

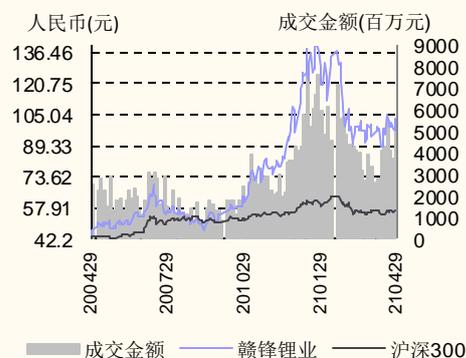
赣锋锂业 (002460.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 103.08 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	13.56
已上市流通 A 股(亿股)	8.26
流通港股(亿股)	2.40
总市值(亿元)	1,397.69
年内股价最高最低(元)	140.00/42.67
沪深 300 指数	5164
深证成指	14464



相关报告

- 1.《Q2 业绩大幅增长, 垂直生态链进一步完善-赣锋锂业 20 年中报点评》, 2020.8.27
- 2.《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

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

量价齐升导致业绩增长, 主要项目进入投产期

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.277	0.765	1.512	1.901	2.506
每股净资产(元)	6.46	7.99	8.69	10.11	12.05
每股经营性现金流(元)	0.42	0.44	1.67	2.29	2.74
市盈率(倍)	125.73	132.34	68.15	54.22	41.13
净利润增长率(%)	-70.73%	186.16%	100.15%	25.69%	31.85%
净资产收益率(%)	4.29%	9.57%	17.62%	19.03%	21.06%
总股本(百万股)	1,292.60	1,339.96	1,355.93	1,355.93	1,355.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 21 年 4 月 29 日, 赣锋锂业发布 21 年一季报, 营收 16.07 亿元, 同比增长 48.94%; 归母净利润 4.76 亿元, 同比增长 6,046%; 基本 EPS 0.36 元。公司预计 21 年上半年归母净利润 8-12 亿元, 同比增长 411.23-666.85%。

经营分析

- **量价齐升导致业绩大幅增长:** 21 年 Q1 受新能源汽车需求带动影响, 国内碳酸锂和氢氧化锂需求旺盛。21 年 Q1, 国内电池级碳酸锂均价 72,138 元、同比上涨 46%, 氢氧化锂均价 77,096 元、同比上涨 30%。同时, 公司锂盐产品和锂电池产品放量, 量价齐升导致一季度业绩大幅增长。此外, 公司持股的 Pilbara 股价持续上涨导致公允价值变动收益增加。
- **绑定核心团队, 彰显发展信心:** 21 年 4 月, 公司发布 21 年股权激励计划。本次股权激励行权价格 96.28 元, 涵盖高管和核心团队共计 407 人。本次股权激励的行权条件为 21-24 年公司扣非后归母净利润增速较 20 年增长 380%、520%、620%、730%。20 年公司扣非后归母净利润 4.02 亿元, 如果股权激励达到行权条件, 21-24 年公司归母净利润需要达到 19.31/24.94/28.96/33.38 亿元, 复合增速 70%。
- **加大上游布局, 提高锂盐加工能力:** 21 年 3 月 9 日, 公司收购伊犁鸿大 100% 股权, 进而持有五矿盐湖 49% 股权。五矿盐湖拥有青海省柴达木一里坪锂盐湖项目的权益, 总孔隙度资源储量为 98,480.39 万方卤水, 含氯化锂 189.7 万吨。此外, 公司阿根廷 C-O 项目计划于 22 年上半年试生产, 该项目规划为 4 万吨电池级碳酸锂产能, 投产后有望成为全球成本最低的卤水提锂项目。20 年 11 月, 公司认购 Bacanora 公司旗下锂黏土项目公司 Sonora 50% 股权, 该项目资源量 880 万吨 LCE, 一期投产后年产氢氧化锂 2 万吨, 项目兼具盐湖和矿石提锂的优点。此外, 公司的马洪三期 5 万吨电池级氢氧化锂项目将于 21 年达产。根据公司总体规划, 25 年公司 will 形成 10 万吨矿石提锂、10 万吨卤水和黏土提锂产能。

盈利调整与投资建议

- 由于金属价格大幅上涨, 我们预计公司未来三年归母净利润 20.51 (上调 89%) /25.78 (上调 70%) /33.99 亿元, EPS 1.51/1.90/2.51 元, 对应 PE68/54/41X, 维持“增持”评级。

风险提示

- 金属价格大幅波动; 新能源汽车销量不及预期; 新项目达产进度低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,004	5,342	5,524	7,765	8,870	10,585
增长率		6.8%	3.4%	40.6%	14.2%	19.3%
主营业务成本	-3,197	-4,086	-4,343	-4,626	-5,077	-5,820
%销售收入	63.9%	76.5%	78.6%	59.6%	57.2%	55.0%
毛利	1,807	1,256	1,181	3,139	3,793	4,764
%销售收入	36.1%	23.5%	21.4%	40.4%	42.8%	45.0%
营业税金及附加	-31	-25	-23	-33	-38	-45
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-82	-63	-48	-68	-77	-92
%销售收入	1.6%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-283	-273	-169	-238	-271	-324
%销售收入	5.7%	5.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-63	-80	-140	-196	-224	-268
%销售收入	1.2%	1.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	1,348	816	801	2,604	3,182	4,035
%销售收入	26.9%	15.3%	14.5%	33.5%	35.9%	38.1%
财务费用	-82	-70	-171	-313	-320	-253
%销售收入	1.6%	1.3%	3.1%	4.0%	3.6%	2.4%
资产减值损失	-5	43	23	-28	-3	-4
公允价值变动收益	-220	-395	526	0	0	0
投资收益	175	162	29	20	20	20
%税前利润	12.6%	34.2%	2.6%	0.9%	0.7%	0.5%
营业利润	1,371	475	1,135	2,334	2,929	3,848
营业利润率	27.4%	8.9%	20.5%	30.1%	33.0%	36.4%
营业外收支	16	-1	-8	-5	-5	-5
税前利润	1,387	474	1,127	2,329	2,924	3,843
利润率	27.7%	8.9%	20.4%	30.0%	33.0%	36.3%
所得税	-163	-121	-64	-233	-292	-384
所得税率	11.7%	25.5%	5.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,224	353	1,064	2,096	2,632	3,459
少数股东损益	1	-5	39	45	54	60
归属于母公司的净利润	1,223	358	1,025	2,051	2,578	3,399
净利率	24.4%	6.7%	18.5%	26.4%	29.1%	32.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,224	353	1,064	2,096	2,632	3,459
少数股东损益	1	-5	39	45	54	60
非现金支出	154	183	250	338	372	432
非经营收益	48	394	-412	315	343	282
营运资金变动	-741	-392	-318	-514	-275	-499
经营活动现金净流	685	540	583	2,236	3,072	3,674
资本开支	-1,191	-814	-1,208	-1,950	-1,115	-1,115
投资	-632	-1,971	-2,223	0	0	0
其他	-537	-37	-523	20	20	20
投资活动现金净流	-2,360	-2,823	-3,955	-1,930	-1,095	-1,095
股权募资	2,958	6	1,784	-582	0	0
债权募资	495	1,322	553	1,021	-738	-1,120
其他	-725	-1,065	1,254	-886	-1,028	-1,101
筹资活动现金净流	2,728	263	3,590	-448	-1,766	-2,221
现金净流量	1,053	-2,020	218	-142	211	358

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,602	1,700	2,176	2,033	2,244	2,602
应收账款	1,754	1,163	1,805	2,317	2,647	3,158
存货	1,905	2,334	2,215	2,760	3,029	3,473
其他流动资产	654	525	2,584	2,200	2,140	2,106
流动资产	7,915	5,722	8,779	9,311	10,060	11,340
%总资产	58.5%	40.3%	39.9%	38.5%	39.2%	41.1%
长期投资	2,179	4,067	2,516	2,516	2,516	2,516
固定资产	2,595	2,982	6,033	6,540	7,189	7,779
%总资产	19.2%	21.0%	27.4%	27.1%	28.0%	28.2%
无形资产	380	429	3,655	3,748	3,840	3,932
非流动资产	5,606	8,465	13,217	14,842	15,583	16,265
%总资产	41.5%	59.7%	60.1%	61.5%	60.8%	58.9%
资产总计	13,521	14,186	21,996	24,153	25,644	27,605
短期借款	1,356	1,974	2,301	3,863	3,125	2,005
应付款项	2,051	1,080	1,525	1,389	1,525	1,748
其他流动负债	425	205	252	578	709	911
流动负债	3,832	3,259	4,078	5,830	5,358	4,664
长期贷款	706	1,430	1,658	1,658	1,658	1,658
其他长期负债	1,005	1,087	2,842	2,270	2,270	2,271
负债	5,544	5,776	8,578	9,757	9,286	8,593
普通股股东权益	7,924	8,355	10,706	11,638	13,546	16,140
其中：股本	1,315	1,293	1,340	1,340	1,340	1,340
未分配利润	3,123	3,169	3,792	5,307	7,214	9,809
少数股东权益	54	55	2,713	2,758	2,812	2,872
负债股东权益合计	13,521	14,186	21,996	24,153	25,644	27,605

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.930	0.277	0.765	1.512	1.901	2.506
每股净资产	6.025	6.464	7.990	8.583	9.990	11.903
每股经营现金净流	0.521	0.417	0.435	1.669	2.293	2.742
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	15.44%	4.29%	9.57%	17.62%	19.03%	21.06%
总资产收益率	9.05%	2.52%	4.66%	8.49%	10.05%	12.31%
投入资本收益率	11.06%	4.83%	3.86%	10.61%	12.29%	14.62%
增长率						
主营业务收入增长率	14.15%	6.75%	3.41%	40.57%	14.22%	19.34%
EBIT增长率	-9.98%	-39.47%	-1.87%	225.34%	22.17%	26.83%
净利润增长率	-16.73%	-70.73%	186.16%	100.15%	25.69%	31.85%
总资产增长率	69.03%	4.92%	55.05%	9.81%	6.17%	7.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.1	65.5	75.1	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	160.9	189.3	191.1	220.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	82.1	86.7	89.3	89.3	89.3	89.3
固定资产周转天数	109.3	141.5	150.1	116.5	108.1	93.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.78%	29.18%	28.54%	38.44%	28.03%	16.34%
EBIT利息保障倍数	16.4	11.6	4.7	8.3	9.9	15.9
资产负债率	41.00%	40.71%	39.00%	40.40%	36.21%	31.13%

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	2	28	38	53	103
增持	0	7	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.16	1.15	1.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-30	中性	24.30	N/A
2	2019-12-30	增持	34.18	39.00~39.00
3	2020-04-24	增持	41.30	N/A
4	2020-04-30	增持	42.88	N/A
5	2020-08-27	增持	49.23	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402