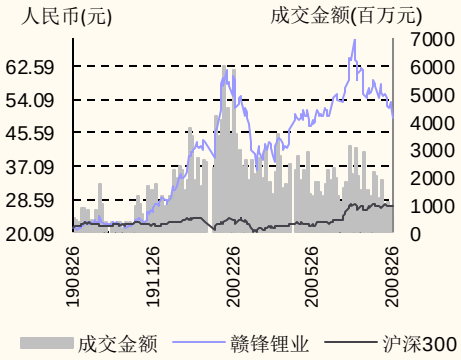
赣锋锂业 (002460.SZ) 增持（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：49.23 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.93
已上市流通 A 股(亿股)	8.01
流通港股(亿股)	2.00
总市值(亿元)	636.46
年内股价最高最低(元)	58.77/49.23
沪深 300 指数	4706
中小板综	12711



相关报告

1.《量价齐跌盈利下滑，Q2 或迎业绩拐点-赣锋锂业 1Q20 季报点评》，2020.4.30

2.《锂价下跌影响业绩，产业版图持续完善-赣锋锂业 19 年年报点评》，2020.4.24

3.《全球锂业龙头初长成-赣锋锂业跟踪报告》，2019.12.30

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

Q2 业绩大幅增长，垂直生态链进一步完善

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.930	0.277	0.496	0.838	1.176
每股净资产(元)	6.03	6.46	6.96	7.79	8.97
每股经营性现金流(元)	0.52	0.48	1.47	0.78	1.18
市盈率(倍)	23.74	125.73	99.18	58.74	41.86
净利润增长率(%)	-16.73%	-70.73%	79.22%	68.85%	40.32%
净资产收益率(%)	15.44%	4.29%	7.14%	10.75%	13.11%
总股本(百万股)	1,315.08	1,292.60	1,292.83	1,292.83	1,292.83

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 2020 年中报，实现营收 23.87 亿元，同比-15.43%；归母净利润 1.56 亿元，同比-47.10%，**与此前预告的盈利 1.4-2.0 亿元相符**；扣非净利 1.74 亿元，同比-54.28%。其中 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+1820%。

经营分析

- **锂价下跌拖累业绩，Q2 单季业绩大幅改善。**1）锂盐价格骤降，Q2 摆脱疫情影响产销恢复。1H20 碳酸锂/氢氧化锂均价分别同比下跌 40%/44%，同时疫情造成部分产线于 2 月份停工停产，生产及销售受到较大影响。但 Q2 已恢复常态，收入及业绩大幅上升。2）公允价值变动及信用减值侵蚀利润。报告期内，公司参股的 Pilbara 的股价下跌造成约 6261 万元的公允价值变动损失。但澳矿已触及现金成本线，继续下跌空间不大，且 Pilbara 股价已先于锂精矿价格见底回升（Q2 单季录得 51.5%的涨幅）。此外，公司计提了 6386 万元债权投资减值损失，并收到约 3000 万元政府补助。
- **上下游布局持续推进，赣锋垂直生态链不断完善。**1）报告期内，公司对 Minera Exar 实现增资，持股比例提升至 51%并将实现并表，Cauchari-Olaroz 盐湖项目建设料将加速推进。公司权益锂资源量超过 2000 万吨 LCE。2）公司 5 万吨氢氧化锂项目有望于 2020 年底前投产，届时将形成 4.05 万吨碳酸锂、8.1 万吨氢氧化锂以及 1600 吨金属锂产能。此外，公司与江特电机签订协议，获得 2.5 万吨碳酸锂和 5000 吨氢氧化锂产线运营权及收益权。产能快速扩张有望继续提升公司市场份额，龙头地位进一步增强。3）赣锋电子 TWS 电池达到日产 10-12 万只，锂电池 1H20 实现收入 4.15 亿元，占比同比+7.92pct 至 17.37%，毛利率提升至 15.9%。
- **锂价处于底部区域，下跌空间有限；优质氢氧化锂溢价有望持续。**目前锂价已跌至历史底部，甚至已跌破部分在产矿山现金成本，继续下跌空间有限。虽然行业总体尚处于过剩状态，但优质氢氧化锂景气度仍较高。考虑龙头车企对氢氧化锂品质、稳定性等要求较高，对价格敏感性较低，叠加高端车型放量，优质氢氧化锂全年或延续紧俏状态，溢价有望维持。

盈利调整和投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.42/10.84/15.20 亿元，同比+79.5%/+68.9%/+40.2%，维持“增持”评级。

风险提示

- 供给超预期风险；政策及库存等因素变化的风险；疫情影响超预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,383**	**5,004**	**5,342**	**6,038**	**6,920**	**7,878**
增长率		14.2%	6.8%	13.0%	14.6%	13.8%
主营业务成本	-2,609	-3,197	-4,086	-4,616	-4,921	-5,400
%销售收入	59.5%	63.9%	76.5%	76.5%	71.1%	68.5%
毛利	1,774	1,807	1,256	1,422	1,999	2,478
%销售收入	40.5%	36.1%	23.5%	23.5%	28.9%	31.5%
营业税金及附加	-49	-31	-25	-24	-28	-32
%销售收入	1.1%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-53	-82	-63	-97	-111	-126
%销售收入	1.2%	1.6%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-175	-283	-273	-332	-381	-457
%销售收入	4.0%	5.7%	5.1%	5.5%	5.5%	5.8%
研发费用	0	-63	-80	-78	-90	-102
%销售收入	0.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润（EBIT）	1,497	1,348	816	890	1,390	1,761
%销售收入	34.2%	26.9%	15.3%	14.7%	20.1%	22.4%
财务费用	-54	-82	-70	-237	-356	-388
%销售收入	1.2%	1.6%	1.3%	3.9%	5.1%	4.9%
资产减值损失	-30	-5	-43	-2	-3	0
公允价值变动收益	21	-220	-395	52	151	286
投资收益	257	175	162	52	92	129
%税前利润	14.8%	12.6%	34.2%	6.8%	7.2%	7.2%
营业利润	1,755	1,371	475	755	1,275	1,789
营业利润率	40.0%	27.4%	8.9%	12.5%	18.4%	22.7%
营业外收支	-16	16	-1	0	0	0
税前利润	1,738	1,387	474	755	1,275	1,789
利润率	39.7%	27.7%	8.9%	12.5%	18.4%	22.7%
所得税	-270	-163	-121	-113	-191	-268
所得税率	15.5%	11.7%	25.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,469	1,224	353	642	1,084	1,520
少数股东损益	0	1	-5	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,469**	**1,223**	**358**	**642**	**1,084**	**1,520**
净利率	33.5%	24.4%	6.7%	10.6%	15.7%	19.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,469	1,224	353	642	1,084	1,520
少数股东损益	0	1	-5	0	0	0
非现金支出	138	154	270	267	286	314
非经营收益	-166	48	394	94	-37	-254
营运资金变动	-937	-741	-392	894	-320	-52
经营活动现金净流	**504**	**685**	**626**	**1,897**	**1,013**	**1,529**
资本开支	-350	-1,191	-814	-386	-131	-575
投资	-508	-632	-1,971	52	151	286
其他	18	-537	-37	52	92	129
投资活动现金净流	**-840**	**-2,360**	**-2,823**	**-282**	**113**	**-160**
股权募资	588	2,958	6	0	0	0
债权募资	1,883	495	1,322	-348	-675	-1,084
其他	-139	-725	-1,065	-219	-208	-162
筹资活动现金净流	**686**	**345**	**-81**	**947**	**-87**	**-632**
现金净流量	**490**	**193**	**-479**	**385**	**176**	**25**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,237	3,602	1,700	2,748	2,991	3,115
应收款项	967	1,754	1,158	1,582	1,775	1,977
存货	915	1,905	2,334	2,426	2,422	2,451
其他流动资产	448	654	525	536	622	703
流动资产	4,568	7,915	5,717	7,292	7,810	8,245
%总资产	57.1%	58.5%	40.2%	45.8%	48.0%	48.6%
长期投资	1,387	2,179	4,067	4,067	4,067	4,067
固定资产	1,574	2,595	2,982	3,168	3,214	3,510
%总资产	19.7%	19.2%	21.0%	19.9%	19.7%	20.7%
无形资产	345	380	429	424	414	405
非流动资产	3,431	5,606	8,496	8,625	8,473	8,734
%总资产	42.9%	41.5%	59.8%	54.2%	52.0%	51.4%
资产总计	**7,999**	**13,521**	**14,213**	**15,917**	**16,283**	**16,980**
短期借款	1,211	1,356	1,974	1,969	1,294	210
应付款项	1,218	2,051	1,080	2,391	2,240	2,397
其他流动负债	386	425	205	317	426	530
流动负债	2,814	3,832	3,259	4,677	3,960	3,136
长期贷款	320	706	1,430	1,430	1,430	1,430
其他长期负债	822	1,005	1,114	763	762	762
负债	**3,956**	**5,544**	**5,803**	**6,870**	**6,152**	**5,329**
普通股股东权益	**4,037**	**7,924**	**8,355**	**8,992**	**10,075**	**11,596**
其中：股本	742	1,315	1,293	1,293	1,293	1,293
未分配利润	1,949	3,123	3,169	3,811	4,894	6,415
少数股东权益	6	54	55	55	55	55
负债股东权益合计	**7,999**	**13,521**	**14,213**	**15,917**	**16,283**	**16,980**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.980	0.930	0.277	0.496	0.838	1.176
每股净资产	5.443	6.025	6.464	6.956	7.795	8.971
每股经营现金净流	0.679	0.521	0.484	1.467	0.784	1.183
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	36.39%	15.44%	4.29%	7.14%	10.75%	13.11%
总资产收益率	18.37%	9.05%	2.52%	4.03%	6.65%	8.95%
投入资本收益率	20.06%	11.06%	4.83%	5.73%	8.68%	10.65%
增长率						
主营业务收入增长率	54.12%	14.15%	6.75%	13.04%	14.60%	13.84%
EBIT增长率	84.97%	-9.98%	-39.47%	9.16%	56.06%	26.72%
净利润增长率	216.36%	-16.73%	-70.73%	79.22%	68.85%	40.32%
总资产增长率	110.02%	69.03%	5.12%	11.99%	2.30%	4.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.6	55.1	65.5	68.0	66.0	64.0
存货周转天数	101.4	160.9	189.3	192.0	180.0	166.0
应付账款周转天数	48.3	82.1	86.7	90.0	80.0	76.0
固定资产周转天数	66.2	109.3	141.5	122.5	98.7	91.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.70%	-12.78%	29.18%	15.48%	4.76%	-6.22%
EBIT利息保障倍数	41.6	13.1	0.0	2.8	2.4	2.9
资产负债率	48.76%	44.96%	49.26%	62.87%	60.40%	52.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-18	中性	27.81	27.64～27.64
2	2018-10-11	中性	28.89	N/A
3	2019-03-29	中性	26.71	N/A
4	2019-04-30	中性	24.30	N/A
5	2019-12-30	增持	34.18	39.00～39.00
6	2020-04-24	增持	41.30	N/A
7	2020-04-30	增持	42.88	N/A

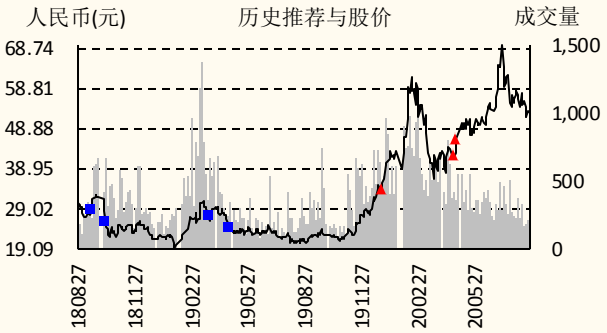
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH