

# 赣锋锂业 (002460): 锂盐业务结构性扩张, 多元化锂业巨头具持续成长性

2021年04月02日

推荐/维持

赣锋锂业 公司报告

## ——赣锋锂业 (002460) 2020 年报点评

- 事件: 公司发布 2020 年报。公司 2020 全年实现营收 55.24 亿元, 同比+3.41%; 归母净利润 10.25 亿元, 同比+186.2%; 扣非归母净利润 4.02 亿元, 同比-42.08%; 基本每股收益 0.79 元, 同比+182.14%。
- **多元化锂原料供应渠道不断拓宽:** 公司持续获取全球范围内优质锂资源, 并逐步侧重卤水与锂黏土资源开发。2020 年增持 Cauchari-Olaroz 盐湖股权至 51%, 2021 年墨西哥 Sonora 项目股权增持至 50%, 并拟收购柴达木一里坪锂盐湖项目 49% 股份。据我们测算, 未来公司锂资源量有望达到 5050 万吨, 权益资源量 2450 万吨 (折 LCE), 国内锂资源龙头地位稳固。
- **上中下游协同并进, 2025 年有望形成 20 万吨 LCE 锂盐供应能力:** 随着马洪三期项目的投产, 公司当前在国内已形成“4.05 万吨碳酸锂+8.1 万吨氢氧化锂+1600 吨金属锂”的冶炼产能。未来新增产能将着力于: 1) Cauchari-Olaroz 年产 4 万吨电池级碳酸锂项目 (预计 2022H1 试车生产); 2) Mariana 锂钾盐湖 (计划 2021 年开工建设); 3) Sonora 黏土项目 2 万吨氢氧化锂产能 (预计 2023 年建成); 4) 拟收购柴达木一里坪锂盐湖 1 万吨碳酸锂产能。公司锂盐供应能力拾级而上, 计划到 2025 年实现 20 万吨 LCE 生产规模 (10 万吨矿石锂+10 万吨卤水及黏土锂), 较 2020 年有效产能增幅 243%, 成长性凸显。
- **锂盐业务结构性扩张, 至 2023 年毛利或有 5 倍增长空间:** 锂盐作为公司的核心业务 (营收占比 77%), 板块表现决定了公司整体的经营质量。公司锂盐 2020 年实现产销 5.43/6.3 万吨, 同比+0.1%/+30.1%, 销量增长明显且库存得到有效去化 (同比降 59.4%), 一定程度上抵消前三季度锂价低迷的负面影响。受益于 20Q4 锂行业供需改善推动的价格上行, 公司盈利能力出现结构性改善, 表现在 Q4 单季度营收同比+44%至 16.3 亿元, 毛利率环比+5.46pct 至 27.5%, 创近六个季度最高水平。考虑到 2021 年以来锂价持续走高且锂精矿长单价格调整相对滞后, 我们认为公司碳酸锂业务毛利率有望大幅攀升至 40% 以上; 此外, 公司电池级氢氧化锂产品由于进入全球一线电池厂及主机厂供应链, 长单定价模式下或继续获得稳定溢价。考虑到锂盐业务结构性扩张, 2023 年毛利贡献或达 54.5 亿元, 较 2020 年提升 503%。
- **锂电池板块有望持续发力:** 公司 2020 年锂电池业务营收 12.68 亿元, 同比+110.3%, 毛利率+1.57pct 至 15.36%。公司目前具备东莞 3000 万只/年聚合物电池+30 万只/日 TWS 电池+1GWh 磷酸铁锂电池 (未来扩至 3GWh) 的锂电产能, 以布局多个细分市场。各产线满产后有望形成 3.28 亿元毛利贡献, 较当前+69%。
- **盈利预测及评级:** 新能源汽车需求持续向好, 锂资源供给端增量有限, 供需格局改善情形下锂价已重回上行通道。公司作为全球锂盐龙头供应商之一, 有望进一步受益产能扩张、客户绑定优势带来的市占率提升; 当前锂原料稀缺性逐步凸显, 公司的多元化锂资源布局战略有助于实现成本控制和盈利能力的提升。我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 90.47/122.96/146.90 亿元, 实现归母净利润 15.91/22.32/27.33 亿元, EPS 分别为 1.19/1.67/2.04 元, 对应 PE 为 80.2/57.2/46.7X, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期; 锂价大幅下跌; 项目投产不及预期, 运输风险。

