 打造 4 万吨 LCE 的卤水提锂产能，其中一期规划 2 万吨。（3）SQM 由于深陷 Corfo 仲裁，短期在智利 Atacama 盐湖扩大卤水抽取、续约提锂协议难度大，甚至有被 Corfo 提前终止经营租约的风险，因此 SQM 在收购 Cauchari 项目 50% 权益后，将其视为重要的筹码和准备力推的“Plan B”，计划 2017 年开工、2019 年投产。

➤ **这是一笔对于赣锋、SQM、美洲锂业三赢的交易。**（1）对于赣锋，本交易中长期意义深远；首先，真正优质的资源永远是稀缺的，第二，Olaroz 是一个未来碳酸锂现金成本可能低至 2000-2500 美元/吨的大型锂-钾项目，赣锋可获 20% 包销权、符合“一体化”大战略，第三，盐湖提锂建设壁垒高，若能与 SQM 这样的“资深专家”携手开发无疑是难得的机遇。（2）对于 SQM，Cauchari 初步预计需资本开支 5-6 亿美元，赣锋的财务援助可降低资金压力以及在阿根廷的经营风险，加快项目进度。（3）对于美洲锂业这类的初创资源公司，能吸引两大巨头的加入、并可继续参与经营也已创下了里程碑。（4）对于行业而言，同样意味着在澳洲矿山被“瓜分殆尽”后，更加资本密集的南美优质盐湖也被摆上谈判桌，2017 年行业整合无疑将进一步加剧。

➤ **维持公司“增持”评级**，预计 2016-2018 年 eps 分别为 0.92 元、1.35 元、1.70 元。

风险提示： 1. 若中国乃至全球新能源汽车推广进程低预期，若锂产品价格大幅波动；
2. 若公司旗下矿山投产低预期、盐湖勘探的不确定性以及全球宏观经济和政治风险等。

分析师 葛军

☎ 021-68751589

✉ gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120019

分析师 孙景文

☎ (8627) 65799581

✉ sunjw@cjsc.com

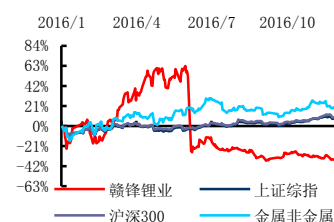
执业证书编号：S0490516040001

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

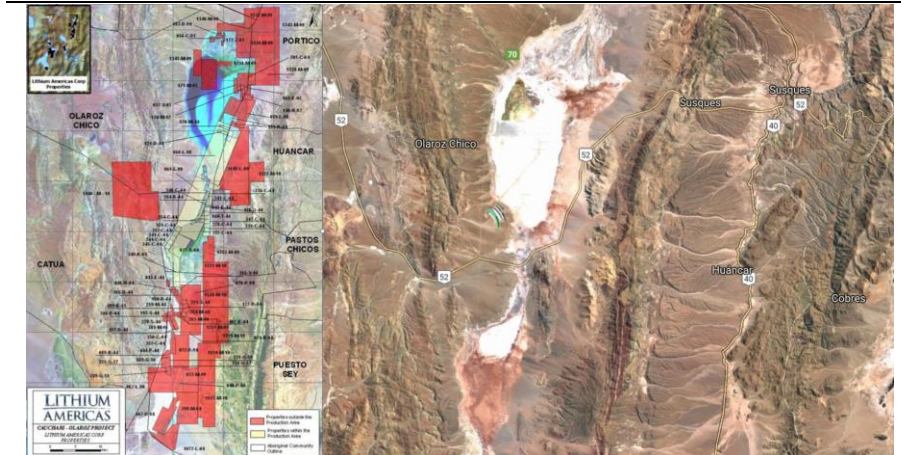
相关研究

《近有澳矿、远有盐湖，携手国际锂业远景布局全球锂资源开发》2016-12-1

《三季度利润靓丽、经营性现金流强劲；旗下澳矿有望年底到厂》2016-10-30

《半年度业绩强劲；“锂产业链上下游一体化”战略后劲十足》2016-8-23

图 1: Cauchari 盐湖紧邻 Olaroz 盐湖南部, 美洲锂业拥有前者大部分以及后者部分区域的矿权



资料来源: Google Maps, 公司公告, 长江证券研究所

图 2: SQM 计划在 Cauchari 盐湖采用传统的晒卤提锂工艺



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 3: 美国内华达州的黏土提锂项目尚需突破一定的技术瓶颈



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 1: Cauchari 拥有 P+P 碳酸锂储量 271.4 万吨、M+I 碳酸锂资源量 1175.2 万吨

指标	mg/L	锂 (吨)	碳酸锂 (吨)	卤水 (平米)
Proven Reserves	679	37,000	197,000	5.50 x 10 ⁷
Probable Reserves	665	477,000	2,517,000	7.16 x 10 ⁸
Measured Resource	630	576,000	3,039,000	9.14 x 10 ⁸
Indicated Resource	570	1,650,000	8,713,000	2.89 x 10 ⁹

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 2: Cauchari 盐湖同样拥有较为丰富的钾资源

指标	mg/L	钾 (吨)	氯化钾(吨)	卤水 (平米)
Proven Reserves	5,483	302,000	576,000	5.50 x 10 ⁷
Probable Reserves	5,395	3,863,000	7,378,000	7.16 x 10 ⁸
Measured Resource	5,156	4,714,000	9,003,000	9.14 x 10 ⁸
Indicated Resource	4,753	13,755,000	26,271,000	2.89 x 10 ⁹

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 3：2012 年可行性研究现实 Olaroz 是一个低镁锂比的优质盐湖项目

Location	Category	wt %			Density			Ratios				
		Li	K	Mg	SO4	B	(g/cm3)	Mg/Li	K/Li	SO4/Li	SO4/Mg	SO4/K
Uyuni, 玻利维亚	Inferred	0.035	0.720	0.650	0.850	0.020	1.211	18.57	20.57	24.29	1.31	1.18
Atacama, 智利	Probable	0.150	1.850	0.960	1.650	0.064	1.223	6.40	12.33	11.00	1.72	0.89
	Proven											
Cauchari - Olaroz, 阿根廷	Proven	0.060	0.450	0.130	1.580	0.090	1.220	2.37	8.08	28.28	11.96	3.50
	Probable	0.050	0.440	0.130	1.560	0.090	1.220	2.37	8.11	28.49	12.00	3.51
Rincon, 阿根廷	Inferred	0.033	0.656	0.303	1.015	0.040	1.220	9.18	19.88	30.76	3.35	1.55
Zhabuye, 智利	Inferred	0.097	2.640	0.001	5.240	0.286	1.297	0.01	27.22	54.02	5240.00	1.98
Hombre Muerto, 阿根廷	Proven/	0.062	0.617	0.085	0.853	0.035	1.205	1.37	9.95	13.76	10.04	1.38
	Probable											
Atacama, 智利	Proven/	0.150	1.850	0.960	1.650	0.064	1.223	6.40	12.33	11.00	1.72	0.89
	Probable											
西台吉乃尔, 中国	Inferred	0.021	8.256	0.689	14.974	0.031	1.226	32.98	395.21	716.80	21.73	1.81
Olaroz, 阿根廷	Inferred	0.057	0.490	0.159	n.a.	0.058	n.a.	2.77	8.55	n.a.	n.a.	n.a.
Silver Peak, 美国	Proven/	0.023	0.530	0.030	0.710	0.008	n.a.	1.30	23.04	30.87	23.67	1.34
	Probable											
东台吉乃尔, 中国	Inferred	0.064	6.861	1.378	14.131	0.084	1.263	21.60	107.53	221.48	10.25	2.06

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示：若中国乃至全球新能源汽车推广进程低预期，若锂产品价格大幅波动；若公司旗下矿山投产低预期、盐湖勘探的不确定性以及全球宏观经济和政治风险等。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1354	2764	4034	5401
增长率(%)	56%	104.14%	45.94%	33.89%
归属母公司所有者净利润（百万元）	125.2	692	1017	1277
增长率(%)	46%	452.75%	47.00%	25.61%
每股收益(元)	0.166	0.919	1.351	1.697
净资产收益率(%)	6.6%	27.61%	29.73%	27.95%
每股经营现金流（元）	0.49	--	--	--

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2015	2016	2017	2018		2015	2016	2017	2018
营业收入	1354	2764	4034	5401	货币资金	181	553	807	1186
营业成本	1059	1765	2605	3600	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	295	999	1429	1801	应收账款	369	583	851	1139
%营业收入	21.8%	36.1%	35.4%	33.3%	存货	313	745	1100	1520
营业税金及附加	6	10	15	20	预付账款	21	34	51	70
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	4	5	8	10
销售费用	35	50	67	81	流动资产合计	1006	2231	3269	4531
%营业收入	2.6%	1.8%	1.7%	1.5%	可供出售金融资产	27	47	47	47
管理费用	81	97	139	186	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.0%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	169	169	169	169
财务费用	19	13	13	6	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.4%	0.5%	0.3%	0.1%	固定资产合计	741	743	766	810
资产减值损失	26	20	0	0	无形资产	232	226	221	215
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	235	235	235	235
投资收益	1	21	21	21	递延所得税资产	6	3	0	0
营业利润	130	831	1216	1529	其他非流动资产	111	111	111	111
%营业收入	9.6%	30.1%	30.2%	28.3%	资产总计	2528	3766	4818	6119
营业外收支	20	1	3	3	短期贷款	188	359	184	0
利润总额	150	832	1219	1532	应付款项	207	345	509	704
%营业收入	11.1%	30.1%	30.2%	28.4%	预收账款	24	83	121	162
所得税费用	25	141	201	253	应付职工薪酬	17	26	39	54
净利润	125	691	1018	1279	应交税费	44	213	306	386
归属于母公司所有者的净利润	125.2	691.8	1016.9	1277.3	其他流动负债	4	7	10	13
少数股东损益	0	-1	1	2	流动负债合计	483	1033	1168	1318
EPS（元/股）	0.17	0.92	1.35	1.70	长期借款	106	156	156	156
现金流量表（百万元）					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	366	261	578	772	递延所得税负债	3	0	0	0
取得投资收益	2	21	21	21	其他非流动负债	52	52	52	52
长期股权投资	233	0	0	0	负债合计	644	1242	1377	1527
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	1883	2505	3420	4570
固定资产投资	-130	-55	-81	-108	少数股东权益	1	0	1	3
其他	-653	-20	0	0	股东权益	1883	2505	3422	4573
投资活动现金流净额	-550	-54	-60	-87	负债及股东权益	2528	3747	4798	6099
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	120	0	0	0	EPS	0.166	0.919	1.351	1.697
银行贷款增加（减少）	-73	222	-175	-184	BVPS	5.13	6.82	9.32	12.45
筹资成本	52	-56	-89	-122	PE	189.15	34.22	23.28	18.53
其他	-115	0	0	0	PEG	1.62	0.29	0.20	0.16
筹资活动现金流净额	-17	165	-265	-306	PB	6.13	4.61	3.38	2.53
现金净流量	-201	372	254	379	EV/EBITDA	104.25	26.19	17.96	14.12
					ROE	6.6%	27.6%	29.7%	28.0%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。