

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

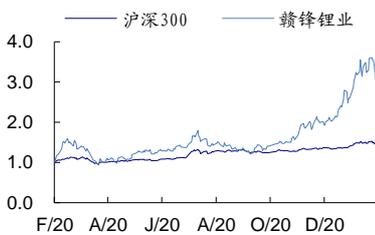
有色金属冶炼

**赣锋锂业(002460)**
**买入**

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 02 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,340/1,032
总市值/流通(百万元)	160,527/94,879
上证综指/深圳成指	3,483/14,822
12 个月最高/最低(元)	149.30/36.00

**相关研究报告:**

《赣锋锂业-002460-2020 年三季度报告点评: 锂行业底部扩张, 未来有望受益于行业开启新一轮上行周期》——2020-10-30  
 《赣锋锂业-002460-2020 年中报点评: 上半年业绩在指引范围内, 公司积极拓展垂直整合的业务模式》——2020-08-27  
 《赣锋锂业-002460-深度报告: 垂直整合的锂生态系统, 静待锂行业底部反转》——2020-05-19

**证券分析师: 刘孟茜**

电话: 010-88005312  
 E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

**证券分析师: 杨耀洪**

电话: 021-60933161  
 E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**公司锂盐库存明显消耗, 未来在原料端布局值得期待**
**● 业绩符合预期, 全年消耗约合 1 万吨 LCE 锂盐库存**

公司 2020 年实现营收 55.24 亿元, 同比+3.41%; 实现归母净利润 10.25 亿元, 同比+186.16%; 实现扣非归母净利润 4.02 亿元, 同比-42.08%。公司归母利润和扣非利润出现明显差异主要是由于所持有的 Pilbara 等金融资产在报告期内产生的公允价值变动收益大幅增加。

公司 2020 年锂盐产量约合 5.4 万吨 LCE, 销量约合 6.3 万吨 LCE, 消耗了约 1 万吨左右的库存。其中产品上半年平均售价是 7.09 万元/吨 LCE, 产品下半年平均售价是 5.49 万元/吨 LCE。公司充分发挥柔性生产线优势, 2020 年上半年主动减少了碳酸锂的产量, 同时增加了氢氧化锂的产量, 下半年随着碳酸锂需求增加, 公司相应调整了碳酸锂和氢氧化锂的生产来满足市场的需求。

**● 在新一轮锂行业周期当中率先实现大规模资本扩张**

公司 2020 年在锂行业底部及疫情期间, 仍然积极拓展垂直整合且具备协同效应的业务模式, 其中在原料端的布局尤其值得关注: ①阿根廷 Cauchari 盐湖年产 4 万吨电池级碳酸锂项目预计在 2022 年上半年试车生产; ②阿根廷 Mariana 盐湖计划在今年内拿到建厂环评许可后开始建设; ③墨西哥锂黏土项目正在建设过程当中; ④今年 3 月公司公告拟以 14.7 亿元对价收购伊犁鸿大 100% 股权, 伊犁鸿大通过持有五矿盐湖 49% 的股权间接拥有青海省柴达木一里坪盐湖项目的权益。另外公司和海外众多矿山也签订了锂精矿的长单包销协议。公司在锂行业新一轮周期刚刚启动的时候已经率先实现大规模资本扩张。

**● 风险提示: 项目建设进度不达预期, 锂盐产品产销量不达预期。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

预计公司 2021-2023 年营收分别为 103.50/146.19/180.42 亿元, 同比增速 87.4/41.2/23.4%, 归母净利润分别为 22.77/37.59/52.59 亿元, 同比增速 122.2/65.1/39.9%; 摊薄 EPS 为 1.71/2.82/3.95 元, 当前股价对应 PE 为 56/34/24X。考虑到公司是 A 股最优质的锂业公司, 产能在行业的底部逆势扩张, 以及未来全球新能源汽车景气度有望持续提升, 维持“买入”评级。

