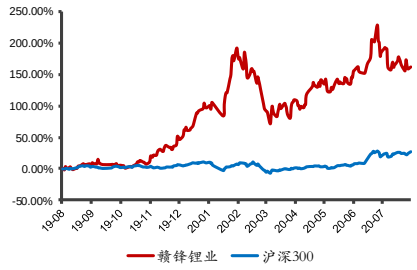
加快布局全产业链，打造国内锂业龙头

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-19
收盘价（元）	55.52
近 12 个月最高/最低（元）	69.60/20.52
总股本（百万股）	1293
流通股本（百万股）	801
流通股比例（%）	61.95
总市值（亿元）	680
流通市值（亿元）	445

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林
执业证书号：S0010520060001
电话：15652540369
邮箱：shilin@hazq.com
研究助理：翁嘉敏
执业证书号：S0010120070014
电话：13777083119
邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

主要观点：

锂电产业链上下游协同发展，打造国内锂业龙头

公司从中游锂化合物制造起步，后进军上游锂资源，加速拓展下游锂电池生产，目前已形成垂直整合的业务模式：覆盖上游锂资源开发、中游锂盐深加工以及金属冶炼、下游锂电池制造及退休锂电池综合回收利用等多个方面。多个业务板块间通过发挥协同效应，提升资源利用率，公司营运效率及盈利能力。公司在全球范围内已拥有 9 大生产基地、2 大研发基地，并掌握了 8 处优质锂资源，构建独特的“赣锋生态系统”。

资源禀赋优势显著：通过部署海外优质锂资源、整合国内研发优势，公司核心竞争力凸显

公司 2011 年收购国际锂业 9.9%的权益，由此开启向锂行业价值链上游拓展的征程。随后，公司接连收购 Avalonia 项目、Mount Marion 锂辉石项目、Cauchari-Olaroz 项目等，涉足澳大利亚、爱尔兰、阿根廷、加拿大等多个国家的锂资源项目，为公司锂产品生产提供稳定的原材料来源。截至 2019 年底，公司资源类型涵盖传统锂辉石、盐湖卤水以及锂黏土，合计锂资源量 4818 万吨（折 LCE）权益资源量达 2084 万吨（折 LCE）。

电池级氢氧化锂领军生产商

公司是最大的锂化合物生产商以及全球最大的金属锂供应商，是全球锂行业唯一同时具备“卤水提锂”、“矿石提锂”和“回收提锂”产业化技术的企业，是锂系列产品供应最齐全的制造商之一。目前公司氢氧化锂设计产能为 3.1 万吨，为满足近期市场对电池级氢氧化锂的需求，公司通过发挥自身柔性生产线优势，持续释放产能，2019 年氢氧化锂产能利用率高达 99.39%。深度绑定特斯拉、德国宝马、大众等欧美终端车企，氢氧化锂销售未来可期。

布局固态电池和废电池回收业务，把握重大战略机遇

新能源汽车替代传统燃油车将成为不可逆的全球性趋势，从规模角度看，动力电池需求未来增长确定性高，景气度有望长期保持。子公司浙江赣锋针对固态电池行业，部署年产亿瓦时第一代固态锂电池研发项目，抢占锂电技术制高点；TWS 蓝牙耳机浪潮带动 TWS 电池需求，公司目前每天 TWS 扣式电池出货量约为 10 万只，供应 OPPO、VIVO 等多家手机品牌厂商。

投资建议

预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 7.77/12.51/19.18 亿元，同比增速分别为 116.9%/61.1%/53.2%，对应 PE92.19X/57.21X/37.34X，首次推荐，给予“买入”评级。

风险提示

锂价格波动的风险；公司在建项目投产不及预期；海外疫情扩散。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5342	5141	6960	8717
收入同比(%)	6.8%	-3.8%	35.4%	25.3%
归属母公司净利润	358	777	1251	1918
净利润同比(%)	-73.3%	116.9%	61.1%	53.2%
毛利率(%)	23.5%	24.8%	28.3%	33.2%
ROE(%)	4.3%	8.5%	12.1%	15.6%
每股收益(元)	0.28	0.60	0.97	1.48
P/E	125.75	92.19	57.21	37.34
P/B	5.39	7.84	6.90	5.82
EV/EBITDA	45.25	73.95	49.09	32.36

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 一体化布局锂行业上下游 5
1.1 锂电产业链上下游协同发展，打造国内锂业龙头 5
1.2 公司管理架构 6
1.3 锂化合物为公司生态核心，辐射固态电池及回收业务 7
2 资源禀赋：部署海外优质锂资源 8
2.1 MOUNT MARION：公司主要锂资源供应来源 9
2.2 PILBARA 锂精矿产能具备巨大释放空间 10
2.3 CAUCHARI-OLAROZ 盐湖具备明显的生产成本优势 10
2.4 SONORA：黏土项目具备生产高效及低成本双重优势 12
3 电池级氢氧化锂领军生产商 12
4 布局固态电池和废电池回收业务，把握重大战略方向 16
4.1 动力电池需求未来增长确定性高，景气度将长期保持 16
4.2 积极部署固态电池产业，抢占锂电技术制高点 17
4.3 TWS 蓝牙耳机浪潮带来 TWS 电池发展新机遇 17
风险提示： 18
财务报表与盈利预测 19

