

赣锋锂业 (002460)

证券研究报告

2018年11月01日

资金充沛 扩张潜力较大

公司发布三季报：报告期内，公司实现营业收入 35.94 亿元，同比增长 26.44%；实现归属于上市公司股东的净利润 11.07 亿元，同比增长 10.26%。其中公司第三季度实现营业收入 12.62 亿元，同比增长 3.69%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.69 亿元，同比下降 31.98%，略低于市场预期。

锂价下跌影响公司利润：根据 Wind 数据，2018 年三季度公司主产品电池级碳酸锂均价为 10.9 万元/吨，而 17 年同期均价为 14.8 万元/吨。受此影响，公司三季度毛利 3.57 亿元，同比下降 30.41%，环比下降 34.13%。但公司原材料主要依靠外购，主要原材料锂精矿的采购价有望随着主要产品锂盐价格而下降，从而吸收部分锂盐价格下降带来的损失。

收购美洲锂业 37.5%股权，资源扩张继续。公司将以 1.1 亿美元的价格收购 Minera Exar 37.5% 股权。赣锋锂业直接加间接控制 Minera Exar 48.09% 股权。Minera Exar 拥有 Cauchari-Olaroz 锂盐湖。Cauchari-Olaroz 位于 Orocobre 的 Olaroz 盐湖南侧，储量 149.9 万吨 LCE (原卤平均浓度 698 毫克/升)，资源量 1175.2 万吨 LCE (原卤平均浓度 585 毫克/升)，一期 2.5 万吨碳酸锂产能有望在 2020 年投产。本次收购完成的同时，公司对 Cauchari-Olaroz 锂盐湖产品的包销权比例上升从 40% 至 77.5%。同时公司还将向 Minera Exar 提供 5830 万美元的财务资助，本次发行 H 股获得的资金有望覆盖收购和财务资助的所有资金。

氢氧化锂产能继续扩张。公司 9 月 27 日发布公告，以自有资金不超过 5 亿元建设 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目。折算万吨产能投资不超过 2 亿元，延续了公司高效投资的传统。项目建成后，公司的锂盐产能有望超过 10 万吨，其中氢氧化锂产能有望达到 5.8 万吨左右。锂离子电池高镍化进程仍在继续，NCM811 和 NCA 均使用氢氧化锂进行生产，本次扩产符合行业发展方向。

港股发行完毕，资金更加充裕。公司港股发行已经于 10 月 10 日完成，按照每股 16.5 港元的价格全球发售 H 股总数 20.02 亿股，获得款项净额 31.705 亿港元。加上公司三季报披露在手现金 11.14 亿元，公司的可支配现金更加充沛，为公司未来继续进行资源和产能扩张留下充足的空间。

四季度业绩预期较好。公司预计 18 年全年净利润 14.69 亿元至 17.63 亿元，折算四季度净利润 3.62 亿元至 6.56 亿元，有望环比回升。

盈利预测与评级：我们将公司 2018-2020 年的 EPS 分别下调至 1.16 元，1.24 元和 2.11 元 (从 1.45 元，1.66 元和 2.24 元下调)。对应 31 日收盘价 23.6 元，公司的动态 P/E 分别为 20 倍，19 倍和 11 倍。公司仍处于产能爬坡期，港股发行后充足的现金有望给资源和产能进一步扩张留下空间，因此维持公司的“买入”评级。

风险提示：锂价下跌的风险，产能释放延期的风险，汇率波动的风险等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,844.12	4,383.45	4,821.79	5,937.24	9,437.87
增长率(%)	110.06	54.12	10.00	23.13	58.96
EBITDA(百万元)	684.08	1,852.43	2,007.67	2,148.11	3,393.42
净利润(百万元)	464.37	1,469.08	1,526.88	1,630.87	2,768.42
增长率(%)	271.03	216.36	3.93	6.81	69.75
EPS(元/股)	0.35	1.12	1.16	1.24	2.11
市盈率(P/E)	66.84	21.13	20.33	19.03	11.21
市净率(P/B)	12.47	7.69	5.40	4.41	3.38
市销率(P/S)	10.91	7.08	6.44	5.23	3.29
EV/EBITDA	29.02	28.21	14.16	12.62	7.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.60 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,114.90
流通 A 股股本(百万股)	786.42
A 股总市值(百万元)	26,311.53
流通 A 股市值(百万元)	18,559.56
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	44.84
一年内最高/最低(元)	88.79/21.70

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《赣锋锂业-公司点评:发行港股方案确定 备足弹药好扩张》2018-09-28
- 《赣锋锂业-半年报点评:产能逐步释放 资源掌控力加强》2018-08-21
- 《赣锋锂业-季报点评:一季度业绩符合预期 产能有望继续爬坡》2018-04-24



