

分析师: 牟国洪  
 登记编码: S0730513030002  
 mough@ccnew.com 021-50586980

## 锂盐价格下行致业绩承压, 下半年将改善

——赣锋锂业(002460)中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

#### 市场数据(2020-09-02)

收盘价(元)	52.78
一年内最高/最低(元)	69.94/20.98
沪深300指数	4843.89
市净率(倍)	8.37
流通市值(亿元)	422.95

#### 基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	6.22
每股经营现金流(元)	0.15
毛利率(%)	19.35
净资产收益率-摊薄(%)	1.90
资产负债率(%)	48.40
总股本/流通股(万股)	129282.48/80132.14
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: 公允价值变动影响净利润, 预计20年高增长》 2020-03-02
- 《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

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

发布日期: 2020年09月03日

事件: 近日, 公司公告2020年半年度报告。

#### 投资要点:

- **公司业绩受累于锂盐价格下行。**2020年上半年, 公司实现营收23.87亿元, 同比下降15.43%; 营业利润1.92亿元, 同比下降50.35%; 净利润1.56亿元, 同比下降47.10%; 经营活动产生的现金流量净额1.90亿元, 同比下降2.37%; 基本每股收益0.12元。其中第二季度营收13.08亿元, 同比下降12.36%, 但环比一季度增长21.25%; 净利润1.49亿元, 同比一季度大幅增长245.42%。公司净利润下滑幅度大于营收下降幅度, 主要原因为锂盐价格同比大幅下降影响公司盈利能力。
- **新能源汽车行业景气度将持续向上。**2020年上半年, 全球电动乘用车销量约85.1万辆, 同比下降16%, 其中3-4月份受疫情影响导致停工停产, 销量急剧下滑; 但5-6月份开始反弹。全球新能源汽车市场表现靓丽的是欧洲, 20年上半年欧洲新能源汽车市场渗透率达7.9%, 其中纯电动车型渗透率为4.3%, 高于2019年累计3.6%的渗透率。结合欧洲相关政策及行业动态, 20年欧洲新能源汽车增速将在50%以上。我国新能源汽车销售上半年同比下滑, 1-7月国内新能源汽车合计销售48.6万辆, 同比下降32.8%, 合计占比3.94%, 其中7月销量9.80万辆, 同比增长22.83%, 为连续12个月同比负增长后首次转正。2020年以来, 我国新能源汽车政策持续偏暖, 补贴延长至2022年底, 总体预计下半年我国新能源汽车销售将持续增长。
- **碳酸锂和氢氧化锂价格仍承压, 预计下半年总体稳定。**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总体仍承压, 如截止8月28日: 电池级碳酸锂价格为4.0万元/吨, 较2020年初的5.0万元/吨下降20%; 氢氧化锂价格为5.38万元/吨, 较2020年初的5.63万元/吨下降4.44%。结合下游需求、行业供需格局、上游原材料成本和价格走势, 总体预计电池级碳酸锂和氢氧化锂价格已基本触底, 后续总体稳定。
- **公司锂盐产品业绩有望改善, 锂电池业务将持续高增长。**公司是全球领先的锂生态企业, 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。20年上半年, 荷兰赣锋与美洲锂业以及阿根廷Minera Exar公司达成协议, 将对Minera Exar和Exar Capital的持股比例提高至51%。截止2019年底, 公司碳酸锂和氢氧化

化锂有效产能分别为 2.575 万吨和 2.4 万吨；2019 年，公司产品折合碳酸锂当量合计 5.42 万吨，同比增长 28.24%。20 年上半年，公司锂系列产品合计营收 17.83 亿元，同比下降 21.25%，在公司营收中占比 74.69%，营收下滑主要系锂相关产品价格下降和疫情影响下游需求；锂电池、电池及其直接材料营收 4.15 亿元，同比大幅增长 55.42%，营收占比 17.37%。公司在锂电池业务方面继续加大布局，其中赣峰电子 TWS 电池达到日产 10 万-12 万只；东莞赣峰的全自动聚合物锂电池生产线以及赣锋锂电的磷酸铁锂储能电池生产线运转顺利；退役电池回收将建立每年可回收 10 万吨退役锂电池的大型综合设施。全球新能源汽车下半年将显著改善，结合公司锂盐系列产品行业地位及产品价格走势，预计下半年锂系列产品业绩将改善；TWS 下游需求确定，预计锂电池业务将持续高增长。

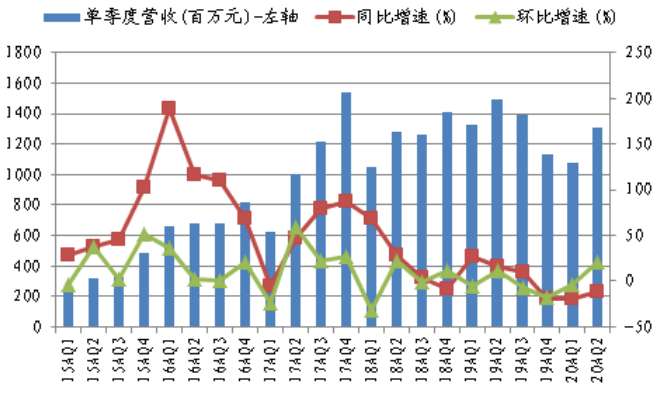
- **关注公司重大合同和相关合作协议执行进展。**2018 年下半年以来，公司相继与 LG 化学、特斯拉、德国宝马、德国大众等签署了重大合同或战略合作协议（详见表 3），其中公司与特斯拉签订的战略合作协议约定自 2018 年至 2020 年，特斯拉指定其电池供货商向公司及赣锋锂电全资子公司赣锋国际采购电池级氢氧化锂产品，年采购数量约为公司该产品当年总产能的 20%。20 年 8 月 19 日，公司与江特电机签署了合作协议。上述系列合同或相关合作协议的执行将对公司业绩产生积极影响，后续积极关注相关合同或合作协议的执行进展。
- **公司盈利能力回落，预计下半年稳中略升。**2020 年上半年，公司销售毛利率 19.35%，同比大幅回落 5.75 个百分点。具体至分产品：锂系列产品毛利率为 20.44%，同比回落 8.41 个百分点；锂电池系列产品为 15.89%，同比提升 7.92 个百分点。结合行业竞争格局及锂盐产品价格走势，总体预计下半年公司盈利能力将稳中略升。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2020-2021 年摊薄后的 EPS 分别为 0.42 元与 0.81 元，按 9 月 2 日 52.78 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 124.3 倍与 65.5 倍。目前估值相对行业水平偏高，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。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,004	5,342	5,332	6,685	8,421
增长比率(%)	14.2	6.8	-0.2	25.4	26.0
净利润(百万元)	1,223	358	549	1,042	1,382
增长比率(%)	-16.7	-70.7	53.3	89.9	32.6
每股收益(元)	0.95	0.28	0.42	0.81	1.07
市盈率(倍)	55.8	190.6	124.3	65.5	49.4

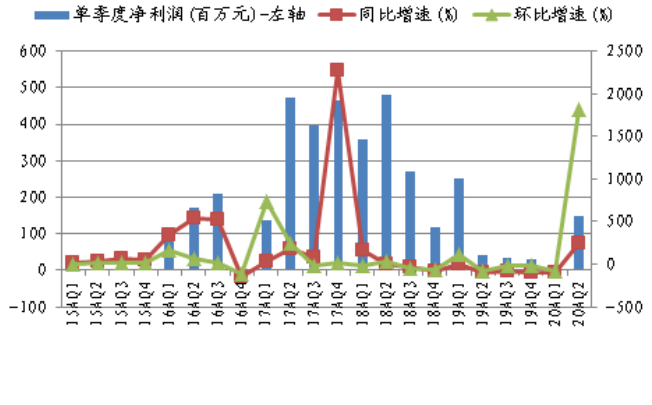
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司单季度营收及增速



资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 公司单季度净利润及增速



资料来源: 中原证券, Wind

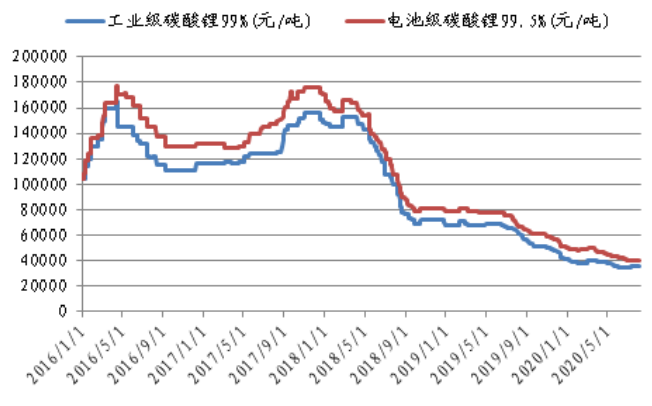
表 1: 公司主营产品产能、产量概况(单位: 吨)

产品名称	2018年					2019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	40,500	23,000	16,324.92	16,324.92	70.98% <sup>(1)</sup>	40,500	25,750	23,136.25	23,136.25	89.85% <sup>(1)</sup>
氢氧化锂	31,000	16,000	14,736.28	12,981.97	92.1%	31,000	24,000	23,854.57	21,014.74	99.39%
金属锂	1,600	1,600	1,519.44	—	94.97%	1,600	1,600	1,435.49	89.72%	1,600
其他				12,991.12					10,090.21	
合计				42,298.01					54,241.20	

注 1: 公司根据碳酸锂和氢氧化锂市场变化情况, 充分发挥柔性生产线优势, 2018 年及 2019 年主动减少了碳酸锂的产量, 同时增加了氢氧化锂的产量

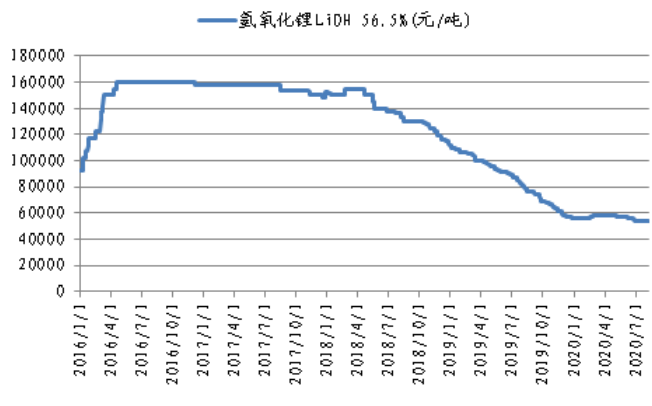
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 3: 2016-20 年碳酸锂价格曲线



资料来源: 百川资讯, 中原证券

图 4: 2016-20 年氢氧化锂价格曲线



资料来源: 百川资讯, 中原证券

表 2: 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、除非合同任意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/《战略合作协议备忘录》	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 /《战略合作协议意向书》	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。
- 2020.08.19 江特电机/合作协议 8 月 19 日，公司与江特电机等在江西省新余市签订锂盐生产线合作协议江特电机及其子公司拟将其于江西省宜春市拥有的利用锂云母、锂辉石制备碳酸锂、氢氧化锂及副产品的生产线（具体包括“利用锂云母年制备 5,000 吨碳酸锂及副产品综合利用项目”下属生产线、“利用锂辉石年制备电池级、工业级碳酸锂 10,000 吨、氢氧化锂 5,000 吨扩建项目”下属生产线以及“利用锂云母年制备 10,000 吨碳酸锂项目”下属生产线，以下简称“锂盐生产线”）及其所在土地及厂房按照本协议条款和条件全权交付予赣锋锂业自主进行生产、经营与管理，并享有全部经营收益及承担所有经营损失。管理期间自 2020 年 10 月 1 日起至 2023 年 3 月 31 日止，赣锋锂业共计应向江特电机及其子公司支付合作管理费 1.92 亿元人民币（含税）。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>7915</b>	<b>5717</b>	<b>6810</b>	<b>8528</b>	<b>10239</b>
现金	3602	1700	2200	2759	3475
应收票据及应收账款	1406	915	1401	1503	2156
其他应收款	348	24	348	119	469
预付账款	310	230	309	367	484
存货	1905	2334	2038	3267	3142
其他流动资产	344	513	513	513	513
<b>非流动资产</b>	<b>5606</b>	<b>8496</b>	<b>10435</b>	<b>12939</b>	<b>15572</b>
长期投资	1736	3680	5723	7765	9808
固定资产	1498	2070	2057	2410	2855
无形资产	338	385	426	452	480
其他非流动资产	2035	2361	2229	2313	2430
<b>资产总计</b>	<b>13521</b>	<b>14213</b>	<b>17245</b>	<b>21467</b>	<b>25811</b>
<b>流动负债</b>	<b>3832</b>	<b>3259</b>	<b>6597</b>	<b>10449</b>	<b>14108</b>
短期借款	1321	1131	3804	8007	10425
应付票据及应付账款	1319	1045	1394	1565	2009
其他流动负债	1192	1083	1399	877	1675
<b>非流动负债</b>	<b>1711</b>	<b>2544</b>	<b>2076</b>	<b>1758</b>	<b>1471</b>
长期借款	1420	2193	1724	1407	1119
其他非流动负债	292	351	351	351	351
<b>负债合计</b>	<b>5544</b>	<b>5803</b>	<b>8673</b>	<b>12207</b>	<b>15579</b>
少数股东权益	54	55	56	57	58
股本	1315	1293	1293	1293	1293
资本公积	3593	3181	3181	3181	3181
留存收益	3466	3554	3861	4369	4937
归属母公司股东权益	7924	8355	8517	9203	10173
<b>负债和股东权益</b>	<b>13521</b>	<b>14213</b>	<b>17245</b>	<b>21467</b>	<b>25811</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>685</b>	<b>669</b>	<b>1250</b>	<b>-512</b>	<b>1676</b>
净利润	1224	353	549	1043	1384
折旧摊销	150	227	225	265	331
财务费用	82	70	76	101	128
投资损失	-175	-162	-178	-191	-157
营运资金变动	-916	-414	477	-1540	201
其他经营现金流	320	595	100	-190	-210
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2360</b>	<b>-2823</b>	<b>-2086</b>	<b>-2388</b>	<b>-2596</b>
资本支出	1198	814	-104	462	589
长期投资	-632	-1971	-2043	-2056	-2043
其他投资现金流	-1794	-3980	-4233	-3982	-4050
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2721</b>	<b>241</b>	<b>-1336</b>	<b>-744</b>	<b>-782</b>
短期借款	141	-190	0	0	0
长期借款	432	773	-468	-318	-287
普通股增加	573	-22	0	0	0
资本公积增加	2452	-412	0	0	0
其他筹资现金流	-878	92	-868	-426	-494
<b>现金净增加额</b>	<b>1053</b>	<b>-1891</b>	<b>-2173</b>	<b>-3644</b>	<b>-1702</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5004</b>	<b>5342</b>	<b>5332</b>	<b>6685</b>	<b>8421</b>
营业成本	3197	4086	4215	5114	6178
营业税金及附加	31	25	24	30	38
营业费用	82	63	62	78	98
管理费用	283	273	272	341	429
研发费用	63	80	72	87	109
财务费用	82	70	76	101	128
资产减值损失	5	-43	-12	-10	4
其他收益	158	55	46	43	40
公允价值变动收益	-220	-395	-100	190	210
投资净收益	175	162	178	191	157
资产处置收益	-1	-13	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1371</b>	<b>475</b>	<b>747</b>	<b>1368</b>	<b>1843</b>
营业外收入	21	3	1	1	1
营业外支出	5	4	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>1387</b>	<b>474</b>	<b>746</b>	<b>1367</b>	<b>1842</b>
所得税	163	121	197	323	458
<b>净利润</b>	<b>1224</b>	<b>353</b>	<b>549</b>	<b>1043</b>	<b>1384</b>
少数股东损益	1	-5	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1223</b>	<b>358</b>	<b>549</b>	<b>1042</b>	<b>1382</b>
EBITDA	1602	863	1127	1966	2680
EPS (元)	0.95	0.28	0.42	0.81	1.07

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.2	6.8	-0.2	25.4	26.0
营业利润 (%)	-21.9	-65.3	57.3	83.0	34.8
归属母公司净利润 (%)	-16.7	-70.7	53.3	89.9	32.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	36.1	23.5	20.9	23.5	26.6
净利率 (%)	24.4	6.7	10.3	15.6	16.4
ROE (%)	15.3	4.2	6.4	11.3	13.5
ROIC	11.7	3.7	4.5	6.7	7.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	41.0	40.8	50.3	56.9	60.4
净负债比率 (%)	-6.7	33.4	47.9	80.6	87.2
流动比率	2.1	1.8	1.0	0.8	0.7
速动比率	1.4	0.8	0.6	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	4.3	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.95	0.28	0.42	0.81	1.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	-0.13	0.97	-0.40	1.30
每股净资产 (最新摊薄)	5.97	6.30	6.43	6.96	7.71
<b>估值比率</b>					
P/E	55.8	190.6	124.3	65.5	49.4
P/B	8.8	8.4	8.2	7.6	6.8
EV/EBITDA	42.2	82.3	64.2	38.5	28.8

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。