

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

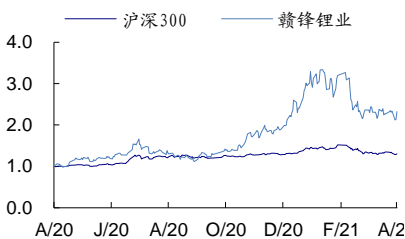
有色金属冶炼

**赣锋锂业(002460)**
**买入**

2021年第一季度业绩预告点评

(维持评级)

2021年04月15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)	1,356/1,067
总市值/流通(百万元)	132,067/80,484
上证综指/深圳成指	3,417/13,738
12个月最高/最低(元)	149.30/39.03

**相关研究报告:**

《赣锋锂业-002460-2020 年年报点评: 公司锂盐库存明显消耗, 未来在原料端布局值得期待》——2021-04-02

《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**

# 扣非利润同比和环比大增, 股权激励方案彰显长期发展信心

**• 2021Q1 经营业绩同比和环比都实现大幅增长**

公司 2021Q1 预计实现归母净利润 4.5-5.1 亿元, 同增 57-65 倍; 实现扣非净利润 2.5-3.1 亿元, 同增 2.5-3.3 倍, 环增 84.4-128.6%。归母净利润和扣非利润出现较大差别主要是公司持有 Pilbara 股票价格上涨, 产生公允价值变动收益所致。

公司扣非利润同比和环比都实现大幅增长, 主要受益于: ①行业景气度提升, 碳酸锂和氢氧化锂价格实现跨越式上涨; ②去年四季度公司马洪三期年产 5 万吨氢氧化锂产能投产, 所以今年一季度锂盐产销量同比提升; ③去年同期行业处于下行周期, 前期高价锂精矿原料库存会影响利润, 而今年一季度行业处于上行周期, 此前高价原料库存消化完之后, 公司能够享受到低成本原料库存产生的溢价。

**• 公司近期推出股权激励方案, 彰显长期发展信心**

公司 4 月 5 日发布《2021 年股票期权激励计划(草案)》: ①股票期权数量: 1570.40 万份, 约占公司股本总额 1.16%; ②行权价格: 96.28 元/股; ③激励对象: 407 人; ④行权条件: 公司层面考核目标以 2020 年扣非净利润为基数, 2021-2024 年净利润增长率分别不低于 380%、520%、620%、730%, 以此推算 2021-2024 年行权条件是扣非净利润不低于 19.31/24.94/28.96/33.38 亿元。因此在一季度基础上, 如果要达到今年的行权条件, 之后三个季度要实现扣非净利润 16.21-16.81 亿元。目前锂行业仍然处于上行周期当中, 预计公司今年仍然能够达到股票期权的行权条件。

**• 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 99.96/138.26/177.53 亿元, 同比增速 81.0/38.3/28.4%, 归母净利润分别为 22.98/33.42/48.65 亿元, 同比增速 124.2/45.5/45.5%; 摊薄 EPS 分别为 1.72/2.51/3.65 元, 当前股价对应 PE 为 57/39/27X。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**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,524	9,996	13,826	17,753
(+/-%)	3.4%	81.0%	38.3%	28.4%
净利润(百万元)	1025	2298	3342	4865
(+/-%)	186.2%	124.2%	45.5%	45.5%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.72	2.51	3.65
EBIT Margin	17.3%	26.9%	30.4%	35.3%
净资产收益率(ROE)	9.6%	18.7%	22.8%	26.9%
市盈率(PE)	127.4	56.5	38.8	26.7
EV/EBITDA	114.1	42.6	27.8	19.4
市净率(PB)	12.19	10.54	8.86	7.19

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

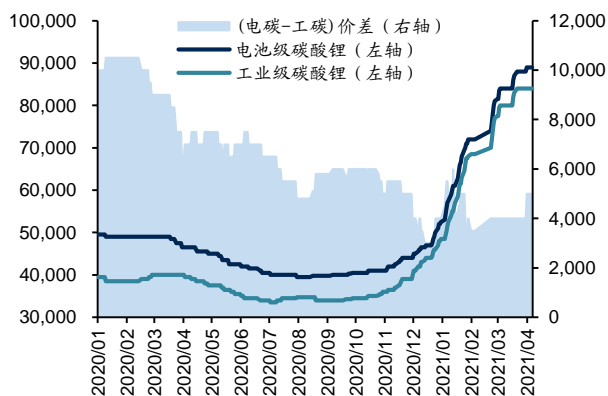
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 2021Q1 经营业绩同比大幅增长

公司发布 2021 年一季度业绩预告：预计实现归母净利润 4.5-5.1 亿元，同增约 57-65 倍；实现扣非归母净利润 2.5-3.1 亿元，同增约 2.5-3.3 倍，环比增长 84.4-128.6%。归母利润和扣非利润出现较大差别主要是公司持有 Pilbara 股票价格上涨，产生公允价值变动收益；另外由于去年同期 Pilbara 股价下跌，使得公司去年一季度产生大约 8770 万的公允价值亏损，这是公司今年一季度归母净利润同比实现爆发式增长非常重要的因素。

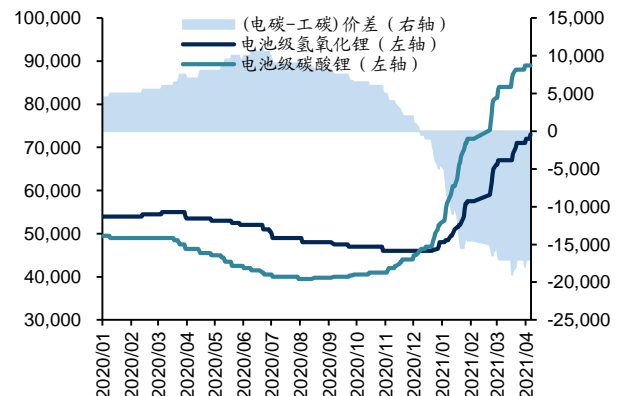
公司扣非利润实现较大幅度增长，主要受益于：①自去年四季度以来，锂行业重回上行周期，碳酸锂和氢氧化锂价格实现跨越式上涨。亚洲金属网数据显示国产电池级碳酸锂 2020Q1/Q2/Q3/Q4/2021Q1 均价分别为 4.89/4.36/3.99/4.42/7.50 万元/吨，今年一季度均价同比+53.45%，环比+69.72%；国产电池级氢氧化锂 2020Q1/Q2/Q3/Q4/2021Q1 均价分别为 5.44/5.27/4.82/4.63/6.04 万元/吨，今年一季度均价同比+11%，环比+30.36%。行业景气度提升使得公司销售均价同比上涨。②去年四季度公司马洪三期年产 5 万吨氢氧化锂产能正式投产，目前处于产能爬坡的过程当中，另外去年一季度受到疫情的影响，锂盐产销量基数低，所以今年一季度锂盐产销量同比提升。③去年一季度行业处于下行周期，前期高价锂精矿原料库存会影响利润，而今年一季度行业处于上行周期，此前高价原料库存消化完之后，公司能够享受到低成本原料库存产生的溢价。

图 1: 碳酸锂价格持续上行 (含税价, 元/吨)



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图 2: 氢氧化锂价格启动 (含税价, 元/吨)



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

### 公司近期推出股权激励方案，彰显长期发展信心

公司于 4 月 5 日发布《2021 年股票期权激励计划（草案）》：①**股票期权数量**：1570.40 万份，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 135,592.8726 万股的 1.16%；②**行权价格**：96.28 元/股；③**激励对象**：407 人，包括 a) 董事、高级管理人员；b) 核心管理人员和核心技术(业务)人员；④**行权条件**：公司层面考核目标以 2020 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为基数，2021-2024 年净利润增长率分别不低于 380%、520%、620%、730%，公司 2020 年扣非归母净利润约为 4.02 亿元，以此推算 2021-2024 年行权条件是扣非归母净利润不低于 19.31/24.94/28.96/33.38 亿元。

公司今年一季度扣非净利润预计为 2.5-3.1 亿元，如果要达到今年的行权条件，之后三个季度要实现扣非净利润 16.21-16.81 亿元。目前锂行业仍然处于上行周期当中，本轮主要是需求主导驱动的碳酸锂行情，目前开始叠加澳洲锂辉石矿山产能出清，原料锂辉石价格启动，推动碳酸锂和氢氧化锂价格共振，行业

景气度有望持续提升。与此同时，公司马洪三期年产 5 万吨氢氧化锂产能有望快速实现达产达标，预计今年锂盐产销量同比有望实现大幅增长。综上，我们预计公司今年仍然能够达到股票期权的行权条件。

表 1: 公司授予股票期权各年度公司层面业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 380%；
第二个行权期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 520%；
第三个行权期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 620%；
第四个行权期	以 2020 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 730%。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 锂行业新周期，公司率先实现大规模资本开支

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 3: 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

