

公司调研点评

赣锋锂业 (002460)

有色金属 | 稀有金属

锂进入底部区间，业绩或将迎来拐点

2019 年 11 月 20 日

评级 谨慎推荐

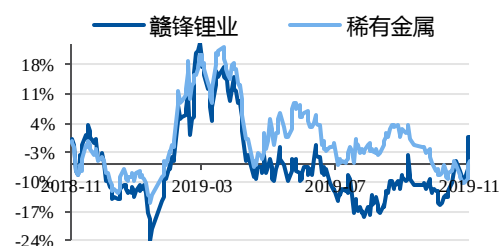
评级变动 维持

合理区间 27.3-29.5 元

交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 当前价格 (元)     | 25.38       |
| 52 周价格区间 (元) | 19.21-32.45 |
| 总市值 (百万)     | 32806.19    |
| 流通市值 (百万)    | 20318.29    |
| 总股本 (万股)     | 129260.02   |
| 流通股 (万股)     | 80056.32    |

涨跌幅比较



| %    | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 赣锋锂业 | 14.38 | 19.94 | 1.77  |
| 稀有金属 | 1.49  | -4.49 | -5.07 |

周策

执业证书编号: S0530519020001  
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

- 1 《赣锋锂业：赣锋锂业 (002460.SZ) 点评：扩张进行时，签订特斯拉和 LG 大单》2018-09-28
- 2 《赣锋锂业：赣锋锂业 (002460.SH) 中报点评：锂深加工产业巨头，产能持续扩张》2018-08-22

| 预测指标       | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 (百万元) | 4383.45 | 5003.88 | 4860.79 | 5390.76 | 7058.99 |
| 净利润 (百万元)  | 1469.08 | 1223.29 | 470.43  | 670.59  | 998.23  |
| 每股收益 (元)   | 1.14    | 0.95    | 0.36    | 0.52    | 0.77    |
| 每股净资产 (元)  | 3.12    | 6.13    | 6.99    | 7.37    | 7.86    |
| P/E        | 22.33   | 26.82   | 69.74   | 48.92   | 32.86   |
| P/B        | 8.13    | 4.14    | 3.63    | 3.45    | 3.23    |

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

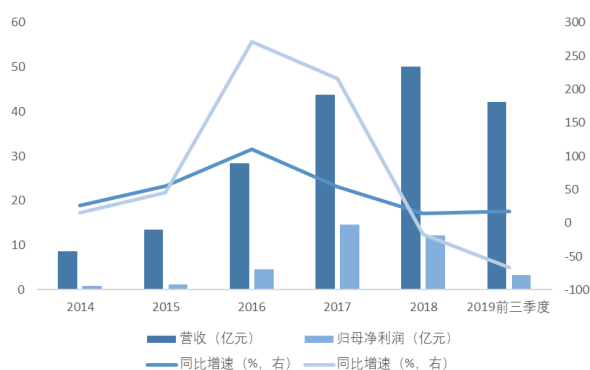
- **国内锂产品加工龙头。**公司是全球第三大及中国最大的锂化合物生产商及全球最大的金属锂生产商，主要生产碳酸锂、氢氧化锂、金属锂等产品，广泛用于动力、消费电池等领域。
- **公司业绩情况。**2019 年前三季度实现营收 42.11 亿元，同比增长 17.17%，归母净利润 3.29 亿，同比减少 66.15%，扣非归母净利润 5.84 亿，同比减少 40.17%。公司 2019 年度业绩的下滑主要是锂产品价格的下跌导致的。2019 年前三季度扣非归母净利润大于归母净利润主要是公司持有的金融资产股价下跌导致，公司前三季度确认公允价值变动净收益-2.95 亿元。
- **锂产品价格进入底部区间，新能源汽车和消费电池的增长贡献未来增量。**目前碳酸锂价格进入了底部区间，主要基于以下几个理由：(1) 碳酸锂绝对价格跌入了本轮周期启动前期水平。(2) 从碳酸锂的成本来看，截止 2019 年 11 月 19 日的电池级碳酸锂价格是 5.65 万元/吨，接近了全球碳酸锂成本区间，价格继续下跌，将触发严重的供给收缩行为。(3) 从锂精矿企业的毛利率情况来看，锂精矿企业的毛利率压缩至 35% 左右，属于上游矿产的合理毛利率范围。(4) 国内典型进口锂辉石精矿生产碳酸锂的企业出现亏损。我们认为未来锂产品的需求依赖于新能源汽车和消费电池的增长，预计 2020 年度全球碳酸锂需求增速约为 18%，目前仍处于供大于需状态，在碳酸锂价格持续下跌下，有望继续带动供给的收缩，实现供需的再度平衡。
- **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现营收 48.61/53.91/70.59 亿元，归母净利润 4.70/6.71/9.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.52、0.77 元/股，每股净资产分别为 6.99、7.37、7.86 元/股，根据公司基本情况和同行业估值水平，给予公司未来 6-12 个月 3.7-4.0 倍 PB 估值，合理价格区间为 27.3-29.5 元，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**新能源汽车销售遇冷；碳酸锂行业产能收缩不及预期；消费电池需求不及预期。