图表目录

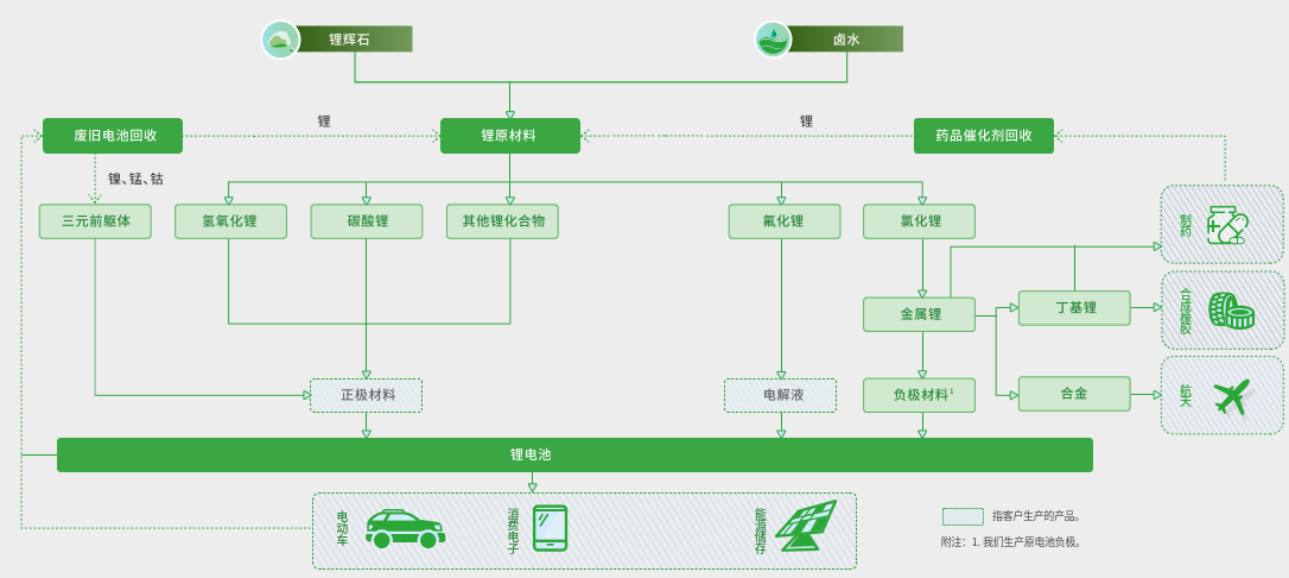
图表 1 赣锋锂业业务布局情况.....5
图表 2 赣锋锂业全球业务布局情况.....5
图表 3 赣锋锂业发展历程.....6
图表 4 公司 2019 年各业务板块收入结构（%）.....7
图表 5 公司 2019 年各业务板块毛利结构（%）.....7
图表 6 锂加工产品收入及同比（亿元，%）.....7
图表 7 锂电池产品收入及同比（亿元，%）.....7
图表 8 全球范围内直接或间接拥有控制权的上游锂资源情况.....8
图表 9 锂资源布局情况.....9
图表 10 MOUNT MARION 锂精矿产销情况.....10
图表 11 PILBARA 锂精矿产销情况.....10
图表 12 CAUCHARI-OLAROZ 具备显著的成本优势.....11
图表 13 CAUCHARI-OLAROZ 盐湖资源储量情况.....11
图表 14 CAUCHARI-OLAROZ 地理位置.....12
图表 15 赣锋拥有 4 万吨电池级碳酸锂 76%包销权.....12
图表 16 赣锋锂业锂产品全球生产基地.....13
图表 17 赣锋锂业产能及产量数据（吨，%）.....14
图表 18 主要锂产品产能利用率（%）.....14
图表 19 公司主要锂产品设计产能（万吨）.....14
图表 20 公司合作车企情况.....15
图表 21 国际传统汽车制造企业燃油车退出时间计划.....16
图表 22 新能源汽车月度产量及同比（万辆，%）.....17
图表 23 赣锋锂业锂电池业务布局情况.....17

1 一体化布局锂行业上下游

1.1 锂电产业链上下游协同发展，打造国内锂业龙头

公司从中游锂化合物制造起步，不断向锂产业价值链上下游拓展业务，目前已形成垂直整合的业务模式，覆盖上游锂资源开发、中游锂盐深加工以及金属冶炼、下游锂电池制造及退休锂电池综合回收利用等多个方面。多个业务板块间通过发挥协同效应，提升资源利用率，营运效率以及盈利能力。公司在全球范围内已拥有 9 大生产基地、2 大研发基地，并掌握了 8 处优质锂资源，构建独特的“赣锋生态系统”。

图表 1 赣锋锂业业务布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

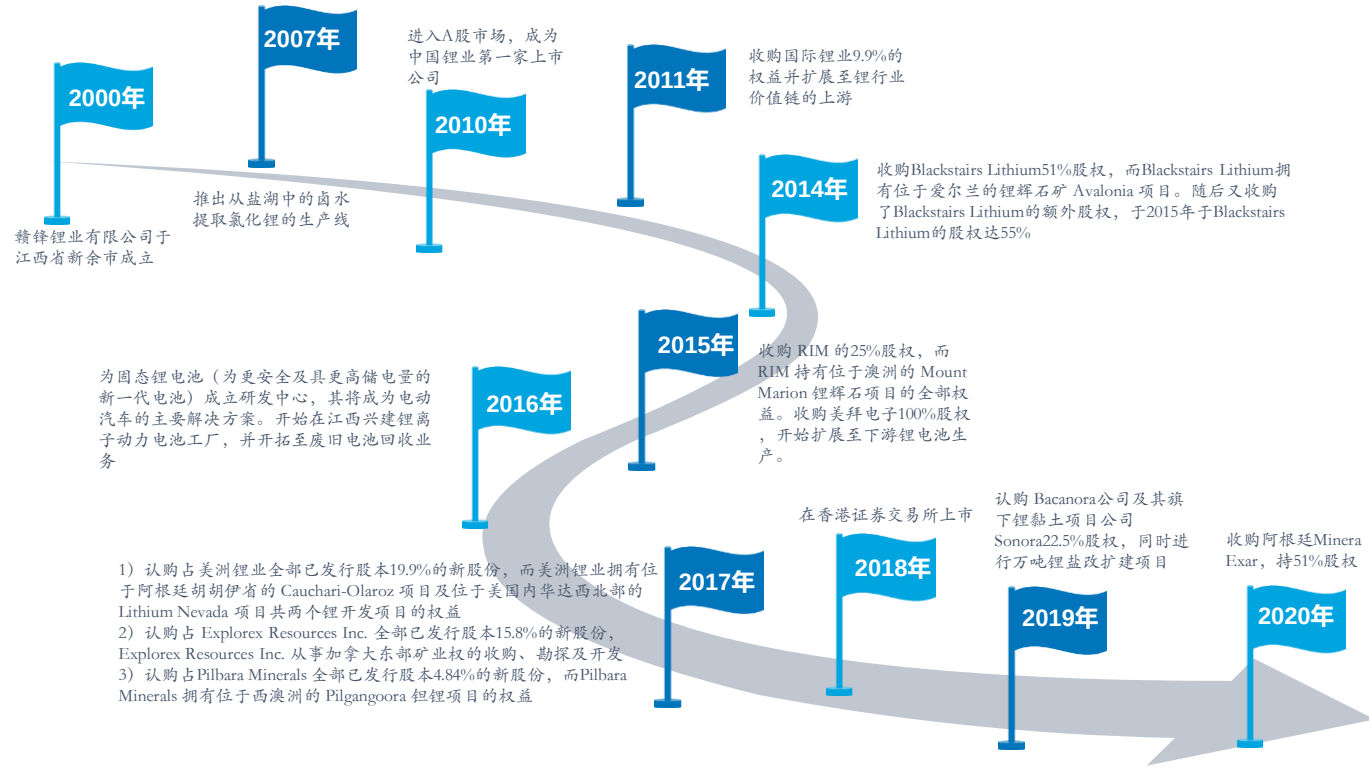
图表 2 赣锋锂业全球业务布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从锂化合物及金属锂制造商起步，后进军上游锂资源，加速拓展下游锂电池生产。公司于 2000 年江西省新余市成立，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，由此向锂行业价值链的上游进军。2014 年收购 Blackstairs Lithium，获得位于爱尔兰的锂辉石矿 Avalonia 项目。随后涉足位于澳洲的 Mount Marion 锂辉石项目，该项目为公司今年来的锂原材料提供了稳定的来源。2017 年参与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，西澳洲的 Pilgangoora 钽锂项目，以及加拿大东部矿业权的收购、勘探及开发。公司逐渐聚拢资源端，增强其核心竞争力。与此同时，公司于 2015 年开始扩展至下游锂电池生产，并在 2016 年成立固态锂电池研发中心，其将成为电动汽车的主要解决方案。2017 年扩展至下游废旧电池回收业务。公司于 2018 年开始布局 TWS 无线蓝牙耳机电池，2019 年一季度正式投产，并建设完成年产亿瓦时级的第一代固态锂电池研发中心试生产线，加速固态锂电池技术的商业化进程。

