跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]746 号

江西赣锋锂业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

江西赣锋锂业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

江西赣锋锂业股份有限公司公开发行的“赣锋转债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

江西赣锋锂业股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
赣锋转债	9.28 亿元	6 年	AA	AA	2018.6.1

跟踪评级时间：2019 年 5 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	38.09	79.99	135.21	137.53
所有者权益（亿元）	24.91	40.43	79.77	82.07
长期债务（亿元）	0.56	9.87	14.20	--
全部债务（亿元）	7.00	22.78	30.68	--
营业收入（亿元）	28.44	43.83	50.04	13.30
净利润（亿元）	4.65	14.69	12.24	2.53
EBITDA（亿元）	6.46	18.95	16.17	--
经营性净现金流（亿元）	6.58	5.04	6.85	2.34
营业利润率（%）	33.83	39.36	35.49	20.94
净资产收益率（%）	21.28	44.95	20.36	3.12
资产负债率（%）	34.61	49.45	41.00	31.17
全部债务资本化比率（%）	21.94	36.04	27.78	--
流动比率（倍）	1.24	1.62	2.07	2.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.92	0.83	0.53	--
EBITDA 利息倍数（倍）	30.77	39.20	20.04	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.70	2.04	1.74	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、公司 2019 年一季报未经审计，相关指标未年化。

评级观点

江西赣锋锂业股份有限公司（以下简称“赣锋锂业”或“公司”）在跟踪期内，产业链不断完善，在锂资源储备、技术研发、市场地位和下游市场潜力等方面继续保持较强的竞争优势。2018 年，公司在香港成功发行 H 股，资本实力大幅增强，受益于公司新建项目投产，产能提升，产销规模有所扩大，带动营业收入稳定增长，经营现金流状况较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司主要产品锂化合物价格波动幅度较大，下游产品易受行业政策影响，公司期间费用上升较快对利润造成侵蚀等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司产业链布局不断完善，公司发展的可持续性和整体竞争力有望提升。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，维持评级展望为“稳定”；同时维持“赣锋转债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2018 年，得益于公司成功在香港发行 H 股，资本实力大幅增强。

2. 2018 年，公司“年产 1.75 万吨电池级碳酸锂建设项目”和募投项目“年产 2 万吨单水氢氧化锂项目”投产，产能大幅提升。

3. 公司收入规模稳定增长，盈利能力较好，经营活动现金流状况较佳。

关注

1. 公司下游产品对新能源行业政策的依赖性较高，受新能源汽车补贴退坡的影响，产业链

整体受到终端整车企业的价格压力。

2．近年来大量资本涌入锂矿开采和锂化合物生产领域，国内外各锂盐厂商扩产，行业预期投产产能较高，行业产量增长较快，锂化合物价格波动幅度较大。

3．公司期间费用上升较快，对利润造成侵蚀。

分析师

周　婷
电话：010-85172818
邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

樊　思
电话：010-85172818
邮箱：fans@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：周妍 樊思

联合信用评级有限公司

一、主体概况

江西赣锋锂业股份有限公司（以下简称“公司”或“赣锋锂业”），前身为江西赣锋锂业有限公司（以下简称“赣锋有限”），成立于 2000 年 3 月 2 日。2007 年 12 月 18 日，赣锋有限经工商变更登记整体变更为江西赣锋锂业股份有限公司，初始注册资本 7,500 万元，由李良彬等 34 位自然人持股。

2010 年 8 月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2010〕870 号文核准，公司在深圳证券交易所中小板上市（股票代码：002460.SZ），上市时公开发行 2,500 万股，募集资金人民币 51,750 万元。2018 年 10 月，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕970 号文核准同意，公司公开发行 20,018.58 万股 H 股（股票代码：01772.HK），募集资金 33.03 亿港元。经多次增资扩股及向股权激励对象定向发行股票等变动，截至 2018 年底，公司总股本 131,508.19 万股，注册资本 131,508.19 万元，自然人李良彬对公司持股 20.51%，自然人王晓申对公司持股 7.67%，李良彬及其家族[1]为公司实际控制人。截至 2018 年底，李良彬累计质押股份总数为 8,191 万股，占其所持有公司股份的 30.36%，占公司总股本的 6.23%；王晓申累计质押股份总数为 3,817.75 万股，占其所持有公司股份的 37.84%，占公司总股本的 2.90%。

跟踪期内，公司经营范围、组织架构未发生变化。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司 27 家；拥有在职员工 4,597 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 135.21 亿元，负债合计 55.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 79.77 亿元，归属于母公司的所有者权益 79.24 亿元。2018 年，公司实现营业收入 50.04 亿元，净利润（含少数股东损益）12.24 亿元，归属于母公司所有者的净利润 12.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.53 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 137.53 亿元，负债合计 42.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 82.07 亿元，归属于母公司的所有者权益 81.45 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.30 亿元，净利润（含少数股东损益）2.53 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.43 亿元。

公司注册地址：江西省新余市经济开发区龙腾路；法定代表人：李良彬。

二、债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2017〕2049 号文核准，公司于 2017 年 12 月 21 日公开发行“江西赣锋锂业股份有限公司可转换公司债券”，募集资金 9.28 亿元，存续起止日期为 2017 年 12 月 21 日至 2023 年 12 月 21 日，已于 2018 年 1 月 19 日在深圳证券交易所挂牌上市，债券简称“赣锋转债”，债券代码“128028.SZ”。债券利率方面，第一年为 0.3%、第二年为 0.5%、第三年为 0.8%、第四年为 1%、第五年为 1.5%、第六年为 1.8%。

“赣锋转债”的初始转股价格为 71.89 元/股。2018 年 5 月 18 日，公司完成 2017 年限制性股票激励计划预留部分的授予登记，新增股本 212.308 万股，转股价格调整为 71.82 元/股。2018 年 5 月 29 日，公司实施 2017 年年度利润分配方案，转股价格调整为 47.61 元/股。2018 年 10 月 11 日，公司发行 H 股，转股价格调整为 42.58 元/股。跟踪期内，“赣锋转债”因转股减少 1,144 张，转股 2,469

[1] 公司实际控制人李良彬家族与其他前 10 名股东之间不存在关联关系，也不属于《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》中规定的一致行动人。

股，截至 2018 年底，“赣锋转债”尚未转股的可转债金额为 927,885,600 元。

“赣锋转债”付息日为 2018 年至 2023 年每年的 12 月 21 日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日；顺延期间付息款项不另计利息）。公司已于 2018 年 12 月 21 日支付 2017 年 12 月 21 日至 2018 年 12 月 20 日期间的利息。

“赣锋转债”的募集资金在扣除发行费用后用于投资“年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目”、“年产 1.5 万吨电池级碳酸锂建设项目”和“年产 2 万吨单水氢氧化锂项目”。募投项目在募集资金实际到位之前已由公司利用自筹资金先行投入，预先投入金额 331,531,864.56 元，公司于 2018 年 1 月 5 日予以置换。截至 2018 年底，“赣锋转债”募集资金结余 278,020,892.34 元。其中，募集资金专户结余 228,020,892.34 元，存放于本公司募集资金开户银行的活期账户内。另有闲置募集资金 50,000,000 元用于结构性存款。

三、行业分析

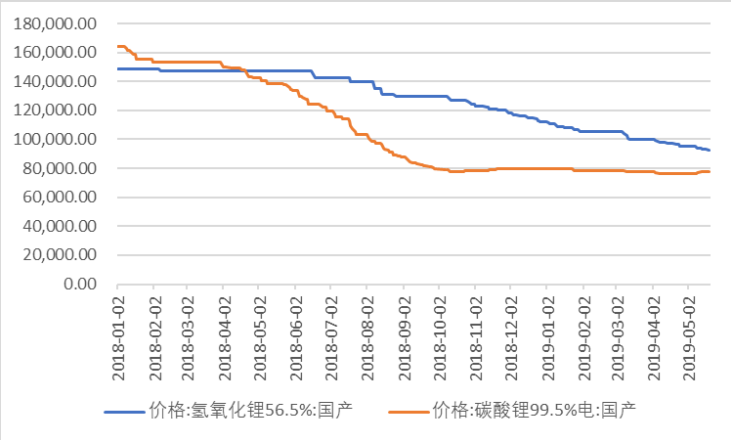
公司主要从事锂化合物制造产业，主要产品以深加工锂产品为主。

上游供给方面，我国锂加工产品所需原材料主要依赖进口，国际锂矿资源主要产地位于澳大利亚和智利，据美国地质调查局统计数据显示，2018 年，全球锂矿产量为 85,000 公吨，较上年大幅增长 23.19%，其中占比位居前两位的为澳大利亚和智利，产量分别为 51,000 公吨和 16,000 公吨，资源集中度很高。价格方面，矿权寡头垄断导致锂矿定价权主要掌握在少数矿商手中，下游公司议价能力相对较弱。

下游需求方面，新能源汽车的爆发带动我国锂电池需求量的大幅提升，据中汽协统计数据显示，2018 年，我国新能源汽车全年累计产销分别为 127 万辆和 125.6 万辆，同比分别增长 59.9%和 61.7%，新能源汽车行业仍处于快速发展时期。我国锂离子电池行业自 2010 年起呈放量发展态势，根据国家统计局数据显示，2018 年，全国锂离子电池产量约 139.87 亿只，同比增长 12.90%。价格方面，2018 年，新能源汽车的财政补贴进一步退坡，产业链整体受到终端整车企业的价格压力，中下游企业的利润空间被迫压缩。

由于近年来大量资本涌入锂矿开采和锂化合物生产领域，国内外各锂盐厂商扩产，行业预期投产产能较高。2018 年，我国碳酸锂产量为 11.65 万吨，同比增长 40.36%；氢氧化锂产量为 5.02 万吨，同比增长 43.43%。同时，下游动力电池企业库存达到高位，供需矛盾得到缓解，碳酸锂的价格高位回调。从 2018 年 4 月开始，碳酸锂价格急速下行，截至 12 月底，电池级碳酸锂价格较年初的 16.4 万元/吨，下跌至 7.95 万元/吨，跌幅高达 51.52%。氢氧化锂价格也从年初的 14.85 万元/吨，下跌至 11.2 万元/吨，跌幅为 24.58%。

图 1　近年碳酸锂及氢氧化锂价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

政策方面，随着我国政府对节能环保事业重视程度的持续加深，对电动汽车等清洁能源汽车行业的发展高度关注，近年来，我国政府及相关部门相继出台多项政策，鼓励电动汽车及配套车用动力锂电池相关行业的发展，具体政策如下：

表 1　2018 年以来车用动力锂电池行业的主要政策

实施时间	政策名称	下发单位	主要内容
2018 年 6 月	关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	财政部、工业和信息化部、科技部、发改委	进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用；调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准；对私人购买新能源乘用车、作业类专用车（含环卫车）、党政机关公务用车、民航机场场内车辆等申请财政补贴不作运营里程要求。鼓励高续航车型发展，300 公里以上续航提供更多补贴，300 公里以下补贴大幅减少，150 公里以下续航的车型则取消补贴，同时对新能源汽车的电池系统能量密度提出了更高的要求。
2018 年 12 月	汽车产业投资管理规定	发改委	加快推进新能源汽车、智能汽车、节能汽车及关键零部件，先进制造装备，动力电池回收利用技术、汽车零部件再制造技术及装备研发和产业化。
2019 年 1 月	进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案	发改委、工业和信息化部、商务部等十个部门	持续优化新能源汽车补贴结构。坚持扶优扶强的导向，将更多补贴用于支持综合性能先进的新能源汽车销售，鼓励发展高技术水平新能源汽车。落实新能源货车差别化通行管理政策。

资料来源：联合评级整理

我国新能源汽车行业为政策驱动型行业，政策重点已从最初的鼓励行业规模化发展，逐渐转变为促进行业整体技术水平的提高。随着国家对清洁能源汽车财政补贴的向下调整，享受补贴的车辆标准逐年提高，补贴政策已由开始的“普惠”转向“择优”，鼓励产业链整体进行技术升级。

总体看，2018 年，下游新能源汽车销量大幅增长，锂化合物需求稳定增长，但受清洁能源汽车补贴政策调整影响，产业链整体受到终端整车企业的价格压力；同时，由于产量大幅增长，加之下游动力电池企业库存达到高位，碳酸锂的价格大幅下跌。

四、管理分析

2018 年 7 月 23 日，为满足公司 H 股的发行及上市，第四届董事会第二十二次会议聘任香港籍黄斯颖女士为公司独立董事。黄斯颖女士，39 岁，香港会计师公会会员，2001 年 11 月毕业于香港大学工商管理专业，2012 年 7 月获得中欧国际工商学院 EMBA 学位，2001 年 9 月至 2006 年 12 月在罗兵咸永道会计师事务所担任经理，2007 年 1 月至 2008 年 1 月在橙天娱乐集团（国际）控股有限公司担任首席财务官，2007 年 1 月至 2008 年 7 月在艾回音乐影像制作（中国）有限公司担任首席财务官，2010 年 7 月起在盈德气体集团有限公司担任首席财务官、联席公司秘书。黄斯颖女士自 2010 年 4 月起担任橙天嘉禾娱乐（集团）有限公司担任独立非执行董事，2018 年 7 月担任公司独立非执行董事，负责对公司营运与管理提供独立意见。

跟踪期内，公司高管团队人员基本稳定，相关管理制度延续以往模式，公司经营状况稳定，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事各种深加工锂产品的研究、开发、生产和销售，主要产品包括金属锂、深加工锂化合物系列和锂电池及电池芯系列。2018 年，公司实现营业收入 50.04 亿元，较上年增长 14.15%，主要系公司新建项目投产，业务规模扩大，销量增长所致。受期间费用大幅增加，以及原材料价格上涨影响，2018 年，公司实现营业利润 13.71 亿元，较上年下降 21.89%，实现净利润 12.24 亿元，较上年下降 16.66%。

从营业收入构成看，2018 年，公司主营业务收入合计 49.08 亿元，较上年增长 16.62%，主营业务收入占营业收入比重为 98.08%，较上年上升 2.08 个百分点，公司主营业务仍突出。2018 年，公司金属锂实现收入 9.75 亿元，较上年增长 18.06%，主要系金属锂需求稳定增长，公司产品销量增长所致；金属锂收入占公司营业收入的比重为 19.48%，较上年上升 0.64 个百分点。2018 年，公司深加工锂化合物系列实现收入 31.94 亿元，较上年增长 9.94%，主要系公司新建项目投产，拉动深加工锂化合物系列产品产销量增长所致；深加工锂化合物系列收入占公司营业收入的比重为 63.83%，较上年下降 2.44 个百分点。2018 年，公司锂电池及电池芯系列实现收入 3.77 亿元，较上年增长 31.50%，主要系销售规模扩大所致；锂电池及电池芯系列收入占公司营业收入的比重为 7.52%，较上年上升 0.99 个百分点。

表 2　2017~2018 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

项目		2017 年			2018 年			收入变化情况	占比变化情况	毛利率变化情况
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率			
金属锂		8.26	18.84	44.97	9.75	19.48	51.01	18.06	0.64	6.04
深加工锂化合物系列	碳酸锂	17.18	39.20	48.47	13.22	26.42	31.90	-23.07	-12.78	-16.57
	氢氧化锂	6.44	14.69	46.71	14.33	28.63	41.69	122.46	13.94	-5.02
	氟化锂	3.43	7.83	40.93	2.75	5.49	33.04	-20.04	-2.35	-7.89
	丁基锂	0.98	2.24	36.69	1.31	2.63	39.96	33.88	0.39	3.27
	其他	1.01	2.31	11.41	0.33	0.67	20.73	-66.98	-1.64	9.32
	合计	**29.05**	**66.28**	**45.05**	**31.94**	**63.83**	**36.60**	**9.94**	**-2.44**	**-8.45**
锂电池及电池芯系列		2.86	6.53	-7.14	3.77	7.52	8.33	31.50	0.99	15.47

其他	1.91	4.36	17.65	3.62	7.24	21.75	89.76	2.89	4.10
主营业务合计	**42.08**	**96.00**	**40.47**	**49.08**	**98.08**	**36.20**	**16.62**	**2.08**	**-4.27**
其他业务	1.75	4.00	38.54	0.96	1.92	31.26	-45.19	-2.08	-7.28
合计	**43.83**	**100.00**	**40.47**	**50.04**	**100.00**	**36.10**	**14.15**	**--**	**-4.37**

资料来源：公司提供
注：表中碳酸锂指电池级碳酸锂

从毛利率来看，2018 年，公司综合毛利率为 36.10%，较上年下降 4.37 个百分点。具体来看，2018 年公司金属锂毛利率为 51.01%，较上年提高 6.04 个百分点，主要系金属锂销售价格上涨，同时其原材料价格下跌所致；2018 年，公司深加工锂化合物系列毛利率为 36.60%，较上年下降 8.45 个百分点，主要系锂资源价格上涨以及主要产品碳酸锂价格下跌压缩利润空间所致；2018 年，公司锂电池及电池芯系列毛利率为 8.33%，较上年大幅增长 15.47 个百分点，主要系公司该板块 2017 年处于起步阶段定价较低，2018 年生产逐渐步入正轨，品质提升，销售价格及销售量都相应提升所致。

总体看，2018 年，公司主要收入来源仍为深加工锂化合物系列，随着新建项目投产，产销量增加，拉动公司营业收入增长，同时，受锂资源价格上涨以及主要产品碳酸锂价格大幅下跌影响，公司毛利率有所下降。

2. 业务运营

（1）原材料采购

公司可应用的锂资源原材料包括卤水、锂辉石、碳酸锂、氯化锂、回收锂化物等，锂资源原材料占总采购额的 70%以上。2018 年，公司主要采购原材料以锂辉石为主，锂辉石采购模式较上年变化不大，仍由已签订包采协议的澳大利亚 Reed Industrial Minerals Pty Ltd（以下简称“RIM 公司”）提供，主要来源为澳大利亚 Mount Marion；截至 2018 年底，公司持有 RIM 公司 43.1%股份。采购量方面，2018 年，随着新建项目投产公司增加备品备件，以及受到产量上升影响，公司原材料采购量大幅增长，不同原材料采购量变化主要系公司调整采购比例所致；其中，原材料供货商 Sociedad Quimica y Minera de Chile S.A（以下简称“SQM”）公司从 2017 年 6 月起不再为公司提供卤水原料，改用工业级碳酸锂继续供应，因此，2018 年，公司对价位较低的卤水采购量大幅下降。采购价格方面，受市场需求旺盛影响，公司主要原材料采购价格除卤水以外在 2018 年均有所上涨。

表 3　2017~2018 公司主要原材料采购情况（单位：万吨、万元/吨）

原材料	2017 年		2018 年	
	采购量	均价	采购量	均价
卤水	3,758.58	6.22	2,257.76	2.12
锂辉石	11,626.33	7.50	23,067.11	8.22
碳酸锂	4,492.79	7.44	1,029.08	9.93
回收锂化物	4,650.87	1.67	8,036.40	2.13
氯化锂	2,013.69	3.99	600.07	4.42

资料来源：公司提供
注：1、卤水、回收锂化物折成 100%氯化锂计量；2、锂辉石折成 100%氧化锂计量；3、表中碳酸锂指工业级碳酸锂。

采购集中度方面，2018年前五大原材料主要供应商占公司总采购金额的比例为61.41%，较上年略升0.57个百分点，供应商集中度进一步上升。公司结算方式方面，2018年，公司结算方式较上年未发生变化，其中，国外采购仍以美元结算，面临一定的汇率波动风险。

