

公司研究

资源布局加码，下游电池协同，行业龙头二季度业绩创历史新高

——赣锋锂业（002460.SZ）2021年半年报点评

要点

事件：公司发布2021年半年报，公司营业收入为40.64亿元，同比增长70.27%；归属于上市公司股东的净利润为14.17亿元，同比上升805.29%。二季度归母净利润9.41亿元，同比增长532%，为单季度历史新高值。

点评：公司上半年业绩增长主要来源于（1）锂盐产品的量价齐升，2021年上半年公司锂盐收入实现29.61亿元，同比增加66%，截至2021年8月28日，氢氧化锂价格11.76万元/吨，较年初上涨140%；电池级碳酸锂价格11.24万元/吨，较年初上涨123%。（2）公司持有金融资产的公允价值变动净收益为5.44亿元，占整体营业利润的33%，较去年同期增加6.07亿元。

全球范围分散化资源布局，权益资源量国内第一。公司已通过参股或签订包销协议的形式锁定全球大量锂资源，如锂辉石项目：MountMarion、PilbaraPilgangoora、AVZManono、Goulamina等；盐湖卤水项目：Cauchari-Olaroz、Mariana；锂黏土项目Sonora等；截止2021年上半年公司权益锂资源量达到2611万吨LCE，位列国内第一。

锂盐产能不断扩张，2025年20万吨/年LCE产能指引明确。公司马洪工厂三期5万吨/年氢氧化锂产能爬坡顺利，于今年一季度满产，宁都年产1.75万吨/年电池级碳酸锂项目经过一季度改造升级后，已形成年产2万吨产能。目前公司每年的电池级碳酸锂产能为4.3万吨，电池级氢氧化锂产能为8.1万吨，金属锂产能为2000吨。赣锋锂业计划于2025年或之前形成总计年产不低于20万吨/年LCE的锂产品供应能力，未来远期要形成不低于60万吨/年LCE的锂产品供应能力。

布局下游电池业务形成协同效应。公司锂电池业务已布局消费类电池、TWS电池、动力/储能电池以及固态电池等各领域。子公司赣锋锂电正在筹划建设惠州市高端聚合物锂电池、新余市5GWH锂电池和重庆市10GWH锂电池项目。未来规划中，公司将建立每年可回收10万吨退役锂电池的大型综合设施。

盈利预测与评级：鉴于公司未来锂盐产品的量价提升，我们上调盈利预测，预计2021-2023年EPS分别为1.95元、2.77元、3.54元，分别上调36%/32%/37%，对应2021-2023PE为111倍、78倍、61倍。鉴于公司全球行业龙头地位及资本结构的逐步改善，我们维持“增持”评级。

风险提示：下游电动车产量不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；行业供给侧产能过快释放；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,342	5,524	8,993	12,484	15,922
营业收入增长率	6.75%	3.41%	62.79%	38.82%	27.54%
净利润（百万元）	358	1,025	2,809	3,980	5,083
净利润增长率	-70.73%	186.16%	174.18%	41.65%	27.73%
EPS（元）	0.28	0.76	1.95	2.77	3.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.29%	9.57%	21.42%	24.85%	25.96%
P/E	780	282	111	78	61
P/B	33.4	27.0	23.7	19.4	15.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-30

增持（维持）

当前价：215.99元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

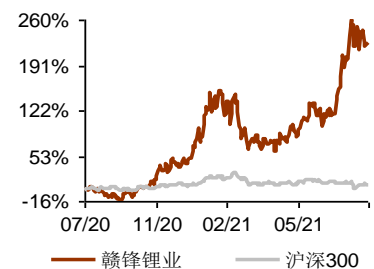
021-52523811

wangzh@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.37
总市值(亿元)	3104.81
一年最低/最高(元)	46.58/225.48
近3月换手率	175.14%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.36	80.28	335.78
绝对	16.77	70.71	336.33

资料来源：Wind

表 1: 赣锋锂业单季度主要财务指标 (亿元, %)