图表 3 赣锋锂业发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 公司管理架构

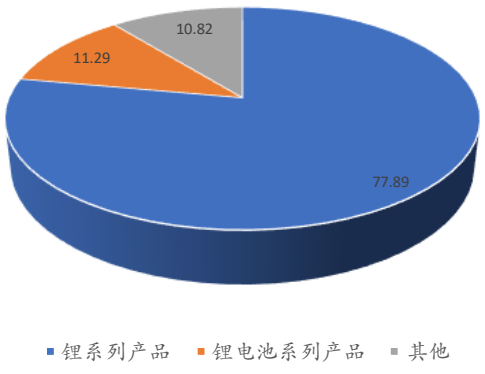
李良斌先生为公司实际控制人，截至 2020 一季度财报，持有公司股份 2.7 亿，占总股份的 20.87%。以他为首的一致行动人共持有公司股份的 22.5%。新余总部、奉新赣锋、宜春赣锋、宁都赣锋为金属锂系列产品以及电池级碳酸锂生产基地；江西赣锋电池、新余赣锋电子、深圳美拜电子、东莞赣锋电子、浙江锋锂主要经营公司的锂电池业务；公司主要通过旗下全资子公司赣锋国际积累国际市场资源，增

加其核心竞争力：包括爱尔兰的 Blackstairs，香港的 Mariana 和海洛矿业，阿根廷的 Litio，荷兰的 Ganfeng；奉新赣锋再生、江西赣锋循环主要为公司提供了废旧有色金属及电池金属废料的回收。

1.3 锂化合物为公司生态核心，辐射固态电池及回收业务

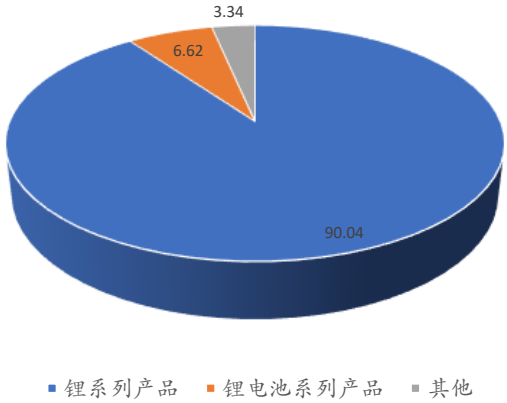
锂化合物业务板块为赣锋生态系统核心，积极布局固态锂电池及回收业务。公司主营产品主要为锂加工产品，涵盖金属锂、碳酸锂、电池级氢氧化锂、氯化锂以及丁基锂等。后期，随着公司积极推进固态锂电池的研发、生产以及商业化应用等方面、探索锂电池回收技术，我们预计锂电池及回收业务或将成为公司业绩新的增长点。

图表 4 公司 2019 年各业务板块收入结构（%）



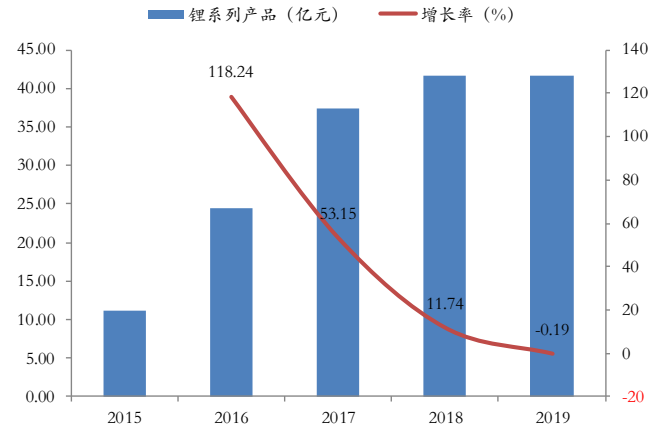
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司 2019 年各业务板块毛利结构（%）



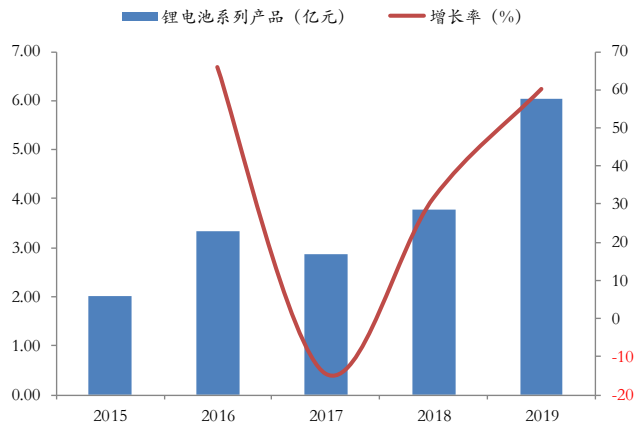
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 锂加工产品收入及同比（亿元，%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 锂电池产品收入及同比（亿元，%）

