

### 中信证券研究部



**李超**  
首席有色分析师  
S1010520010001



**商力**  
有色分析师  
S1010520020002



**敖冲**  
首席周期产业  
分析师  
S1010515020001

### 核心观点

**高利润率的出口业务占比提升以及锂电池业务快速增长，公司二季度业绩改善趋势明确。随着公司锂盐成本的进一步下降和产能扩张，预计公司将进一步夯实锂行业龙头地位，业绩迎来大幅改善，维持公司“买入”评级。**

■ **上半年业绩受锂价下跌拖累，二季度已出现改善趋势。**2020年上半年，公司实现营收23.87亿元，同比下滑15.43%，实现归母净利润1.56亿元，扣非后归母净利润1.74亿元，同比分别下滑47.1%、54.28%。上半年业绩下滑主要受锂市场下行影响。公允价值损失（0.63亿元）和信用减值损失（0.79亿元）也对业绩造成不利影响。2020年二季度单季公司归母净利润1.49亿元，创2019年二季度以来最好水平，显示出随着锂价走势趋于平稳，公司盈利能力明显恢复。

■ **海外高利润率业务占比提升，锂产品盈利韧性强。**2020年上半年公司锂盐产品毛利率为20.44%，同比下降8.4个百分点，同期国内碳酸锂和氢氧化锂售价分别下滑40.3%和44.1%，公司锂盐业务盈利能力显著高于国内平均水平。2020年上半年公司境外业务营收占比达到37.4%，同比增加14.2个百分点，境外业务毛利率高达29.63%，高于境内业务。当前氢氧化锂出口价格高于国内市场价约2万元/吨，公司出口业务不断增长带来领先行业的盈利能力。

■ **产能逆势扩张，夯实锂盐龙头地位和成本优势。**公司当前基础锂盐产能超过7万吨，在建5万吨氢氧化锂产线预计2020年底建成投产，公司未来在氢氧化锂产能上的领先优势将进一步扩大。同时公司位于阿根廷的Cauchari-Olaroz盐湖项目有序推进中，计划2021年投产，将新增碳酸锂产能4万吨/年，公司原材料保障程度和成本优势将进一步增强。当前全球主要锂生产企业产能扩张均出现延迟，公司逆势扩张有望扩大市场份额，巩固锂行业龙头地位。

■ **锂电池业务快速增长，业绩贡献不断扩大。**2020年上半年公司锂电池业务营收达到4.15亿元，同比增长55.42%，毛利率为15.89%，同比增加7.9个百分点，营收规模和盈利能力均呈现大幅提高态势。2020年子公司东莞赣锋的全自动聚合物锂电池产线以及赣锋锂电的磷酸铁锂储能电池生产线运转顺利，赣锋电子TWS耳机电池达到日产10-12万只的生产规模。锂电池业务未来料将为公司贡献稳定营收和利润，成为公司业绩的新增长点。

■ **风险因素：**锂价继续下跌的风险，扩产项目建设进度不及预期的风险，海外资产经营的风险。

■ **投资建议：**受锂行业整体下行影响，公司上半年业绩继续承压。但氢氧化锂出口业务的高利润率使得公司盈利韧性高于行业平均水平，二季度业绩也显著改善。公司作为国内锂行业龙头，预计未来将持续受益于产能扩张和成本下降带来的业绩改善，维持公司2020-2022年EPS预测为0.57/0.79/1.00元，维持“买入”评级。

