

## 业绩符合预期, 公允价值损失拖累公司业绩

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入42.1亿元, 同比增长17%; 实现归母净利润3.29亿元, 同比减少66%; 实现扣非后的归母净利润5.84亿元, 同比减少40%。同时公司公布了2019年度的业绩指引, 全年归母净利润的区间为4.3-5.5亿元, 同比减少65%-55%。
- **业绩符合预期, 公允价值损失影响公司利润。** 公司Q3单季度的营业收入为13.9亿元, 环比减少1亿元, Q3单季度的归母净利润为0.33亿元, 环比减少0.1亿元, 非经常性损益为-2.55亿元, 主要是公司持有的金融资产(西澳锂矿Pilbara) 股价下跌导致, 从而产生公允价值变动损失影响了公司的利润。
- **锂盐价格持续下跌也对公司业绩产生不利影响。** 电池级碳酸锂的价格Q3单季度的价格为6.6万元/吨, 环比下跌了15%, 电池级氢氧化锂Q3单季度的价格为7.5万元/吨, 环比下跌了19%; 整个行业还处在寻底阶段, 碳酸锂、氢氧化锂价格的持续下跌也对公司利润产生了直接的影响, 公司Q3单季度的毛利率为21.5%, 环比Q2季度下降了7个百分点。
- **持续布局上游锂资源, 新建项目进展顺利。** 截止到2019年第三季度, 公司全资子公司荷兰赣锋持有Minera Exar50%的股权, 并帮助推动阿根廷Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目投资开发进度, 公司或上海赣锋将持有Bacanora不超过29.99%的股权及其旗下墨西哥锂黏土项目公司Sonora不超过22.5%的股权, 积极探索丰富锂资源的核心组合。公司年产2万吨单水氢氧化锂项目和年产1.75万吨电池级碳酸锂项目产能逐步提升, 同时公司拟提高三期年产2.5万吨电池级氢氧化锂项目产能建设规模至5万吨。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2019-2021年的营业收入分别为56.5亿元、66亿元和75.6亿元, 归母净利润分别为4.7亿元、9.7亿元和13.3亿元, 对应PE分别为59倍、29倍和21倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 碳酸锂价格或大幅波动、下游新能源汽车销量不及预期、公司新投产产能释放不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5003.88	5648.33	6597.65	7558.91
增长率	14.15%	12.88%	16.81%	14.57%
归属母公司净利润(百万元)	1223.29	473.90	969.26	1332.66
增长率	-16.73%	-61.26%	104.53%	37.49%
每股收益EPS(元)	0.95	0.37	0.75	1.03
净资产收益率ROE	15.34%	5.94%	10.96%	13.35%
PE	23	59	29	21
PB	3.56	3.56	3.20	2.84

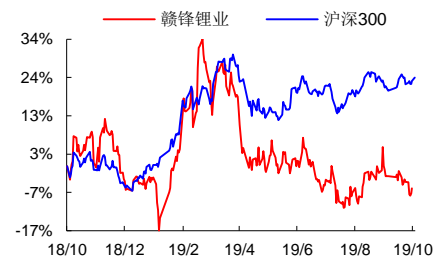
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦  
执业证号: S1250519060005  
电话: 010-58251916  
邮箱: lml@swsc.com.cn

分析师: 刘岗  
执业证号: S1250517100001  
电话: 010-58251918  
邮箱: lg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.93
流通A股(亿股)	8.01
52周内股价区间(元)	19.44-31.46
总市值(亿元)	281.79
总资产(亿元)	140.22
每股净资产(元)	6.12

### 相关研究

## 公司概况：全球锂资源巨头

赣锋锂业成立于2000年3月，于2010年8月在深圳证券交易所中小板上市，于2018年10月在香港完成H股上市。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商，拥有五大类逾40种锂化合物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。