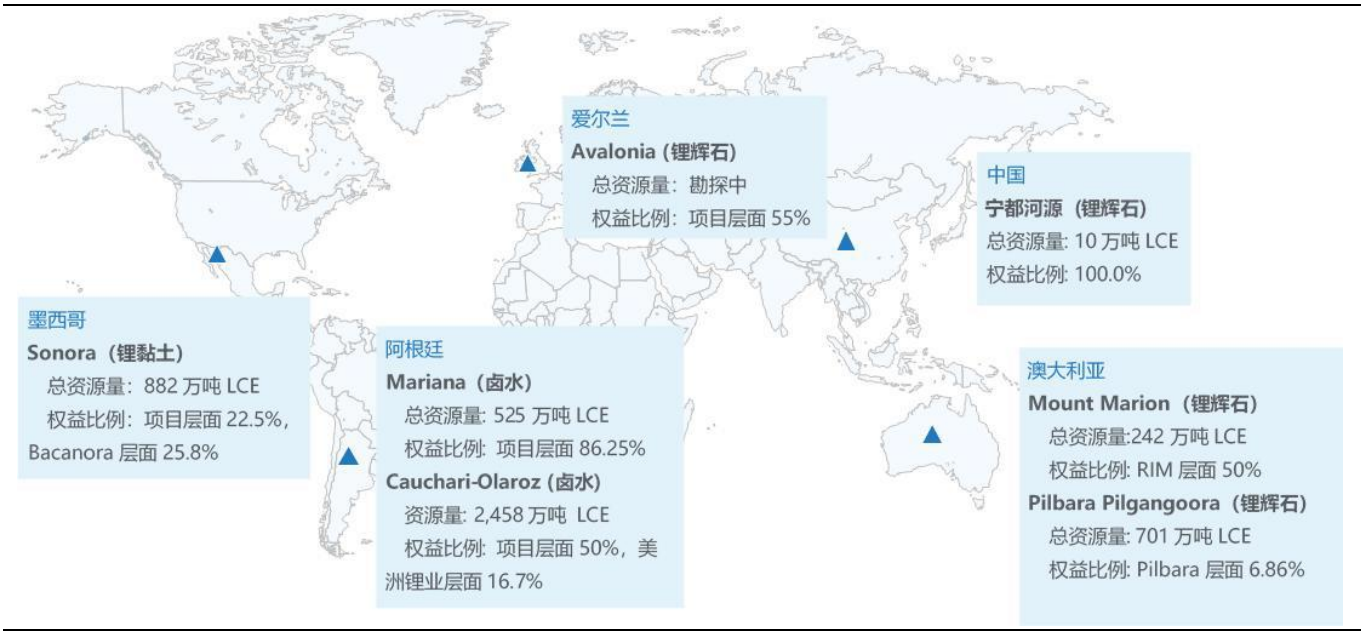


资料来源：wind，华安证券研究所

2 资源禀赋：部署海外优质锂资源

公司 2011 年收购国际锂业 9.9%的权益，由此开启向锂行业价值链上游拓展的征程。随后，公司接连收购 Avalonia 项目、Mount Marion 锂辉石项目、Cauchari-Olaroz 项目等，涉足澳大利亚、爱尔兰、阿根廷、加拿大等多个国家的锂资源项目，为公司锂产品生产提供稳定的原材料来源。通过逐步聚拢海外资源、整合国内研发资源优势，显著增强其核心竞争力。根据 2019 年财报，公司资源类型涵盖传统锂辉石、盐湖卤水以及锂黏土，合计锂资源量 4818 万吨（折 LCE）权益资源量达 2084 万吨（折 LCE）。

图表 8 全球范围内直接或间接拥有控制权的上游锂资源情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 9 锂资源布局情况

锂资源全球布局情况								
资源类型	项目名称	所在地	资源量（万吨，LCE）	权益资源量（万吨，LCE）	权益比例		目前包销情况	项目情况
锂辉石	Mount Marion	澳大利亚	242	121	RIM 层面	50.00%	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	澳大利亚	701	48.1	Pilbara 层面	6.86%	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
	Avalonia	爱尔兰	勘探中	/	项目层面	55.00%	/	勘探初期
	宁都河源	中国	10	10	/	100.00%	由公司自行运营及开采	运营中
	Alura Pilgangoora	澳大利亚	/	/	/	/	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	Mariana	阿根廷	525	452.8	项目层面	86.25%	对产出产品按照项目权益比例包销	建设中
	Cauchari-Olaroz	阿根廷	2458	1639.5	项目层面	50.00%	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
					美洲锂业层面	16.70%		
锂黏土	Sonora	墨西哥	882	426.0	项目层面	22.50%	公司取得对Sonora项目一期每年的50%锂产品产出的包销权，且拥有选择权增加其项目二期锂产品包销量至75%	建设中
					Bacanora层面	25.80%		

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2.1 Mount Marion：公司主要锂资源供应来源

Mount Marion 项目位于西澳大利亚 Kalgoorlie 西南方向 40 公里处，拥有世界上第二大的优质锂辉石资源。该项目于 2015 年开始建造，2017 年二月正式投入锂矿开采。根据 2016 年资源量勘探数据，Mount Marion 项目的矿产资源量约为 7780 万吨，包括 1.37%的氧化锂以及 1.09%的氧化铁，产量约为 40 万吨一年。

Mt Marion 由 MRL（50%）和赣锋锂业（50%）联合运营。根据 Mt Marion 发布的 2020 第二季度报告：Q2 Mt Marion 生产锂精矿 14.6 万湿吨，同比增长 62%；销量 11.4 万湿吨，同比增长 41%，均实现较大幅度的增长。此外，按照包销协议，公司 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。

图表 10 Mount Marion 锂精矿产销情况

Mount Marion锂精矿产销量											
项目	单位	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
矿石开采量	千湿吨	737	799	706	738	757	668	727	804	591	681
锂精矿产量	千湿吨	105	109	111	115	107	90	115	124	111	146
锂精矿销量	千湿吨	86	95	91	94	111	81	95	99	99	114
产能利用率	%	-	-	83%	85%	86%	81%	88%	87%	89%	90%
吞吐量	吨/小时	-	-	322	332	325	334	341	340	295	292
产销率	%	82%	87%	82%	82%	104%	90%	83%	80%	89%	90%
销售均价	美元/吨	901	962	1071	931	792	682	609	521	-	-
6%品位产量	千吨	56.7	70.85	76.59	81.65	70.62	62.1	73.6	76.88	61.05	108.04
6%品位产量占比	%	54%	65%	69%	71%	66%	69%	64%	62%	55%	74%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 Pilbara 锂精矿产能具备巨大释放空间

Pilbara Pilgangoora 项目位于西澳大利亚资源丰富的 Port Hedland 地区 120 公里处，为世界上最大的锂辉石资源之一，拥有丰富的硬岩锂资源。Pilgangoora 钽锂矿项目的锂资源约合 701 万吨 LCE，平均含锂量为 1.27%。其中，公司权益占比为 6.86%，对应的权益锂资源拥有量约为 48 万吨（折 LCE）。根据包销协议，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，预计二期项目建成后总计可提供近 31 万吨锂精矿。

图表 11 Pilbara 锂精矿产销情况

Pilbara 锂精矿产销量数据梳理									
项目	单位	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
6%锂精矿产量	干吨	-	11,015	47,859	52,196	63,782	21,322	14,711	20,251
6%锂精矿销量	干吨	-	-	46,598	38,562	43,214	20,044	33,178	33,729
回收率	%	-	65%	-	63%	55%	55%	67%	72%~78%
开采矿石量	湿吨	336,648	487,987	762,531	540,426	640,173	303,177	65,941	4,954
矿石废弃量	湿吨	2,859,062	1,921,907	2,154,690	2,445,917	1,900,127	868,441	26,046	21,775
总矿石开采量	湿吨	3,195,710	2,409,894	2,917,221	2,986,342	2,540,200	1,171,618	91,987	26,729
剥采比	waste/ore	8.5	3.9	2.8	4.5	3.0	2.9	0.4	4.4

注：剥采比=矿石废弃量/开采矿石量，指开采每单位有用矿物所剥离的废石量。它是决定矿石能否进行露天开采的重要技术经济指标

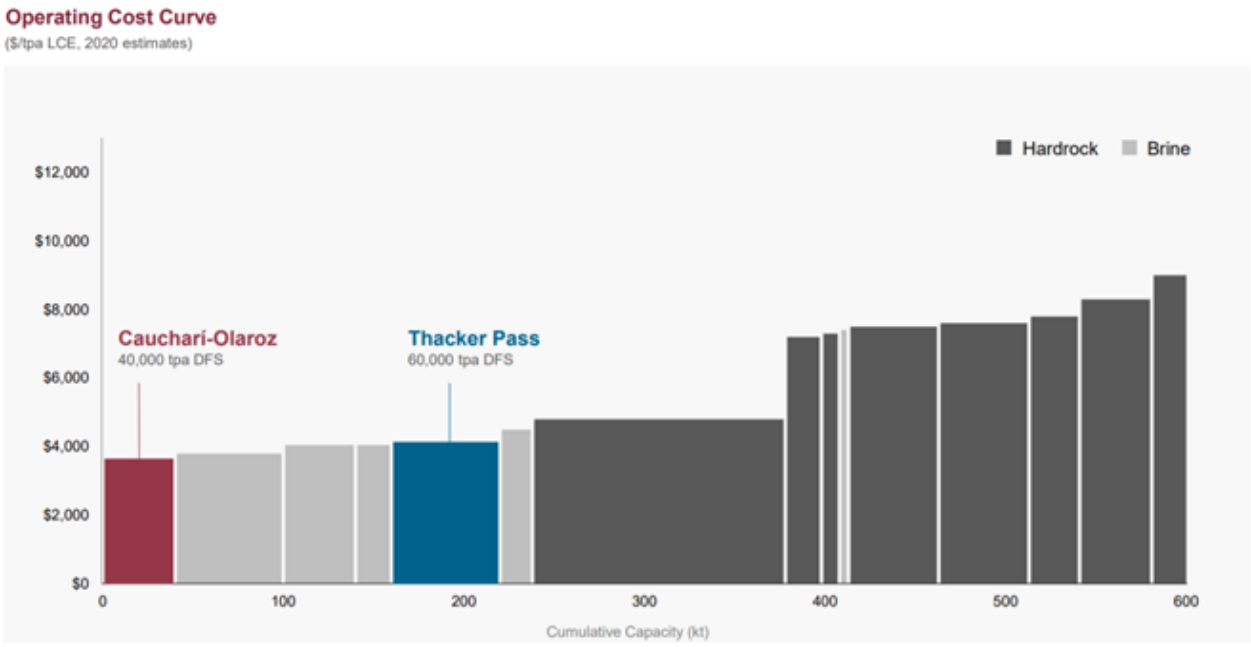
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 Cauchari-Olaroz 盐湖具备明显的生产成本优势

卤水矿资源优质且杂质含量较低。Cauchari-Olaroz 项目位于阿根廷西北部 Jujuyu 地区，于 2018 年开始建造，预计 2021 年完成建造。其生产原理为通过使用太阳能蒸发工艺将锂浓缩在盐水中并使用处理设备将浓缩的锂盐水转化为电池级碳酸锂。根据公司最新公告，项目平均锂浓度达到 592mg/L，锂含量为 3,729,700 吨，碳酸锂当量则达到 19,852,700 吨，是目前全球最大的盐湖提锂项目之一，支持

年产量超过 4 万吨电池级碳酸锂并持续四十年。赣锋锂业获得其中 75%的产品包销权，大约满足 3 万吨/年碳酸锂供应。此外，美洲锂业和 Bangchak 分别享有约 9%及 15%的包销权。由于海外疫情影响，阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目目前已逐渐复工，但预计会推迟到 2021 年投产，具体受疫情影响情况公司正在详细评估中。

图表 12 Cauchari-Olaroz 具备显著的成本优势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

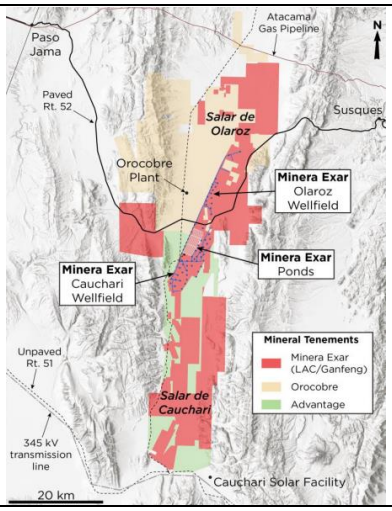
图表 13 Cauchari-Olaroz 盐湖资源储量情况

Cauchari-Olaroz 盐湖资源储量				
	平均锂浓度（mg/L）	卤水体积（L）	锂含量（吨）	碳酸锂当量（吨）
探明资源量	591	1.1×10^{9}	667,800	3,554,700
控制资源量	592	5.2×10^{9}	3,061,900	16,298,000
探明和控制资源量合计	592	6.3×10^{9}	3,729,700	19,852,700
推测资源量	592	1.5×10^{9}	887,300	4,722,700

资料来源：公司公告，华安证券研究所

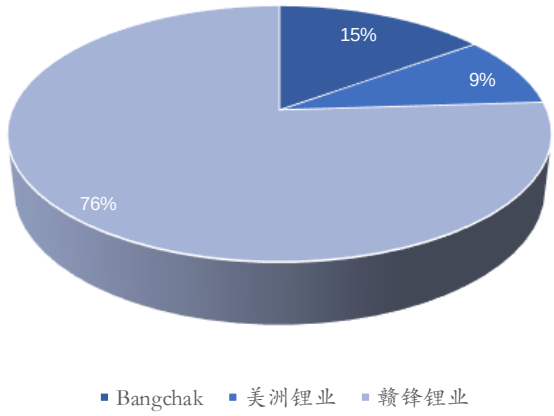
Cauchari-Olaroz 项目地理位置优势突出。在生产方面，不同于传统的锂辉石提取工艺，锂盐湖前期仅需要日照作为主要能源，因此对日照以及产地气候等都提出较高的要求。值得关注的是，Cauchari-Olaroz 项目因得天独厚的地理位置，在太阳能利用方面具备明显的优势，例如：地处高原、海拔高、空气稀薄透明、阴雨天气少、日照时间长，可获得较强的太阳辐射等。Cauchari-Olaroz 项目完全建成后，预计可利用太阳能发电以及日照蒸发等对盐湖进行资源开采，最大限度实现各个提取环节中可再生资源的使用，并提高生产效率。在产品运输方面，项目紧靠跨境公路，并可直达运输港口，降低物流运输成本，提高运输效率。

图表 14 Cauchari-Olaroz 地理位置



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 赣锋拥有 4 万吨电池级碳酸锂 76%包销权



资料来源：wind，华安证券研究所

2.4 Sonora：黏土项目具备生产高效及低成本双重优势

Sorona 项目位于位于墨西哥的 Sorona 州，目前正在建设中。据资源评估，该项目总锂资源量约为 880 万吨碳酸锂，预计一期项目投产后的碳酸锂年产能将达到 17500 吨，二期项目可达 35000 吨。Sonora 项目的采矿作业计划为露天开采，其提锂工艺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，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。该项目为 Bacanora 和赣锋锂业共同拥有，赣锋锂业拥有其 22.5%股份。

3 电池级氢氧化锂领军生产商

赣锋锂业是最大的锂化合物生产商以及全球最大的金属锂供应商，是全球锂行业唯一同时具备“卤水提锂”、“矿石提锂”和“回收提锂”产业化技术的企业，拥有五大类超过 40 种锂化合物以及金属锂产品的生产能力，是锂系列产品供应最齐全的制造商之一。公司上游掌控锂矿资源，同时，中游做大锂盐产业规模、下游进军锂电池及锂电池回收领域的全产业链布局。

图表 16 赣锋锂业锂产品全球生产基地

全球生产基地			
生产基地	位置	主要产品	投产年份
锂化合物			
基础锂厂	江西新余	碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、丁基锂	2014 年
宁都赣锋	江西宁都	碳酸锂	2018 年
金属锂			
奉新赣锋	江西奉新	金属锂	2011 年
宜春赣锋	江西宜春	金属锂	2013 年
锂电池			
东莞赣锋	广东东莞	聚合物锂电池	2016 年
赣锋电池	江西新余	锂离子动力电池、储能电池	2016 年
赣锋电子	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池	2018 年
浙江锋锂	江西新余	第一代固态锂电池	在建
江苏赣锋	江苏苏州	动力与储能电池组、电池管理系统	2019 年
锂电池回收			
赣锋循环	江西新余	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)	2017 年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

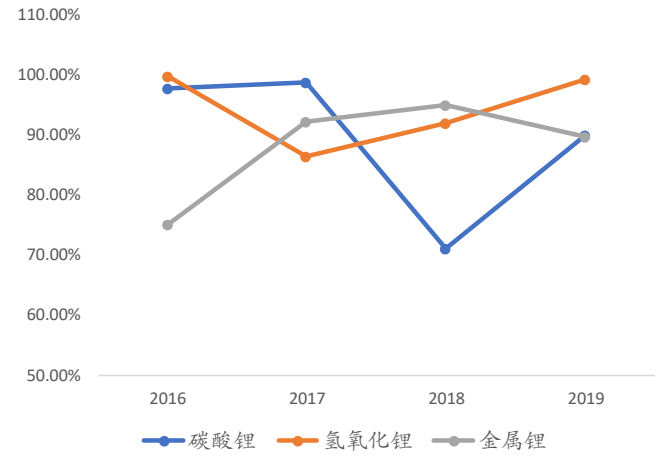
氢氧化锂产能持续释放。目前公司锂化合物及金属锂产品的设计产能总计约为 7.31 万吨，其中碳酸锂 4.05 万吨（有效产能 25750 吨）、氢氧化锂 3.1 万吨（有效产能 2.4 万吨）、金属锂 1600 吨（有效产能 1600 吨）。公司 2019 年碳酸锂、氢氧化锂及金属锂的产能分别达到 89.85%、99.39%、89.72%，长期维持在较高水平。值得注意的是，公司 2018 年碳酸锂产量降幅较为显著，产能利用率也从历史的基本饱和阶段降低至 70.98%，其主要原因是公司根据碳酸锂和氢氧化锂市场需求变化情况，发挥自身柔性生产线优势，调整产品结构：主动减少碳酸锂的产量并增加氢氧化锂的产量，以满足市场对电池级氢氧化锂的需求。

图表 17 赣锋锂业产能及产量数据（吨，%）

公司锂化合物及金属锂产品的产能及总产量（吨）				
碳酸锂	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
设计产能	14,000	23,000	40,500	40,500
有效产能	10,500	18,500	23,000	25,750
实际产量		18,298.41	16,324.92	23,136.25
折碳酸锂当量		18,298.41	16,324.92	23,136.25
产能利用率	97.90%	98.90%	70.98%	89.85%
氢氧化锂	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
设计产能	8,000	8,000	31,000	31,000
有效产能	8,000	8,000	16,000	24,000
实际产量		6,916.64	14,736.28	23,854.57
折碳酸锂当量		6,093.23	12,981.97	21,014.74
产能利用率	99.70%	86.50%	92.10%	99.39%
金属锂	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
设计产能	1,500	1,500	1,600	1,600
有效产能	1,500	1,500	1,600	1,600
实际产量		1,384.14	1,519.44	1,435.49
产能利用率	75.10%	92.30%	94.97%	89.72%