单位: 亿元	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
主营业务收入	13.88	11.31	10.79	13.08	15.06	16.31	16.07	24.57
同比增长率	32.19%	-11.74%	-14%	-7%	8%	44%	49%	88%
毛利	2.98	2.49	2.10	2.52	2.71	4.48	5.00	9.28
毛利率	21.45%	22.03%	19.47%	19.26%	17.96%	27.49%	31.11%	37.75%
销售费用	0.28	-0.17	0.19	0.08	0.18	0.04	0.13	0.11
财务费用	0.40	-0.08	0.66	-0.09	0.16	0.98	0.52	0.36
管理费用	0.33	0.54	0.23	0.26	0.51	0.70	0.32	0.75
研发费用	0.18	0.24	0.22	0.25	0.31	0.62	0.37	0.55
期间费用率	8.63%	4.70%	12.04%	3.78%	7.65%	14.32%	8.30%	7.23%
税前利润	0.38	0.50	0.23	1.67	2.21	7.16	5.33	11.07
归属母公司净利润	0.33	0.29	0.08	1.49	1.74	6.94	4.76	9.41
净利率	2.40%	2.56%	0.72%	11.37%	11.55%	42.56%	29.63%	38.27%
同比增长率	-91%	-94%	-97%	27%	421%	2302%	6046%	532%
扣非净利润	2.04	1.11	0.72	1.02	0.93	1.36	2.94	5.42
期末净资产	82	84	85	83	123	134	146	212
年化 ROE	1.63%	1.37%	0.37%	7.20%	5.65%	20.69%	13.01%	17.77%
存货/销售收入	35.13%	51.58%	52.86%	43.96%	33.85%	33.95%	38.39%	25.38%
带息负债	43.7	41.7	56.5	58.4	64.7	60.9	61.3	53.1
货币资金	20.2	17.0	25.8	27.6	46.3	21.8	24.4	70.6
资产负债率	41.56%	40.83%	45.20%	48.40%	43.93%	39.06%	37.19%	29.75%
存货金额	19.5	23.3	22.8	23.0	20.4	22.1	24.7	25.0
自由现金流	-1.1	3.4	-2.2	0.3	-0.9	-1.8	-5.3	-1.6
最新总股本 (亿股)	14.37	14.37	14.37	14.37	14.37	14.37	14.37	14.37
摊薄 EPS (元/股)	0.023	0.020	0.005	0.103	0.121	0.483	0.331	0.654

资料来源: Wind、光大证券研究所

表 2: 赣锋锂业主要控股子公司情况 (亿元, %)

主要子公司	控股比例	2021 年 H1 资产总额	2021 年 H1 营业收入	2021 年 H1 营业利润	2021 年 H1 净利润	2020 年 净利润	2019 年 净利润	2018 年 净利润	2017 年 净利润	2016 年净利润
	(%)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)
奉新赣锋	100%	5.99	2.14	0.30	0.27	-	0.38	1.06	1.43	0.96
宜春赣锋	100%	6.70	2.47	0.72	0.61	-	0.53	1.16	0.92	0.07
循环科技	100%	6.84	5.16	1.39	1.19	-	0.47	-	-	-
宁都赣锋	100%	-	5.17	1.99	1.81	-	-	-	-	-
赣锋国际	100%	70.91	9.44	5.18	5.18	6.89	-	-	1.57	0.83

资料来源: Wind、光大证券研究所

风险提示

下游电动车产量不及预期; 行业供给侧资本开支加剧, 全球产能过快释放, 锂盐价格下跌; 公司债务流动性风险; 公司项目建设达产不及预期; 安全环保风险; 地缘政治因素以及海外公司运营风险; 估值过高风险; 技术路径变化的风险; 宏观政策以及流动性调整的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,342	5,524	8,993	12,484	15,922
营业成本	4,086	4,343	5,710	7,556	9,508
折旧和摊销	223	265	308	374	432
税金及附加	25	23	45	62	79
销售费用	63	48	111	154	196
管理费用	273	169	415	575	734
研发费用	80	140	158	219	280
财务费用	70	171	-32	-6	15
投资收益	162	29	59	84	131
营业利润	475	1,135	3,334	4,699	5,999
利润总额	474	1,127	3,325	4,690	5,990
所得税	121	64	475	671	856
净利润	353	1,064	2,849	4,020	5,133
少数股东损益	-5	39	40	40	50
归属母公司净利润	358	1,025	2,809	3,980	5,083
EPS(元)	0.28	0.76	1.95	2.77	3.54