## 1 公司基本情况

**公司是锂产品加工龙头。**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，主要生产碳酸锂、氢氧化锂、金属锂等产品，广泛用于动力、消费电池等领域。客户方面，公司与特斯拉、宝马、LG 化学、大众等均签订战略合作协议，未来向其提供锂产品。未来扩产方面，公司 2 万吨氢氧化锂和 1.75 万吨电池级碳酸锂项目产能在逐步提升，同时公司拟扩产 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目。

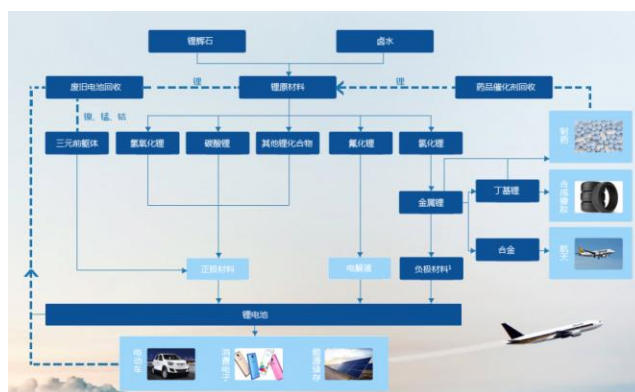
**公司业绩情况。**公司 2018 年度实现营收 50.04 亿元，同比增长 14.15%，归母净利润 12.23 亿，同比减少 16.73%，扣非归母净利润 12.56 亿，同比增长 5.19%。2019 年前三季度实现营收 42.11 亿元，同比增长 17.17%，归母净利润 3.29 亿，同比减少 66.15%，扣非归母净利润 5.84 亿，同比减少 40.17%。公司 2019 年前三季度业绩的下滑主要是锂产品价格的下落导致的，扣非归母净利润大于归母净利润主要是公司持有的金融资产股价下跌导致，公司前三季度确认公允价值变动净收益-2.95 亿元。

图 1：公司业绩情况



资料来源：wind，财富证券

图 2：公司业务情况



资料来源：公司官网，财富证券

## 2 锂进入底部区间

**锂产品价格进入底部区间。**目前碳酸锂价格进入了底部区间，主要基于以下几个理由：（1）碳酸锂绝对价格跌入了本轮周期启动前期的水平。本轮碳酸锂价格周期从 2015 年 5 月启动，2017 年底到达高峰，随后经历了 2018-2019 年的下跌。截止 2019 年 11 月 19 日，99.5% 电池级碳酸锂价格为 5.65 万元/吨，相比 2019 年初的 7.95 万/吨下跌 28.9%，相比 2017 年底的高峰 16.8 万元/吨下跌 66.4%，目前价格下跌到了 2015 年底的水平。（2）从碳酸锂的成本来看，全球碳酸锂的成本大多处于 7000-8000 美元/吨（折合 4.9 万元/吨-5.6 万元/吨），截止 2019 年 11 月 19 日的电池级碳酸锂价格是 5.65 万元/吨，基本接近了全球碳酸锂的成本区间，若价格继续跌入成本区间，将触发更大的供给收缩行为。（3）从锂精矿企业的毛利率情况来看，全球锂精矿的成本中位数处于 300-400 美元/吨左右，目前锂辉石精矿进口成本约为 540 美元/吨，锂精矿企业的毛利率压缩至 35% 左右。

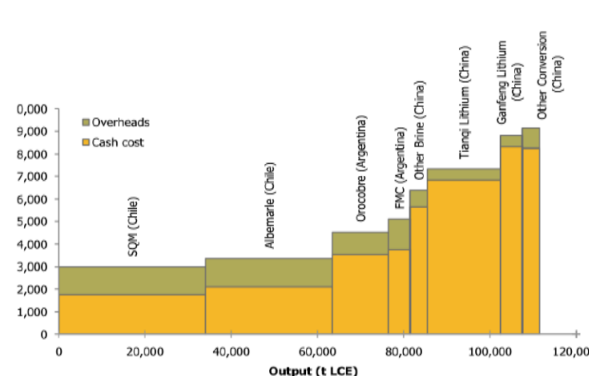
属于上游矿产的合理毛利率范围。(4) 国内典型进口锂辉石精矿生产碳酸锂的企业出现亏损。目前锂辉石精矿进口成本约为 540 美元/吨, 折合的碳酸锂生产成本约为 5.0 万元/吨, 按照 5.65 万元/吨的价格, 企业毛利率为 11.5%, 企业出现亏损。