2018年11月8日，公司与Altura Lithium Operations Pty Ltd.（以下简称“Altura”）签订包销协议，约定自合同生效日期起至2021年12月31日（公司有主动权可延期5年，若双方达成一致后可再延期5年），对Altura生产的部分锂精矿进行包销。根据协议，在第一合同年最少包销8,000吨6%的锂精矿，在第二合同年以及后续的合同年内，每年最少包销70,000吨6%的锂精矿。

总体看，2018 年，公司原材料仍以锂资源为主，由于新建项目投产和产量增长，公司增加采购规模，受市场需求旺盛影响，采购价格有所上涨，供应商集中度维持在较高水平。

（2）产品生产

跟踪期内，公司主要产品种类未发生变化。2018 年，公司“年产 1.75 万吨电池级碳酸锂建设项目”和募投项目“年产 2 万吨单水氢氧化锂项目”投产，受此影响，2018 年，公司氢氧化锂有效产能由 2017 年的 8,000 吨/年提高至 2018 年的 16,000 吨/年，碳酸锂有效产能由 2017 年的 18,500 吨/年大幅提高至 2018 年的 23,000 吨/年。

2018 年，由于碳酸锂价格大幅下跌，公司主动减少了碳酸锂产量，同时增加了氢氧化锂产量，受此影响，公司碳酸锂自产产量为 16,324.92 吨，较上年下降 10.79%，碳酸锂产能利用率下降 36.96 个百分点至 81.84%；氢氧化锂自产产量为 14,290.33 吨，较上年增长 118.05%，氢氧化锂产能利用率增长 5.64 个百分点至 92.10%。2018 年，公司金属锂和丁基锂的自产产量分别为 1,325.06 吨和 584.31 吨，较上年分别增长 6.33%和 25.60%，主要系公司根据对市场需求和销售情况，扩大生产规模所致，带动金属锂和丁基锂产能利用率分别增长 2.69 个百分点和 4.35 个百分点至 94.97%和 97.39%。2018 年，公司氟化锂自产产量为 1,517.98 吨，较上年下降 10.53%，主要系产品价格走低，公司减少生产规模所致，受此影响，氟化锂产能利用率下降 11.91 个百分点至 101.20%。

表 4　2017~2018 年公司产量及产能利用情况（单位：吨/年、吨、%）

项目		金属锂	碳酸锂	氢氧化锂	氟化锂	丁基锂
2017 年	期末有效产能	1,500.00	18,500.00	8,000.00	1,500.00	500.00
	产量（自产）	1,246.14	18,298.41	6,553.64	1,696.58	465.21
	产量（加工）	138.00	3,679.00	363.00	--	--
	产能利用率	92.28	118.80	86.46	113.11	93.04
2018 年	期末有效产能	1,600.00	23,000.00	16,000.00	1,500.00	600.00
	产量（自产）	1,325.06	16,324.92	14,290.33	1,517.98	584.31
	产量（加工）	194.38	2,499.41	445.95	--	--
	产能利用率	94.97	81.84	92.10	101.20	97.39

资料来源：公司提供

注：1、产能利用率=（自产产量+加工产量）/产能；2、表中碳酸锂指电池级碳酸锂；3、期末有效产能已经年化处理。

总体看，2018 年，公司新建项目投产，产能大幅增长，但由于新增产能尚未完全消化，产量增长有限，公司产能利用率整体维持在较高水平。

（3）产品销售

跟踪期内，公司销售模式未发生变化。

产品销量方面，2018 年，金属锂销量为 1,508.90 吨，较上年上升 9.10%，主要系市场需求增长所致。2018 年，受价格下跌公司调整产品结构影响，碳酸锂的销量为 16,325.17 吨，较上年下降 5.72%，氢氧化锂的销量为 12,932.24 吨，较上年增长 97.08%。2018 年，公司丁基锂的销量为 525.04 吨，较上年增长 4.17%，主要系市场需求增长所致。2018 年，公司氟化锂的销量为 525.04 吨，较上年下降 16.71%，主要系产品价格走低，公司缩减生产规模所致。2018 年，公司整体产销率有所下降，主要系产能大幅释放，产量增长较快所致。

表 5　2017~2018 年公司主要产品的产销量情况（单位：吨、%）

原材料	2017 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
金属锂	1,384.14	1,383.00	99.92	1,519.44	1,508.90	99.31
碳酸锂	21,977.41	17,316.00	78.79	18,824.33	16,325.17	86.72
氢氧化锂	6,916.64	6,562.00	94.87	14,736.28	12,932.24	87.76
氟化锂	1,696.58	1,655.00	97.55	1,517.98	1,378.38	90.80
丁基锂	465.21	504.00	108.34	584.31	525.04	89.86

资料来源：公司提供
注：产量=自产产量+加工产量。

销售价格方面，2018 年，公司碳酸锂和氟化锂的销售均价分别为 8.10 万元/吨和 19.92 万元/吨，较上年分别下降 18.35%和 4.00%，主要系市场行情波动所致。公司金属锂、氢氧化锂和丁基锂的销售均价分别为 64.60 万元/吨、11.08 万元/吨和 25.03 万元/吨，较上年分别增长 8.21%、12.95%和 28.49%，主要系产品质量提升以及销售渠道拓展所致。

表 6　2017~2018 年公司各主要产品销售收入及均价情况（单位：万元、万元/吨）

产品	2017 年		2018 年	
	销售收入	均价	销售收入	均价
金属锂	82,568.21	59.70	97,477.96	64.60
碳酸锂	171,845.86	9.92	132,204.85	8.10
氢氧化锂	64,401.27	9.81	143,269.85	11.08
氟化锂	34,342.92	20.75	27,460.12	19.92
丁基锂	9,817.84	19.48	13,143.86	25.03

资料来源：公司提供

结算方式上，2018 年，公司由先款后货转为给与客户一定的回款账期，主要系受到市场行情影响，以及公司进入下游锂电池版块所致。客户集中度方面，2018 年公司前五大客户实现销售收入合计占比为 26.86%，较上年的 17.11%增长 9.75 个百分点，集中度一般。公司对单一客户的依赖程度不高，公司客户集中度风险不大。

2018 年，公司与 LG Chem,Ltd.（以下简称“LG 化学”）签订供货合同及补充合同，约定自 2019 年至 2025 年向其销售氢氧化锂和碳酸锂产品共计 92,600 吨，价格依据市场价格变化调整；与 Tesla Inc.（以下简称“特斯拉”）签订战略合作协议，约定 2018 年至 2020 年（可延期三年），特斯拉指定其电池供货商向公司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%，金额以最终实际结算为准；与 Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft.（以下简称“德国宝马”）签订战略合作协议，约定在未来五年（双方协商确认后可展期三年）向其指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品，具体数量和产品品种按要求发货，价格依据市场价格变化调整。