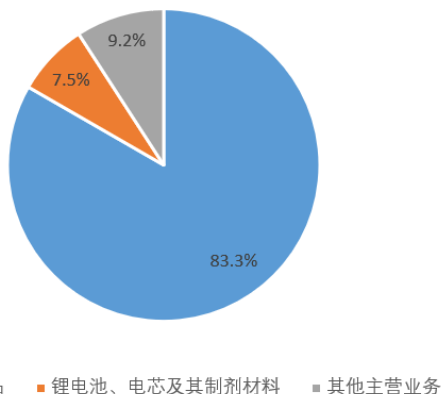
**图1：公司发展历程**

◆ 2000年 赣锋锂业有限公司在新余市成立，主要从事金属锂及氯化锂加工。	◆ 2004年 国内首条商业化正丁基锂生产线建成投产。
◆ 2007年 盐湖卤水提取氯化锂生产线推出。	◆ 2010年 公司在深交所中小板上市，成为国内锂业第一家上市公司。
◆ 2010年 公司收购无锡新能60%股权。	◆ 2011年 公司收购加拿大国际锂业9.99%股权。
◆ 2011年 公司收购江苏优派51%股权。	◆ 2014年 公司收购爱尔兰Blackstairs Lithium 51%股权，并在2015年进一步收购其4%股权。公司收购阿根廷Mariana卤水矿80%股权。
◆ 2014年 公司收购阿根廷Mariana卤水矿80%股权。	◆ 2015年 公司收购美拜电子100%股权、江西锂业100%股权。
◆ 2015年 公司收购RIM25%股权，并在2016进一步收购RIM18.1%股权。	◆ 2016年 公司成立固态电池研发中心，在江西开始建设锂离子动力电池工厂。
◆ 2017年 公司认购美洲锂业、Pilbara Minerals、Explored Resources部分股份，并继续布局锂矿资源。	◆ 2016年 公司拓展至下游废旧电池回收业务。
◆ 2018年 公司在香港证券交易所上市。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

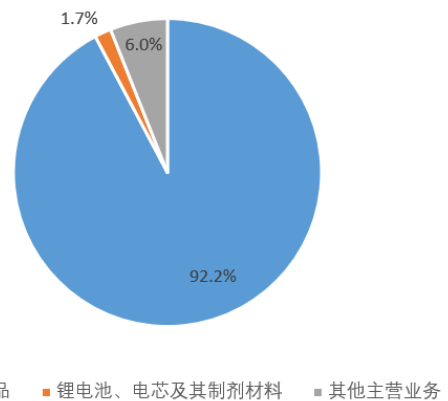
**公司主营业务结构：**2018年年报数据显示，公司收入主要来自**锂系列产品**，锂系列产品的销售收入占营业收入的83.3%，毛利率达到40%。锂电池、电芯及其制剂材料的销售收入占营业收入的7.5%。毛利率为8.3%。由于锂价格持续下跌导致锂产品盈利恶化，主营业务毛利率均有下滑，到2019年上半年，锂系列产品的毛利率下滑至28.85%，同比下降了19个百分点。

