东兴证券 DONGXING SECURITIES

赣锋锂业（002460）：锂价低迷拖累上半年业绩，电池业务成重要补充

2020 年 08 月 27 日

推荐/维持

赣锋锂业 | 公司报告

- **事件：**公司发布 2020 年中报。公司上半年实现营业收入 23.87 亿元，同比-15.43%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比-47.10%；归母扣非净利润 1.74 亿元，同比-54.28%；基本每股收益 0.12 元，同比-47.83%。Q2 实现营收 13.08 亿元，同比-12.36%，环比+21.25%；归母净利润 1.49 亿元，同比+245.42%，环比+1819%。
- **优质矿端资源布局继续推进：**公司持续获取上游优质锂资源，拓宽原材料渠道供应。公司计划对阿根廷 MineraExar 实施控股（51%），并进一步推进旗下 Cauchari-Olaroz 盐湖 4 万吨电池级碳酸锂项目的建设，增加低成本资源保障。当前公司共拥有锂资源量 4818 万吨，权益资源量 2059 万吨（折 LCE）。
- **综合毛利率同比下滑，公允价值变动损益影响当期净利：**公司 H1 综合毛利率同比降 5.76pct 至 19.35%，主因锂产品价格持续走低，2020H1 国内碳酸锂和氢氧化锂均价同比下降 40.1%和 44.3%，出口氢氧化锂均价下降 15.9%。公允价值变动损益-6261 万元，主要系 Pilbara 上半年股价大幅波动（Q2 较 Q1 已转回 2509 万元），对当期利润形成较大影响。
- **锂价持续低迷致锂产品板块业绩走低，出口氢氧化锂保持稳定溢价：**锂价格持续走低导致公司锂系列产品盈利能力下降，表现为该业务板块收入同比降 21.25%至 17.83 亿元，毛利下降 44.22%至 3.64 亿元，毛利率同比降 8.41pct 至 20.44%。另一方面，公司核心产品电池级氢氧化锂由于进入全球一线电池厂商及主机厂供应链，在长单定价模式下仍能获得稳定溢价，这由上半年海内外毛利率之差可以验证（国内毛利率 13.94%，海外毛利率 29.63%）。
- **锂电池板块表现抢眼：**锂电池板块营收同比+55.42%至 4.15 亿元，占总营收比重同比增 7.92pct 至 17.4%。板块业绩增长主因 TWS 电池放量，赣锋电子 TWS 电池已达到 10-12 万只/日产能，较 2019 上半年 5 万只/日已有显著提升，且未来具备进一步增产的潜力。另外，东莞赣锋 3000 万只/年全自动聚合物锂电池生产线以及赣锋电池 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目也顺利投产。预计未来 2-3 年该板块营收或保持 20%左右的复合增速。
- **中下游产能维持扩张，市占率有望进一步提升：**公司万吨锂盐改扩建项目（三期）计划于今年年底前投产，公司电池级氢氧化锂产能将达 8.1 万吨。公司拟与江特电机签订锂盐生产线合作协议，将于 2020 年 10 月 1 日起至 2023 年 3 月 31 日全权接管江特旗下年产 2.5 万吨碳酸锂和 5000 吨氢氧化锂生产线。按满产计算，2020-2022 年净收入合计约 37 亿元（扣除 1.92 亿元合作管理费），对整体业绩产生积极影响。
- **盈利预测及评级：**锂行业供需格局已边际改善。供给方面，西澳矿山处于去库状态，南美盐湖扩产项目延期，整体新增供应显著放缓；需求方面，欧洲新能源市场维持高增长态势，国内市场亦逐步改善。当前碳酸锂价格已进入辉石提锂的成本区间，下行空间有限，Q3 起锂价有望筑底回升。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入为 56.26/80.87/96.93 亿元，归母净利润 3.55/7.82/13.05 亿元，EPS 分别为 0.27/0.61/1.01 元，对应 PE 为 179/81/49 倍，考虑到新能源行业成长空间和公司行业龙头地位，**维持“推荐”评级**。
- **风险提示：**下游需求不及预期；锂价持续低迷；项目投产不及预期，运输风险。

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,003.88	5,341.72	5,625.66	8,087.56	9,693.45
增长率（%）	14.15%	6.75%	5.32%	43.76%	19.86%
归母净利润（百万元）	1,223.29	358.07	355.09	782.09	1,305.29
增长率（%）	-16.66%	-71.13%	0.48%	120.25%	66.90%
净资产收益率（%）	15.44%	4.29%	4.19%	8.51%	12.68%
每股收益	1.07	0.28	0.27	0.61	1.01
PE	46.01	175.82	179.21	81.37	48.75
PB	8.17	7.62	7.50	6.93	6.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是全球领先的锂化合物生产商及金属锂生产商，业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及回收等价值链的各重要环节。

交易数据

52 周股价区间（元）	49.23-21.82
总市值（亿元）	636.46
流通市值（亿元）	394.5
总股本/流通 A 股（万股）	129283/80133
流通 B 股/H 股（万股）	/20019
52 周日均换手率	4.74

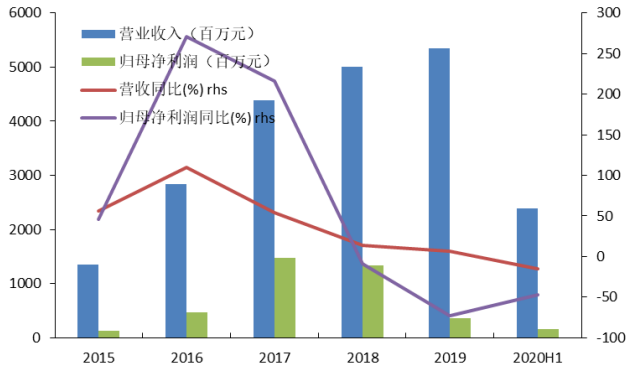
52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

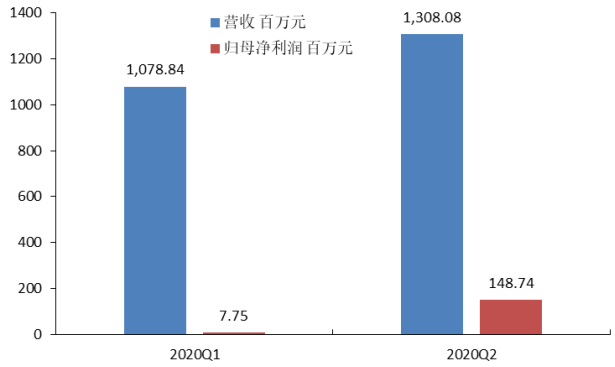
分析师：郑闵钢
010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com
执业证书编号: S1480510120012
分析师：胡道恒
021-25102923 hudh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519080001
研究助理：张天丰
021-25102914 tfzhang901@126.com
执业证书编号: S1480118100014

图1：营收及归母净利润变动（2015-2020H1）



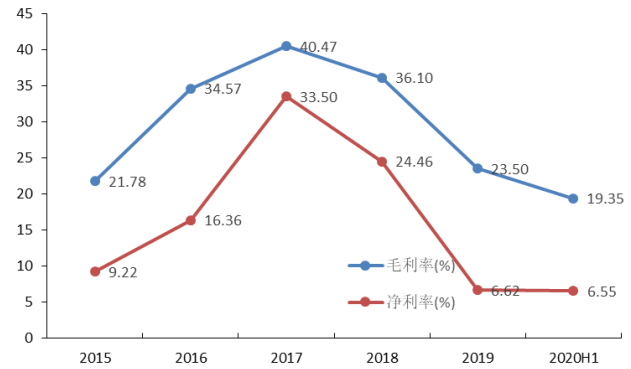
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：Q2 净利润环比改善



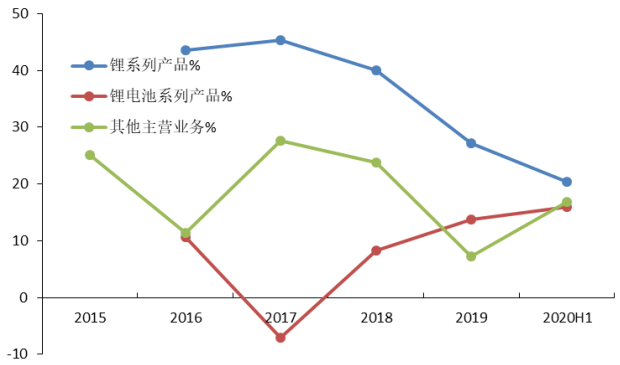
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：毛利率及净利率变化（2015-2020H1）



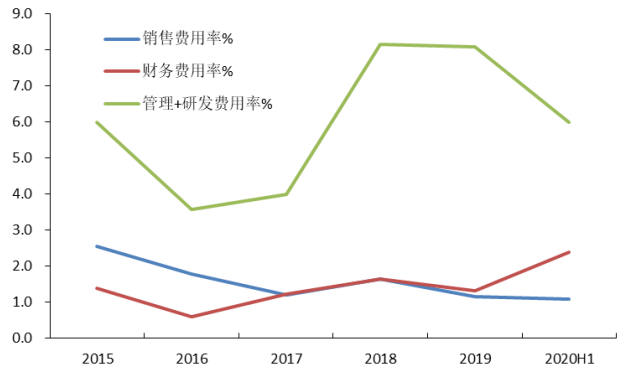
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：分产品毛利率变动情况（2015-2020H1）



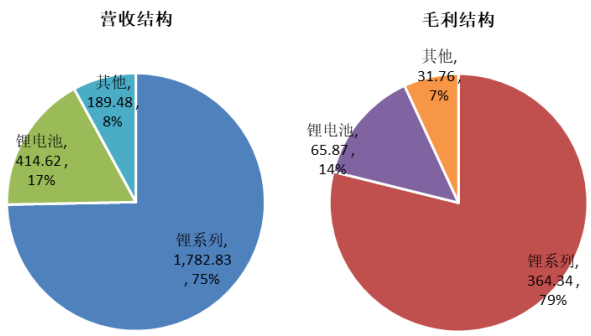
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：期间费率变动（2015-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：2020H1 营收及毛利结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	7915	5717	7471	10475	12069	**营业收入**	5004	5342	5626	8088	9693
货币资金	3602	1700	2250	3235	3877	**营业成本**	3197	4086	4500	6084	6780
应收账款	1002	915	1079	1551	1593	营业税金及附加	31	25	28	40	48
其他应收款	334	24	26	37	44	营业费用	82	63	84	121	145
预付款项	310	230	410	654	925	管理费用	283	273	309	445	533
存货	1905	2334	2712	3334	3715	财务费用	82	70	183	277	350
其他流动资产	151	282	311	557	717	研发费用	63	80	68	97	116
非流动资产合计	5606	8496	8220	8515	8682	资产减值损失	4.70	-43.24	40.00	40.00	40.00
长期股权投资	1736	3680	3753	3828	3905	公允价值变动收益	-219.54	-395.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	1498	2070	2222	2351	2422	**投资净收益**	174.84	162.17	0.00	0.00	0.00
无形资产	313	348	378	414	464	加：其他收益	157.56	54.82	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	425	968	400	400	400	营业利润	1371	475	463	1033	1730
资产总计	13521	14213	15692	18990	20752	**营业外收入**	20.88	3.28	30.00	30.00	30.00
流动负债合计	3832	3259	4635	7205	7841	营业外支出	4.86	4.13	20.00	20.00	20.00
短期借款	1321	1131	1897	3836	4131	**利润总额**	1387	474	473	1043	1740
应付账款	1027	914	1233	1667	1857	所得税	163	121	118	261	435
预收款项	0	0	56	137	234	净利润	1224	353	355	782	1305
一年内到期的非流	35	843	650	600	550	少数股东损益	1	-5	0	0	0
非流动负债合计	1711	2544	2520	2544	2561	归属母公司净利润	1223	358	355	782	1305
长期借款	706	1430	1430	1430	1430	**主要财务比率**					
应付债券	713	762	762	762	762		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	5544	5803	7155	9749	10402	**成长能力**					
少数股东权益	54	55	55	55	55	营业收入增长	14.15%	6.75%	5.32%	43.76%	19.86%
实收资本（或股本）	1315	1293	1293	1293	1293	营业利润增长	-21.89%	-65.32%	-2.49%	122.84%	67.55%
资本公积	3593	3181	3181	3181	3181	归属于母公司净利	-16.73%	-70.73%	-0.83%	120.25%	66.90%
未分配利润	3123	3169	3489	4153	5158	**获利能力**					
归属母公司股东权	7924	8355	8482	9186	10295	毛利率(%)	36.10%	23.50%	20.01%	24.77%	30.06%
负债和所有者权益	13521	14213	15692	18990	20752	净利率(%)	24.46%	6.62%	6.31%	9.67%	13.47%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）		9.05%	2.52%	2.26%	4.12%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	15.44%	4.29%	4.19%	8.51%	12.68%
经营活动现金流	685	669	390	28	1440	**偿债能力**					
净利润	1224	353	355	782	1305	资产负债率(%)	41%	41%	46%	51%	50%
折旧摊销	149.52	226.58	222.97	264.50	306.70	流动比率	2.07	1.75	1.61	1.45	1.54
财务费用	82	70	183	277	350	速动比率	1.57	1.04	1.03	0.99	1.07
应收账款减少	-495	87	-163	-472	-42	**营运能力**					
预收帐款增加	-101	0	56	81	97	总资产周转率	0.47	0.39	0.38	0.47	0.49
投资活动现金流	-2360	-2823	-30	-660	-576	应收账款周转率	7	6	6	6	6
公允价值变动收益	-220	-395	0	0	0	应付账款周转率	6.96	5.50	5.24	5.58	5.50
长期投资减少	0	0	-74	-75	-77	**每股指标（元）**					
投资收益	175	162	0	0	0	每股收益(最新摊	1.07	0.28	0.27	0.61	1.01
筹资活动现金流	2721	241	191	1617	-222	每股净现金流(最	0.80	-1.48	0.43	0.76	0.50
应付债券增加	46	49	0	0	0	每股净资产(最新	6.03	6.46	6.56	7.11	7.96
长期借款增加	386	724	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	573	-22	0	0	0	P/E	46.01	175.82	179.21	81.37	48.75
资本公积增加	2452	-412	0	0	0	P/B	8.17	7.62	7.50	6.93	6.18
现金净增加额	1046	-1913	550	985	642	EV/EBITDA	39.99	85.98	64.89	42.63	27.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。