总体看，跟踪期内，公司销售模式未发生变化，销售规模增长，产销率有所下降，销售价格变动幅度较大。

3. 重要在建项目

2018 年，公司在建项目主要包括产能扩张和产业链延伸两个方面。产能方面，主要系“年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目”；产业链延伸方面，主要系“年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目”、“全自动聚合物锂电池生产线项目”和“固态锂电池研发中试生产线”。2018 年，公司在建项目预

算投资 14.78 亿元，已完成投资 10.45 亿元，未来预计投资 4.33 亿元，资本支出压力一般。

表 7　截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	产能	开工时间	预计达产时间	预算数	截至 2018 年底已投资
年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目	2.5 万吨/年	2018 年	2020 年	50,000.00	32,260.30
年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目	6 亿瓦时/年	2016 年	2019 年	50,000.00	47,828.87
全自动聚合物锂电池生产线项目	60 万安时/天	2016 年	2019 年	22,800.00	19,385.36
固态锂电池研发中试生产线	亿瓦时级/年	2018 年	2019 年	25,000.00	5,068.10
合计	--	--	--	**147,800.00**	**104,542.63**

总体看，公司在建项目已进入中后期，资本支出压力一般；在建项目主要围绕下游锂电池展开，但下游锂电池行业产能过剩、竞争激励，公司项目达产后的运营效率面临一定不确定性。

4. 经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数由上年的 8.62 次下降至 6.27 次，主要系应收账款大幅增长所致；2018 年，公司存货周转次数由上年的 3.55 次下降至 2.25 次，主要系公司新建项目投产，增加备品备件，存货规模增长所致；2018 年，公司总资产周转次数由上年的 0.74 次下降至 0.47 次，主要系公司资产规模大幅增长所致。

总体看，2018 年，公司经营效率下降，整体经营效率一般。

5. 关联交易

2018 年，公司向关联方采购商品、接受劳务 19.14 亿元，其中，主要为向 RIM 公司采购锂辉石 19.13 亿元。截至 2018 年底，公司期末应收关联方款项为 2.18 亿元，主要为应收被投资公司加拿大美洲锂业公司（Lithium Americas Corp，以下简称“美洲锂业”）拆借款项，占当期资产总额比例较小。

根据公司与 RIM 公司签订的包销协议，公司自 2017 年起以市场价与 RIM 公司发生关联采购，同时，公司将按照股权比例对 RIM 公司后续矿区发展及开采工作提供财务支持；截至 2018 年底，公司持有 RIM 公司 43.1%股权。

根据公司与加拿大国际锂业公司（International Lithium Corp，以下简称“国际锂业”）签署的《勘探贷款协议》，协议约定：勘探贷款总额不超过 200 万美元，国际锂业在贷款尚未偿还期间需以每年 10%的贷款利率向公司支付利息。

总体看，公司与关联方发生的交易主要为公司购买锂资源以及公司支持所投资矿产公司所致，其中，关联采购以市场价交易，有利于保障公司原材料供应；公司对关联方外拆借款项规模较小，且为有息借款。

6. 经营关注

（1）锂行业市场变化风险

锂需求取决于终端市场锂的使用情况以及整体经济状况，目前，新能源汽车销量对政府补贴、

充电网络建设、汽车上牌政策等依赖较大，如果未来国家相关政策进行大幅调整或政策不能得到有效落实，将会对公司所处行业产生不利影响。

（2）公司盈利水平的持续性风险

近年来大量资本涌入锂矿开采和锂化合物生产领域，国内外各锂盐厂商扩产，行业预期投产产能较高，行业产量增长较快，市场行情波动幅度较大。同时，公司近期在建项目主要向下游电池制造环节延伸，而电池制造行业同样面临产能增长过快的局面，公司未来盈利水平存在不确定性。

（3）环保安全风险

公司主营产品中金属锂、氟化锂、丁基锂、氢氧化锂等产品属于危险化学品，具有易燃、易爆、有腐蚀性或有毒的特征，在生产过程中部分工序为高温、高压环境。此外，产品的生产过程可能会产生废水、废气以及一些其他废物污染物，随着国家环保力度的加强，有关标准和要求将可能进一步提高，公司需根据相应政策及时调整，否则，生产和发展将会受到限制。

（4）对外投资及汇率风险

为拓宽上游资源渠道，公司投资了多个海外锂矿企业，由于估算的锂资源及储量需要基于专业知识、经验及行业惯例等，所提取的锂辉石有可能面临不具备提取经济性的风险。同时，海外矿企有可能存在地域政治关系、自然灾害及运输中断等情况，未来可能存在矿产资源不具备开采条件的风险，将可能给公司带来存在一定投资风险。此外，公司锂资源采购主要依靠进口，面临一定汇率波动风险。

7. 重大事项

根据中国证券监督管理委员会出具的《关于核准江西赣锋锂业股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可〔2018〕970 号）核准同意，及经香港联交所批准，公司于 2018 年 10 月 11 日发行 200,185,800 股境外上市外资股（H 股）在香港联交所主板挂牌并上市交易，公司 H 股股票中文简称为“贛鋒鋰業”，英文简称“GANFENGLITHIUM”，股票代码为“01772”。本次发行 H 股的股票面值为人民币 1.00 元，发行价格为每股港元 16.50 元，扣除相关费用后，实际募集资金净额折合人民币为 2,818,678,226.99 元，其中增加股本人民币 200,185,800.00 元，资本溢价人民币 2,618,492,426.99 元计入资本公积-股本溢价。

2018 年，公司以 6,030 万美元的价格收购 SQM 公司持有的 Minera Exar S.A.（以下简称“Minera Exar”）50%的股权。同时，美洲锂业以其持有的对 Minera Exar 公司 470 万美元的债权转换成 Minera Exar 公司股权。本次交易完成后，公司持有 Minera Exar 公司 37.5%的股权，美洲锂业持有 Minera Exar 公司 62.5%的股权。

8. 未来发展

未来，公司的发展战略为强化全球锂行业的领先地位并进一步加强上下游资源整合，全面提升产品质量，不断提高企业的核心竞争力和经营业绩。

资源开发方面，公司将通过进一步勘探不断扩大现有的锂资源组合，并侧重于卤水的提取开发。公司将积极推进阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖和 Mariana 锂盐湖项目，继续增持 RIM 公司和澳大利亚皮尔巴拉公司（Pilbara Minerals Limited，以下简称“皮尔巴拉”）的股权，不断巩固优质的锂矿石资源保障。

产能方面，公司将积极推进新余基础锂厂年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂生产线项目，计划于 2020 年投产。新增的生产设施将扩充公司的产能以应对业务的快速增长，公司将根据未来锂产品的市场

需求变化和评估选择扩充产能，并计划于 2025 年形成年产 10 万吨矿石提锂、10 万吨卤水提锂的 LCE 产能。

产业链布局方面，为支持未来增长，公司拟进一步开发及升级现有锂电池生产，开展新一代固态锂电池技术研发和产业化建设。公司通过在东莞桥头镇工业园建设的 3,000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线及在新余高新区建设的 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池生产线，不断汇聚人才、积累专业知识及技术，为未来固态锂电池的生产奠定坚实基础。第一代固态锂电池研制品已通过多项第三方安全测试和多家客户送样测试，2018 年，公司投资建设一条年产亿瓦时级第一代固态锂电池研发中试生产线，计划于 2019 年建成投产，将加速固态锂电池技术的商业化进程。

业务运营及管理方面，公司将优化全面质量监控措施、加强现场管理及促进遵守工作安全守则；积极培养管理人才、充实技术及熟练员工的人才储备以及加强员工技能培训；巩固营销、物流及销售服务系统以协调生产、仓储及分销，优化物流、缩减运输成本、提升回应客户要求的能力以及提高效率及服务水平；增强资源保护及减少碳排放以实现可持续增长。

总体看，公司发展战略符合公司实际，未来可实施性较强。

六、财务分析

公司 2018 年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。公司审计报告按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。从合并范围看，截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司共 27 家。2018 年，公司出资新设新余赣锋电子有限公司、青海良承矿业有限公司、海西锦泰矿业有限公司和 Ganfeng Lithium Netherlands Co. BV（荷兰赣锋有限公司，以下简称“荷兰赣锋”）四家公司。公司合并范围变化较小且整体规模不大，公司主营业务未发生改变，会计政策连续，财务数据具有可比性。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 135.21 亿元，负债合计 55.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 79.77 亿元，归属于母公司的所有者权益 79.24 亿元。2017 年，公司实现营业收入 50.04 亿元，净利润（含少数股东损益）12.24 亿元，归属于母公司所有者的净利润 12.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.53 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 137.53 亿元，负债合计 42.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 82.07 亿元，归属于母公司的所有者权益 81.45 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.30 亿元，净利润（含少数股东损益）2.53 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.43 亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产合计135.21亿元，较年初大幅增长69.03%，其中流动资产和非流动资产均有不同程度增长，但流动资产增幅较大，因此，流动资产比重较年初提高1.44个百分点至58.54%，非流动资产占比下降至41.46%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计79.15亿元，较年初大幅增长73.28%，主要系货币资金、应收账款和存货大幅增长所致；流动资产主要由货币资金（占45.41%）、存货（占24.07%）和应收票据及应收账款（占17.76%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为36.02亿元，较年初大幅增长61.02%，主要系香港 H 股募集资金

到账所致。公司货币资金主要由银行存款（占89.24%）和其他货币资金（占10.76%）构成。截至2018年底，公司使用受到限制的货币资金合计3.84亿元，占货币资金的10.65%，主要为借款保证金及银行承兑汇票保证金，受限规模较小。

截至2018年底，公司应收票据及应收账款合计14.06亿元，较年初大幅增长48.67%，主要系应收账款大幅增长所致。其中，应收票据为4.03亿元，较年初减少7.85%，公司应收票据均为银行承兑汇票，不能收回的风险小。截至2018年底，公司应收账款账面价值为10.02亿元，较年初大幅增长97.43%，主要系锂电池系列产品销售规模加大，电池板块应收账款增加，以及随着碳酸锂市场变化，付款账期有所延长所致。截至2018年底，公司应收账款计提坏账准备0.45亿元，计提比例为4.26%；公司应收账款中按照信用风险特征组合计提坏账准备的账面余额占97.17%；其中，1年以内的占比93.80%，账龄较为合理。截至2018年底，公司前五名客户所欠应收账款合计占比25.01%，欠款集中度尚可。

截至2018年底，公司存货账面价值为19.05亿元，较年初大幅增长108.20%，主要系新建生产线投产周转库存增加，以及新增产能尚未完全消化所致；其中，原材料占67.44%、产成品占10.47%、自制半成品占1.90%、库存商品占20.19%。公司合计计提跌价准备0.10亿元，原材料主要为锂辉石、卤水等，库存商品和在产品主要为锂产品，由于近两年锂产品价格波动幅度较大，公司存货面临跌价风险。

（2）非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计56.06亿元，较年初大幅增长63.37%，主要系长期股权投资和固定资产增加所致；公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占7.90%）、长期股权投资（占30.96%）、固定资产（占26.72%）、在建工程（占18.01%）、无形资产（占5.58%）和其他非流动资产（占7.58%）构成。

截至2018年底，公司新增其他非流动金融资产4.43亿元，均为上市公司权益工具投资，流动性较强。

截至2018年底，公司长期股权投资17.36亿元，较年初大幅增长118.30%，主要系公司为加强上游锂矿资源布局，投资 Minera Exar 公司及设立参股子公司 Exar Captital B.V.（以下简称“Exar Captital”）所致。

截至2018年底，公司固定资产为14.98亿元，较年初大幅增长88.33%，主要系年产2万吨单水氢氧化锂项目转固2.95亿元，年产6亿瓦时高容量锂离子动力电池项目部分转固3.36亿元所致。从公司固定资产构成来看，公司固定资产主要由房屋建筑物（占23.43%）、生产机器及设备（占46.51%）和电子及办公设备（占7.41%）和构成。公司固定资产累计计提折旧4.96亿元，固定资产成新率75.12%，成新率较高。

截至2018年底，公司在建工程账面价值为10.10亿元，较年初大幅增长32.72%，主要系公司投资建设2.5万吨电池级氢氧化锂项目、年产6亿瓦时高容量锂离子动力电池项目、全自动聚合物锂电池生产线项目、年产1.75万吨电池级碳酸锂项目以及第一代固态锂电池研发中试生产线所致。公司未计提在建工程减值准备。

截至2018年底，公司无形资产账面价值为3.13亿元，较年初增长4.83%，变化幅度不大。公司无形资产主要由土地使用权（占账面价值50.68%）、锂矿采矿权（占账面价值33.71%）和非专利技术（占账面价值11.86%）构成；公司无形资产累计摊销0.55亿元，占账面余额的14.88%。

截至2018年底，公司其他非流动资产账面价值为4.25亿元，较年初大幅增长268.65%，主要系公司给予参股企业国际锂业、美洲锂业、Exar Captital 公司财务资助及贷款，用于锂矿资源勘探及锂矿项目的开发与建设所致。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 6.27 亿元，占 2018 年底资产总额的 4.56%，受限比例较低，对流动性影响不大。

表 8　截至 2018 年底公司受限资产明细表（单位：亿元）

受限资产	受限金额	受限原因
货币资金	3.84	信用证、银行承兑汇票、保函及借款保证金
应收票据	2.43	质押开立的银行承兑汇票
合计	**6.27**	--

资料来源：公司年报

截至2019年3月底，公司资产总额137.53亿元，较年初增长1.72%，变化不大；其中流动资产占52.51%，非流动资产占47.49%，公司资产仍以流动资产为主。

总体看，2018 年，公司资产结构仍以流动资产为主，受限资产规模较小，货币资金大幅增加，存货和应收账款规模较大对运营资金造成一定占用，公司整体资产质量尚可。

2. 负债和所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 55.44 亿元，较年初大幅增长 40.13%，主要系流动负债和非流动负债均大幅增长所致；其中，流动负债 38.32 亿元（占 69.13%），非流动负债 17.11 亿元（占 30.87%），公司负债结构较年初变化不大，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 38.32 亿元，较年初大幅增长 36.17%，主要系短期借款大幅增长所致；流动负债主要由短期借款（占 34.47%）、应付票据及应付账款（占 34.42%）、应交税费（占 8.10%）和其他应付款（占 18.91%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 13.21 亿元，较年初增长 11.95%，主要系公司产业规模扩大，补充流动资金贷款所致。公司短期借款主要由质押借款（占 33.84%）、保证借款（占 37.85%）和信用借款（占 28.30%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 13.19 亿元，较年初大幅增长 168.05%，主要系应付票据和应付账款均大幅增长所致。其中，应付票据为 2.92 亿元，较年初大幅增长 265.15%，主要系公司增加票据结算方式所致；公司应付票据均为银行承兑汇票。截至 2018 年底，公司应付账款为 10.27 亿元，较年初大幅增长 149.19%，主要系公司扩大生产规模，应付货款增加所致；公司应付账款主要由应付货款（占 73.07%）和应付工程设备款（占 26.93%）构成。

截至 2018 年底，公司应交税费为 3.10 亿元，较年初减少 6.20%，主要系公司利润规模下降所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 7.25 亿元，较年初大幅增长 16.58%，主要系限售股回购义务导致的应付款增加所致。公司其他应付款主要由限售股回购义务款构成，占比为 94.56%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 17.11 亿元，较年初大幅增长 49.91%，主要系长期借款大幅增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 41.26%）、应付债券（占 41.69%）和长期应付款（占 13.48%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款为 7.06 亿元，较年初大幅增长 120.74%，主要系在建及拟建项目较多，公司增加长期借款融资所致。截至 2018 年底，公司应付债券为 7.13 亿元，较年初增长 6.93%，主要系溢折价摊销所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 30.68 亿元，较年初大幅增长 34.68%，主要系公司经营规模扩张，债务融资增加所致；其中短期债务 16.48 亿元，较年初大幅增长 27.70%，长期债务 14.20 亿

元，较年初大幅增长 43.81%；公司短期债务和长期债务的占比分别为 53.73%和 46.27%，公司债务结构仍以短期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 41.00%、27.78%和 15.11%，较年初分别下降 8.45 个百分点、8.26 个百分点和 4.52 个百分点，偿债能力指标有所改善，主要系公司发行 H 股，资本实力增强所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 55.46 亿元，较 2018 年底基本无变化；从负债结构来看，公司流动负债占比 69.01%，非流动负债占比 30.99%，公司负债结构仍以流动负债为主。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 79.77 亿元，较年初大幅增长 97.30%，主要系未分配利润和资本公积增加所致。其中，实收资本和资本公积较年初分别大幅增长 77.29%和 215.04%，主要系公司在香港发行 200,185,800 股 H 股，增加股本人民币 200,185,800.00 元，资本溢价人民币 2,618,492,426.99 元计入资本公积-股本溢价所致。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益占 99.33%，少数股东权益占 0.67%。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润的占比分别为 16.60%、45.34%和 39.42%，公司所有者权益中资本公积占比较高，权益稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 82.07 亿元，较 2018 年底增长 2.88%，其中归属于母公司所有者权益占比为 99.24%，较 2018 年底变化不大。

总体看，2018 年，公司负债和债务规模较年初均大幅增长，债务结构仍以短期债务为主，债务结构有待改善。得益于在香港发行 H 股，公司资本实力增强，偿债能力指标有所改善，所有者权益规模大幅提升，资本公积占比较高，权益稳定性尚可。

3. 盈利能力

2018 年，随着公司经营规模的持续扩张，公司实现营业收入 50.04 亿元，同比增长 14.15%，主要系公司深加工锂化合物系列产品销量大幅增加所致。受锂资源价格以及期间费用快速上升影响，2018 年，公司实现营业利润 13.71 亿元，同比下降 21.89%，实现净利润 12.24 亿元，同比下降 16.66%，其中归属于母公司所有者的净利润 12.23 亿元，同比下降 16.73%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计 5.10 亿元，同比大幅增长 81.11%，其中销售费用、管理费用、财务费用和研发费用的占比分别为 16.14%、55.53%、16.07%和 12.26%，公司费用仍以管理费用为主。2018 年，公司销售费用为 0.82 亿元，较上年大幅增长 54.78%，主要系销售区域结构变化，国外销售增长加速，销售运费及销售佣金增加所致；管理费用为 2.83 亿元，较上年大幅增长 106.81%，主要系股权激励费用增加所致；财务费用为 0.82 亿元，较上年大幅增长 53.15%，主要系汇兑损益增加所致；研发费用为 0.63 亿元，较上年大幅增长 64.71%，主要系新产品新工艺研发投入加大所致。2018 年，公司费用收入比为 8.95%，较上年上升 3.39 个百分点。总体看，公司费用控制能力有所下降，对利润产生一定侵蚀。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 1.75 亿元，较上年同期大幅下降 32.09%，主要系上年公司取得股权收益补偿，当期并无此项目所致。公司实现其他收益 1.58 亿元，较上年同期增长 154.60%，主要系政府补助规模增加所致，公司其他收益占营业利润的比重为 11.50%，较上年同期上升 7.97 个百分点，公司利润对非经常性损益的依赖程度上升较快。

盈利指标方面，在锂资源价格上涨推升成本，以及期间费用快速上升的影响下，2018 年，公司营业利润率较上年下降 3.87 个百分点至 35.49%；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 15.02%、13.64%和 20.36%，较上年分别下降 16.87 个百分点、16.63 个百分点和 24.59 个百分点，

盈利能力下降明显。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.30 亿元，净利润 2.53 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.53 亿元。

总体看，2018 年，由于销售规模扩大，公司营业收入进一步提高，但受锂资源价格上涨以及期间费用快速上升影响，公司各项盈利指标显著下降；在规模扩张过程中，公司费用控制能力有所下降。

4. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 41.82 亿元，较上年大幅增长 18.75%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2018 年，公司经营活动现金流出为 34.97 亿元，较上年大幅增长 15.87%，主要系新增新建项目投产，周转库存增加所致。综上影响，2018 年，公司经营活动现金净额为 6.85 亿元，净流入规模较上年的 5.04 亿元有所增长。2018 年，公司现金收入比率为 79.21%，较上年略升 0.22 个百分点，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 12.09 亿元，较上年大幅增长 367.35%，主要系取得投资收益收到的现金增加所致。2018 年，公司投资活动现金流出为 35.69 亿元，较上年大幅增长 224.79%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致。综上影响，2018 年，公司投资活动现金净额为-23.60 亿元，与上年的-8.40 亿元相比，净流出规模显著增长。

从筹资活动来看，2018 年，得益于公司在港股成功上市，资金筹集以吸收投资为主，全年筹资活动现金流入为 51.86 亿元，较上年增长 3.98%，主要系吸收投资收到的现金增长所致。2018 年，公司筹资活动现金流出为 24.65 亿元，较上年减少 7.00%，主要系偿还债务支付的现金下降所致。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金净额为 27.21 亿元，与上年的 23.37 亿元相比，净流入规模有所增长。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金净额为 2.34 亿元，投资活动现金净额为-6.90 亿元，筹资活动现金净额为 1.56 亿元。

总体看，2018 年，受公司经营规模扩张影响，公司经营活动现金净流入规模有所增长，但收入实现质量有待提高。公司投资活动现金需求量较大，考虑到公司尚有众多在建及拟建项目，公司存在一定资本支出压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017~2018 年，公司流动比率分别为 1.62 倍和 2.07 倍，呈上升趋势。2017~2018 年，公司速动比率分别为 1.30 倍和 1.57 倍，呈上升趋势。2017~2018 年，公司现金短期债务比分别为 2.22 倍和 2.55 倍，呈上升趋势。整体看，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 16.17 亿元，较上年减少 14.69%，主要系公司利润总额减少所致。公司 2018 年 EBITDA 主要由利润总额（占 85.76%）、计入财务费用的利息支出（占 4.99%）、折旧（占 7.92%）和摊销（占 1.33%）构成。2017~2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.83 倍和 0.53 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力下降。2017~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 39.20 倍和 20.04 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度下降。整体看，公司长期偿债能力有所下降，但仍属很强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 95.57 亿元，公司累计已使用银行授信额度

32.65 亿元，未使用授信 62.92 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为深港两地上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行出具的征信报告（编号：No.B201904080338701407），截至 2019 年 4 月 8 日，公司无已结清或未结清的不良类信贷信息。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼事项。

总体看，2018 年，公司偿债能力指标表现较好，融资渠道畅通，过往债务履约情况良好，公司整体偿债能力很强。

七、可转换公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产达 41.99 亿元，约为“赣锋转债”余额（9.28 亿元）的 4.52 倍，公司现金类资产对债券余额的覆盖程度较高；净资产达 79.77 亿元，约为“赣锋转债”余额（9.28 亿元）的 8.60 倍，公司净资产能够对“赣锋转债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 16.17 亿元，约为“赣锋转债”余额（9.28 亿元）的 1.74 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金净流入为 6.85 亿元，约为“赣锋转债”余额（9.28 亿元）的 0.74 倍，公司经营活动现金净流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司市场地位、研发能力、融资渠道、在建及拟建项目、下游市场潜力、资源储备和转股可能等因素，联合评级认为，公司对“赣锋转债”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

公司在跟踪期内，产业链不断完善，在锂资源储备、技术研发、市场地位和下游市场潜力等方面继续保持较强的竞争优势。2018 年，公司在香港成功发行 H 股，资本实力大幅增强，受益于公司新建项目投产，产能提升，产销规模有所扩大，带动营业收入稳定增长，经营现金流状况较好。同时，联合评级也关注到公司主要产品锂化合物价格波动幅度较大，下游产品易受行业政策影响，公司期间费用上升较快对利润造成侵蚀等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司产业链布局不断完善，公司发展的可持续性和整体竞争力有望提升。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，维持评级展望为“稳定”；同时维持“赣锋转债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　江西赣锋锂业股份有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	38.09	79.99	135.21	137.53
所有者权益（亿元）	24.91	40.43	79.77	82.07
短期债务（亿元）	6.44	12.91	16.48	--
长期债务（亿元）	0.56	9.87	14.20	--
全部债务（亿元）	7.00	22.78	30.68	--
营业收入（亿元）	28.44	43.83	50.04	13.30
净利润（亿元）	4.65	14.69	12.24	2.53
EBITDA（亿元）	6.46	18.95	16.17	--
经营性净现金流（亿元）	6.58	5.04	6.85	2.34
应收账款周转次数（次）	6.87	8.62	6.27	--
存货周转次数（次）	4.39	3.55	2.25	--
总资产周转次数（次）	0.90	0.74	0.47	0.10
现金收入比率（%）	110.67	78.99	79.21	108.04
总资本收益率（%）	18.01	31.90	15.02	2.29
总资产报酬率（%）	17.53	30.26	13.64	2.19
净资产收益率（%）	21.28	44.95	20.36	3.12
营业利润率（%）	33.83	39.36	35.49	20.94
费用收入比（%）	5.98	6.43	10.20	5.73
资产负债率（%）	34.61	49.45	41.00	31.17
全部债务资本化比率（%）	21.94	36.04	27.78	--
长期债务资本化比率（%）	2.20	19.62	15.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	30.77	39.20	20.04	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.92	0.83	0.53	--
流动比率（倍）	1.24	1.62	2.07	2.81
速动比率（倍）	0.79	1.30	1.57	2.10
现金短期债务比（倍）	0.52	2.22	2.55	2.50
经营现金流动负债比率（%）	55.29	17.90	17.88	9.10
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.70	2.04	1.74	--

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，除特别说明外均为人民币；3、公司 2019 年一季度相关指标未年化，财务数据未经审计。

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自有负债/自有资产×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。