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	669	746	1,525	2,336	3,639
净利润	358	1,025	2,809	3,980	5,083
折旧摊销	223	265	308	374	432
净营运资金增加	1,196	2,081	2,214	2,708	2,532
其他	-1,108	-2,624	-3,806	-4,726	-4,407
投资活动产生现金流	-2,823	-3,955	1,010	-494	-422
净资本支出	-814	-1,208	-528	-553	-553
长期投资变化	3,680	1,636	0	0	0
其他资产变化	-5,688	-4,383	1,538	59	131
融资活动现金流	241	3,645	-1,509	-598	-1,993
股本变化	-22	47	98	0	0
债务净变化	1,391	1,926	-1,209	403	-527
无息负债变化	-1,132	873	614	615	829
净现金流	-1,891	381	1,026	1,243	1,224

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.5%	21.4%	36.5%	39.5%	40.3%
EBITDA 率	21.4%	21.3%	33.7%	36.3%	36.8%
EBIT 率	17.2%	16.3%	30.3%	33.3%	34.1%
税前净利润率	8.9%	20.4%	37.0%	37.6%	37.6%
归母净利润率	6.7%	18.5%	31.2%	31.9%	31.9%
ROA	2.5%	4.8%	11.9%	14.4%	16.2%
ROE (摊薄)	4.3%	9.6%	21.4%	24.8%	26.0%
经营性 ROIC	7.8%	5.2%	12.2%	16.2%	19.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	41%	39%	34%	32%	29%
流动比率	1.75	2.15	3.54	3.89	4.93
速动比率	1.04	1.61	2.53	2.80	3.53
归母权益/有息债务	2.01	1.76	2.68	3.03	4.11
有形资产/有息债务	3.30	3.01	4.16	4.60	5.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	14,213	22,020	23,873	27,834	31,749
货币资金	1,700	2,176	3,202	4,445	5,669
交易性金融资产	13	87	10	510	1,010
应收帐款	915	1,359	1,844	2,559	3,264
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	33	47	65	83
存货	2,334	2,215	3,202	4,242	5,342
其他流动资产	501	2,361	2,431	2,500	2,569
流动资产合计	5,717	8,775	11,309	15,062	18,853
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3,680	1,636	1,641	1,641	1,641
固定资产	2,070	2,272	3,182	3,861	4,361
在建工程	908	3,757	3,108	2,621	2,256
无形资产	348	3,562	3,490	3,421	3,352
商誉	18	0	0	0	0
其他非流动资产	999	1,000	1,022	1,022	1,022
非流动资产合计	8,496	13,246	12,564	12,772	12,895
总负债	5,803	8,602	8,007	9,025	9,327
短期借款	1,131	1,631	716	842	38
应付账款	914	1,212	1,570	2,078	2,615
应付票据	131	230	228	302	380
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,259	4,078	3,199	3,871	3,826
长期借款	1,430	1,658	1,935	2,211	2,488
应付债券	762	2,134	2,134	2,134	2,134
其他非流动负债	88	127	196	266	335
非流动负债合计	2,544	4,524	4,808	5,155	5,500
股东权益	8,410	13,418	15,866	18,808	22,422
股本	1,293	1,340	1,437	1,437	1,437
公积金	3,566	5,242	5,426	5,464	5,464
未分配利润	3,169	3,792	5,918	8,783	12,346
归属母公司权益	8,355	10,706	13,113	16,016	19,580
少数股东权益	55	2,713	2,753	2,793	2,843

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.17%	0.87%	1.23%	1.23%	1.23%
管理费用率	5.11%	3.06%	4.61%	4.61%	4.61%
财务费用率	1.32%	3.10%	-0.36%	-0.05%	0.09%
研发费用率	1.49%	2.53%	1.76%	1.76%	1.76%
所得税率	26%	6%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.30	0.30	0.75	1.06	1.35
每股经营现金流	0.52	0.56	1.06	1.62	2.53
每股净资产	6.46	7.99	9.12	11.14	13.62
每股销售收入	4.13	4.12	6.26	8.68	11.08

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	780	282	111	78	61
PB	33.4	27.0	23.7	19.4	15.9
EV/EBITDA	245.2	255.9	105.2	70.5	54.3
股息率	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE