

**赣锋锂业(002460)/稀有金属 锂价拖累短期业绩, 全球供应链与资源壁垒优势凸显**

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 22.64

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

研究助理: 李翔

电话: 0755-22660869

Email: lixiang@r.qlzq.com.cn

研究助理: 张强

电话: 0755-22660869

Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1315
流通股本(百万股)	786
市价(元)	22.64
市值(百万元)	27,477
流通市值(百万元)	17,804

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 《赣锋锂业: 加筑资源与产品双壁垒, 产销提升助力业绩增长》20180822
- 《赣锋锂业: 有挑战, 有机遇》20180425
- 《赣锋锂业: 融资即将到位, 进军盐湖开花》20171225
- 《赣锋锂业: 股权激励描出高成长蓝图》20171024
- 《赣锋锂业: 矿源有保障, 锂盐产能释放, 推动业绩大增》20170824

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2844.12	4383.45	6008.72	6883.96	8736.47
增长率 yoy%	110.06%	54.12%	37.08%	14.57%	26.91%
净利润	464.37	1426.37	1582.04	1298.46	1741.57
增长率 yoy%	271.03%	207.17%	10.91%	-17.92%	34.13%
每股收益(元)	0.353	1.085	1.203	0.987	1.324
每股现金流量	0.499	0.382	1.378	0.620	1.372
净资产收益率	18.66%	35.33%	19.12%	13.75%	15.82%
P/E	64.12	20.87	18.82	22.93	17.10
PEG	1.57	3.03	N/A	N/A	N/A
P/B	11.97	7.37	3.60	3.15	2.70

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司公布 2018 年三季报, 实现营业收入 35.94 亿, 较去年同期同比增长 26.44%, 归母净利润约 11.07 亿, 同比增长 10.26%, 符合业绩指引。其中, Q3 实现归母净利润 2.69 亿, 同比下降 31.98%, 环比下降约 44%。2018 年业绩指引区间为: 14.69 亿至 17.63 亿, 同比增长 0%至 20%。
- **前三季度业绩增长约 10%, 主要来自产销提升、澳矿 RIM 投资收益增加。** 2018 年前三季度电池级碳酸锂均价约 13 万, 较去年同期 14 万, 下降 7%, 同时公司原料主要来源, Marion 矿自去年供货以来, 到目前已经达产, 且品位全部达到 6%, 成本可控, 保持毛利率稳定在 38%, 并且, 在报告期内, 公司得益于 2 万吨氢氧化锂新线投产, 锂盐销量增加, 公司前三季度毛利增厚约 2.9%, 约 3 亿; 另外, 剔除股票回购注销的影响, 受益澳大利亚 RIM 产出增长, 投资收益增长同比增长约 173%, 增加约 6000 万; 再扣掉因股权激励费用与香港 IPO 费用增加等, 前三季度实现约 11 亿归母净利润, 较去年同期约 1.0 亿增长 10%。
- **Q3 业绩环比下降约 44%, 主因为锂价环比下滑约 24%, 单季度毛利率下降 14pct 至 28%。** 三季度电池级碳酸锂均价约 10.6 万, 较二季度均价 13.9 万, 环比下滑约 24%, 三季度因新投产 2 万吨氢氧化锂产能进一步释放, 因此销量提升, “以量补价”, 三季度营收较二季度微幅下降 2%, 基本持平, 但因产量提升, 营业成本提升 22%, 因此三季度毛利环比减少接近 2 亿, 单季度毛利率下降 14pct 至 28%, 盈利能力下降, 导致三季度归母净利润环比减少 44%, 约 2 亿。
- **公司未来业绩增长点在于, 进入全球核心动力产业链并伴随产能扩张, “价稳量升”。** 1) 价格逐步进入底部区间: 首先, 长期来看价格走势, 当前价格跌破部分进口锂辉石提锂、无自有老卤盐湖提锂产线的成本, 进入亏损状态, 并贴近云母提锂成本线, 二线进入者或面临洗牌, 价格进入底部区间; 2) 公司产能持续扩张: 公司新余 2 万吨氢氧化锂项目已经投产, 宁都 1.75 万吨碳酸锂项目预估在下半年建成投产, 另外, 公司再拟投资不超过 5 亿元, 建设年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目, 建设周期为 1.5 年, 预估将在 2020 年之后贡献新的增长点。
- **公司核心竞争力在于, 一是下游高品质锂盐稳定连续的供应链, 二是上游不断强化的资源壁垒。** 1) 公司拥有高品质锂盐稳定连续供应链, 进入全球核心动力产业链: 公司凭借领先而稳定连续的供应链, 相继与全球核心动力电池厂 LG 化学、主机厂特斯拉签订战略供货协议, 2019 年-2025 年, 向 LG 销售共计 9.26 万吨电池级锂产品、特斯拉年采购公司电池级氢氧化锂当年总产能的 2.0%, 进入全球核心动力产业链; 2) 公司不断通过参股包销上游原料, 资源壁垒不断强化: 除已经达产在供的年产能 40 万吨的 Marion 澳矿、包销 PLS 一期 16 万吨精矿产能以外, 公司收购 SQM 持有的阿根廷 Minera Exar 公司权益, 交易完成公司实际拥有 37.5%权益, 未来将分两期形成 5 万吨碳酸锂产能规模, 远期公司将控制超过 10 万吨碳酸锂当量原料, 资源壁垒得到不断强化。
- **盈利预测:** 我们假设电池级碳酸锂价格分别为 11.5 万/吨、9 万/吨、9 万/吨, 归母净利润分别为 15.8 亿、13.0 亿、17.4 亿, 目前 275 亿市值, 对应 PE 分别为 17 倍、21 倍、16 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 项目推进不及预期; 新能源汽车销量不及预期; 锂价持续下跌。