### 全球锂精矿供应紧张，“抢矿大战”加剧

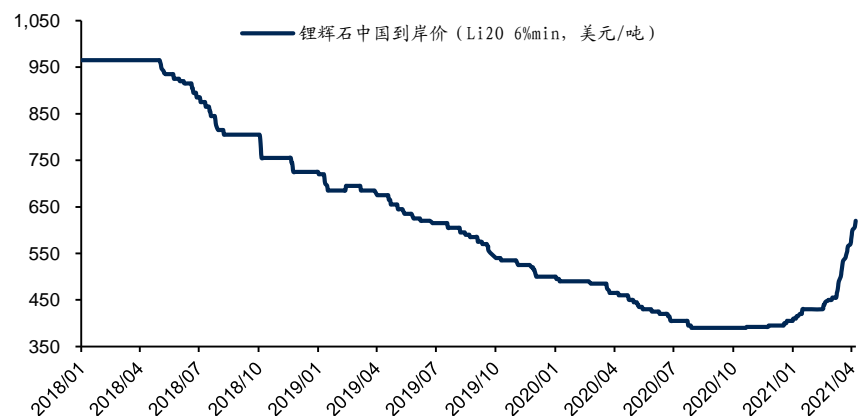
西澳主力矿山以长单包销为主，能够流通的散单寥寥无几。澳洲锂辉石是全球最重要的原材料供应，约占全球矿石锂产量 85%，整体约占全球锂资源供应总量 50%。但是根据统计，澳洲锂辉石精矿产量已几乎完全被包销协议锁定，散单销售量寥寥无几。其中，Greenbushes 产量全部给两大股东——天齐锂业和 Albemarle；Mt Cattlin 年产 18 万吨锂精矿分别包销给雅化集团 12 万吨和盛新锂能 6 万吨；Mt Marion 年产 40 万吨锂精矿已经全部包销给赣锋锂业；Pilbara-Pilgangoora 年产 33 万吨锂精矿，包销给赣锋锂业 16 万吨、容汇通用锂业 12 万吨和天宜锂业 7.5 万吨。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	股权较为分散，截止至 2021Q1，CATL 持有 7.16% 股权，赣锋锂业持有 5.96% 股权	33	赣锋锂业 16+容汇通用 12+天宜锂业 7.5+长城汽车 2
Wodgina	Albemarle 60%，Mineral Resources (MRL) 40%	75	停产维护
Altura-Pilgangoora	Pilbara 100%	22	停产维护，原有的包销协议在矿山复产之后要重新谈判
Bald Hills	Alita 全资控股，Galaxy Resources 持有公司 12.22% 股权，是公司第一大股东	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

图 4：锂精矿价格启动



资料来源：亚洲金属网、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 99.96/138.26/177.53 亿元，同比增速 81.0/38.3/28.4%，归母净利润分别为 22.98/33.42/48.65 亿元，同比增速 124.2/45.5/45.5%；摊薄 EPS 为 1.72/2.51/3.65 元，当前股价对应 PE 为 57/39/27X。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	9996	13826	17753
应收款项	1392	2584	3163	4374	营业成本	4343	6711	8804	10438
存货净额	2215	3689	4667	5421	营业税金及附加	23	42	59	75
其他流动资产	2906	1000	1383	1775	销售费用	48	105	144	183
<b>流动资产合计</b>	<b>8775</b>	<b>7659</b>	<b>9600</b>	<b>11958</b>	管理费用	169	592	757	925
固定资产	6033	8445	10601	12565	财务费用	171	200	277	355
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	150	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>24174</b>	<b>28628</b>	<b>33307</b>	营业利润	1135	3006	4373	6364
短期借款及交易性金融负债	2301	1978	3501	3964	营业外净收支	(8)	0	0	0
应付款项	1442	2199	2622	3264	<b>利润总额</b>	<b>1127</b>	<b>3006</b>	<b>4373</b>	<b>6364</b>
其他流动负债	334	413	534	634	所得税费用	64	661	962	1400
<b>流动负债合计</b>	<b>4078</b>	<b>4590</b>	<b>6657</b>	<b>7861</b>	少数股东损益	39	47	68	99
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>2298</b>	<b>3342</b>	<b>4865</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>					
<b>负债合计</b>	<b>8602</b>	<b>9114</b>	<b>11181</b>	<b>12386</b>					
少数股东权益	2713	2746	2793	2863					
股东权益	10706	12314	14654	18059					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22020</b>	<b>24174</b>	<b>28628</b>	<b>33307</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1025	2298	3342	4865
资产减值准备	55	305	122	116
折旧摊销	265	575	865	1062
公允价值变动损失	(549)	(150)	0	0
财务费用	171	200	277	355
营运资本变动	(2107)	381	(1274)	(1500)
其它	(36)	(273)	(74)	(47)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1347)</b>	<b>3136</b>	<b>2981</b>	<b>4496</b>
资本开支	(3908)	(3000)	(3000)	(3000)
其它投资现金流	(74)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1939)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(3500)</b>	<b>(3500)</b>
权益性融资	1784	0	0	0
负债净变化	228	0	0	0
支付股利、利息	(531)	(689)	(1003)	(1459)
其它融资现金流	<b>2584</b>	<b>(323)</b>	<b>1522</b>	<b>463</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>3762</b>	<b>(1012)</b>	<b>519</b>	<b>(996)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>476</b>	<b>(1876)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	1700	2176	300	300
货币资金的期末余额	2176	300	300	300
企业自由现金流	(4850)	52	(130)	1456
权益自由现金流	(2039)	(426)	1176	1642

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.76	1.72	2.51	3.65
每股红利	0.40	0.52	0.75	1.09
每股净资产	7.99	9.24	10.99	13.55
ROIC	7%	12%	17%	21%
ROE	10%	19%	23%	27%
毛利率	21%	33%	36%	41%
EBIT Margin	17%	27%	30%	35%
EBITDA Margin	22%	33%	37%	41%
收入增长	3%	81%	38%	28%
净利润增长率	186%	124%	45%	46%
资产负债率	51%	49%	49%	46%
息率	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	127.4	56.5	38.8	26.7
P/B	12.2	10.5	8.9	7.2
EV/EBITDA	114.1	42.6	27.8	19.4

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