**图2：公司2018年主营业务结构情况**



数据来源：公司公告，西南证券整理

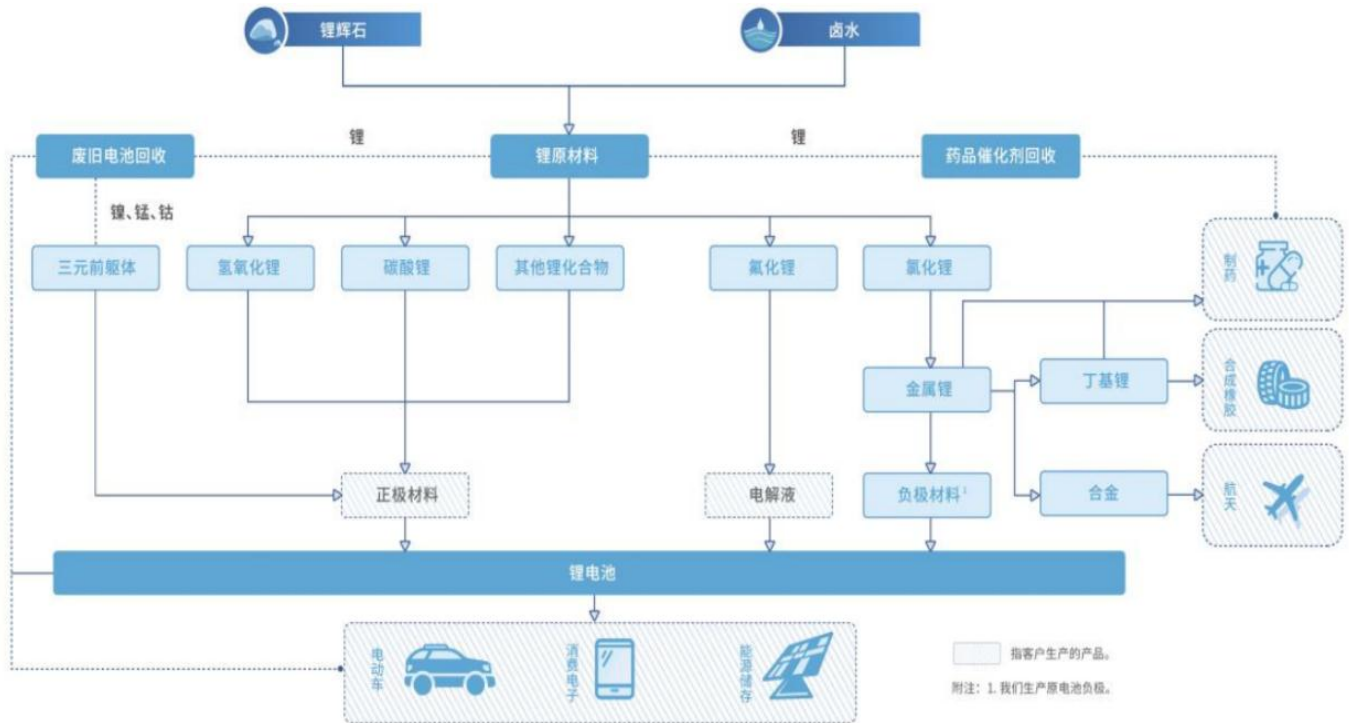
**图3：公司2018年主营业务毛利结构情况**



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司建立起了全球最完整的锂产业价值链涵盖了锂行业上下游的各重要板块(简称“赣锋生态系统”),包括(1)上游锂资源提取;(2)锂化合物的深加工;(3)金属锂生产;(4)锂电池生产;(5)锂二次利用及回收。

**图 4：公司的一体化供应和赣锋生态系统中各业务板块的职能及关联关系**

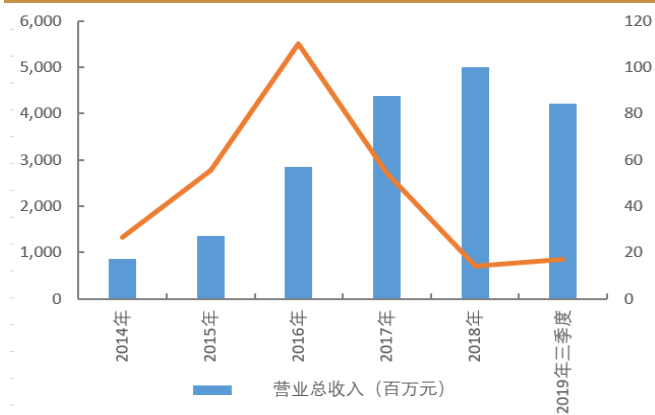


数据来源：公司公告，西南证券整理

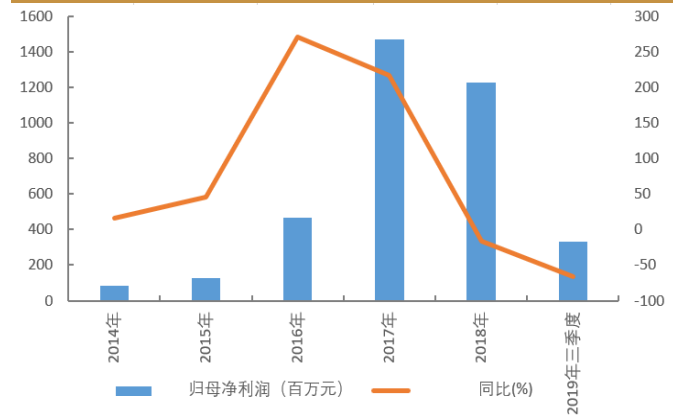
**公司业绩状况：**公司年报数据显示，2018年公司实现营收50亿元，同比增长14%，归母净利润12亿元，同比减少16.7%。锂盐价格下跌带来业绩下降，电池级碳酸锂价格从2018年初的16万元/吨一路下跌至18年四季度的8万元/吨。

2019年半年报数据显示，上半年实现营收28.2亿元，同比增长21%，实现归母净利润2.96亿元，同比减少59%，公司净利润大幅下降的主要原因是：一是锂价的持续下跌造成盈利下滑，国内电池级碳酸锂的价格为7.7万元/吨，较年初下跌6%，公司上半年毛利率25%，同比下滑19个百分点；二是公司公允价值损失拖累了业绩，受Pilbara公司股价波动影响，公司19年上半年公允价值变动净收益为-1.19亿元，影响了公司利润。

公司2019年前三季度实现营业收入42.1亿元，同比增长17%；实现归母净利润3.29亿元，同比减少66%；实现扣非后的归母净利润5.84亿元，同比减少40%。主要是公司持有的金融资产（西澳锂矿Pilbara）股价下跌导致，从而产生公允价值变动损失影响了公司的利润，同时锂盐价格持续下跌也对公司业绩产生不利影响。电池级碳酸锂的价格Q3单季度的价格为6.6万元/吨，环比下跌了15%，电池级氢氧化锂Q3单季度的价格为7.5万元/吨，环比下跌了19%。

**图 5: 公司 2014 年以来的营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 6: 公司 2014 年以来归母净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 盈利预测与评级

### 关键假设:

假设 1: 2019-2021 年电池级碳酸锂价格分别为 6.7、5.7 和 6.2 万元/吨;

假设 2: 2019-2021 年电池级氢氧化锂价格分别为 7.9、6.8 和 7.2 万元/吨;

假设 3: 2019-2021 年锂精矿的进口价格分别为 600、550 和 550 美元/吨。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
锂系列产品	收入	4169.0	4585.9	5273.8	5906.6
	增速	10.5%	10.0%	15.0%	12.0%
	毛利率	40.0%	27.0%	32.7%	37.4%
锂电池系列产品	收入	376.5	489.5	636.3	827.2
	增速	24.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	8.3%	9.9%	11.1%	11.1%
其他业务收入	收入	458.4	573.0	687.5	825.0
	增速	20.1%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	23.7%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	5003.9	5648.3	6597.6	7558.9
	增速	14.2%	12.9%	16.8%	14.6%
	毛利率	36.1%	24.8%	29.3%	32.6%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 56.5、66 亿元和 75.6 亿元，归母净利润分别为 4.7 亿元、9.7 亿元和 13.3 亿元，EPS 分别为 0.37 元、0.75 元、1.03 元，对应 PE 分别为 59 倍、29 倍和 21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 2：可比上市公司估值情况**

证券代码	证券名称	股价（元） 10 月 28 日	EPS（元）				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002466.SZ	天齐锂业	26.22	1.93	0.61	1.15	1.79	15	43	23	15
002240.SZ	威华股份	7.36	0.3	0.33	0.42	0.51	24	23	18	14
002460.SZ	赣锋锂业	21.80	0.95	0.37	0.75	1.03	23	59	29	21

数据来源：Wind，西南证券整理。备注：天齐锂业和威华股份的 EPS 来自 Wind 一致预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5003.88	5648.33	6597.65	7558.91	净利润	1223.88	473.90	969.26	1332.66
营业成本	3197.28	4247.50	4666.00	5095.00	折旧与摊销	149.52	127.05	127.05	127.05
营业税金及附加	30.58	25.42	29.69	34.02	财务费用	81.99	110.79	113.65	112.63
销售费用	82.35	105.62	112.16	126.23	资产减值损失	4.70	0.00	0.00	0.00
管理费用	283.29	395.38	442.04	491.33	经营营运资本变动	-1108.85	-328.35	-276.34	-302.73
财务费用	81.99	110.79	113.65	112.63	其他	333.99	164.51	-7.97	4.07
资产减值损失	4.70	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>685.23</b>	<b>547.90</b>	<b>925.66</b>	<b>1273.67</b>
投资收益	174.84	135.00	0.00	0.00	资本支出	-1034.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-219.54	-300.00	0.00	0.00	其他	-1325.39	-165.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2360.04</b>	<b>-165.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1370.51</b>	<b>598.61</b>	<b>1234.10</b>	<b>1699.70</b>	短期借款	140.97	-1320.84	0.00	0.00
其他非经营损益	16.02	8.96	8.55	8.83	长期借款	386.22	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1386.53</b>	<b>607.56</b>	<b>1242.65</b>	<b>1708.53</b>	股权融资	3025.64	0.00	0.00	0.00
所得税	162.64	133.66	273.38	375.88	支付股利	-297.30	-244.66	-94.78	-193.85
净利润	1223.88	473.90	969.26	1332.66	其他	-534.86	-381.13	-113.65	-112.63
少数股东损益	0.60	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2720.67</b>	<b>-1946.64</b>	<b>-208.43</b>	<b>-306.48</b>
归属母公司股东净利润	1223.29	473.90	969.26	1332.66	<b>现金流量净额</b>	<b>1053.26</b>	<b>-1563.74</b>	<b>717.23</b>	<b>967.19</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3602.34	2038.60	2755.83	3723.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2048.82	1968.02	2341.83	2706.06	销售收入增长率	14.15%	12.88%	16.81%	14.57%
存货	1904.71	2534.29	2792.94	3045.84	营业利润增长率	-21.89%	-56.32%	106.16%	37.73%
其他流动资产	358.90	380.29	411.81	443.72	净利润增长率	-16.66%	-61.28%	104.53%	37.49%
长期股权投资	1735.53	1735.53	1735.53	1735.53	EBITDA 增长率	-16.41%	-47.79%	76.32%	31.50%
投资性房地产	0.17	0.17	0.17	0.17	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2507.49	2417.77	2328.05	2238.33	毛利率	36.10%	24.80%	29.28%	32.60%
无形资产和开发支出	355.94	321.03	286.13	251.23	三费率	8.95%	10.83%	10.12%	9.66%
其他非流动资产	1006.83	1004.40	1001.98	999.55	净利率	24.46%	8.39%	14.69%	17.63%
<b>资产总计</b>	<b>13520.72</b>	<b>12400.11</b>	<b>13654.26</b>	<b>15143.45</b>	ROE	15.34%	5.94%	10.96%	13.35%
短期借款	1320.84	0.00	0.00	0.00	ROA	9.05%	3.82%	7.10%	8.80%
应付和预收款项	1697.71	1744.61	2028.45	2280.60	ROIC	34.37%	11.35%	20.47%	26.19%
长期借款	706.11	706.11	706.11	706.11	EBITDA/销售收入	32.02%	14.81%	22.35%	25.66%
其他负债	1818.88	1977.82	2073.65	2171.88	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5543.54</b>	<b>4428.54</b>	<b>4808.21</b>	<b>5158.60</b>	总资产周转率	0.47	0.44	0.51	0.52
股本	1315.08	1292.60	1292.60	1292.60	固定资产周转率	4.36	3.89	4.84	5.94
资本公积	3592.73	3615.22	3615.22	3615.22	应收账款周转率	6.63	5.85	6.46	6.26
留存收益	3466.15	3695.40	4569.88	5708.68	存货周转率	2.25	1.90	1.75	1.74
归属母公司股东权益	7923.64	7918.04	8792.52	9931.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.21%	—	—	—
少数股东权益	53.53	53.53	53.53	53.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7977.17</b>	<b>7971.57</b>	<b>8846.05</b>	<b>9984.86</b>	资产负债率	41.00%	35.71%	35.21%	34.06%
负债和股东权益合计	13520.72	12400.11	13654.26	15143.45	带息债务/总负债	49.43%	32.06%	29.52%	27.52%
					流动比率	2.07	2.55	2.68	2.88
					速动比率	1.57	1.61	1.78	1.99
					股利支付率	24.30%	51.63%	9.78%	14.55%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.95	0.37	0.75	1.03
					每股净资产	6.13	6.13	6.80	7.68
					每股经营现金	0.53	0.42	0.72	0.99
					每股股利	0.23	0.19	0.07	0.15
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1602.02	836.45	1474.80	1939.38					
PE	23.04	59.46	29.07	21.14					
PB	3.56	3.56	3.20	2.84					
PS	5.63	4.99	4.27	3.73					
EV/EBITDA	16.65	31.54	17.40	12.74					
股息率	1.06%	0.87%	0.34%	0.69%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn