

分析师: 牟国洪  
 执业证书编号: S0730513030002  
 mough@ccnew.com 021-50586980

## 公允价值变动影响净利润, 预计 20 年高增长

### ——赣锋锂业 (002460) 公司点评报告

## 证券研究报告-公司点评报告

增持 (维持)

发布日期: 2020 年 03 月 02 日

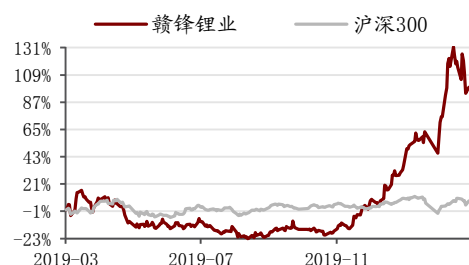
### 市场数据 (2020-03-02)

收盘价(元)	53.30
一年内最高/最低(元)	64.26/20.13
沪深 300 指数	4069.67
市净率(倍)	8.93
流通市值(亿元)	419.07

### 基础数据 (2019-9-30)

每股净资产(元)	6.12
每股经营现金流(元)	0.18
毛利率(%)	23.90
净资产收益率-摊薄(%)	4.06
资产负债率(%)	41.56
总股本/流通股(万股)	129260.02/80056.32
B 股/H 股(万股)	0/20018.58

### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

- 《赣锋锂业(002460)公司点评报告: 再签优质客户, 关注合同执行和价格走势》 2019-04-08
- 《赣锋锂业(002460)中报点评: 业绩符合预期 关注行业价格走势》 2018-08-21
- 《赣锋锂业(002460)年报点评: 业绩符合预期 关注固态锂电池项目进展》 2018-04-02

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

事件: 2 月 28 日, 公司公布 2019 年业绩快报。

### 投资要点:

- **公司业绩基本符合预期。**2019 年, 公司实现营收 52.82 亿元, 同比增长 5.56%; 营业利润 4.86 亿元, 同比大幅下降 64.57%; 净利润 3.56 亿元, 同比下降 70.88%, 基本每股收益 0.28 元。公司净利润下滑主要原因为两点: 一是锂盐价格同比大幅下降影响公司利润增长; 二是持有的金融资产股票价格下跌, 导致公允价值变动损失 39516.01 万元。
- **公司锂相关产品行业地位显著, 价跌致 19 年下半年营收增速回落。**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, 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, 产业链协同优势显著。截止 18 年底, 公司碳酸锂和氢氧化锂有效产能分别为 2.3 万吨和 1.6 万吨; 2018 年, 公司产品折合碳酸锂当量合计 4.30 万吨, 同比增长 16.18%。19 年上半年, 公司锂系列产品合计营收 22.64 亿元, 同比增长 16.32%, 下半年营收增速下滑主要系锂相关产品价格在 19 年下半年继续下行所致。19 年上半年, 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, 产品通过新老客户认证; 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。
- **碳酸锂和氢氧化锂价格基本触底, 预计 2020 年将稳中有升。**受供需格局等多因素影响, 2018 年以来主要锂相关产品价格总体下行, 如电池级碳酸锂价格由 18 年初的 17 万元/吨大幅跌至 2019 年底的 5 万元/吨, 氢氧化锂价格趋势总体相同。2020 年以来, 电池级碳酸锂和氢氧化锂价格均呈现触底迹象, 截止 2 月 28 日: 电池级碳酸锂价格为 4.85 万元/吨, 较 2020 年以来的最低价格 4.75 万元/吨略有回升; 氢氧化锂价格为 5.80 万元/吨, 较 2020 年以来的最低价格上涨 3.11%。结合下游需求、行业供需格局和上游原材料成本, 总体预计电池级碳酸锂和氢氧化锂价格已基本触底, 后续有望稳中略升。
- **重点关注公司重大合同和战略协议执行进展。**2018 年下半年以来, 公司相继与 LG 化学、特斯拉、德国宝马、德国大众等签署了重大合同或战略合作协议 (详见表 3), 其中公司与特斯拉签订的战略合作协议约定自 2018 年至 2020 年, 特斯拉指定其电池供货商向公司及赣锋锂业全资子公司赣锋国际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%。可见, 上述系列合同或战略合作协议的执行将对公司未来业绩产生积极影响, 后续积极关注相关合同或战略

- **新能源汽车行业景气度持续向上。**2013-2018年，我国新能源汽车销售总体持续高增长，其中2018年合计销量大幅增至124.67万辆，同比大幅增长62.38%，合计占比4.43%，占比较17年提升了1.78个百分点；2019年我国新能源汽车合计销120.59万辆，同比下降3.27%，合计占比4.71%，占比较19年提升了0.28个百分点，但增速为近年来首次下降，销量总体不及预期，主要系补贴下调对市场产生较大影响。预计2020年我国新能源汽车行业景气度将持续向上，其中特斯拉上海超级工厂进展略超预期将提升行业关注度，且我国新能源汽车行业政策总体持续偏暖，后续积极关注2020年补贴政策。
- **关注公司固态锂电池技术进展。**目前，动力电池技术体系主要包括磷酸铁锂和三元正极材料。就动力电池行业而言，总体要兼顾能量密度、安全性和经济成本等，但高能量密度总体为发展趋势，其中固态电池为方向之一。17年12月底，公司公告投资2.5亿元建设“一条年产亿瓦时级的第一代固态锂电池研发中试生产线”，并设置了分期业绩考核指标。目前，公司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，公司投资建设的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年下半年建成投产，将加速固态锂电池技术的商业化进程。同时，要积极关注特斯拉上海超级工厂后续电池技术动态和相关进展。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司2020-2021年全面摊薄后的EPS分别为0.78元与1.03元，按3月2日53.30元收盘价计算，对应的PE分别为68.1倍与51.6倍。目前估值相对行业水平略高，考虑行业前景和公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；我国新能源汽车销量低于预期；盐湖提锂技术进展高于预期；行业价格大幅波动；汇兑损失。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,383	5,004	5,282	5,705	7,035
增长比率(%)	54.1	14.2	5.6	8.0	23.3
净利润(百万元)	1,469	1,223	356	1,012	1,334
增长比率(%)	216.4	-16.7	-70.9	183.8	31.9
每股收益(元)	1.14	0.95	0.28	0.78	1.03
市盈率(倍)	46.9	56.3	193.3	68.1	51.6

资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 公司主营产品产能、产量概况(单位: 吨)

产品名称	2017年					2018年				
	设计产能	有效产能	实际产出		利用率	设计产能	有效产能	实际产出		利用率
			实际产量	折碳酸锂当量				实际产量	折碳酸锂当量	
碳酸锂	23,000	18,500	18,298.41	18,298.41	98.9%	40,500	23,000	16,324.92	16,324.92	70.98%(1)
氢氧化锂	8,000	8,000	6,916.64	6,093.23	86.5%	31,000	16,000	14,736.28	12,981.97	92.1%
金属锂	1,500	1,500	1,384.14	—	92.3%	1,600	1,600	1,519.44	—	94.97%
其他				12,014.94					12,991.12	
合计				36,406.58					42,298.01	

注 1: 公司充分发挥柔性生产线优势, 2018 年根据碳酸锂市场变化情况, 主动减少了碳酸锂的产量, 同时增加了氢氧化锂的产量  
资料来源: 中原证券, 公司公告