<b>赣锋锂业</b>	<b>002460</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	49.23元
总股本	1,293百万股
流通股本	801百万股
52周最高/最低价	62.0/20.85元
近1月绝对涨幅	-4.96%
近6月绝对涨幅	-21.47%
近12月绝对涨幅	123.01%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,004	5,342	4,843	5,560	6,550
营业收入增长率	14.2%	6.8%	-9.3%	14.8%	17.8%
净利润(百万元)	1,223	358	741	1,024	1,287
净利润增长率	-16.7%	-70.7%	106.9%	38.2%	25.7%
每股收益EPS(基本)(元)	1.07	0.28	0.57	0.79	1.00
毛利率%	36.1%	23.5%	29.1%	30.7%	33.1%
净资产收益率ROE%	15.44%	4.29%	8.51%	10.97%	12.92%
每股净资产(元)	6.13	6.46	6.74	7.22	7.71
PE	46	176	86	62	49
PB	8.0	7.6	7.3	6.8	6.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年8月26日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,004	5,342	4,843	5,560	6,550
营业成本	3,197	4,086	3,434	3,853	4,383
毛利率	36.10%	23.50%	29.10%	30.70%	33.08%
营业税金及附加	31	25	24	22	26
销售费用	82	63	58	67	79
营业费用率	1.65%	1.17%	1.20%	1.20%	1.20%
管理费用	283	273	261	306	373
管理费用率	5.66%	5.11%	5.40%	5.50%	5.70%
财务费用	82	70	89	87	94
财务费用率	1.64%	1.32%	1.83%	1.57%	1.43%
投资收益	175	162	129	119	137
营业利润	1,371	475	984	1,352	1,702
营业利润率	27.39%	8.90%	20.32%	24.32%	25.98%
营业外收入	21	3	8	11	7
营业外支出	5	4	8	6	6
利润总额	1,387	474	984	1,357	1,703
所得税	163	121	246	339	426
所得税率	11.73%	25.52%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	1	(5)	(3)	(6)	(10)
归属于母公司股东的净利润	1,223	358	741	1,024	1,287
净利率	24.45%	6.70%	15.30%	18.41%	19.65%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,602	1,700	2,500	1,668	1,965
存货	1,905	2,334	2,043	2,263	2,562
应收账款	1,002	915	969	1,059	1,227
其他流动资产	1,406	768	1,191	1,254	1,192
流动资产	7,915	5,717	6,702	6,244	6,945
固定资产	1,498	2,070	2,665	3,166	3,253
长期股权投资	1,736	3,680	4,880	5,380	5,680
无形资产	313	348	348	348	348
其他长期资产	2,060	2,399	2,406	2,187	2,247
非流动资产	5,606	8,496	10,299	11,080	11,527
资产总计	13,521	14,213	17,001	17,324	18,472
短期借款	1,321	1,131	1,526	1,063	1,552
应付账款	1,027	914	804	1,001	1,049
其他流动负债	1,485	1,214	1,259	1,228	1,224
流动负债	3,832	3,259	3,589	3,291	3,825
长期借款	706	1,430	1,430	1,430	1,430
其他长期负债	1,005	1,114	3,222	3,222	3,222
非流动性负债	1,711	2,544	4,652	4,652	4,652
负债合计	5,544	5,803	8,241	7,943	8,477
股本	1,315	1,293	1,293	1,293	1,293
资本公积	3,593	3,181	3,181	3,181	3,181
归属于母公司所有者权益合计	7,924	8,355	8,708	9,335	9,960
少数股东权益	54	55	52	46	36
股东权益合计	7,977	8,410	8,760	9,381	9,996
负债股东权益总计	13,521	14,213	17,001	17,324	18,472

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,387	474	984	1,357	1,703
所得税支出	-163	-121	-246	-339	-426
折旧和摊销	150	227	112	142	154
营运资金的变化	-916	-414	-236	-212	-366
其他经营现金流	228	503	95	-29	-37
经营现金流合计	685	669	710	920	1,028
资本支出	-1,198	-814	-586	-252	-220
投资收益	175	162	129	119	137
其他投资现金流	-1,336	-2,171	-1,479	-672	-381
投资现金流合计	-2,360	-2,823	-1,936	-804	-464
发行股票	2,958	6	0	0	0
负债变化	3,856	7,319	2,503	-463	489
股息支出	-297	-395	-388	-397	-662
其他融资现金流	-3,796	-6,690	-89	-87	-94
融资现金流合计	2,721	241	2,026	-947	-267
现金及现金等价物净增加额	1,046	-1,913	800	-832	297

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	14.15%	6.75%	-9.34%	14.82%	17.80%
营业利润增长率	-21.89%	-65.32%	107.00%	37.45%	25.83%
净利润增长率	-16.73%	-70.73%	106.91%	38.19%	25.72%
毛利率	36.10%	23.50%	29.10%	30.70%	33.08%
EBITDA Margin	31.81%	14.60%	24.52%	28.65%	29.93%
净利率	24.45%	6.70%	15.30%	18.41%	19.65%
净资产收益率	15.44%	4.29%	8.51%	10.97%	12.92%
总资产收益率	9.05%	2.52%	4.36%	5.91%	6.97%
资产负债率	41.00%	40.83%	48.47%	45.85%	45.89%
所得税率	11.73%	25.52%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	32.25%	108.30%	53.58%	64.71%	75.53%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。