### 公司简介:

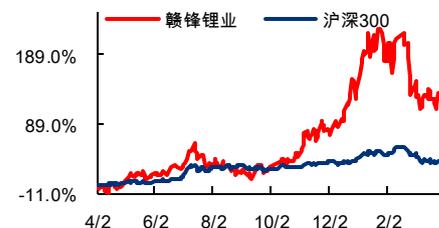
公司是全球领先的锂化合物生产商及金属锂生产商, 业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及回收等价值链的各重要环节。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	140.0-38.11
总市值 (亿元)	1,278.09
流通市值 (亿元)	778.88
总股本/流通 A 股 (万股)	135,592/82,631

### 52 周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 分析师: 张天丰

021-25102914 zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520100001

### 分析师: 胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080001

### 分析师: 张清清

021-25102904 zhangqq@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520080002

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,341.72	5,523.99	9,046.92	12,296.11	14,690.01
增长率 (%)	6.75%	3.41%	63.78%	35.91%	19.47%
净利润 (百万元)	358.07	1,024.66	1,590.53	2,231.63	2,733.01
增长率 (%)	-71.13%	200.96%	49.54%	40.31%	22.47%
净资产收益率 (%)	4.29%	9.57%	13.68%	16.36%	17.12%
每股收益 (元)	0.28	0.79	1.19	1.67	2.04
PE	340.00	120.51	80.20	57.16	46.68
PB	14.73	11.92	10.97	9.35	7.99

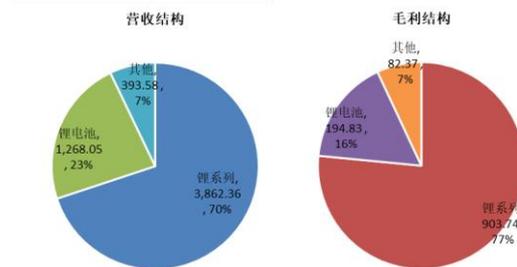
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图1: 营收净利及同比增速 (2015-2020)



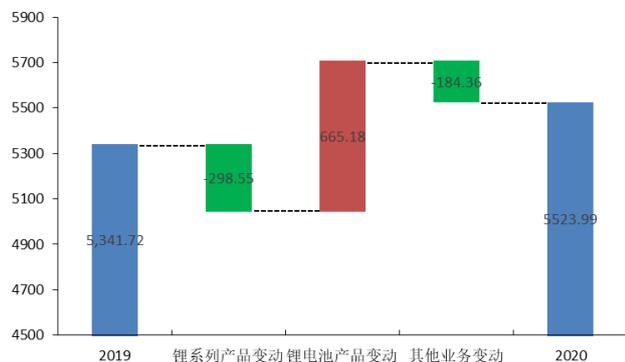
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 营收及毛利结构 (2020年)



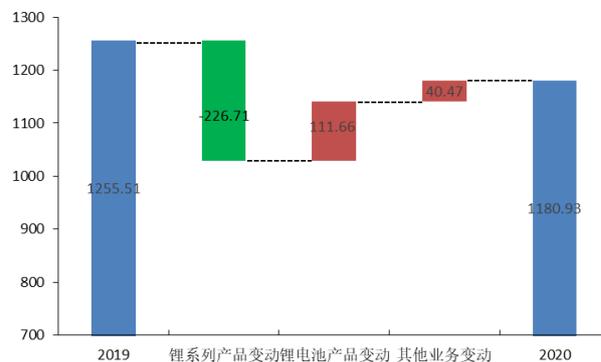
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图3: 2020年营收变动分解 (单位: 百万元)