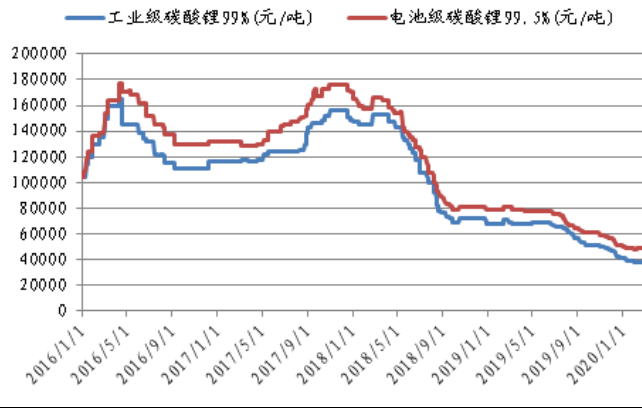
表 2: 公司全球锂资源概况

矿产资源	收购日期	股权比例	地点	资源类别	锂资源量 (万吨LCE)	品位(氧化锂 平均品位)/浓 度(毫克/升)
投产						
Mount Marion	2015年	43.1%	澳洲 Kalgoorlie	锂辉石	270(1)	1.37%
Pilgangoora	2017年	4.3%	澳洲皮尔巴拉	锂辉石	708(1)	1.27%
宁都河源	2016年	100.0%	江西赣州	锂辉石	10(2)	1.03%
开发中						
Mariana	2014年	82.75%	阿根廷萨而塔 省	卤水	190(3)	306
Cauchari-Ola roz	2017年	37.5%	阿根廷胡胡伊 省	卤水	1180(3)	585
Avalonia	2012年	55.0%	爱尔兰Carlow	锂辉石	—(4)	—(4)
探矿权						
青海省茫崖行 委凤凰台地区 深层卤水锂矿 预查探矿权	2019年	70%	青海省	卤水	—(5)	—(5)

注: 1) 根据JORC标准计量; 2) 根据中国国家标准计量; 3) 根据CIM指引(NI43-101)计量; 4) Avalonia 目前处于勘探初期, 尚无锂资源储量数据; 5) 取得预查探矿权, 尚未进行勘探, 尚无锂资源储量数据

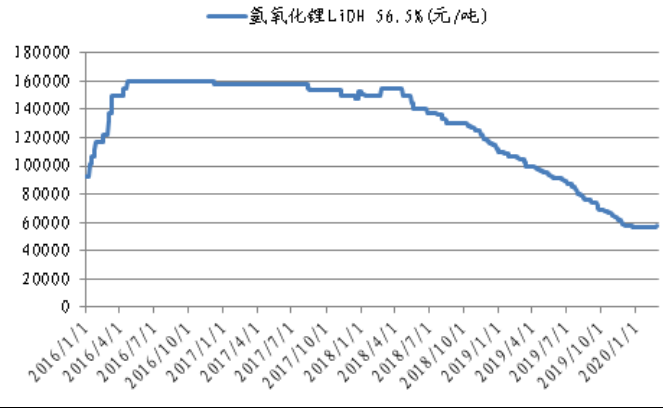
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 1: 2016-20 年碳酸锂价格曲线



资料来源: 百川资讯, 中原证券

图 2: 2016-20 年氢氧化锂价格曲线



资料来源: 百川资讯, 中原证券

表 3: 18 年以来公司签署重大合同及战略合作协议概况

日期	合作方/合作性质	主要内容
2018.08.14	LG 化学/《供货合同》	1、合同标的: 氢氧化锂; 2、合同标的销售数量及价格: 氢氧化锂的基础销售数量为 47,600 吨, 价格依据市场价格变化调整; 3、合同生效时间: 2018 年 8 月 14 日; 4、合同履行期限: 自 2019 年 1 月 1 日起至 2022 年 12 月 31 日; 5、除非合同任何一方提前六个月书面通知另一方其不会于 2022 年 12 月 31 日后展期, 该合同到期后展期五年
2018.09.20	特斯拉/《战略合作协议》	1、合同标的: 电池级氢氧化锂; 2、合同标的数量及金额: 电池级氢氧化锂的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; 3、合同履行期限: 自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日(可延期三年); 4、合同生效条件: 自双方盖章并由法定代表人或授权代表签字之日起生效
2018.09.28	德国宝马/《战略合作协议》	1、合同标的: 锂化工产品 2、合同标的销售数量及价格: 具体数量和产品品种按客户要求 发货, 价格依据市场价格变化调整 3、合同生效时间: 自双方盖章并由法定代表人或授权代表签字 之日起生效 4、合同履行期限: 未来五年(双方协商确认后 可展期三年)
2018.11.09	Altura/《包销协议》	1、协议标的: 6%的锂精矿; 2、协议标的数量: 第一合同年(从合同生效日期开始算起到 2018 年 12 月 31 日), 最少包销 8000 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 70000 吨 6%的锂精矿。公司可选择在 Altura 一期产能的范围内增加采购量, 在 Altura 二期产能的 50%范围内增加采购量; 3、协议标的金额: 包销协议的最低价格为每吨 550 美元(离岸价)(以 6%氧化锂含量为基础), 最高价格为每吨 950 美元(离岸价)(以 6%氧化锂含量为基础); 后续季度的价格按照碳酸锂与氢氧化锂货到中国的进口价格涨跌进行波动调整; 4、协议履行期限: 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); 5、协议生效时间: 自双方盖章并由法定代表人或授权代表