**图表 1: 单季度盈利情况**

(百万元)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	Q318	QoQ	YoY
营业收入	625.15	1,000.10	1,216.74	1,541.45	1,050.09	1,281.71	1,261.70	-2%	4%
营业成本	412.33	657.85	703.53	835.70	566.23	740.10	905.04	22%	29%
毛利润	212.82	342.25	513.21	705.75	483.86	541.61	356.66	-34%	-31%
营业税金及附加	5.88	13.99	13.13	15.59	5.47	5.94	7.43	25%	-43%
营业费用	9.95	13.07	13.05	17.14	8.49	23.45	18.24	-22%	40%
管理费用	25.41	33.29	34.65	81.59	92.78	88.35	-0.97	-101%	-103%
财务费用	14.46	13.40	14.00	11.67	17.13	14.25	18.38	29%	31%
资产减值损失	0.03	0.01	-0.22	29.71	1.12	-11.60	-7.88	-32%	3412%
其他经营收益	1.11	198.46	21.15	57.80	9.35	37.19	20.99	-44%	n.a.
营业利润	158.19	515.71	465.79	615.00	422.02	531.74	313.37	-41%	-33%
营业外收支净额	6.68	-6.03	3.67	12.11	0.15	2.20	1.51	-31%	-59%
利润总额	164.82	508.58	462.50	602.54	422.05	533.37	312.22	-41%	-32%
所得税	28.49	37.76	66.46	137.14	63.88	54.75	42.74	-22%	-36%
净利润	136.33	470.82	396.04	465.40	358.18	478.62	269.48	-44%	-32%
少数股东损益	-0.12	-0.11	-0.12	-0.15	-0.15	-0.13	0.02	-114%	-116%
归属于母公司所有者的净利润	136.45	470.93	396.15	465.55	358.32	478.75	269.46	-44%	-32%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.63	0.54	0.63	0.48	0.28	0.24	-14%	-56%
毛利率	34.0%	34.2%	42.2%	45.8%	46.1%	42.3%	28.3%	-33%	-33%
营业利润率	25.3%	51.6%	38.3%	39.9%	40.2%	41.5%	24.8%	-40%	-35%
净利润率	21.8%	47.1%	32.6%	30.2%	34.1%	37.4%	21.4%	-43%	-34%
营业费用率	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%	0.8%	1.8%	1.4%	-21%	35%
管理费用率	4.1%	3.3%	2.8%	5.3%	8.8%	6.9%	-0.1%	-101%	-103%
财务费用率	2.3%	1.3%	1.2%	0.8%	1.6%	1.1%	1.5%	31%	27%
有效税率	17.3%	7.4%	14.4%	22.8%	15.1%	10.3%	13.7%	33%	-5%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 2: 公司财务报表及预测**

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1353.92	2844.12	4383.45	6008.72	6883.96	8736.47
减: 营业成本	1058.99	1860.90	2609.42	3988.60	5223.64	6535.77
营业税金及附加	5.67	20.99	48.58	48.07	55.07	69.89
营业费用	34.55	50.87	53.21	72.10	75.72	87.36
管理费用	81.01	101.87	174.94	270.39	213.40	218.41
财务费用	18.72	17.32	53.54	81.92	62.41	78.32
资产减值损失	26.34	238.41	29.53	24.00	28.00	32.00
加: 投资收益	1.45	22.32	257.48	292.20	258.86	291.22
公允价值变动损益	-0.59	-0.12	21.04	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	129.50	575.94	1692.75	1825.82	1494.57	2015.92
加: 其他非经营损益	20.40	-41.52	-16.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	149.90	534.42	1676.50	1825.82	1494.57	2015.92
减: 所得税	25.10	69.00	250.63	243.78	196.11	274.35
净利润	124.80	465.42	1425.87	1582.04	1298.46	1741.57
减: 少数股东损益	-0.36	1.05	-0.50	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	125.15	464.37	1426.37	1582.04	1298.46	1741.57
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	69.97	-39.54	1735.11	4801.04	5043.55	6434.93
应收和预付款项	506.69	680.32	1157.31	802.92	1292.15	1135.37
存货	313.15	534.35	914.83	857.88	1231.58	1145.06
其他流动资产	5.74	62.15	258.33	258.33	258.33	258.33
长期股权投资	168.93	419.50	795.04	1087.23	1346.09	1637.31
投资性房地产	0.25	0.22	0.19	0.13	0.07	0.01
固定资产和在建工程	740.84	1147.24	1573.61	1853.99	2030.38	1952.77
无形资产和开发支出	466.99	270.31	317.42	283.82	250.22	216.61
其他非流动资产	138.08	474.56	735.18	721.23	707.28	707.28
资产总计	2410.63	3549.10	7487.03	10666.58	12159.65	13487.67
短期借款	171.70	438.63	1179.87	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	233.71	463.96	1214.62	986.38	1310.84	1071.45
长期借款	106.00	56.00	987.12	1337.12	1337.12	1337.12
其他负债	16.04	100.00	62.25	62.25	62.25	62.25
负债合计	527.45	1058.60	3443.86	2385.75	2710.22	2470.82
股本	377.81	752.70	741.77	1315.08	1315.08	1315.08
资本公积	1099.74	712.36	552.28	2792.79	2792.79	2792.79
留存收益	404.96	1023.24	2743.16	4166.99	5335.60	6903.02
归属母公司股东权益	1882.52	2488.29	4037.20	8274.86	9443.47	11010.88
少数股东权益	0.66	2.22	5.97	5.97	5.97	5.97
股东权益合计	1883.19	2490.51	4043.17	8280.82	9449.44	11016.85
负债和股东权益合计	2410.63	3549.10	7487.03	10666.58	12159.65	13487.67
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	373.79	655.94	501.98	1812.11	814.76	1803.86
投资性现金净流量	-550.22	-884.26	-840.19	-490.00	-390.00	-190.00
筹资性现金净流量	-16.85	230.92	2336.66	1743.82	-182.25	-222.48
现金流量净额	-191.25	3.78	1994.28	3065.93	242.51	1391.38

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。