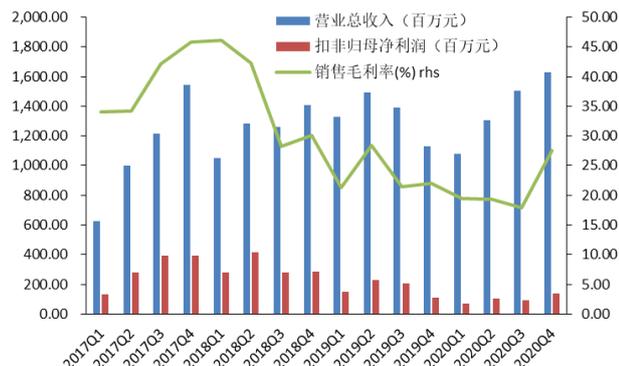
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 2020年毛利变动分解 (单位: 百万元)



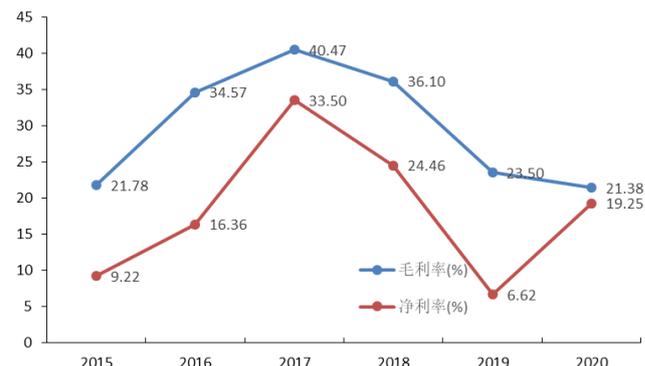
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图5: 2020Q4 盈利水平明显改善