		签字之日起生效；6、其他：公司预付 2019 年货款 1100 万美元
2019.04.07	德国大众/ 《战略合作 备忘录》	1、公司未来十年将向德国大众及其供应商供应锂化工产品。2、双方建立长期战略合作关系，将对德国大众的电动汽车计划产能和成本提供锂关键原材料的安全供应保障，是德国大众汽车电子原材料团队进行广泛市场分析的结果。3、在锂材料供应协议之外，德国大众还将与公司在电池回收和固态电池等未来议题上进行合作
2019.05.21	Bacanora / 《战略合作 意向书》	公司拟与 Bacanora 及其旗下 Sonora Lithium Ltd 进行战略投资与合作，主要内容如下：1) 以非公开配售的方式以及每股 25 便士的价格认购 Bacanora 29.99% 的股份，合计拟交易金额为 14,400,091 英镑。在非公开配售完成后，赣锋锂业将有权提名一名董事进入 Bacanora 的董事会；2) 对 Sonora Lithium Ltd 进行项目公司层面投资，获得其 22.5% 的股权，该投资拟以非公开配售的形式及每股 25 便士的价格，合计 7,563,649 英镑的价格完成，且在未来自赣锋锂业有选择权将该项目持股比例增加至不超过 50%。在非公开配售完成后，GFL 将有权提名一名董事进入 Sonora 项目公司的董事会；3) 战略投资完成后，赣锋锂业取得包销权对 Sonora 项目一期的 50% 锂产品产出进行包销，且赣锋锂业将拥有选择权增加其项目二期锂产品包销量至 75%。4) 此外公司将协助 Bacanora 完成项目层面的 EPC 工程设计，以及 Sonora 项目的后续建设和调试。
2019.12.11	德国宝马/ 《长期供货 协议》	近日，公司及全资子公司赣锋国际与德国宝马签订《长期供货协议》，确定了公司及赣锋国际将于 2020 年-2024 年（之后双方同意可延长）向德国宝马指定的电池或正极材料供货商供应锂化工产品的品种和具体数量，价格依据市场价格变化调整。双方建立长期战略合作关系，满足了德国宝马对电池生产的锂关键原材料的需求，对德国宝马的电动汽车的产能和成本提供锂关键原材料的安全供应保障。

资料来源：中原证券，公司公告

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4568</b>	<b>7915</b>	<b>6791</b>	<b>6962</b>	<b>7673</b>
现金	2237	3602	3441	2270	2800
应收票据及应收账款	945	1406	1076	1604	1701
其他应收款	22	348	42	380	141
预付账款	190	310	218	352	351
存货	915	1905	1669	2012	2336
其他流动资产	258	344	344	344	344
<b>非流动资产</b>	<b>3431</b>	<b>5606</b>	<b>6710</b>	<b>7834</b>	<b>9298</b>
长期投资	795	1736	2775	3814	4853
固定资产	795	1498	1680	1831	2187
无形资产	299	338	372	413	438
其他非流动资产	1542	2035	1884	1777	1820
<b>资产总计</b>	<b>7999</b>	<b>13521</b>	<b>13501</b>	<b>14796</b>	<b>16971</b>
<b>流动负债</b>	<b>2814</b>	<b>3832</b>	<b>4124</b>	<b>4950</b>	<b>6282</b>
短期借款	1180	1321	1321	2060	2678
应付票据及应付账款	492	1319	976	1388	1405
其他流动负债	1142	1192	1827	1503	2198
<b>非流动负债</b>	<b>1142</b>	<b>1711</b>	<b>1438</b>	<b>1167</b>	<b>966</b>
长期借款	987	1420	1146	875	675
其他非流动负债	154	292	292	292	292
<b>负债合计</b>	<b>3956</b>	<b>5544</b>	<b>5562</b>	<b>6117</b>	<b>7248</b>
少数股东权益	6	54	54	94	145
股本	742	1315	1315	1315	1315
资本公积	1140	3593	3593	3593	3593
留存收益	2179	3466	3721	4517	5538
归属母公司股东权益	4037	7924	7886	8585	9578
<b>负债和股东权益</b>	<b>7999</b>	<b>13521</b>	<b>13501</b>	<b>14796</b>	<b>16971</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>504</b>	<b>685</b>	<b>1852</b>	<b>-244</b>	<b>1925</b>
净利润	1469	1224	357	1052	1385
折旧摊销	108	150	174	208	254
财务费用	54	82	99	139	200
投资损失	-257	-175	-176	-194	-213
营运资金变动	-930	-916	1004	-1259	509
其他经营现金流	61	320	395	-190	-210
<b>投资活动现金流</b>	<b>-840</b>	<b>-2360</b>	<b>-1498</b>	<b>-948</b>	<b>-1295</b>
资本支出	353	1198	65	85	424
长期投资	-489	-632	-1039	-1045	-1039
其他投资现金流	-976	-1794	-2472	-1908	-1910
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2337</b>	<b>2721</b>	<b>-516</b>	<b>-718</b>	<b>-720</b>
短期借款	741	141	0	0	0
长期借款	931	432	-274	-271	-201
普通股增加	-11	573	0	0	0
资本公积增加	428	2452	0	0	0
其他筹资现金流	247	-878	-242	-447	-519
<b>现金净增加额</b>	<b>1996</b>	<b>1053</b>	<b>-161</b>	<b>-1910</b>	<b>-89</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4383</b>	<b>5004</b>	<b>5282</b>	<b>5705</b>	<b>7035</b>
营业成本	2609	3197	4052	4174	4930
营业税金及附加	49	31	32	35	43
营业费用	53	82	87	94	116
管理费用	175	283	293	311	382
研发费用	0	63	63	66	77
财务费用	54	82	99	139	200
资产减值损失	30	5	-3	3	4
其他收益	62	158	46	43	40
公允价值变动收益	21	-220	-395	190	210
投资净收益	257	175	176	194	213
资产处置收益	0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1755</b>	<b>1371</b>	<b>486</b>	<b>1310</b>	<b>1746</b>
营业外收入	0	21	1	1	1
营业外支出	16	5	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>1738</b>	<b>1387</b>	<b>485</b>	<b>1309</b>	<b>1745</b>
所得税	270	163	128	258	359
<b>净利润</b>	<b>1469</b>	<b>1224</b>	<b>357</b>	<b>1052</b>	<b>1385</b>
少数股东损益	-0	1	0	40	51
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1469</b>	<b>1223</b>	<b>356</b>	<b>1012</b>	<b>1334</b>
EBITDA	1916	1602	675	1568	2092
EPS (元)	1.14	0.95	0.28	0.78	1.03

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	54.1	14.2	5.6	8.0	23.3
营业利润 (%)	204.7	-21.9	-64.6	169.8	33.2
归属母公司净利润 (%)	216.4	-16.7	-70.9	183.8	31.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	40.5	36.1	23.3	26.8	29.9
净利率 (%)	33.5	24.4	6.7	17.7	19.0
ROE (%)	36.3	15.3	4.5	12.1	14.2
ROIC	24.1	11.7	3.4	9.0	10.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.5	41.0	41.2	41.3	42.7
净负债比率 (%)	1.3	-6.7	-5.0	14.3	11.9
流动比率	1.6	2.1	1.6	1.4	1.2
速动比率	1.2	1.4	1.2	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.8	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	6.0	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.14	0.95	0.28	0.78	1.03
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.17	0.24	1.43	-0.19	1.49
每股净资产 (最新摊薄)	2.96	5.97	5.94	6.48	7.25
<b>估值比率</b>					
P/E	46.9	56.3	193.3	68.1	51.6
P/B	18.0	8.9	9.0	8.2	7.4
EV/EBITDA	36.5	43.3	103.0	45.4	34.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。