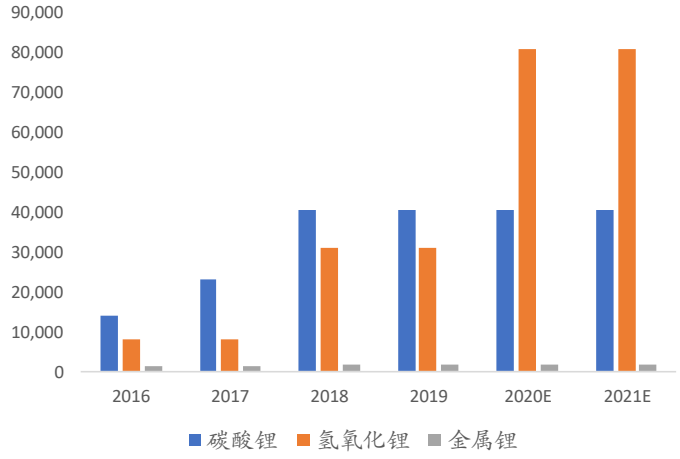
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 主要锂产品产能利用率（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 公司主要锂产品设计产能（万吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

深度绑定欧美终端车企，氢氧化锂销售未来可期。公司在中国及全球均拥有稳定且多元化的蓝筹客户资源，产品销售至 10 余个国家，产品主要应用于电池及医药行业。在下游客户方面，公司与多个蓝筹客户建立长期稳定的战略合作关系，包括与德国大众 10 年的锂化工产品供应协议，后期双方还计划在固态电池及电池回收等方面开展深度合作。截至 2023 年，宝马集团计划拓展至 25 款电动车型，预计到 2025 年，宝马对锂化合物的需求总量将会是目前需求的 7 倍左右。此外，据报道，特斯拉计划今年将大幅增加全球交付量，可能超过 30 万辆，几乎是今年上半年交付量的两倍。特斯拉表示，2020 年下半年将继续增加产能。**公司通过分析多元化客户的业务需求，最大程度优化产品性能；同时，也一定程度降低公司因客户结构单一而潜藏的经营风险。**

图表 20 公司合作车企情况

客户名称	国家	合作类型	协议签署日期	合作期限	合作内容
特斯拉	美国	战略合作协议	2018年9月	2018年-2020年	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，年采购数量约为公司该产品当年总产能的20%，超过56000吨。今年，公司称下一步的合作续签也正在协商中
德国宝马	德国	长期供货	2018年9月	2020年-2024年（可展期）	公司及全资子公司赣锋国际与德国宝马签订《长期供货协议》，确定了公司及赣锋国际将于2020年至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
韩国LG化学	韩国	供货合同	2018年8月	2019年-2025年	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，9月19日晚，因客户需求量增加，赣锋锂业宣布了与LG化学签订的《供货合同之补充合同》，自2019年1月1日起至2025年12月31日，向LG化学销售氢氧化锂和碳酸锂产品新增共计4.5万吨，总量共计约9.3万吨
德国大众	德国	战略合作备忘录	2019年4月	2019年-2029年	1、公司未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品 2、双方建立长期战略合作关系，将对德国大众的电动汽车计划产能和成本提供锂关键原材料的安全供应保障，是德国大众汽车电子原材料团队进行广泛市场分析的结果。 3、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，华安证券研究所

4 布局固态电池和废电池回收业务，把握重大战略方向

4.1 动力电池需求未来增长确定性高，景气度将长期保持

动力电池需求未来增长确定性高，景气度将长期保持。在节能减排以及汽车产业转移等多因素驱动下，多个国家、地区陆续公布传统燃油车退出时间表，一些龙头汽车企业也提出针对性的发展战略，例如，大众计划最迟在 2030 年实现所有车型电动化，并彻底停止销售传统燃油车；戴姆勒计划于 2022 年将停产停售旗下全部传统燃油车型。各国及各龙头企业纷纷制定燃油车时间表，发挥政策和企业生产规划的指引性作用，我们认为，新能源汽车替代传统燃油车将成为不可逆的全球性趋势。由于动力电池对新能源汽车产业链重要性突出，因此从规模角度看，动力电池需求未来增长确定性高，景气度将长期保持。

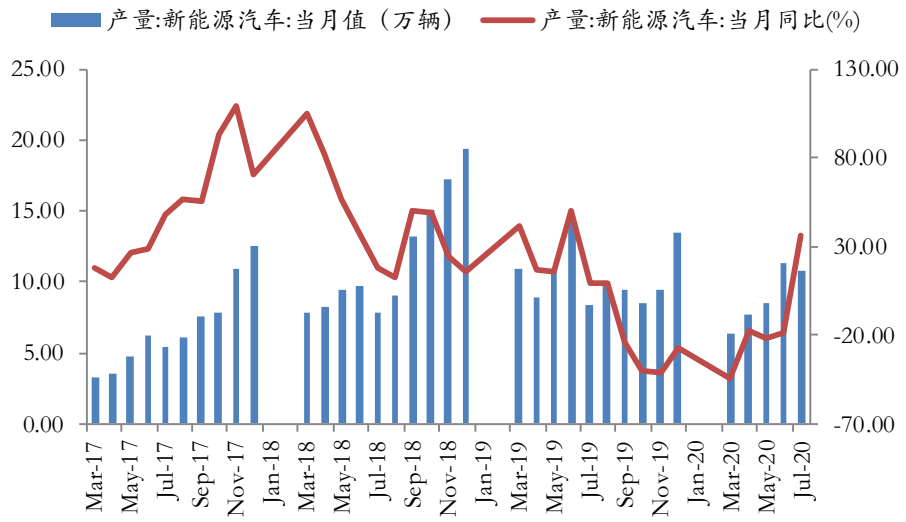
图表 21 国际传统汽车制造企业燃油车退出时间计划

国际上传统汽车制造企业燃油车退出时间计划		
代表车企	燃油车启动退出时间	未来规划
大众	2030年	最迟2030年前，实现所有车型电动化，传统燃油车彻底停止销售
宝马	2020年	2022 年起所有车系具备纯电动选项，新能源汽车销量占比提高到约 25%，到 2025 年，推出 25 款新能源车型
沃尔沃	2019 年	2019 年其停止生产销售传统内燃机车型；2025 年售出 100 万辆电气化汽车
戴姆勒	2022 年	2022 年将停产停售旗下全部传统燃油车；Smart 品牌将率先开始停售燃 油车型
福特	2022 年	2020 年初之前推出超过 10 款纯电动车；2025 年燃油车车型全部电动化
丰田	2025 年	2022 年前将发布 12 款纯电动车,计划在 2025 年停止生产传统燃油汽车
克莱斯勒	2019 年	2019 年开始，玛莎拉蒂只生产电动和混动车型；2021 年 Jeep 品牌车型将全部采用电动版本