图 3: 锂产品价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 4: 全球碳酸锂生产经营成本 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, 财富证券

行业陆续出现供给收缩。碳酸锂价格在 2017 年底开始下跌以来, 随着价格的继续下跌, 高成本的矿企率先出现供给端收缩。目前锂辉石为代表的西澳地区部分企业陆续释放减产信号, 未来随着碳酸锂价格的继续下跌, 供给的收缩或将持续。

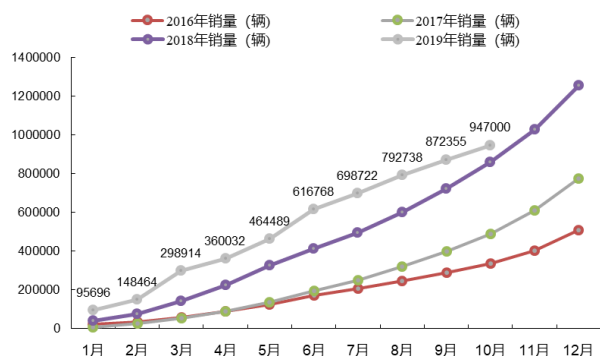
表 1: 近期行业供给收缩情况

| 时间      | 事件                                           |
|---------|----------------------------------------------|
| 2019.8  | Alita Resources 宣布由于债务违约实施破产重组               |
| 2019.9  | Wodgina 锂矿项目暂停                               |
| 2019.10 | Galaxy 表示将 Mt Cattlin 从 2020 年起减少 40% 的矿石开采量 |
| 2019.11 | Altura 出现了现金流的紧缺, 可能面临债务危机                   |

资料来源: smm, 财富证券

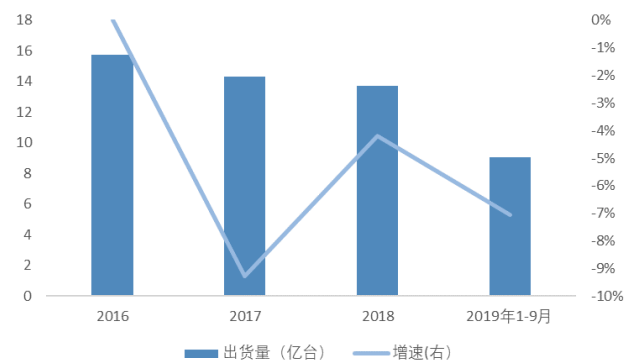
新能源汽车和消费电池的增长贡献未来增量。从碳酸锂的需求来看, 消费电池和动力电池基本占据共 60% 的需求, 这是未来需求的主要增量部分。(1) 消费电池我们以手机作为代表, 2019 年前三季度全球手机出货量为 9.06 亿部, 同比下滑 7.07%, 延续了 2017 年以来的下滑。目前 5G 手机时代到来, 我们认为未来消费电池在 5G 手机的带动下有望呈现出出货量的正增长, 叠加 5G 手机的单机电池容量提升, 将会带动碳酸锂的需求。(2) 动力电池方面, 我们认为新能源汽车是长期优良的赛道, 未来几年行业增速有望保持在 20-30% 左右 (按照中国新能源汽车规划, 2025 年需要 500 万辆, 按照 2018 年 126 万辆基数, 未来复合增速为 22%), 同时叠加目前的单车带电量提升, 未来有望带来较大的需求增量。我们预计 2020 年度全球碳酸锂需求增速约为 18%, 目前仍处于供大于需状态, 在碳酸锂价格持续下跌下, 有望继续带动供给的收缩, 实现供需的再度平衡。

图 5：国内新能源汽车销量情况



资料来源：wind，财富证券

图 6：全球手机出货量与增速



资料来源：wind，财富证券

### 3 盈利预测

我们预测公司 2019-2021 年实现营收 48.61/53.91/70.59 亿元，归母净利润 4.70/6.71/9.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.52、0.77 元/股，每股净资产分别为 6.99、7.37、7.86 元/股，根据公司基本情况和同行业估值水平，给予公司未来 6-12 个月 3.7-4.0 倍 PB 估值，合理价格区间为 27.3-29.5 元，维持“谨慎推荐”评级。

### 4 风险提示

新能源汽车销售遇冷；碳酸锂行业产能收缩不及预期；消费电池需求不及预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上        |
|        | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 中性   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 回避   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438