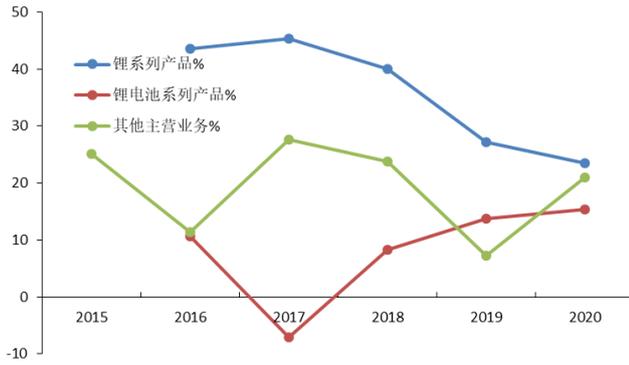
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 毛利率及净利率变动 (2015-2020)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图7：分产品毛利率变动（2015-2020）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：国内外业务毛利率对比（2016-2020）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	5717	8775	13023	16875	19370	<b>营业收入</b>	5342	5524	9047	12296	14690
货币资金	1700	2176	3619	4918	5876	<b>营业成本</b>	4086	4343	5770	7742	9235
应收账款	915	1359	1735	2358	2415	营业税金及附加	25	23	45	61	73
其他应收款	24	33	54	73	87	营业费用	63	48	136	184	220
预付款项	230	545	775	1085	1454	管理费用	273	169	498	676	808
存货	2334	2215	3478	4242	5060	财务费用	70	171	272	369	362
其他流动资产	282	1952	2304	2629	2869	研发费用	80	140	226	307	367
<b>非流动资产合计</b>	8496	13246	12812	12862	12728	资产减值损失	-43.24	-22.74	40.00	40.00	40.00
长期股权投资	3680	1636	1669	1702	1736	公允价值变动收益	-395.16	526.29	0.00	0.00	0.00
固定资产	2070	2272	3196	3761	4033	投资净收益	162.17	28.86	0.00	0.00	0.00
无形资产	348	3562	3554	3551	3564	加：其他收益	54.82	84.61	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	968	972	400	400	400	<b>营业利润</b>	475	1135	2111	2966	3634
<b>资产总计</b>	14213	22020	25836	29736	32098	营业外收入	3.28	2.02	30.00	30.00	30.00
<b>流动负债合计</b>	3259	4078	6967	8827	8841	营业外支出	4.13	9.71	20.00	20.00	20.00
短期借款	1131	1631	3661	4706	4043	<b>利润总额</b>	474	1127	2121	2976	3644
应付账款	914	1212	1581	2121	2530	所得税	121	64	530	744	911
预收款项	0	0	90	213	360	<b>净利润</b>	353	1064	1591	2232	2733
一年内到期的非流动	843	670	650	600	550	少数股东损益	-5	39	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	2544	4524	4528	4560	4584	归属母公司净利润	358	1025	1591	2232	2733
长期借款	1430	1658	1658	1658	1658	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	762	2134	2134	2134	2134		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	5803	8602	11494	13387	13425	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	55	2713	2713	2713	2713	营业收入增长	6.75%	3.41%	63.78%	35.91%	19.47%
收资本（或股本）	1293	1340	1340	1340	1340	营业利润增长	-65.32%	138.78%	85.97%	40.50%	22.54%
资本公积	3181	4843	4843	4843	4843	归属于母公司净利润	-70.73%	186.16%	55.23%	40.31%	22.47%
未分配利润	3169	3792	5223	7120	9225	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	8355	10706	11628	13637	15960	毛利率(%)	23.50%	21.38%	36.23%	37.04%	37.14%
<b>负债和所有者权益</b>	14213	22020	25836	29736	32098	净利率(%)	6.62%	19.25%	17.58%	18.15%	18.60%
<b>现金流量表</b>	单位：百万元					总资产净利润(%)	2.52%	4.65%	6.16%	7.50%	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	4.29%	9.57%	13.68%	16.36%	17.12%
<b>经营活动现金流</b>	669	746	216	1389	2851	<b>偿债能力</b>					
净利润	353	1064	1591	2232	2733	资产负债率(%)	41%	39%	44%	45%	42%
折旧摊销	226.58	272.70	324.77	434.57	524.36	流动比率	1.75	2.15	1.87	1.91	2.19
财务费用	70	171	272	369	362	速动比率	1.04	1.61	1.37	1.43	1.62
应收账款减少	87	-443	-376	-623	-57	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	90	123	147	总资产周转率	0.39	0.30	0.38	0.44	0.48
<b>投资活动现金流</b>	-2823	-3955	77	-618	-533	应收账款周转率	6	5	6	6	6
公允价值变动收益	-395	526	0	0	0	应付账款周转率	5.50	5.20	6.48	6.64	6.32
长期股权投资减少	0	0	-33	-33	-34	<b>每股指标（元）</b>					
投资收益	162	29	0	0	0	每股收益	0.28	0.79	1.19	1.67	2.04
<b>筹资活动现金流</b>	241	3645	1150	529	-1360	每股净现金流	-1.48	0.33	1.08	0.97	0.71
应付债券增加	49	1371	0	0	0	每股净资产	6.46	7.99	8.68	10.18	11.91
长期借款增加	724	228	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-22	47	0	0	0	P/E	340.00	120.51	80.20	57.16	46.68
资本公积增加	-412	1662	0	0	0	P/B	14.73	11.92	10.97	9.35	7.99
<b>现金净增加额</b>	-1913	436	1443	1300	958	EV/EBITDA	163.27	83.66	40.41	35.00	28.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018年9月加入东兴证券研究所。

### 胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有1年PE机构及4年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019年7月加入东兴证券研究所。

### 张清清

钢铁行业分析师，北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文，其中包含第一作者发表的SCI论文5篇（累计IF>10）；2015-2018年在宝钢从事研究工作，期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程；2018年5月加盟东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526