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	197.75	2,237.20	2,967.89	4,208.59	6,631.91
应收账款	465.14	529.35	992.89	331.35	1,773.67
预付账款	82.00	190.11	4.90	288.45	195.53
存货	534.35	914.83	37.14	821.81	152.16
其他	195.32	696.19	419.84	760.31	933.68
流动资产合计	1,474.57	4,567.68	4,422.66	6,410.51	9,686.94
长期股权投资	419.50	795.04	795.04	795.04	795.04
固定资产	646.17	795.26	1,176.52	1,343.99	1,430.18
在建工程	482.02	760.83	492.50	343.50	236.10
无形资产	252.73	299.12	286.39	273.67	260.94
其他	533.76	781.17	765.86	758.73	752.43
非流动资产合计	2,334.17	3,431.42	3,516.31	3,514.93	3,474.69
资产总计	3,808.74	7,999.10	7,938.97	9,925.44	13,161.63
短期借款	438.63	1,179.87	453.40	324.80	389.10
应付账款	295.99	1,033.58	449.99	979.34	1,406.58
其他	456.26	600.88	411.63	637.89	712.80
流动负债合计	1,190.88	2,814.33	1,315.02	1,942.02	2,508.49
长期借款	56.00	319.89	476.40	375.89	796.29
应付债券	0.00	667.23	222.41	296.55	395.40
其他	71.36	154.48	93.78	106.54	118.26
非流动负债合计	127.36	1,141.60	792.59	778.97	1,309.95
负债合计	1,318.24	3,955.93	2,107.61	2,721.00	3,818.44
少数股东权益	2.22	5.97	82.31	166.71	166.71
股本	752.70	741.77	1,315.08	1,315.08	1,315.08
资本公积	712.36	1,140.40	1,140.40	1,140.40	1,140.40
留存收益	1,495.32	3,319.56	4,433.97	5,722.64	7,861.40
其他	(472.08)	(1,164.53)	(1,140.40)	(1,140.40)	(1,140.40)
股东权益合计	2,490.51	4,043.17	5,831.36	7,204.44	9,343.19
负债和股东权益总	3,808.74	7,999.10	7,938.97	9,925.44	13,161.63

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	465.42	1,468.58	1,526.88	1,630.87	2,768.42
折旧摊销	90.84	108.27	66.80	78.46	86.46
财务费用	20.56	48.34	50.00	50.00	50.00
投资损失	(22.32)	(257.48)	(250.00)	(235.00)	(45.00)
营运资金变动	(2.43)	(658.34)	33.25	22.11	(322.40)
其它	106.39	(205.51)	80.21	94.84	0.00
经营活动现金流	658.47	503.87	1,507.14	1,641.28	2,537.48
资本支出	535.22	872.04	220.71	67.24	38.27
长期投资	250.57	375.54	0.00	0.00	0.00
其他	(1,670.05)	(2,087.78)	(130.40)	69.76	(43.27)
投资活动现金流	(884.26)	(840.19)	90.30	137.00	(5.00)
债权融资	594.63	2,197.99	1,201.22	1,057.24	1,627.46
股权融资	180.53	100.96	548.26	(49.14)	(48.85)
其他	(544.25)	37.71	(2,616.24)	(1,545.68)	(1,687.77)
筹资活动现金流	230.92	2,336.66	(866.75)	(537.58)	(109.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5.13	2,000.34	730.69	1,240.70	2,423.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,844.12	4,383.45	4,821.79	5,937.24	9,437.87
营业成本	1,860.90	2,609.42	2,855.92	3,865.27	5,843.78
营业税金及附加	20.99	48.58	48.22	56.33	96.17
营业费用	50.87	53.21	57.86	41.56	47.19
管理费用	101.87	174.94	168.76	148.43	188.76
财务费用	17.32	53.54	50.00	50.00	50.00
资产减值损失	238.41	29.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.12)	21.04	(0.15)	9.00	0.00
投资净收益	22.32	257.48	250.00	235.00	45.00
其他	(44.40)	(618.97)	(499.70)	(488.00)	(90.00)
营业利润	575.94	1,754.69	1,890.87	2,019.65	3,256.97
营业外收入	15.97	0.09	0.00	0.00	0.00
营业外支出	57.49	16.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	534.42	1,738.44	1,890.87	2,019.65	3,256.97
所得税	69.00	269.86	283.63	302.95	488.54
净利润	465.42	1,468.58	1,607.24	1,716.70	2,768.42
少数股东损益	1.05	(0.50)	80.36	85.84	0.00
归属于母公司净利润	464.37	1,469.08	1,526.88	1,630.87	2,768.42
每股收益(元)	0.35	1.12	1.16	1.24	2.11

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	110.06%	54.12%	10.00%	23.13%	58.96%
营业利润	344.73%	204.66%	7.76%	6.81%	61.26%
归属于母公司净利润	271.03%	216.36%	3.93%	6.81%	69.75%
获利能力					
毛利率	34.57%	40.47%	40.77%	34.90%	38.08%
净利率	16.33%	33.51%	31.67%	27.47%	29.33%
ROE	18.66%	36.39%	26.56%	23.17%	30.17%
ROIC	27.92%	63.94%	53.78%	56.09%	90.12%
偿债能力					
资产负债率	34.61%	49.45%	26.55%	27.41%	29.01%
净负债率	6.82%	13.01%	-8.22%	-28.61%	-27.24%
流动比率	1.24	1.62	3.36	3.30	3.86
速动比率	0.79	1.30	3.33	2.88	3.80
营运能力					
应收账款周转率	6.82	8.82	6.34	8.97	8.97
存货周转率	6.71	6.05	10.13	13.82	19.38
总资产周转率	0.90	0.74	0.61	0.66	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.35	1.12	1.16	1.24	2.11
每股经营现金流	0.50	0.38	1.15	1.25	1.93
每股净资产	1.89	3.07	4.37	5.35	6.98
估值比率					
市盈率	66.84	21.13	20.33	19.03	11.21
市净率	12.47	7.69	5.40	4.41	3.38
EV/EBITDA	29.02	28.21	14.16	12.62	7.45
EV/EBIT	33.47	29.92	14.64	13.10	7.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com