资料来源：公司公告，华安证券研究所

新能源汽车发展大势所趋，公司将明显受益，共享行业发展红利。随着国内疫情得到有效控制，汽车产业基本实现全面复工复产，2020 年 7 月全国单月新能源汽车产量为 10.80 万辆，同比上涨 36.70%，为今年以来首次实现同比正增长。目前市面上新能源汽车锂动力电池使用的正极材料主要包括三元材料、磷酸铁锂、锰酸锂和钴酸锂等。我们认为，新能源汽车发展仍为大势所趋，随之将拉动对锂电池的消费需求，而赣锋作为行业龙头，将显著受益于新能源汽车行业的高速发展，享受到新能源汽车发展带来的红利。

图表 22 新能源汽车月度产量及同比（万辆，%）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 积极部署固态电池产业，抢占锂电技术制高点

随着电动汽车的不断普及，市场对动力电池在能源密度和安全两方面的要求也趋于严格，预计高安全及高能量密度的固态电池技术是未来公司和储能领域的重要发展趋势。公司把握重大战略方向，重点布局固态电池。子公司浙江赣锋，针对固态电池行业，部署年产亿瓦时第一代固态锂电池研发项目，抢占锂电技术制高点。

图表 23 赣锋锂业锂电池业务布局情况

赣锋锂业锂电池业务布局情况				
子公司	所在地	主要产品/业务	生产线	投产时间
东莞赣锋	广东东莞	聚合物锂电池	3000万只/年全自动聚合物锂电池生产线	2016 年
赣锋电池	江西新余	锂离子动力电池、储能电池	6亿瓦时高容量锂离子电池项目	2016 年
浙江赣锋	江西新余	第一代固态锂电池	年产亿瓦时第一代固态锂电池项目	在建
赣锋电子	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS无线蓝牙耳机电池	/	2018 年
赣锋循环	江西新余	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)	一期已形成34000吨的回收处理能力	2017年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.3 TWS 蓝牙耳机浪潮带来 TWS 电池发展新机遇

公司 TWS 电池性能及稳定性表现突出。电池采用软壳和硬壳上下紧扣，提高电池密封性，在大幅度减少漏电的情况下，同时也能减少电磁性干扰。公司目前 TWS 扣式电池出货量约为 10 万只每天，下游主要客户包括 OPPO、VIVO、JBL、漫步者等，应用于蓝牙耳机以及智能可穿戴设备等。

风险提示：

锂价格波动的风险；公司在建项目投产不及预期；海外疫情扩散。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5717	7404	9071	10366
现金	1700	3500	4000	4500
应收账款	915	883	1227	1517
其他应收款	24	130	176	190
预付账款	230	281	355	403
存货	2334	2097	2799	3242
其他流动资产	513	513	513	513
非流动资产	8496	9354	10104	10838
长期投资	3680	3680	3680	3680
固定资产	2070	2723	3358	3988
无形资产	348	420	470	525
其他非流动资	2399	2532	2598	2646
资产总计	14213	16758	19175	21204
流动负债	3259	5032	6207	6334
短期借款	1131	2248	2944	2768
应付账款	914	948	1251	1424
其他流动负债	1214	1836	2013	2143
非流动负债	2544	2544	2544	2544
长期借款	1430	1430	1430	1430
其他非流动负	1114	1114	1114	1114
负债合计	5803	7576	8751	8878
少数股东权益	55	50	41	25
股本	1293	1293	1293	1293
资本公积	3181	3181	3181	3181
留存收益	3882	4658	5910	7827
归属母公司股东	8355	9132	10383	12301
负债和股东权	14213	16758	19175	21204

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	669	1661	624	1429
净利润	358	777	1251	1918
折旧摊销	234	209	190	197
财务费用	134	100	118	123
投资损失	-162	-188	-238	-300
营运资金变动	-392	769	-687	-492
其他经营现金	1246	3	1929	2394
投资活动现金	-2823	-879	-702	-630
资本支出	-814	-1067	-940	-930
长期投资	-1971	0	0	0
其他投资现金	-37	188	238	300
筹资活动现金	241	1018	578	-299
短期借款	-191	1117	695	-176
长期借款	724	0	0	0
普通股增加	-22	0	0	0
资本公积增加	-412	0	0	0
其他筹资现金	142	-100	-118	-123
现金净增加额	-1891	1800	500	500

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5342	5141	6960	8717
营业成本	4086	3865	4989	5826
营业税金及附加	25	32	39	49
销售费用	63	98	112	143
管理费用	273	255	357	442
财务费用	70	100	118	123
资产减值损失	-43	0	0	0
公允价值变动收	395	0	0	0
投资净收益	162	188	238	300
营业利润	475	964	1553	2377
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	474	964	1553	2377
所得税	121	193	311	475
净利润	353	772	1242	1902
少数股东损益	-5	-5	-9	-16
归属母公司净利润	358	777	1251	1918
EBITDA	1050	993	1499	2253
EPS（元）	0.28	0.60	0.97	1.48

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	6.8%	-3.8%	35.4%	25.3%
营业利润	-65.3%	102.9%	61.0%	53.1%
归属于母公司净利	-73.3%	116.9%	61.1%	53.2%
获利能力				
毛利率(%)	23.5%	24.8%	28.3%	33.2%
净利率(%)	0.26%	6.7%	15.1%	18.0%
ROE(%)	4.3%	8.5%	12.1%	15.6%
ROIC(%)	4.8%	4.3%	6.4%	9.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	40.8%	45.2%	45.6%	41.9%
净负债比率(%)	69.0%	82.5%	84.0%	72.0%
流动比率	1.75	1.47	1.46	1.64
速动比率	0.97	1.00	0.95	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.31	0.36	0.41
应收账款周转率	5.84	5.82	5.67	5.75
应付账款周转率	4.47	4.08	3.99	4.09
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.28	0.60	0.97	1.48
每股经营现金流	0.52	1.28	0.48	1.11
每股净资产(最新	6.46	7.06	8.03	9.51
估值比率				
P/E	125.75	92.19	57.21	37.34
P/B	5.39	7.84	6.90	5.82
EV/EBITDA	45.25	73.95	49.09	32.36

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。