



中信证券研究部



敖翀  
首席周期产业  
分析师  
S1010515020001

核心观点

公司是拥有垂直一体化生态的锂业龙头，遍布全球的锂原材料布局使得公司成本持续下降，进入全球高端供应链体系赋予公司氢氧化锂产品领先行业的盈利水平。2020年锂行业有望迎来拐点位置，预计公司业绩将大幅增厚。给予公司2020年6倍PB估值，对应目标价41.80元，首次覆盖并给予“买入”评级。

■ **构建垂直一体化生态的锂业龙头。**公司从锂中游加工起步，当前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公司。公司业务成功拓展到产业链上下游，业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及电池回收等产业链的重要环节，已经形成垂直整合的业务模式。

■ **锂价接近底部运行，2020年有望迎来拐点位置。**随着澳洲锂矿供应出清，2020年全球锂供需格局有望改善。现阶段锂价已经贴近主力澳矿成本线运行，预计后续下行空间有限，将在4.5-5万元/吨区间企稳。2020年海外车企电动化战略提速，料原材料氢氧化锂需求会保持旺盛，行业有望触底反弹。

■ **锂化合物产能有序扩张，成本有望进一步下降。**预计公司2020年底锂产品产能将扩张至10万吨，全球市场份额有望达到20%。预计2020年公司锂精矿采购成本同比下降20%；随着旗下盐湖项目投产，2021年公司碳酸锂原料将切换为盐湖卤水，预计成本继续下降25%。产能扩张叠加成本下降，预计公司业绩大幅增厚。

■ **进入全球高端供应链体系，氢氧化锂产品盈利能力领先行业。**2018年以来，公司先后与LG化学、特斯拉、大众和宝马公司签订供货合同或合作协议，凭借优质产品进入全球一线车企和动力电池厂供应链体系。公司氢氧化锂产品出口比例高，凭借优质客户和海外溢价，盈利水平显著优于国内同行。

■ **风险因素：**新能源汽车产业发展不及预期；原材料价格波动风险；公司产能扩张不及预期。

■ **投资建议：**公司兼具上游矿产资源和中游加工制造属性，氢氧化锂产品具备领先行业的盈利水平，预计成本将持续下降，产能有序扩张，业绩成长性显著。预计2019-21年公司营业收入为53.68/55.87/69.16亿元，归母净利润为4.94/11.01/14.97亿元，EPS为0.38/0.85/1.16元，对应PE为84/38/28倍，给予2020年6倍PB估值，对应目标价41.80元，首次覆盖并给予“买入”评级。

赣锋锂业	002460
评级	买入（首次）
当前价	32.29元
目标价	41.80元
总股本	1,293百万股
流通股本	801百万股
52周最高/最低价	32.29/19.44元
近1月绝对涨幅	25.30%
近6月绝对涨幅	36.89%
近12月绝对涨幅	41.94%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,383	5,004	5,368	5,587	6,916
营业收入增长率	54.1%	14.2%	7.3%	4.1%	23.8%
净利润(百万元)	1,469	1,223	494	1,101	1,497
净利润增长率	216.4%	-16.7%	-59.6%	123.0%	35.9%
每股收益EPS(基本)(元)	1.98	1.07	0.38	0.85	1.16
毛利率%	40.5%	36.1%	24.7%	28.7%	31.7%
净资产收益率ROE%	36.4%	15.4%	6.2%	12.2%	14.6%
每股净资产(元)	3.12	6.13	6.21	6.97	7.92
PE	16	30	84	38	28
PB	10.3	5.3	5.2	4.6	4.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年12月23日收盘价

## 目录

估值及投资评级.....	1
公司概况：锂业龙头，构建垂直一体化生态.....	3
行业分析：氢氧化锂产品需求有望持续景气.....	7
海外新能源汽车产业加速崛起，氢氧化锂需求保持景气.....	7
供应过剩压力仍在，行业逐步出清.....	8
价格贴近底部运行，下跌空间有限.....	10
公司竞争优势分析.....	13
优势一：布局全球锂资源，未来原材料成本预计进一步下降.....	13
优势二：优质客户渠道，进入全球高端供应链体系.....	17
优势三：产能有序扩张，产销保持旺盛.....	18
优势四：构建垂直一体化生态，国内固态锂电先行者.....	20
风险因素.....	23
盈利预测及关键假设.....	23
关键假设.....	23
盈利预测与估值.....	24

## 插图目录

图 1：赣锋锂业 2014 年至今 PB 水平.....	2
图 2：赣锋锂业历史沿革及大事记 .....	3
图 3：赣锋锂业全球业务布局.....	3
图 4：赣锋锂业主要子公司概况 .....	4
图 5：2015-2019Q3 赣锋锂业营业收入及增速 .....	5
图 6：2015-2019Q3 赣锋锂业归母净利润及增速 .....	5
图 7：2015-2019Q3 赣锋锂业毛利率及净利率情况.....	5
图 8：2015-2019Q3 赣锋锂业资产负债率变化 .....	5
图 9：2016-2018 年赣锋锂业主营业务营收占比 .....	6
图 10：2016-2018 年赣锋锂业主营业务毛利润占比 .....	6
图 11：赣锋锂业主营业务毛利率变动 .....	6
图 12：赣锋锂业锂深加工产品毛利率变动 .....	6
图 13：2015-2040 年全球锂消费量统计及预测 .....	7
图 14：海外电动乘用车销量及预测 .....	8
图 15：全球电动交通锂化合物需求预测 .....	8
图 16：2019 年全球盐湖卤水供应格局.....	9
图 17：2019 年全球锂精矿供应格局.....	9
图 18：全球碳酸锂生产成本曲线.....	11
图 19：全球碳酸锂价格走势 .....	11
图 20：2018-2019 年碳酸锂出口量和出口单价 .....	12
图 21：2018-2019 年氢氧化锂出口量和出口单价 .....	12
图 22：碳酸锂产品国内外价差.....	12
图 23：氢氧化锂产品国内外价差 .....	12
图 24：赣锋国际股权投资情况.....	13
图 25：公司旗下锂资源项目图示 .....	14
图 26：赣锋锂业锂精矿采购价格变动.....	16
图 27：Cauchari-Olaroz 锂盐湖建设进度 .....	16
图 28：Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目成本情况 .....	17
图 29：赣锋锂业出口业务规模及占比 .....	18
图 30：赣锋锂业国内业务和出口业务毛利率对比.....	18
图 31：赣锋锂业锂产品产能变化及预测 .....	19
图 32：2017 年全球锂化合物市场份额 .....	20
图 33：2019 年全球锂化合物市场份额预测 .....	20
图 34：赣锋锂业生态系统图示.....	21
图 34：赣锋锂业固态锂电池产品图示.....	22

## 表格目录

表 1：可比公司估值情况.....	1
表 2：赣锋锂业前十大股东及持股比例（截至 2019 年三季度）.....	4
表 3：海外龙头车企电动车战略和销量规划.....	7
表 4：全球锂供需平衡表.....	10
表 5：西澳锂精矿企业生产情况.....	10
表 6：公司控制及投资的锂资源项目概况.....	13
表 7：公司包销协议梳理.....	15
表 8：2018 年以来公司签订的锂产品供应协议.....	17
表 9：公司下游国际客户产能扩张情况.....	17
表 10：公司当前锂产品产能及分布.....	18
表 11：2016-2018 年公司锂产品有效产能及产能利用率.....	19
表 12：2016-2018 年公司锂产品产销量情况.....	20
表 13：公司锂电池生产基地.....	21
表 14：公司承担锂电池重点研发项目.....	22
表 15：浙江锋锂业绩考核指标.....	22
表 16：赣锋锂业主营业务关键假设.....	23
表 17：赣锋锂业盈利预测与估值情况.....	24

## ■ 估值及投资评级

公司当前业务主要分为锂系列产品（包括锂化合物和金属锂）和锂电池、电芯及其直接材料，兼具上游矿产资源和中游加工制造属性。当前锂行业处于底部企稳状态，公司盈利水平也有望从底部回升，预计 2020-2021 年净利润增速分别为 123%和 37%。选取 A 股从事钴锂资源品生产和电池及电池材料生产的企业作为可比公司。2020 年钴锂原材料行业可比公司的 PE（Wind 一致预期）均值为 38.1 倍，公司氢氧化锂产品和出口业务具备领先行业的盈利水平，且预计成本将持续下降，产能有序扩张，业绩成长性显著，应享有一定的溢价空间。**给予公司 2019 年 35-45 倍 PE 估值，对应目标价区间 29.8-38.3 元。**

表 1：可比公司估值情况

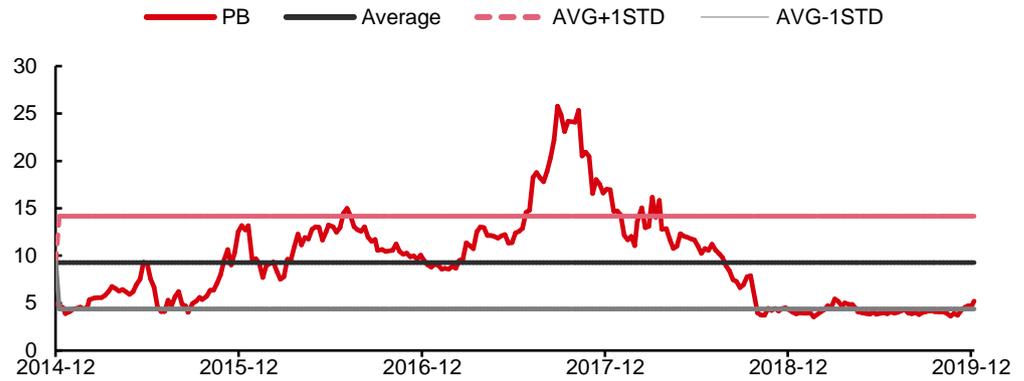
证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
<b>钴锂原材料</b>												
002466.SZ	天齐锂业	29.06	332	0.49	1.03	1.65	59.4	28.4	17.6	3.3	2.9	2.5
603799.SH	华友钴业	32.10	346	0.26	0.92	1.31	123.5	34.9	24.5	4.3	3.9	3.3
300618.SZ	寒锐钴业	71.00	191	0.35	1.39	2.08	202.9	51.1	34.1	10.8	8.8	7.1
<b>平均</b>							<b>128.6</b>	<b>38.1</b>	<b>25.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>
<b>锂电池、电芯及其直接材料</b>												
300073.SZ	当升科技	22.66	99	0.79	1.10	1.46	28.7	20.6	15.5	2.8	2.5	2.2
600884.SH	杉杉股份	12.81	144	0.46	0.60	0.74	27.8	21.4	17.3	1.4	1.3	1.2
002812.SZ	恩捷股份	45.92	370	1.05	1.40	1.74	43.7	32.8	26.4	8.2	6.9	5.8
002709.SZ	天赐材料	19.72	108	0.21	0.62	0.91	93.9	31.8	21.7	3.6	3.3	3.0
300037.SZ	新宙邦	33.09	125	0.96	1.21	1.51	34.5	27.3	21.9	4.1	3.6	3.1
603659.SH	璞泰来	78.55	342	1.68	2.26	2.79	46.8	34.8	28.2	9.8	8.0	6.5
300014.SZ	亿纬锂能	53.00	514	1.54	1.93	2.44	34.4	27.5	21.7	9.3	7.0	5.4
<b>平均</b>							<b>44.3</b>	<b>28.0</b>	<b>21.8</b>	<b>5.6</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>
<b>总平均</b>							<b>69.5</b>	<b>31.0</b>	<b>22.9</b>	<b>5.8</b>	<b>4.8</b>	<b>4.0</b>
002460.SZ	赣锋锂业	31.07	373	0.47	0.73	0.93	68.7	44.2	34.7	5.0	4.6	4.1

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，股价为 2019 年 12 月 23 日收盘价

**横向 PB 估值比较：**同业可比公司中，钴锂原材料板块 2020 年 PB 估值均值水平为 5.2 倍，锂电材料板块 2020 年 PB 估值均值水平为 4.8 倍。公司 2020 年具备明确的业绩改善预期，且成本料将持续下降，盈利能力优于同业公司。**给予 2020 年 5.0-5.5 倍 PB 估值水平，对应 2020 年目标价区间为 34.9-38.3 元。**

**纵向 PB 估值比较：**选取 2014-2019 年公司近 5 年的 PB 值进行观察（选取时间范围内公司主营业务未发生变化），选取时间范围内公司均值为 9.3，公司当前 PB 值 5.2 略高于均值下浮 1 倍标准差水平（4.9）。预计 2020 年公司盈利水平大幅改善，所在锂行业也处于底部改善状态，公司当前股价仍然被低估，有望向均值附近回归。考虑到 2020 年锂价无法回到 2017 年高位水平的预期，预计公司合理估值水平略低于历史平均水平。**给予公司 2020 年 6 倍 PB 估值，合理市值 540 亿元，对应目标价 41.80 元。**

图 1：赣锋锂业 2014 年至今 PB 水平



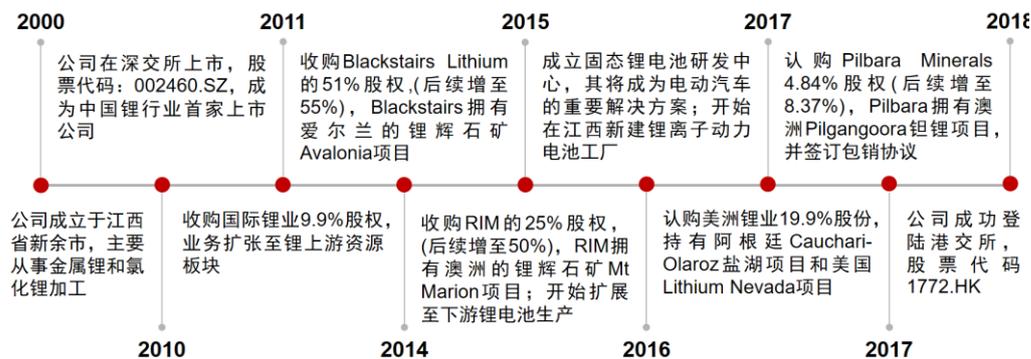
资料来源：Wind，中信证券研究部

综上所述，公司作为全球锂行业龙头企业之一，氢氧化锂产品具备领先行业的盈利水平，预计未来成本持续下降和产能有序扩张将带来业绩显著增厚。当前锂行业处于底部企稳状态，公司通过进入全球高端供应链，未来有望长期享受新能源汽车产业的高景气格局。采用 PE 和 PB 法分别对公司进行估值，得到公司 2020 年股价的合理范围为 **34.9-41.8** 元之间，考虑到当前钴锂资源品板块 PE 估值均处于修复阶段，**给予公司 2019 年 6 倍 PB 估值，对应目标价 41.80 元，首次覆盖并给予“买入”评级。**

## ■ 公司概况：锂业龙头，构建垂直一体化生态

**历史沿革：**江西赣锋锂业股份有限公司（简称“赣锋锂业”）于2000年成立于江西省新余市，早期主要从事金属锂、氯化锂加工业务；2010年成功登陆深交所，成为中国锂业第一家上市公司；2011年公司收购国际锂业9.9%的权益并扩展至锂行业价值链上游；2015-2018年期间，公司参股RIM、美洲锂业、Pilbara等多家锂资源上游企业，完善原材料供应保障。同期产业链向下扩展至锂电池生产和废旧电池回收业务并成立固态电池研发中心；2018年，公司在港交所成功上市。

图2：赣锋锂业历史沿革及大事记



资料来源：公司官网，中信证券研究部

**业务布局：**目前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公司，公司业务从锂行业中游起步，覆盖 1) 上游锂资源提取；2) 锂化合物深加工；3) 金属锂生产；4) 锂电池生产；5) 锂二次利用回收，积极打造锂电垂直生态一体化。

图3：赣锋锂业全球业务布局



资料来源：公司官网，中信证券研究部

**股权结构：**公司无控股股东、无单一实际控制人，董事长李良彬先生为公司单一最大股东，截至 2019 年三季度，持股比例为 20.87%。

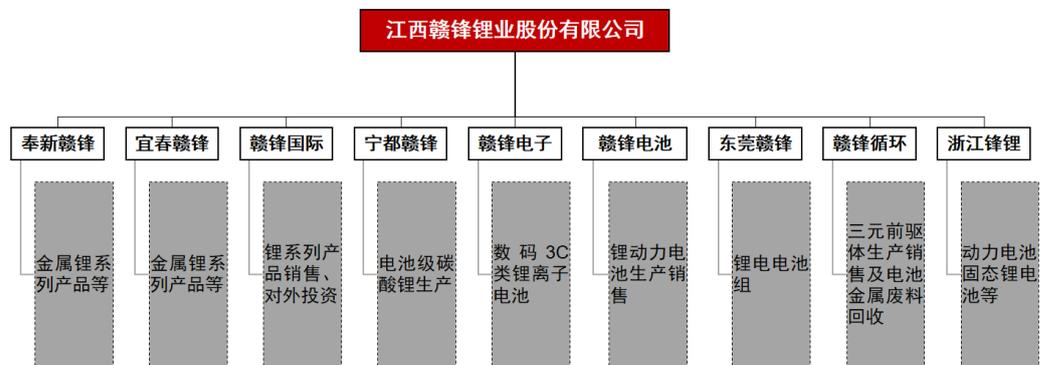
表 2：赣锋锂业前十大股东及持股比例（截至 2019 年三季度）

排名	股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)
1	李良彬	270	20.87
2	香港中央结算(代理人)有限公司	200	15.49
3	王晓申	101	7.81
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	14	1.08
5	沈海博	14	1.07
6	中国工商银行股份有限公司-华安媒体互联网混合型证券投资基金	12	0.96
7	曹志昂	12	0.91
8	黄闻	11	0.88
9	中国农业银行股份有限公司-华安智能生活混合型证券投资基金	6	0.47
10	熊剑浪	6	0.45
合计		646	49.99

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**子公司：**公司当前拥有子公司 30 余家，承担公司锂系列产品（包括金属锂、碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂、丁基锂等）与锂电池系列产品的研发、生产和销售业务，还包括上游锂资源的对外投资、废旧电池金属回收等业务。

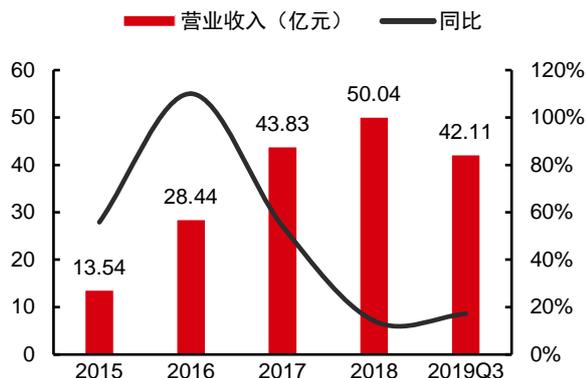
图 4：赣锋锂业主要子公司概况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

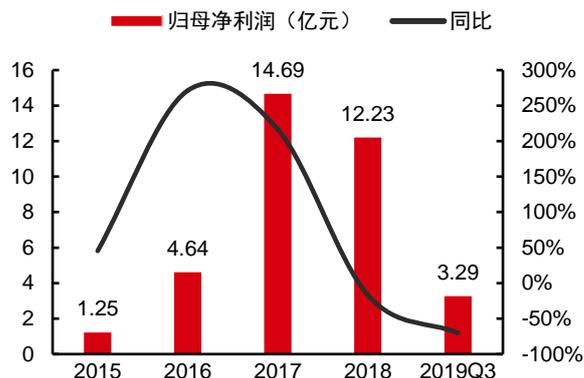
**盈利能力受锂价下跌影响，资产结构保持稳健。**2019 年前三季度公司实现营业收入 42.11 亿元，同比增长 17.17%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比减少 70.28%。2019 年受锂价大跌影响，公司盈利能力有所下滑，前三季度毛利率和净利率分别降至 29.3%和 9.3%。截至 2019Q3，公司资产负债率为 41.6%，与 2018 年基本持平，表明公司在行业低谷期继续保持稳健的资产结构和财务状况。

图 5：2015-2019Q3 赣锋锂业营业收入及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：2015-2019Q3 赣锋锂业归母净利润及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2015-2019Q3 赣锋锂业毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

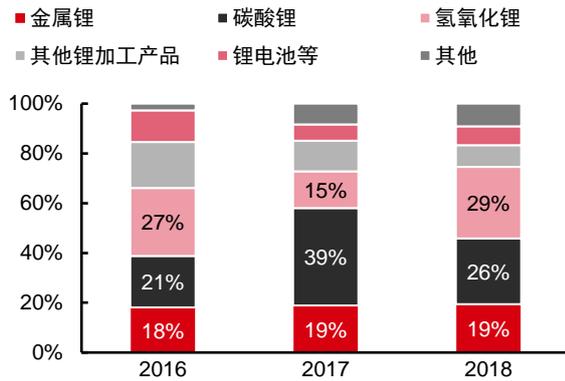
图 8：2015-2019Q3 赣锋锂业资产负债率变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

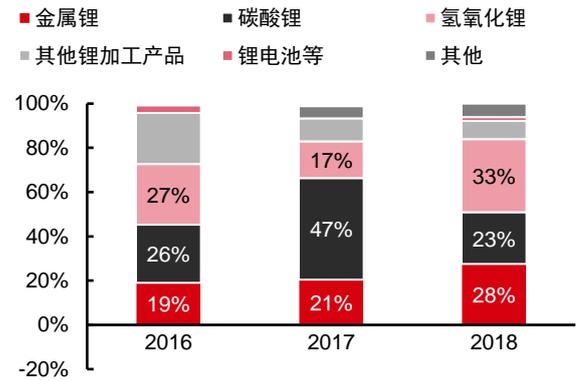
**业务及利润占比：**公司主营业务主要为锂系列产品（碳酸锂、氢氧化锂及金属锂等）和锂电池系列产品（锂电池、电芯及其直接材料），2018 年锂系列产品营收占比 83.3%，其中金属锂、碳酸锂、氢氧化锂占比分别为 19%、26%和 29%；锂系列产品也是公司毛利润的主要来源，2018 年占比达到 92.2%，其中金属锂、碳酸锂、氢氧化锂占比分别为 28%、23%和 33%。2017 年以来公司氢氧化锂业务占比持续提升，成为公司盈利的最重要来源。2019 年上半年，公司锂系列产品营收和毛利占比分别为 80.2%和 92.2%。

图 9：2016-2018 年赣锋锂业主营业务营收占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：2016-2018 年赣锋锂业主营业务毛利润占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

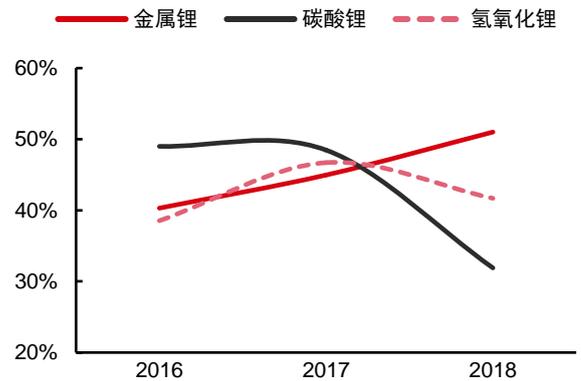
**产品毛利率：**2018 年以来随着锂价下跌，公司锂系列产品毛利率呈现下滑趋势，2019 年上半年跌至 28.9%，较 2018 年下降 11.1 个百分点；分产品看，2018 年公司金属锂、碳酸锂和氢氧化锂毛利率分别为 51.0%、31.9%和 41.7%。受市场竞争激烈价格不断下滑影响，碳酸锂毛利率下降显著，金属锂和氢氧化锂则比较稳定。

图 11：赣锋锂业主营业务毛利率变动



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：赣锋锂业锂深加工产品毛利率变动



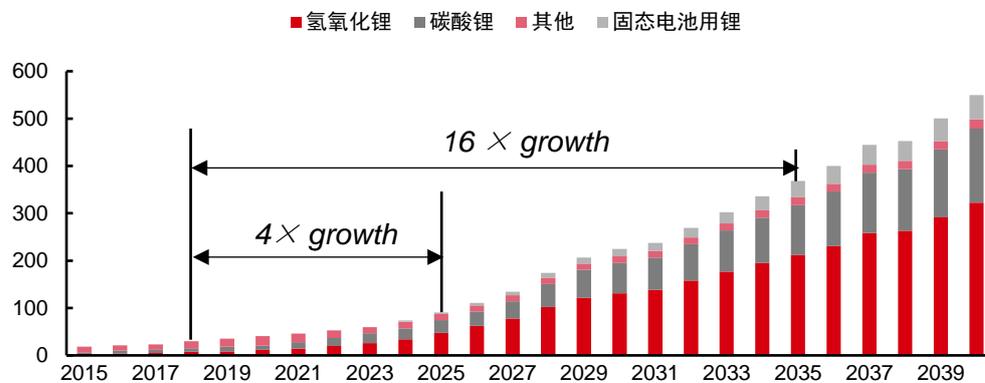
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 行业分析：氢氧化锂产品需求有望持续景气

### 海外新能源汽车产业加速崛起，氢氧化锂需求保持景气

预计 2025 年全球锂消费量增长至 100 万吨 LCE。根据 Benchmark Mineral Intelligence 数据，2018 年全球锂消费量约 25.3 万吨 LCE（碳酸锂当量），其中电池领域消费约 13.3 万吨 LCE，占比约 53%；预计到 2025 年，在新能源汽车和储能等领域的消费拉动下，全球锂消费量将增长至 100 万吨 LCE，是 2018 年的四倍；到 2035 年，全球锂消费量将达到 400 万吨 LCE，是 2018 年的 16 倍。汽车电动化趋势下未来锂消费预计保持快速稳定增长。

图 13：2015-2040 年全球锂消费量统计及预测（单位：万吨 LCE）



资料来源：Benchmark Mineral Intelligence（含预测），中信证券研究部

海外车企电动新车型将于 2020 年起密集投放。根据全球主要车企的电动车规划，多家车企计划在 2020 年推出更多新能源车型并制定了销量目标。2020 年有望成为新能源汽车行业拐点，海外电动车市场料将加速增长。

表 3：海外龙头车企电动车战略和销量规划

车企品牌	新能源车型规划	销量目标
特斯拉		2020 年全球销量目标 100 万辆
	2020 年新车型 20 款	2020 年纯电动车销量达 50 万辆
大众	2022 年之前 15 款 MEB	2025 年新能源车销量 100 万, 占公司总销量 20%-25%
	2025 年之前 15 款 PPE	2028 年前生产 2200 万辆电动车
	2028 年前推出 70 款纯电动车	
戴姆勒	EQ 子品牌, 2025 年前 10 款	2025 年新能源车销量占公司总销量 15%-25%
宝马	2020 年之前, 所有车系具备电动选项	2021 年 EV 和 PHEV 销量翻番
	2023 年前实现 25 款电动车型布局, 其中一半为纯电动	2025 年新能源车销量占公司总销量 15%-25%
沃尔沃	2019 年起所有新款车型都将为 EV 或 PHEV	2025 年新能源车的全球销量达到 100 万辆, 占品牌销量 25%
PSA	2020 年前, 推 7 款 PHEV 和 4 款 EV	预计 2020 年新能源车销量 10 万量
		2020 年欧洲新能源市场 20% 份额
雷诺-日产	雷诺、日产、三菱未来将共享平台, 计划 5 年内推出 12 款 EV。	
	到 2020 年雷诺共将推出 21 款新车, 其中 20 款车型为新能源车型(8 款	

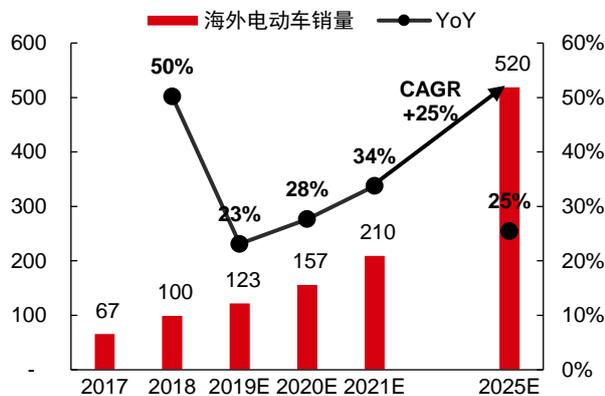
车企品牌	新能源车规划	销量目标
	EV、12款 PHEV)	
福特	2020年前推出13款	2020年新能源车销量占公司总销量10%-25%
通用	2017年开始将先后推出HV、PHV、EV车型	2020年前，在中国市场销量每年超过10万辆
本田	2018年北美推出一款插电混动车型，然后推出主要车型的插电式版本，并增加车型数量	2030年新能源销量占总销量2/3
丰田	2016年推出Prius PHEV， 2020-2030年间推出≥10款全电动车型，并先在中国销售 2025年左右，丰田、雷克萨斯每款车都有电动版	2025年前全球产销550万辆电动车（包括100万辆EV/FCV车型+450万辆PHEV/HV车型） 2050年PHEV/HV占总销量70%，EV/FCV占30%
日产	优先EV，目标大众市场，日产LEAF、雷诺Zoe	2020年EV占总销量20% 到2022年，集团每年电动销售100万辆
现代	2020年之前推出26款（12款HEV、6款PHEV、2款EV、2款FCV）	2020年销量30万

资料来源：各公司官网、财报，InsideEV，中信证券研究部

**海外电动车销量加速增长，2025年有望超过500万辆。**2018年海外电动车销量约100万辆，2019年有望超过120万辆，我们预计2020年将达157万辆，同比增长28%，增速较2019年进一步提升。预计2025年销量有望超过500万辆，2021-2025年CAGR为25%。

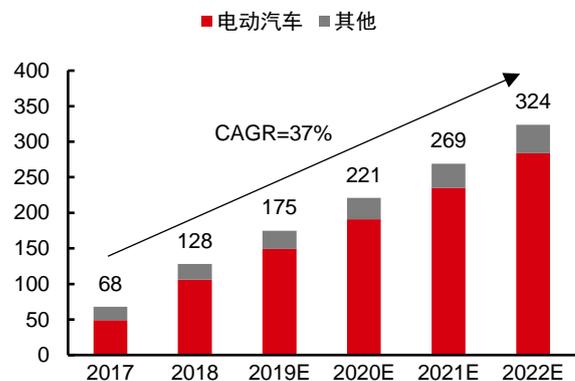
**海外车企加速崛起带动氢氧化锂需求持续景气。**由于海外电动车主要采用三元动力电池且正极材料高镍化趋势逐渐确立，氢氧化锂作为生产高镍三元正极材料的锂原料将最为受益。Roskill预计2020-2022年，全球电动汽车锂用量仍将保持30%以上的高增速。

图 14：海外电动乘用车销量及预测（单位：万辆）



资料来源：Marklines，中信证券研究部预测

图 15：全球电动交通锂化合物需求预测（单位：万吨）

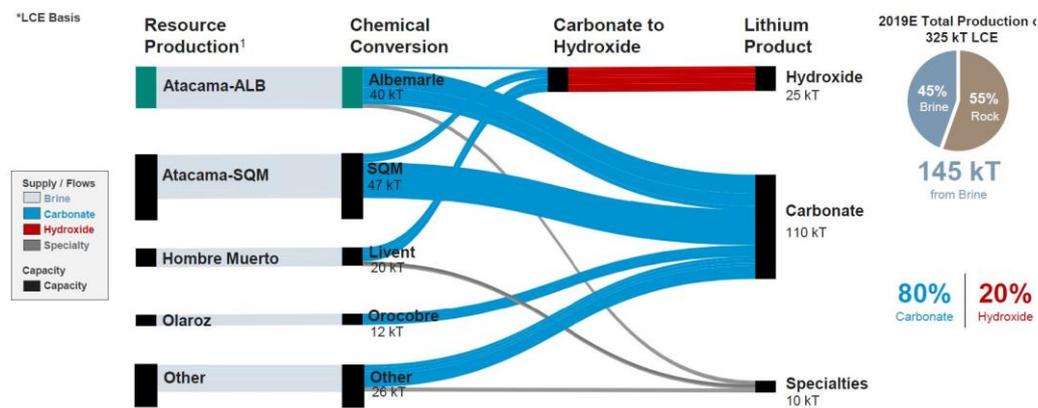


资料来源：Roskill（含预测），中信证券研究部

## 供应过剩压力仍在，行业逐步出清

**盐湖提锂占全球锂化合物供应比例为45%，主要用于生产碳酸锂。**根据雅宝公司公告，2019年全球锂化合物供应约32.5万吨，其中盐湖提锂产品供应量约14.5万吨LCE，占比为45%，主要供应商为雅宝、SQM、Livent、Orocobre等。卤水原料主要用于生产碳酸锂，雅宝预计2019年由卤水生产的碳酸锂达到11万吨，占比为80%。以卤水为原料生产的氢氧化锂主要由碳酸锂转制而成，占比约20%。

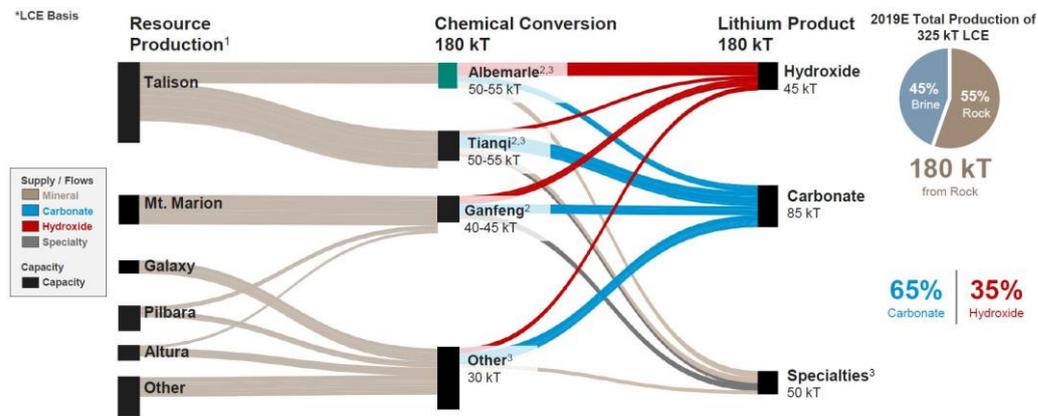
图 16：2019 年全球盐湖卤水供应格局



资料来源：雅宝公司公告

**矿石提锂占全球锂化合物供应 55%，未来将主要用于生产氢氧化锂。**受澳洲锂精矿相继投产后产能爬坡影响，2018 年以来，锂精矿供应量显著增长。2019 年，全球矿石提锂产量约 18 万吨 LCE，占全球锂化合物供应比例为 55%。锂精矿原料主要由西澳地区锂矿山供应，矿石提锂的生产商主要有雅宝、天齐锂业、赣锋锂业等。随着下游对氢氧化锂需求量的提升，锂精矿原料更多用于生产氢氧化锂，2019 年矿石提锂产品中约 35%为氢氧化锂，雅宝预计未来比例将进一步上升。

图 17：2019 年全球锂精矿供应格局



资料来源：雅宝公司公告

**2020 年锂原料供应料延续过剩局面。**2020-2021 年全球锂原料供应料仍将处于快速扩张阶段，综合考虑盐湖卤水和锂精矿的新增供应，我们预计 2020-2022 年全球锂原料供应量为 51.0/58.6/61.9 万吨，对应锂化合物需求量为 40.8/46.3/52.6 万吨，锂行业原料环节供应过剩局面依然显著。预计到 2022 年，全球锂原料供应增量高峰期过后，锂行业供需格局将出现改善，过剩量逐渐收窄。

表 4：全球锂供需平衡表（单位：万吨 LCE）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
海外盐湖	11.0	10.8	11.7	13.6	17.8	20.0
国内盐湖	2.3	3.2	3.9	5.1	5.7	6.3
海外锂矿	9.8	17.5	22.0	29.8	32.1	32.1
国内锂矿	0.5	1.3	2.0	2.5	3.0	3.5
供应量合计	23.6	32.8	39.6	51.0	58.6	61.9
需求量合计	23.8	27.8	35.1	40.8	46.3	52.6
供需平衡 (+/-)	-0.2	5.0	4.5	10.2	12.3	9.3

资料来源：Roskill，公司公告，中信证券研究部预测 注：不考虑库存环节的影响

**2019 年澳洲锂精矿市场出现出清现象。**2019 年以来，锂价持续下跌，西澳地区锂矿企业运营艰难，出现了显著的减产和停产。其中：1) 2019 年 8 月，Bald Hill 母公司 ALiTa Resources 宣布由于债务违约实施破产重组；2) 雅宝完成对 Wodgina 收购后宣布概况暂停锂精矿生产；3) Mt Cattlin 宣布从 2020 年起减少 40% 的矿石开采量；4) Pilbara 2019 年三季度产销量大幅下滑，且财务情况不容乐观；5) 2019 年 10 月，Altura 宣布进行配股募资以缓解资金压力，其现金流情况持续恶化，若配股不能完成存在较高的破产风险。

表 5：西澳锂精矿企业生产情况

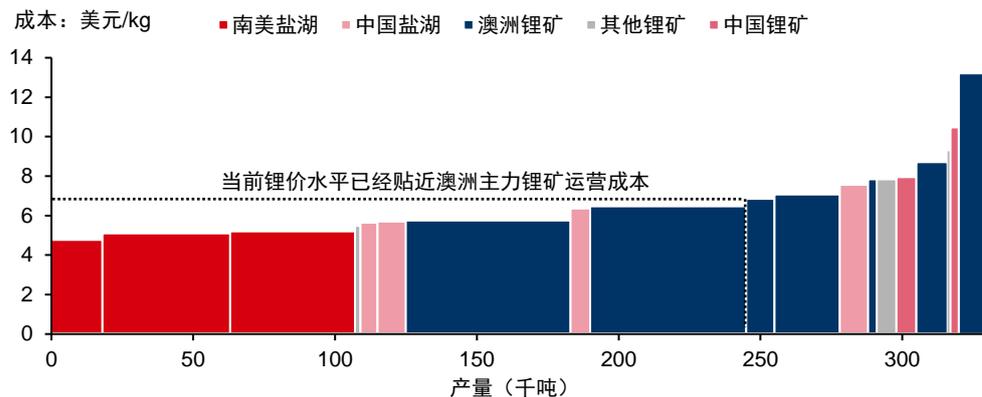
矿山	所属公司	锂精矿产能/万吨	2018 年产量/万吨	最新动态
Greenbushes	天齐（51%） 雅宝（49%）	134	72.4	二期 60 万吨锂精矿项目建成投产，产能扩张至 134 万吨/年，三期扩产项目暂缓
Mt Marion	MRL（50%） 赣锋（50%）	45	44	生产运营基本稳定
Mt Cattlin	银河资源（100%）	23	15.7	全年产量指引由 21 万吨下调至 19.3 万吨，2020 年将减产 40% 矿石处理量
Pilbara	Pilbara Minerals（100%）	33	17.5	2019Q3 产销大幅下降，2019 年 9 月 CATL 以 5500 万澳元认购其 8.5% 的增发股份
Altura	Altura Mining（100%）	22	3.3	2019 年 7 月杉杉股份认购其 8.6% 股份，10 月宣布进行配股融资应对财务压力
Wodgina	雅宝（60%） MRL（40%）	25	-	雅宝完成收购后宣布暂停 Wodgina 项目运营
Bald Hill	ALiTa Resources（100%）	16	6.9	2019 年 8 月宣布进行破产重组，2019H1 生产锂精矿 7.7 万湿吨

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 价格贴近底部运行，下跌空间有限

**锂价贴近澳洲主力矿山成本线，矿价下行空间预计有限。**当前碳酸锂价格已经触及 5 万元/吨（对应 7 美元/kg）位置，根据 CRU 锂成本曲线，这一价格已经贴近澳洲主力锂精矿成本位置。当前澳洲锂精矿价格受到库存抛售影响处于下行区间，料 2020 年受整体供过于求影响价格仍有下行风险，但随着上游供应进一步出清，预计下行空间有限，2020 年锂精矿价格有望在 450-500 美元/吨区间止跌，预计全年价格中枢为 500 美元/吨。

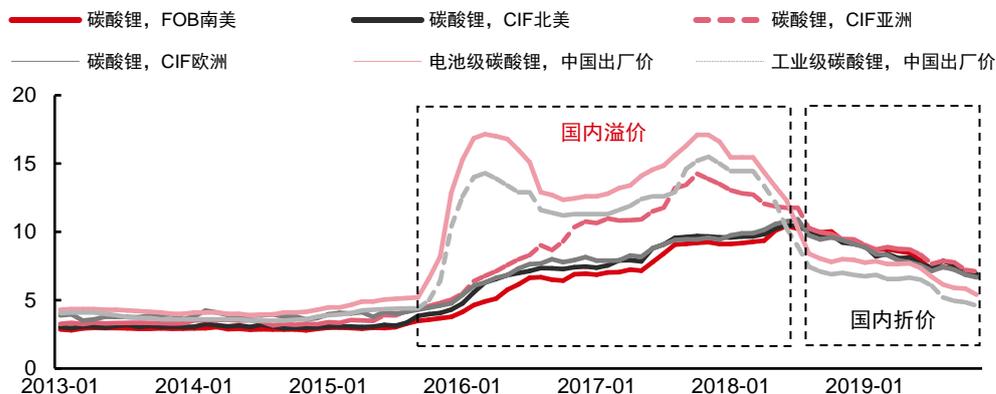
图 18：全球碳酸锂生产成本曲线



资料来源：CRU，中信证券研究部

**锂价进入底部区间，未来海外锂价预计向国内收敛。**以电池级碳酸锂价格作为锂价基准，当前价格已经跌至 2015 年启动上涨之前的水平。预计随着 2020 年锂精矿价格止跌，国内电池级碳酸锂价格有望在 4.5-5 万元/吨区间触底企稳。2018 年下半年以来，海外锂化合物价格对国内溢价，2019 年中以来由于国内价格再次开启快速下跌，国外价格溢价空间拉阔。未来随着国内价格止跌企稳，预计国内外价差逐渐收窄。

图 19：全球碳酸锂价格走势（单位：万元/吨）

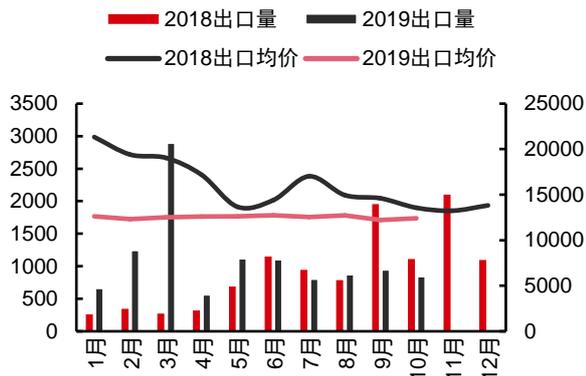


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

### 锂出口业务保持景气，国内外价差拉阔

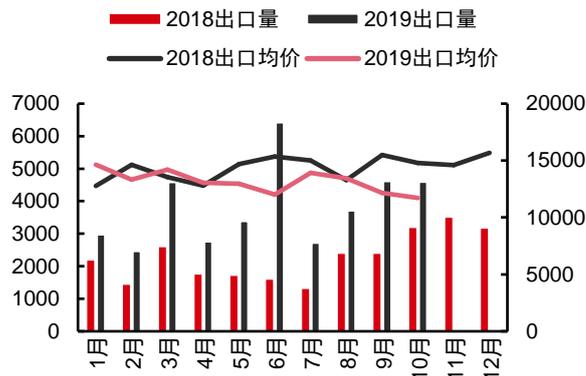
**锂化合物出口市场保持景气，价格跌幅较缓。**2019 年 1-10 月，碳酸锂出口量累计 10219 吨，同比增长 62.8%，1-10 月出口均价 1.25 万美元/吨，较 2018 年均价下滑 25.6%，但较年初仅下滑 1.7%。2019 年 1-10 月，氢氧化锂出口量累计 38230 吨，同比增长 119.5%，1-10 月出口均价 1.31 万美元/吨，较 2018 年均价下滑 7.3%，较年初下滑 20.0%。

图 20：2018-2019 年碳酸锂出口量（吨）和出口单价（美元/吨）



资料来源：海关总署，中信证券研究部

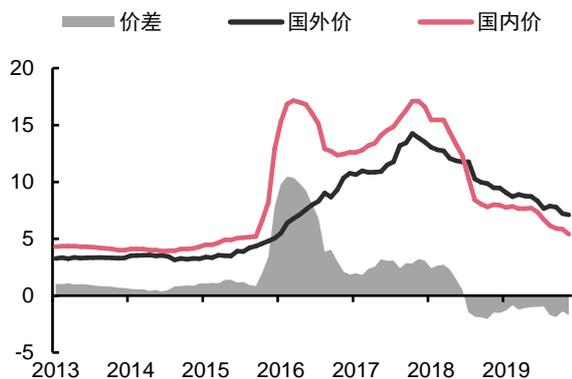
图 21：2018-2019 年氢氧化锂出口量（吨）和出口单价（美元/吨）



资料来源：海关总署，中信证券研究部

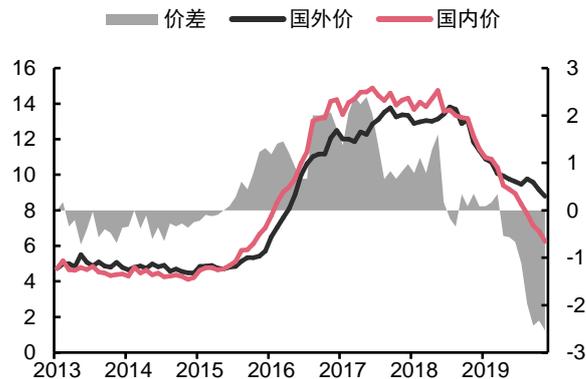
锂化合物国内外价差逐渐拉阔，氢氧化锂产品海外溢价高达 2.5 万元/吨。2018 年以来，国内碳酸锂和氢氧化锂价格进入单边下跌行情，当前均跌至 5.5 万元/吨下方。海外价格跌势较国内缓慢，当前价格较国内有明显溢价，碳酸锂产品溢价约 1.7 万元/吨，氢氧化锂价格溢价达到 2.5 万元/吨，国内企业出口业务盈利水平显著高于国内。

图 22：碳酸锂产品国内外价差（单位：万元/吨）



资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部 注：国内价电池级碳酸锂出厂价，国外价采用亚洲到岸价

图 23：氢氧化锂产品国内外价差（单位：万元/吨）



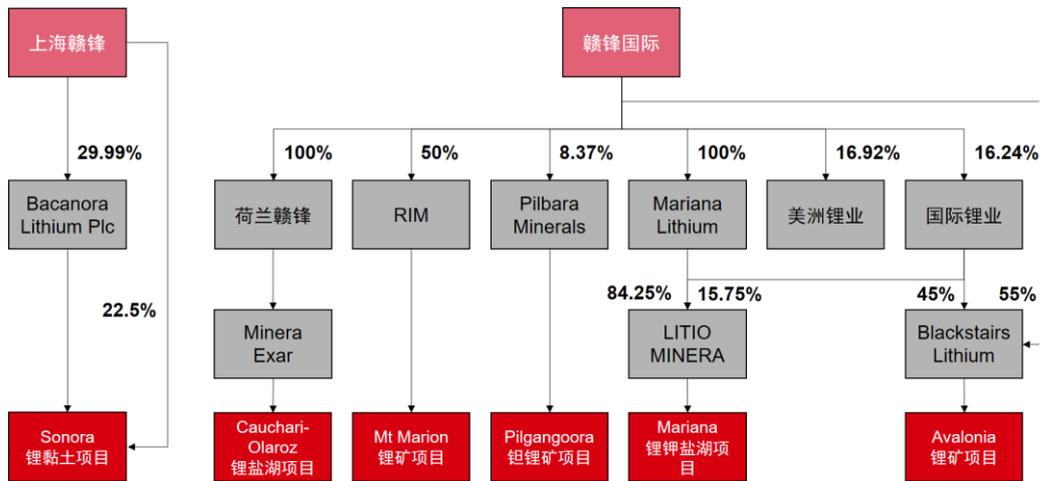
资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部 注：国内价电池级氢氧化锂出厂价，国外价采用亚洲到岸价

## 公司竞争优势分析

### 优势一：布局全球锂资源，未来原材料成本预计进一步下降

投资优质锂资源项目，锁定原材料供应。公司传统业务为中游锂化合物及金属锂制造，获得充足的优质锂原材料供应对实现业务规模增长尤为重要，自 2011 年起，公司依托子公司赣锋国际收购入股多个锂资源项目。当前公司在澳洲、阿根廷、爱尔兰、江西及青海等地拥有多处锂矿和盐湖资产，形成遍及全球的锂原料保障和资源储备。

图 24：赣锋国际股权投资情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司当前拥有品种丰富的锂资源项目。公司当前锂资源项目中包含锂辉石矿山、盐湖卤水和锂黏土等多种资产：1) 已投产项目包括澳洲的锂辉石矿 Mt Marion 和 Pilgangoora，中国宁都河源锂辉石矿；2) 建设中的项目为阿根廷的 Cauchari-Olaroz 盐湖；3) 待开发的项目包括阿根廷 Mariana 盐湖、墨西哥 Sonora 锂黏土项目、爱尔兰 Avalonia 锂辉石矿等。此外公司还拥有青海省茫崖行委凤凰台地区深层卤水锂矿预查探矿权。多元化的锂资源项目为公司实现“2025 年形成年产 10 万吨矿石提锂、10 万吨卤水提锂的 LCE 产能”的规划提供资源保障。

表 6：公司控制及投资的锂资源项目概况

项目	收购日期	股权比例	所在地	资源种类	锂资源量 (万吨 LCE)	品位
<b>已投产项目</b>						
Mt Marion	2015 年	50%	澳洲 Kalgoorlie	锂辉石	270	1.37% Li <sub>2</sub> O
Pilgangoora	2017 年	8.37%	澳洲皮尔巴拉	锂辉石	708	1.27% Li <sub>2</sub> O
宁都河源	2016 年	100%	江西赣州	锂辉石	10	1.03% Li <sub>2</sub> O
<b>开发中项目</b>						
Mariana	2014 年	84.25%	阿根廷萨而塔	卤水	190	306 mg/L
Cauchari-Olaroz	2017 年	50%	阿根廷胡胡伊	卤水	1985	592 mg/L
Sonora	2019 年	22.5%	墨西哥	锂黏土	880	-
Avalonia	2012 年	55%	爱尔兰 Carlow	锂辉石	-	-

项目	收购日期	股权比例	所在地	资源种类	锂资源量 (万吨 LCE)	品位
<b>探矿权</b>						
青海凤凰台卤水 锂矿预查探矿权	2019年	70%	青海省	卤水	-	-

资料来源：公司财报，中信证券研究部

1) Mt Marion 为澳洲公司 RIM（公司持股 50%）旗下资产，是全球第二大在产锂辉石矿，锂资源量为 270 万吨 LCE，品位为 1.37% Li<sub>2</sub>O。Mt Marion 的现有年产能 40 万吨，按每年开采 239 万吨矿石计算，公司预计 Mt Marion 矿石资源 7780 万吨可维持约 30 年的生产。该矿 2018 年开始进入升级项目建设，2019 年上半年建成，年产能达到 45 万吨，产出均为 6%品位的锂精矿。

2) Pilgangoora 钽锂矿项目为澳洲公司 Pilbara Minerlas 所有，项目于 2018 年下半年正式投产，拥有锂资源量 708 万吨 LCE，品位为 1.37% Li<sub>2</sub>O，公司预计可以开采 40 年。2019 年 3 月公司子公司赣锋国际完成 Pilbara 股权认购，交易完成后公司持股比例为 8.37%。

3) 宁都河源矿山位于江西省赣州市宁都县，由公司自行运营及开采，宁都河源矿的锂资源量为 10 万吨 LCE，平均氧化锂含量 1.03%，公司预计可开采 10.86 年（自 2015 年起）。

4) Mariana、Cauchari-Olaroz、Avalonia 和 Sonora 项目均处于开发之中。Mariana 是一个位于阿根廷萨而塔省安第斯山脉的锂钾盐湖，预计该项目于 2019 年完成预可研和可研工作。Cauchari-Olaroz 是位于阿根廷西北部胡胡伊省(Jujuy)的锂盐湖，其第一期规划产能为年产 2.5 万吨电池级碳酸锂，公司预计 2020 年投产。Sonora 是位于墨西哥的锂黏土提锂项目，根据可研报告，该项目总锂资源量约为 880 万吨碳酸锂当量，预计一期项目投产后年化碳酸锂产能将达到 1.75 万吨。Avalonia 是位于爱尔兰的锂辉石矿山，目前处于勘探初期，尚无法估计其锂资源储量。

5) 青海省茫崖行委凤凰台地区深层卤水锂矿预查探矿权为公司 2019 年取得，其面积为 206.14 平方公里，尚未进行勘探，尚无锂资源储量数据。

图 25：公司旗下锂资源项目图示



资料来源：公司公告

**长期包销协议满足原材料需求，支持未来产能扩张。**2015 年以来，公司分别和 Mt Marion、Pilbara、Altura 和 Cauchari-Olaroz 签订长期包销协议，为锂化合物生产提供了稳定的原材料保障。2019 年公司原料来源主要为澳洲锂矿山，未来随着南美的盐湖提锂项目建成投产，公司原料来源进一步丰富。

表 7：公司包销协议梳理

对象	标的	产能				包销量			
		2018E	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
Mt Marion	锂精矿	40	45	45	45	40	45	19.26	19.26
Pilgangoora	锂精矿	33	33	33	33	16	16	16	16
Altura	锂精矿	22	22	22	22	1	7	7	7
Cauchari-Olaroz	碳酸锂	-	-	2.5	2.5	-	-	1.94	1.94

资料来源：公司公告，中信证券研究部

1) 2015 年 7 月，公司与 Mt Marion 订立长期包销协议，于 2017 年至 2019 年可包销 Mt Marion 生产的全部锂精矿，2020 年后每年包销不少于 19.26 万吨的锂精矿；Mt Marion 为公司目前锂原材料的主要来源；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。

2) 2017 年 4 月，公司与 Pilbara 签订包销协议，其下属项目 Pilgangoora 一期已于 2018 年下半年投产，公司已获得项目一期投产后每年供应 16 万吨锂原材料的包销额。2018 年 12 月，公司追加投资并修改包销协议。更新后的协议中，Pilbara 在二期项目建设投产后，将会向公司提供最高不超过 15 万吨的二期扩产锂精矿，三期建成投产后，将会向公司提供最高不超过 5 万吨锂产品当量的三期扩产锂精矿。

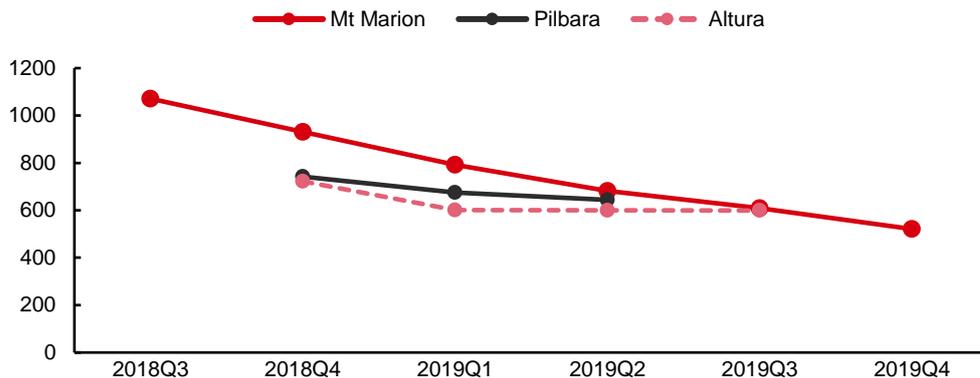
3) 2018 年 8 月，公司同 Cauchari-Olaroz 订立包销协议，获得该项目第一期规划产能年产 2.5 万吨电池级碳酸锂中 77.5% 的产品包销权。

4) 2018 年 11 月，公司同 Altura 签订锂辉矿包销协议，约定 2018 年最少包销 0.8 万吨 6% 锂精矿，在后续合同年每年最少包销 7 万吨 6% 锂精矿，包销协议最低价格每吨 550 美元（离岸价），最高价格每吨 950 美元（离岸价），后续价格根据市场调整。

### 原材料成本有进一步下降趋势。

**公司锂精矿采购成本不断下降，2020 年预计采购成本为 500-550 美元/吨。**公司从 2017 年起自 Mt Marion 购买锂精矿，2018 年新增供应商 Pilbara 和 Altura，根据三家公司锂精矿售价的季度变化可以看出，2019 年公司锂精矿采购价格处于持续下降趋势。2019 年三季度公司从 Mt Marion 的采购价格为 609 美元/吨，四季度进一步降至 521 美元/吨，全年采购均价约 650 美元/吨。考虑 2020 年锂精矿供应维持宽松的预期，预计公司采购成本区间为 500-550 美元/吨，较 2019 年有望下降 20%。

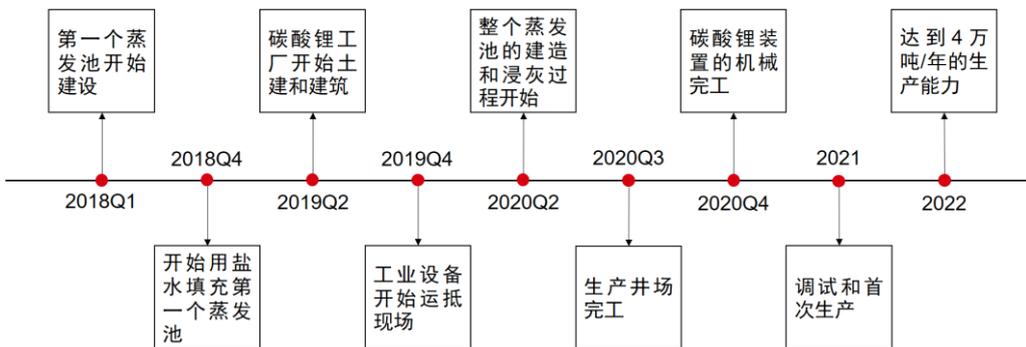
图 26：赣锋锂业锂精矿采购价格变动（单位：美元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**2021 年公司碳酸锂产品将部分由盐湖卤水生产。**公司预计 Cauchari-Olaroz 锂盐湖将于 2020 年底建成完工，2021 年初投入生产，一期设计产能 2.5 万吨，并在 2022 年扩产至 4 万吨/年。该项目建成投产后，将成为公司碳酸锂产品的主要生产原料。

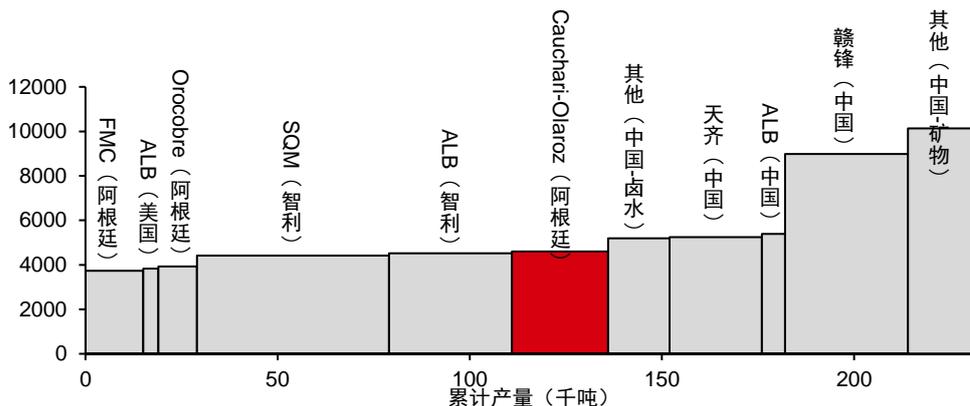
图 27：Cauchari-Olaroz 锂盐湖建设进度



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**碳酸锂生产原料转变为卤水后成本有进一步下降空间。**根据公司公告内容，Cauchari-Olaroz 锂盐湖生产电池级碳酸锂的现金成本为 3576 美元/吨（约 2.5 万元/吨），而当前公司采用锂精矿生产碳酸锂，仅原材料成本就达到 3 万元/吨，我们预计随着 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目投产，公司碳酸锂生产原料逐渐由锂精矿转为卤水，碳酸锂的生产成本有望在现有水平基础上下降 1 万元/吨，降幅达到 25%。

图 28：Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目成本情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测（Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目成本）

## 优势二：优质客户渠道，进入全球高端供应链体系

**多元化蓝筹客户资源，战略合作关系稳定。**公司积极同包括 LG 化学、特斯拉和 BMW 在内的全球一线电池供应商和汽车 OEM 厂商建立长期战略关系，有利于增加产品辨识度和抵御未来行业下行风险。

表 8：2018 年以来公司签订的锂产品供应协议

日期	客户	协议性质	说明
2018.08.15	LG 化学	供货协议	约定自 2019-2025 公司向 LG 化学提供氢氧化锂和碳酸锂产品，共计 4.76 万吨，后续签订补充合同，供应总量增至 9.26 万吨
2018.09.21	特斯拉	战略协议	约定 2018-2020 年期间（可延期三年），特斯拉指定其电池供货商向公司及赣锋国际采购电池级氢氧化锂产品，年采购量约为该产品当年总产能的 20%
2018.09.28	BMW	战略协议	约定未来五年（可展期三年）由公司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，具体数量和产品品种按客户要求发货
2019.04.08	大众	战略合作备忘录	公司未来将向德国大众及其供应商供应锂化工产品（为双方合作的框架性协议，暂不涉及具体交易金额）
2019.12.12	BMW	日常经营重大合同	确定了公司及赣锋国际将于 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货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

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**下游优质海外客户业务快速扩张，保障公司锂产品销售。**其中 LG 化学作为全球领先的动力电池生产企业，产能未来将达到 100GWh/年；特斯拉位于上海的超级工厂已建成投产，随着产能爬坡对锂化合物原料的采购需求将快速增长。大众和宝马作为全球传统整车巨头，电动化战略转型加速，料未来对公司锂产品的需求将保持稳定增长。

表 9：公司下游国际客户产能扩张情况

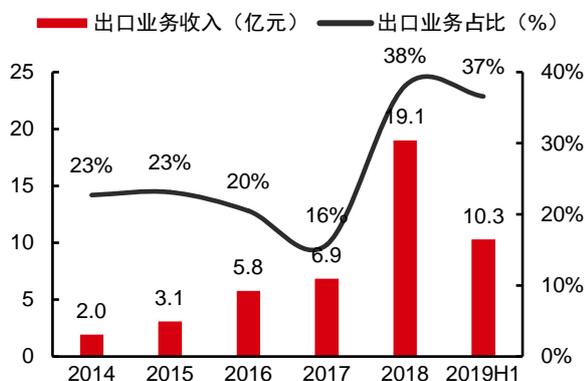
企业	未来产能规划或电动化战略
LG 化学	公司正在建设位于中国南京和波兰的动力电池工厂，计划到 2020 年底动力电池扩张至 100GWh/年
特斯拉	位于上海的 Gigafactory3 已于 2019 年底建成投产，未来将实现年产 50 万辆的产能，同时公司规划在德国兴建 Gigafactory4，设计产能同样为 50 万辆
大众	计划在 2020-2024 年间投资 330 亿欧元用于纯电动车，预计在 2029 年推出至少 75 款纯电

企业	未来产能规划或电动化战略
	动产品，累计销量达到 2600 万辆
BMW	计划在 2023 年前实现 25 款新能源车型的布局，较原计划提前两年实现，这 25 款新能源车型中超过一半将是纯电动车

资料来源：OFweek 新能源汽车网，中信证券研究部

**公司出口业务占比持续提升，出口业务毛利率显著高于国内。**2018 年随着海外客户开拓，公司出口业务占比显著提升。2018 年出口业务收入达到 19.1 亿元，同比增长 176%，出口业务收入占比提升至 38%。2019 年上半年，出口业务收入增长 90.6%至 10.3 亿元。受海内外价差影响，公司出口业务毛利率始终高于国内业务。2017 年以来随着国内锂价大跌，毛利率差值不断拉阔。2019 年上半年公司海外业务毛利率为 39.4%，国内业务毛利率为 16.8%，海外业务毛利率高达国内业务的两倍。

图 29：赣锋锂业出口业务规模及占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 30：赣锋锂业国内业务和出口业务毛利率对比（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 优势三：产能有序扩张，产销保持旺盛

截至 2018 年末公司拥有碳酸锂/氢氧化锂/金属锂设计产能 4.05/3.1/0.16 万吨。2018 年，公司宁都赣锋 1.75 万吨电池级碳酸锂项目和新余基础锂厂 2 万吨氢氧化锂产能相继投产，碳酸锂和氢氧化锂产能均实现较大幅度增长。公司金属锂产能 1600 吨，氟化锂产能 1500 吨，丁基锂产能 500 吨，保持稳定。

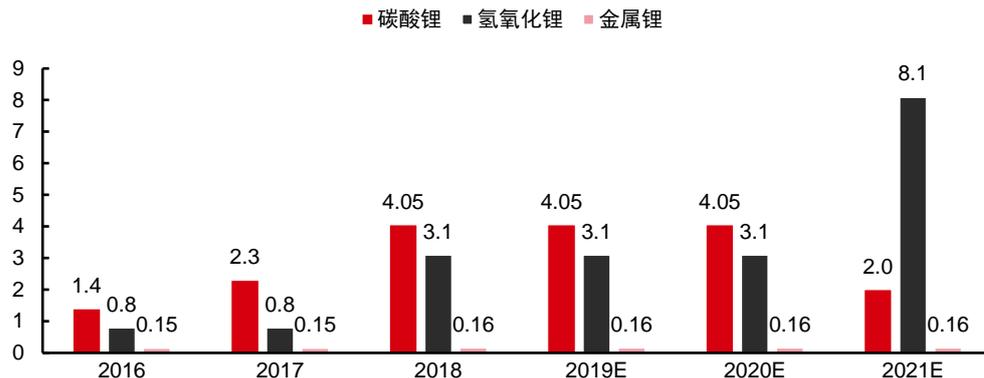
表 10：公司当前锂产品产能及分布

生产基地	位置	产品	产能/万吨	投产时间
特种锂厂	江西新余	碳酸锂	-	2007 年
		氟化锂	1500 吨	
基础锂厂	江西新余	碳酸锂	23000 吨	2014 年
		氢氧化锂	31000 吨	
		丁基锂	500 吨	
		氯化锂	-	
宁都赣锋	江西宁都	碳酸锂	17500 吨	2018 年
奉新赣锋	江西奉新	金属锂	-	2011 年
宜春赣锋	江西宁都	金属锂	1600 吨	2013 年

资料来源：公司年报，中信证券研究部

预计 2020 年公司 5 万吨氢氧化锂项目建成投产，2021 年产能将超过 10 万吨。宁都赣锋 1.75 万吨电池级碳酸锂项目、江西新余 2 万吨氢氧化铝项目产能将于 2019 年逐步达产，公司稳定产能已达到 8 万吨 LCE。公司当前正在新余基础锂盐厂建设年产 5 万吨氢氧化锂项目，预计 2020 年底投产，届时公司锂产品产能将超过 10 万吨，其中氢氧化锂产品产能超过 8 万吨。公司新余基础锂盐厂碳酸锂和氢氧化锂工艺路线切换便捷，未来可发挥柔性生产线优势，保障产能稳定释放。

图 31：赣锋锂业锂产品产能变化及预测（单位：万吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：公司新建 5 万吨氢氧化锂产能中部分系基础锂盐厂的碳酸锂产能转制而成

**公司锂产品产能利用率维持高位。**2018 年公司碳酸锂产能利用率为 82%，较 2017 年有所下滑，主要受 2018 年碳酸锂产能快速扩张影响；2018 年，公司氢氧化锂有效产能从 8000 吨提升至 16000 吨，产能利用率由 86% 提升至 92%，显示出氢氧化锂产品产销旺盛，规模快速增长。金属量及其他锂化合物产品产能利用率也保持 95% 以上高位水平。

表 11：2016-2018 年公司锂产品有效产能及产能利用率

项目	碳酸锂	氢氧化锂	金属锂	氟化锂	丁基锂	
2016 年	期末有效产能	10,500	8,000	1,500	1,500	500
	产能利用率	98%	100%	75%	78%	100%
2017 年	期末有效产能	18,500	8,000	1,500	1,500	500
	产能利用率	119%	86%	92%	113%	93%
2018 年	期末有效产能	23,000	16,000	1,600	1,500	600
	产能利用率	82%	92%	95%	101%	97%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**公司锂产品产销率保持在 90% 左右高位水平。**2018 年公司金属锂、碳酸锂、氢氧化锂产销率分别为 99%、87%、88%。受产能大幅释放影响，2018 年公司锂产品产量增长较快，产销率较 2017 年轻微下滑，但仍然维持较高水平，表明公司产品市场需求旺盛，同时产品基本无库存积压。

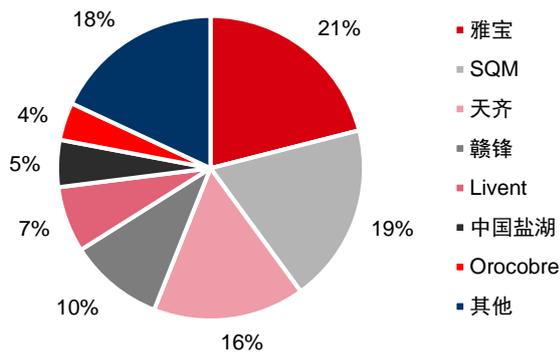
表 12：2016-2018 年公司锂产品产销量情况

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
金属锂	1,010	900	89%	1,384	1,383	100%	1,519	1,509	99%
碳酸锂	4,790	4,900	102%	21,977	17,316	79%	18,824	16,325	87%
氢氧化锂	7,040	6,930	98%	6,917	6,562	95%	14,736	12,932	88%
氟化锂	1,170	1,170	100%	1,697	1,655	98%	1,518	1,378	91%
丁基锂	500	510	101%	465	504	108%	584	525	90%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

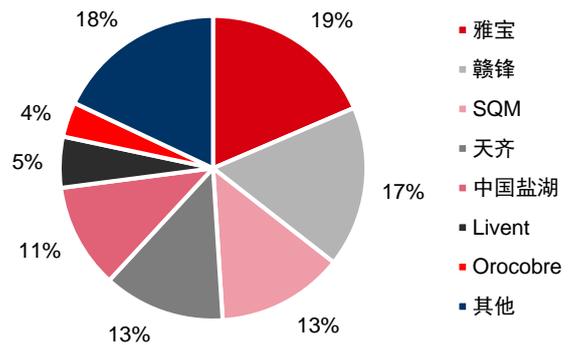
公司市场份额逐渐扩张，2020 年预计达到全球 20%。根据 Roskill 数据，2017 年，赣锋锂业锂化合物产品（碳酸锂+氢氧化锂）销量达到 2.4 万吨（折 LCE 当量），约占全球锂化合物市场份额的 10%。2019 年，随着公司扩产项目产能逐步释放，公司产销量大幅增长，我们预计全年销量达到 6 万吨 LCE，全球市场份额占比提升至 17%。2020-2021 年，公司 5 万吨氢氧化锂产线建成投产后，料公司未来锂化合物产量将达到 10 万吨，全球市场份额有望上升至 20%。

图 32：2017 年全球锂化合物市场份额



资料来源：Roskill，中信证券研究部

图 33：2019 年全球锂化合物市场份额预测

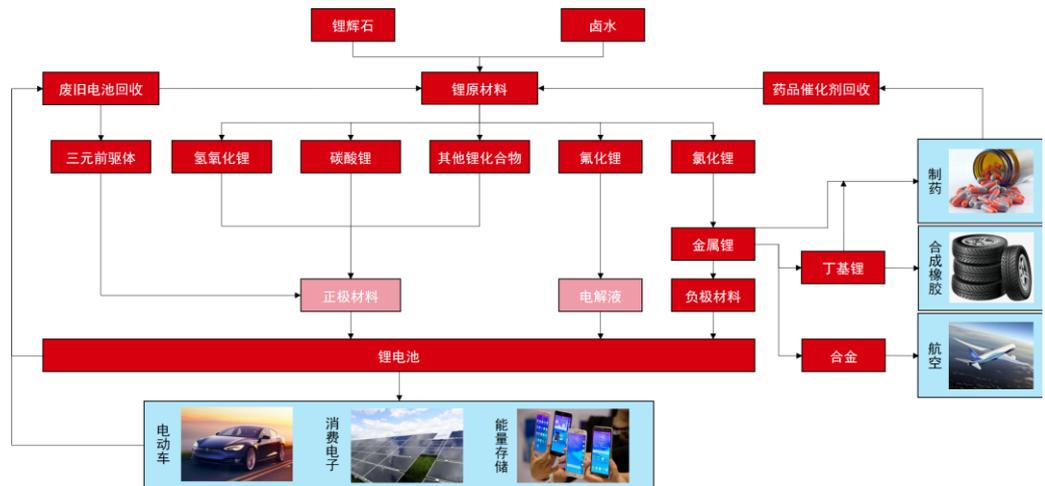


资料来源：Roskill，中信证券研究部预测

#### 优势四：构建垂直一体化生态，国内固态锂电先行者

公司从中游锂化合物及金属锂制造起步，成功扩大到产业链的上下游，整合垂直业务链，业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及电池回收等产业生态链的各重要环节，于各个业务板块间有效发挥协同效应，积极打造赣锋多业务垂直生态系统。1) 上游积极投资全球优质锂资源，保证公司原材料供应；2) 中游锂系列产品为核心业务，加大产能释放，拥抱 LG 化学、特斯拉和 BMW 等优势蓝筹资源；3) 下游进军锂电池及其回收领域，延长企业价值链。

图 34：赣锋锂业生态系统图示



资料来源：公司官网，中信证券研究部

**垂直生态助力下游锂电布局。**公司于 2015 年开展锂电池业务，涉及锂离子动力电池、储能电池及消费型电池，公司大部分锂电池原料来自垂直生态中锂化合物业务板块的客户处采购，部分负极材料可自产，通过垂直整合的方式实现锂电池生产，保证了原材料的供应充足和生产经验的积累。公司投资建设年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目及年产 3 千万只全自动聚合物锂电池生产线项目 2018 年已完成部分投产。

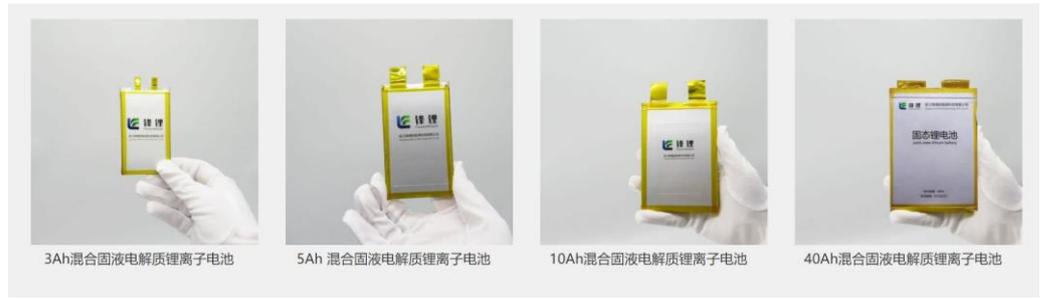
表 13：公司锂电池生产基地

生产基地	位置	主要产品	投产时间	说明
东莞赣锋	广东东莞	全自动聚合物锂电池	2016 年	年产 3000 万只全自动聚合物锂电池生产线项目 2018 年部分投产
赣锋电池	江西新余	锂离子动力电池、储能电池及消费型电子	2016 年	年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目 2018 年部分投产
赣锋电子	江西新余	智能穿戴设备产品专用聚合物锂电池	2018 年	
浙江锋锂	江西新余	第一代固态锂电池	在建	预计 2019 年开始产业化应用

资料来源：公司年报，公司公告，中信证券研究部

**公司重点聚焦下一代固态锂电池。**固态锂电池是使用固体电解质代替易燃液态电解质的新一代锂电池，将大幅减少锂离子电池的安全问题及拥有较高的能量密度。公司积极开展第一代固态锂电池研发，投资建设第一代固态锂电池研发中试生产线已于 2019 年下半年建成投产，当前相关研制品已通过多项第三方安全测试和多家客户送样测试。

图 35：赣锋锂业固态锂电池产品图示



资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司对固态锂电池研发和量产投入大量资源。公司承担包括国家重点研发计划项目和江西省重大科技研发专项在内的多个研发项目，涉及固态电池储能电芯、电解质材料以及产业化应用等。公司固态锂电业务主要由全资子公司浙江锋锂承担，公司对子公司进行项目考核与奖励，以充分调动浙江锋锂经营管理层及核心员工的积极性，加快公司第一代固态锂电池研发中试生产线建设，考核分为三期，主要涉及第一代固态锂电池技术达标、客户送样、产业化应用和第二代、第三代固态锂电池研发等。

表 14：公司承担锂电池重点研发项目

项目类别	项目名称	备注
2018 年国家重点研发计划项目	固态储能电池电芯设计及工程化制备关键技术开发	实施年限（2018-2021 年）
	固态电池储能系统构建及示范与标准研究	实施年限（2018-2021 年）
2018 年江西省重大科技研发专项	固态锂离子电解质材料及锂离子二次固态电池制备技术开发及产业化应用	实施年限（2018-2021 年）
2018 年江西省增强制造业核心竞争力专项基建投资补贴项目	高容量锂动力电池生产线建设项目	实施年限（2018-2019 年）
2018 年度江西省重点研发计划项目	高能量密度软包磷酸铁锂动力电池设计与生产技术研究	实施年限（2018-2019 年）
2017 年新余市战略性新兴产业项目	锂动力电池用无水磷酸铁制备技术研究及产业化应用	实施年限（2017-2018 年）
2017 年新余市科技支撑计划项目	高安全、高容量、长寿命固态三元锂动力电池研发及产业化应用	实施年限（2017-2018 年）

资料来源：公司年报，中信证券研究部

表 15：浙江锋锂业绩考核指标

考核期间	业绩考核指标
2018.06.30	第一代固态锂电池技术指标达到：单体容量 10Ah，能量密度不低于 240Wh/kg，1000 次循环后容量保持率大于 90%，电池单体具备 5C 倍率的充放电能力； 电池研制品通过第三方机构安全检测；
2018.12.31	试制出单体容量大于 30Ah 的第一代固态锂电池系列电芯，综合性能指标达到研制品水平； 年产亿瓦时级的第一代固态锂电池研发中试生产线建成投产，稳定运行，达到设计产能； 实现二家以上的客户送样；
2019.12.31	第一代固态锂电池销售额超过 3 亿元人民币，扣除固定资产折旧和研发费用后子公司实现盈亏平衡； 第二代固态锂电池技术指标达到：能量密度不低于 300Wh/kg；综合性能指标达到国际领先水平； 初步完成第三代固态锂电池的可行性预研工作。

资料来源：公司年报，中信证券研究部

**开展锂电池回收业务，业务继续向下游拓展。**公司锂电池回收业务主要由子公司赣锋循环承担，业务涉及锂回收溶液和三元前驱体。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 3.4 万吨的回收处理能力。2019 年上半年，赣锋循环二期项目“1.2 万吨/年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。公司开展锂电池回收业务，不仅有助于丰富锂原料来源，扩大营收，同时可以加强与下游客户的紧密联系，继续向下游拓展业务。

## ■ 风险因素

新能源汽车产业发展不及预期；原材料价格波动风险；公司产能建设不及预期。

## ■ 盈利预测及关键假设

### 关键假设

1、公司锂化合物销量：公司在建 5 万吨氢氧化锂项目将于 2020 年底建成投产，从 2021 年起释放产能，我们预计氢氧化锂产量大幅增长，2019-2021 年公司氢氧化锂销量为 2.2/3.0/5.0 万吨。2020 年公司碳酸锂产能持续释放，到 2021 年由于产品结构调整，我们预计产量下滑，2019-2021 年公司碳酸锂销量为 2.8/3.2/2.8 万吨。预计其余金属锂、氟化锂、丁基锂等产品产量保持稳定。

2、锂化合物售价：受锂行业供给过剩影响，我们预计公司锂产品售价继续承压，2020 年继续下行，2019-2021 年公司碳酸锂售价为 5.77/5.05/5.25 万元/吨；公司氢氧化锂产品出口占比高，我们预计售价会显著高于水平，2019-2021 年公司氢氧化锂产品售价为 7.54/6.55/6.45 万元/吨。

3、成本及毛利率：2020 年公司生产原材料仍主要来自锂精矿，2021 年起开始采用卤水原料。我们预计 2019-2021 年公司锂精矿采购成本为 653/525/550 美元/吨，2021 年碳酸锂生产成本受原料切换影响会显著下滑。假设 2019-2021 年碳酸锂业务毛利率为 9.5%/15.8%/25.9%；氢氧化锂业务毛利率为 30.6%/33.1%/32.6%。

表 16：赣锋锂业主营业务关键假设

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
<b>锂产品销量</b>					
碳酸锂	万吨	16325	28000	32000	28000
氢氧化锂	万吨	12932	22000	30000	50000
金属锂	万吨	1509	1510	1520	1540
<b>锂产品售价</b>					
碳酸锂	万元/吨	8.10	5.77	5.05	5.25
氢氧化锂	万元/吨	11.08	7.54	6.55	6.45
<b>成本及毛利率</b>					
锂精矿采购成本	美元/吨	967	653	525	550
碳酸锂成本	万元/吨	5.51	5.22	4.25	3.89

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
氢氧化锂成本	万元/吨	6.46	5.23	4.38	4.35
碳酸锂毛利率	%	31.9%	9.5%	15.8%	25.9%
氢氧化锂毛利率	%	41.7%	30.6%	33.1%	32.6%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## 盈利预测与估值

公司业务主要分为锂系列产品（包括锂化合物和金属锂）和锂电池、电芯及其直接材料，兼具上游矿产资源和中游加工制造属性。公司氢氧化锂产品和出口业务具备领先行业的盈利水平，且预计未来成本持续下降，产能有序扩张，业绩成长性显著。上述假设下，预计 2019-2021 年公司营业收入为 53.68/55.87/69.16 亿元，归母净利润为 4.94/11.01/14.97 亿元，EPS 为 0.38/0.85/1.16 元/股，对应 PE 为 84/38/28 倍。结合公司未来业绩高速增长预期以及突出的行业竞争优势，给予 2020 年 6 倍 PB 估值，对应目标价 41.80 元，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 17：赣锋锂业盈利预测与估值情况

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,383	5,004	5,368	5,587	6,916
营业收入增长率	54.1%	14.2%	7.3%	4.1%	23.8%
净利润(百万元)	1,469	1,223	494	1,101	1,497
净利润增长率	216.4%	-16.7%	-59.6%	123.0%	35.9%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.98	1.07	0.38	0.85	1.16
毛利率%	40.5%	36.1%	24.7%	28.7%	31.7%
净资产收益率 ROE%	36.4%	15.4%	6.2%	12.2%	14.6%
每股净资产（元）	3.12	6.13	6.21	6.97	7.92
PE	16	30	84	38	28
PB	10.3	5.3	5.2	4.6	4.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 12 月 23 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,383	5,004	5,368	5,587	6,916
营业成本	2,609	3,197	4,040	3,984	4,720
毛利率	40.47%	36.10%	24.74%	28.70%	31.74%
营业税金及附加	49	31	27	22	28
销售费用	53	82	97	95	119
营业费用率	1.21%	1.65%	1.80%	1.70%	1.72%
管理费用	175	283	285	291	373
管理费用率	3.99%	5.66%	5.30%	5.20%	5.39%
财务费用	54	82	114	164	152
财务费用率	1.22%	1.64%	2.12%	2.93%	2.20%
投资收益	257	175	152	195	174
营业利润	1,755	1,371	571	1,274	1,719
营业利润率	40.03%	27.39%	10.63%	22.81%	24.86%
营业外收入	0	21	0	0	0
营业外支出	16	5	0	0	0
利润总额	1,738	1,387	571	1,274	1,719
所得税	270	163	76	173	222
所得税率	15.52%	11.73%	13.39%	13.55%	12.89%
少数股东损益	(0)	1	0	0	1
归属于母公司股东的净利润	1,469	1,223	494	1,101	1,497
净利率	33.51%	24.45%	9.20%	19.71%	21.65%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,237	3,602	2,326	3,098	3,937
存货	915	1,905	2,191	2,172	2,572
应收账款	945	1,406	1,252	1,359	1,746
其他流动资产	470	1,002	899	893	1,099
流动资产	4,568	7,915	6,667	7,523	9,353
固定资产	795	1,498	1,851	2,270	2,333
长期股权投资	795	1,736	3,336	3,336	3,336
无形资产	298	313	313	313	313
其他长期资产	1,543	2,060	2,591	2,458	2,305
非流动资产	3,431	5,606	8,091	8,376	8,286
资产总计	7,999	13,521	14,758	15,899	17,640
短期借款	1,180	1,321	2,156	2,168	2,259
应付账款	492	1,319	1,087	1,156	1,529
其他流动负债	1,142	1,192	1,207	1,243	1,259
流动负债	2,814	3,832	4,449	4,567	5,046
长期借款	320	706	1,156	1,191	1,231
其他长期负债	822	1,005	1,075	1,075	1,075
非流动性负债	1,142	1,711	2,231	2,266	2,306
负债合计	3,956	5,544	6,681	6,834	7,353
股本	742	1,315	1,293	1,293	1,293
资本公积	1,140	3,593	3,615	3,615	3,615
归属于母公司所有者权益合计	4,037	7,924	8,023	9,012	10,232
少数股东权益	6	54	54	54	55
股东权益合计	4,043	7,977	8,077	9,066	10,287
负债股东权益总计	7,999	13,521	14,758	15,899	17,640

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,738	1,387	571	1,274	1,719
所得税支出	-270	-163	-76	-173	-222
折旧和摊销	108	150	168	199	213
营运资金的变化	-930	-916	-267	34	-609
其他经营现金流	-143	228	358	-43	-16
经营现金流合计	504	685	753	1,292	1,086
资本支出	-353	-1,198	-453	-484	-123
投资收益	257	175	152	195	174
其他投资现金流	-745	-1,336	-2,575	0	0
投资现金流合计	-840	-2,360	-2,876	-290	51
发行股票	588	2,958	0	0	0
负债变化	6,779	3,856	1,355	48	130
股息支出	-297	-395	-395	-113	-277
其他融资现金流	-4,734	-3,699	-114	-164	-152
融资现金流合计	2,337	2,721	847	-229	-299
现金及现金等价物净增加额	2,000	1,046	-1,276	773	838

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	54.1%	14.2%	7.3%	4.1%	23.8%
营业利润增长率	204.7%	-21.9%	-58.3%	123.3%	34.9%
净利润增长率	216.4%	-16.7%	-59.6%	123.0%	35.9%
毛利率	40.5%	36.1%	24.7%	28.7%	31.7%
EBITDA Margin	43.4%	31.8%	15.9%	29.3%	30.1%
净利率	33.5%	24.4%	9.2%	19.7%	21.6%
净资产收益率	36.4%	15.4%	6.2%	12.2%	14.6%
总资产收益率	18.4%	9.0%	3.3%	6.9%	8.5%
资产负债率	49.5%	41.0%	45.3%	43.0%	41.7%
所得税率	15.5%	11.7%	13.4%	13.5%	12.9%
股利支付率	20.2%	32.3%	22.9%	25.1%	26.7%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。