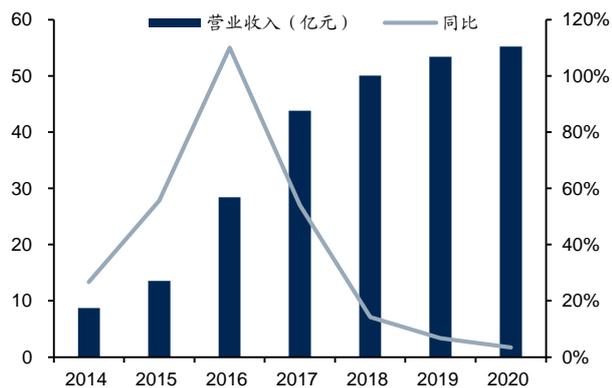
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,342	5,524	10,350	14,619	18,042
(+/-%)	6.8%	3.4%	87.4%	41.2%	23.4%
净利润(百万元)	358	1025	2277	3759	5259
(+/-%)	-70.7%	186.2%	122.2%	65.1%	39.9%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.76	1.71	2.82	3.95
EBIT Margin	16.8%	17.3%	27.2%	32.6%	37.7%
净资产收益率(ROE)	4.3%	9.6%	18.5%	25.2%	28.3%
市盈率(PE)	343.7	124.5	55.7	33.8	24.1
EV/EBITDA	115.2	111.7	40.1	24.5	17.6
市净率(PB)	14.73	11.92	10.32	8.50	6.82

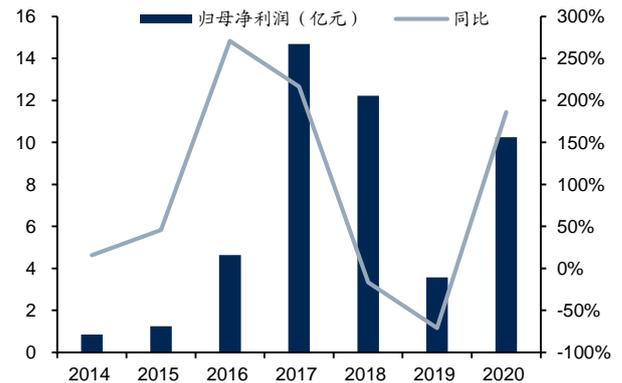
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司正式发布 2020 年年度报告：全年实现营收 55.24 亿元，同比增长 3.41%；实现归母净利润 10.25 亿元，同比增长 186.16%，业绩落在之前预告 9.1-10.7 亿元的区间范围之内，符合预期；实现扣非归母净利润 4.02 亿元，同比下降 42.08%，业绩落在之前预告 3.3-4.9 亿元的区间范围之内，符合预期；实现经营活动产生的现金流净额 7.46 亿元，同比增长 11.52%。公司归母净利润和扣非利润出现明显差异主要是由于所持有的 Pilbara 等金融资产在报告期内产生的公允价值变动收益大幅增加。

**图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年锂盐产量约合 5.4 万吨 LCE，销量约合 6.3 万吨 LCE，消耗了约 1 万吨左右的库存。其中产品上半年平均售价是 7.09 万元/吨 LCE，产品下半年平均售价是 5.49 万元/吨 LCE，下半年售价低于上半年有两方面因素：1) 锂盐市场行情下行；2) 公司根据碳酸锂和氢氧化锂市场变化的情况，充分发挥柔性生产线优势，2020 年上半年主动减少了碳酸锂的产量，同时增加了氢氧化锂的产量，下半年随着碳酸锂需求增加，公司相应调整了碳酸锂和氢氧化锂的生产来满足市场的需求。公司氢氧化锂产品以出口订单为主，能够享受到比较高的溢价，所以在结构调整的过程当中，碳酸锂卖的更多，平均销售价格也拉低了一些。

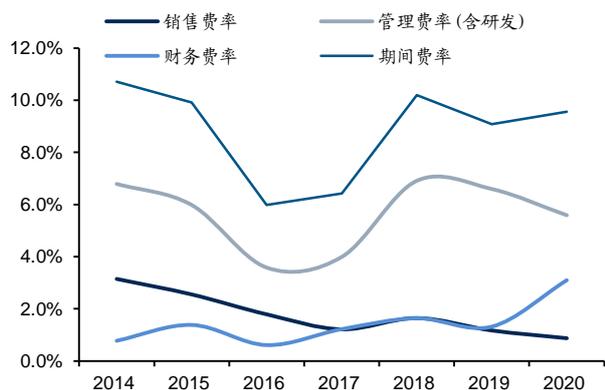
**表 1: 公司 2020 年产品销售价格变动情况**

产品名称	产量 (吨)	销量 (吨)	收入实现情况 (元)	产品上半年平均售价 (元/吨 LCE)	产品下半年平均售价 (元/吨 LCE)	同比变动情况	变动原因
锂系列产品	54,312.04	63,013.64	3,862,358,443.41	70,850.86	54,940.60	平均售价同比下降 22.46%	受锂盐产品市场行情下行影响

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

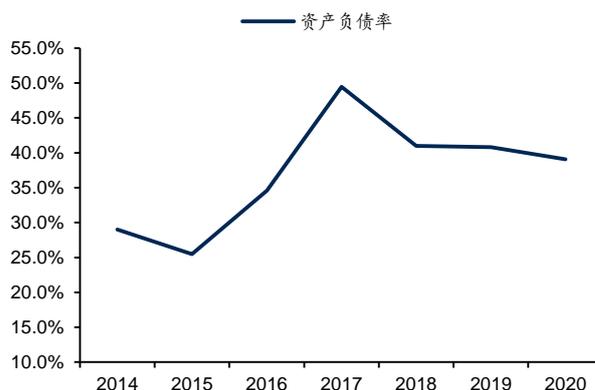
期间费用方面，公司 2020 年销售费用 4821.22 万元，同比减少 22.90%，销售费用下降主要是将销售运输费用调整至营业成本核算；管理费用 1.69 亿元，同比减少 38.04%，管理费用下降主要是由于去年同期含有股权激励费用而今年无此类费用所致；研发费用 1.34 亿元，同比增长 75.58%，公司研发方面的投入明显增加；财务费用 1.71 亿元，同比增长 143.35%，公司在逆势扩张的过程当中银行借款增加，同时在 2020 年三季度完成公开发行 A 股可转换公司债券的工作，募集资金总额约 21 亿元，用于认购 Minera Exar 公司部分股权项目以及万吨锂盐改扩建项目。另外截至 2020 年末公司资产负债率 39.06%，同比减少 1.77 个百分点，债务结构保持稳健。

图 3: 公司期间费用率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司资产负债率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司是全球领先的锂化合物生产商, 在锂行业底部及疫情期间, 仍然积极拓展垂直整合且具备协同效应的业务模式。其中公司在原料端布局尤其值得关注: ①公司阿根廷 Cauchari 盐湖锂资源储量约合 2458 万吨 LCE, 是目前全球最大的盐湖提锂项目之一, 项目 1 期年产 4 万吨电池级碳酸锂 2020 年受到疫情影响建设进度有所推迟, 预计在 2022 年上半年试车生产。②公司阿根廷 Mariana 盐湖锂资源储量约合 519.6 万吨 LCE, 于 2019 年完成可行性研究工作, 计划在 2021 年内拿到建厂环评许可后开始建设。③公司墨西哥锂黏土项目锂资源储量约合 882 万吨 LCE, 该项目提锂工艺的特点是能够同时兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点, 目前该项目仍然在建设过程中。④今年 3 月公司公告拟以 14.7 亿元对价收购伊犁鸿大 100% 股权, 伊犁鸿大通过持有五矿盐湖 49% 的股权间接拥有青海省柴达木一里坪盐湖项目的权益。另外公司和海外众多矿山也签订锂精矿的长单包销协议, 主要包括 Marion 矿山年产 40 万吨锂精矿产能; Pilbara Pilgangoora 项目一期 16 万吨锂精矿产能。公司在经历过上一轮锂行业的周期之后, 始终保持稳健的生产经营状态, 在新一轮行情刚刚启动的时候率先实现大规模的资本开支, 为公司中长期的发展打下坚实的基础。

图 5: 公司在上游锂资源端的布局



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

西澳主力矿山以长单包销为主，能够流通的散单寥寥无几。澳洲锂辉石是全球最重要的原材料供应，约占全球矿石锂产量 85%，整体约占全球锂资源供应总量 51%。但是根据统计，澳洲锂辉石精矿产量已几乎完全被包销协议锁定，散单销售量寥寥无几。其中，Greenbushes 产量全部给两大股东——天齐锂业和 Albemarle；Mt Cattlin 年产 18 万吨锂精矿分别包销给雅化集团 12 万吨和盛新锂能 6 万吨；Mt Marion 年产 40 万吨锂精矿已经全部包销给赣锋锂业；Pilbara-Pilgangoora 年产 33 万吨锂精矿，包销给赣锋锂业 16 万吨、容汇通用锂业 12 万吨和天宜锂业 7.5 万吨；Altura-Pilgangoora 年产 22 万吨锂精矿，分别包销给赣锋锂业 7 万吨、永杉锂业 6 万吨、瑞福锂业 3.5 万吨、Lionergy 6.5 万吨以及盛新锂能 5 万吨，即使考虑 Altura 在破产重组之后又快速复产，也已经没有多余产能可以进行散单销售。综上所述，澳洲锂辉石资源包销主要还是集中在国内几家一、二线的锂盐加工企业手中，而对于大部分三、四线的锂盐加工企业而言，如果没有资源端的保障，很难能够给下游客户提供质量和数量都比较稳定的产品。这样的背景之下，赣锋在“抢矿大战”当中已经处于非常有利的优势，所包销的锂辉石精矿产能基本上能够满足公司现有锂盐加工产能的生产需求。未来公司在锂盐湖和锂黏土资源产能的拓展，有利于进一步提升原料的自给率，形成多元化的原料供应结构。

**表 2：西澳锂矿山包销情况**

矿山	股权结构	锂精矿产能 (万吨)	包销情况
Greenbushes	天齐锂业 51%，Albemarle 49%	135	全部销售给大股东天齐锂业和 Albemarle
Mt Cattlin	Galaxy Resources 100%	18	雅化集团 12+盛新锂能 6
Mt Marion	RIM 100%，赣锋锂业和 Mineral Resources (MRL) 各持有 RIM 50% 股权	40	全部销售给赣锋锂业
PLS-Pilgangoora	CATL 持有 Pilbara 8.24% 股权，是 Pilbara 单一第一大股东；赣锋锂业持有 Pilbara 6.86% 股权。	33	赣锋锂业 16+容汇通用 12+天宜锂业 7.5
Wodgina	Albemarle 60%，Mineral Resources (MRL) 40%	75	停产维护
Altura-Pilgangoora	Altura 全资控股，杉杉股份持有 Altura 15.11% 股权	22	赣锋锂业 7+永杉锂业 6+瑞福锂业 3.5+Lionergy 6.5+盛新锂能 5；Altura 于 2020 年 10 月 26 日被破产接管
Bald Hills	Alita 全资控股，Galaxy Resources 持有公司 12.22% 股权，是公司的第一大股东	15.5	破产重组

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“买入”评级。**预计公司 2021-2023 年营收分别为 103.50/146.19/180.42 亿元，同比增速 87.4/41.2/23.4%，归母净利润分别为 22.77/37.59/52.59 亿元，同比增速 122.2/65.1/39.9%；摊薄 EPS 为 1.71/2.82/3.95 元，当前股价对应 PE 为 56/34/24X。考虑到公司是 A 股最优质的锂业公司，产能在行业的底部逆势扩张，以及未来全球新能源汽车景气度有望持续提升，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2176	300	300	300	营业收入	5524	10350	14619	18042
应收款项	1392	2675	3344	4445	营业成本	4343	6919	9002	10193
存货净额	2215	3811	4782	5283	营业税金及附加	23	44	62	76
其他流动资产	2906	1035	1462	1804	销售费用	48	109	152	186
<b>流动资产合计</b>	<b>8775</b>	<b>7908</b>	<b>9975</b>	<b>11920</b>	管理费用	169	603	781	934
固定资产	6033	8303	10459	12424	财务费用	171	207	292	361
无形资产及其他	3562	3419	3277	3134	投资收益	29	368	445	445
投资性房地产	2014	2014	2014	2014	资产减值及公允价值变动	549	0	0	0
长期股权投资	1636	2636	3136	3636	其他收入	(212)	142	142	142
<b>资产总计</b>	<b>22020</b>	<b>24282</b>	<b>28862</b>	<b>33128</b>	营业利润	1135	2979	4917	6880
短期借款及交易性金融负债	2301	2014	3373	3318	营业外净收支	(8)	0	0	0
应付款项	1442	2272	2687	3181	<b>利润总额</b>	<b>1127</b>	<b>2979</b>	<b>4917</b>	<b>6880</b>
其他流动负债	334	426	548	620	所得税费用	64	655	1082	1514
<b>流动负债合计</b>	<b>4078</b>	<b>4712</b>	<b>6608</b>	<b>7118</b>	少数股东损益	39	46	77	107
长期借款及应付债券	3792	3792	3792	3792	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1025</b>	<b>2277</b>	<b>3759</b>	<b>5259</b>
其他长期负债	732	732	732	732					
<b>长期负债合计</b>	<b>4524</b>	<b>4524</b>	<b>4524</b>	<b>4524</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>8602</b>	<b>9237</b>	<b>11132</b>	<b>11642</b>	净利润	1025	2277	3759	5259
少数股东权益	2713	2745	2799	2874	资产减值准备	55	297	122	116
股东权益	10706	12300	14931	18612	折旧摊销	265	575	865	1062
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22020</b>	<b>24282</b>	<b>28862</b>	<b>33128</b>	公允价值变动损失	(549)	0	0	0
					财务费用	171	207	292	361
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2107)	209	(1408)	(1262)
每股收益	0.76	1.71	2.82	3.95	其它	(36)	(265)	(68)	(41)
每股红利	0.40	0.51	0.85	1.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1347)</b>	<b>3094</b>	<b>3268</b>	<b>5134</b>
每股净资产	7.99	9.23	11.20	13.96	资本开支	(3908)	(3000)	(3000)	(3000)
ROIC	7%	12%	19%	23%	其它投资现金流	(74)	0	0	0
ROE	10%	19%	25%	28%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1939)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(3500)</b>	<b>(3500)</b>
毛利率	21%	33%	38%	44%	权益性融资	1784	0	0	0
EBIT Margin	17%	27%	33%	38%	负债净变化	228	0	0	0
EBITDA Margin	22%	33%	39%	44%	支付股利、利息	(531)	(683)	(1128)	(1578)
收入增长	3%	87%	41%	23%	其它融资现金流	<b>2584</b>	<b>(287)</b>	<b>1359</b>	<b>(56)</b>
净利润增长率	186%	122%	65%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3762</b>	<b>(970)</b>	<b>232</b>	<b>(1634)</b>
资产负债率	51%	49%	48%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>476</b>	<b>(1876)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.4%	0.5%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	1700	2176	300	300
P/E	124.5	55.7	33.8	24.1	货币资金的期末余额	2176	300	300	300
P/B	11.9	10.3	8.5	6.8	企业自由现金流	(4850)	(17)	172	2100
EV/EBITDA	111.7	40.1	24.5	17.6	权益自由现金流	(2039)	(466)	1304	1763

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032