

赣锋锂业 (002460): 锂盐盈利能力显著扩张, 产业链布局日趋完善

2021年09月01日

推荐/维持

赣锋锂业 公司报告

——赣锋锂业 (002460) 2021 中报点评

- **事件:** 公司发布 2021 中报。公司 2021 上半年实现营收 40.64 亿元, 同比+70.27%; 归母净利润 14.17 亿元, 同比+805.3%; 扣非归母净利润 8.35 亿元, 同比+380.62%; 基本每股收益 1.04 元, 同比+766.67%。
- **多元化锂原料供应优势持续巩固。** 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。报告期内, 公司拟增持 Sonora 锂黏土项目权益至 100%, 拟收购非洲马里 Goulamina 锂辉石项目 50% 股权。未来公司将逐步构建及完善“辉石 (Marion+Pilgangoor+Goulamina)+黏土 (Sonora)+盐湖 (Cauchar+Mariana+青海)”的资源组合, 锂资源量 (已探明) 预计超过 5000 万吨, 权益资源量超过 2700 万吨 (折 LCE), 为中下游业务提供稳定保障。
- **马洪三期顺利满产, 远景产能规划超 60 万吨 LCE。** 受益于 21H1 马洪三期满产以及宁都产线改造, 公司已形成“4.3 万吨碳酸锂+8.1 万吨氢氧化锂+2000 吨金属锂”的冶炼产能。公司目前筹划及建设中的锂加工产能合计 15 万吨碳酸锂 (当量)+2 万吨氯化锂+7000 吨金属锂 (包括 Cauchar i、Sonora、丰城、宜春等独资及合资项目), 预计到 2025 年可形成 20 万吨 LCE 锂产品供应能力, 远景规划则超过 60 万吨, 行业内领先地位不断夯实。
- **锂盐量价齐升驱动业绩增长, 21Q2 单季创纪录盈利有望延续。** 锂盐是公司的核心业务 (21H1 营收占比 73%, 毛利占比 86%), 2021 上半年受益于国内锂价大幅上涨 (碳酸锂均价同比+76%, 氢氧化锂+33%) 以及产量的释放, 锂盐板块营收同比+66.1% 至 29.61 亿元, 毛利同比增 236% 至 12.25 亿元, 毛利率提升 21pct 至 41.37%。受此推动, 公司整体盈利水平得到明显提升, H1 毛利率提升至 35.13%, Q2 扣非归母净利 5.42 亿元则创下公司成立以来单季度最高盈利。此外, 公司所持 Pilbara 等金融资产所产生公允价值变动收益, 带动了非经营性损益的增加。考虑到 Q3 锂价迅猛上涨, 公司海外长单价格大概率跟随上调, 预计下半年业绩继续环比高增; 高精矿自给率助力公司中长期维持 40% 以上毛利率水平, 盈利弹性优于同业。
- **电池及循环回收业务持续加码, 产业链一体化布局日趋完善。** 21H1 公司锂电池板块营收同比+84.27% 至 7.64 亿元, 毛利+96% 至 1.29 亿元, 继续呈现高速增长态势。公司计划在江西和重庆筹建合计 15GWh 锂电池项目 (磷酸铁锂、聚合物电池等), 假设 2024 年实现全面投产, 届时预计实现营收贡献 120 亿元以上。另外, 公司已形成 34000 吨退役电池拆解及回收处理能力, 为扩大三元前驱体项目产能奠定基础。公司锂电材料产业链一体化布局日趋完善。
- **盈利预测及评级:** 新能源汽车需求持续向好, 矿石及锂盐环节供应紧缺难解, 推动锂价不断攀升, 公司业绩将受益于锂价上行、产能扩张及成本优势等诸多因素的共振。考虑到行业处于高景气周期及公司的龙头地位, 我们上调公司盈利预测, 预计 2021-2023 年实现营收 108.01/165.88/204.68 亿元, 实现归母净利润 23.61/35.06/43.65 亿元, EPS 分别为 1.76/2.62/3.26 元, 对应 PE 为 124.9/84.1/67.5X, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车产销不及预期; 项目投产不及预期; 锂价大幅波动。

公司简介:

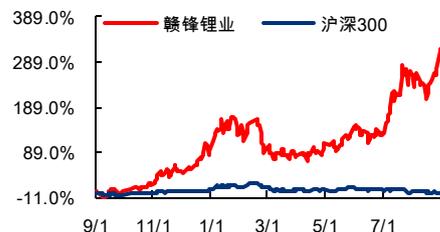
公司是全球领先的锂化合物生产商及金属锂生产商, 业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及回收等价值链的各重要环节。

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)	224.00-46.36
总市值 (亿元)	3,162.45
流通市值 (亿元)	1,890.80
总股本/流通 A 股 (万股)	143,747.89/85,945.25
流通 B 股/H 股 (万股)	0/28,826.72
52 周日均换手率	4.14

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

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,341.72	5,523.99	10,801.0	16,588.2	20,467.8
增长率	6.75%	3.41%	95.53%	53.58%	23.39%
净利润 (百万元)	358.07	1,024.66	2,361.13	3,506.28	4,365.20
增长率	-71.13%	200.96%	122.00%	48.50%	24.50%
净资产收益率	4.29%	9.57%	19.10%	22.60%	22.70%
每股收益 (元)	0.28	0.79	1.76	2.62	3.26
PE	785.71	278.48	124.85	84.08	67.53
PB	34.04	27.54	23.85	19.00	15.33

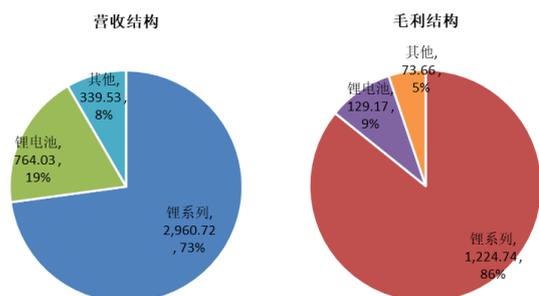
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图1：营收净利及同比增速（2016-2021H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：营收及毛利结构（2021H1）



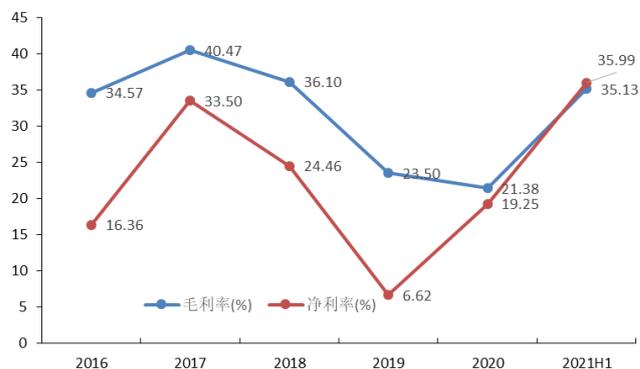
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：2021Q2 创历史最高营收及利润水平



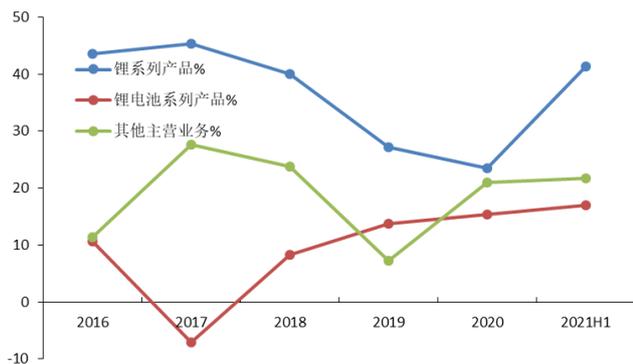
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：毛利率及净利率变动（2016-2021H1）



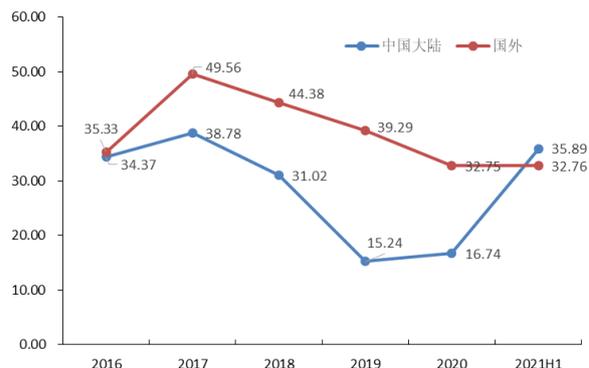
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：分产品毛利率变动（2016-2021H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：国内外业务毛利率对比（2016-2021H1）



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					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	5717	8775	13962	19881	23999	营业收入	5342	5524	10801	16588	20468
货币资金	1700	2176	4320	6635	8187	营业成本	4086	4343	6869	9979	12348
应收账款	915	1359	2071	3181	3365	营业税金及附加	25	23	54	83	102
其他应收款	24	33	64	99	122	营业费用	63	48	162	249	307
预付款项	230	545	819	1218	1712	管理费用	273	169	594	912	1126
存货	2334	2215	4140	5468	6766	财务费用	70	171	256	345	334
其他流动资产	282	1952	2480	3058	3446	研发费用	80	140	238	365	450
非流动资产合计	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	500.00	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	营业利润	475	1135	3138	4665	5810
资产总计	14213	22020	26775	32743	36728	营业外收入	3.28	2.02	30.00	30.00	30.00
流动负债合计	3259	4078	7156	9911	10146	营业外支出	4.13	9.71	20.00	20.00	20.00
短期借款	1131	1631	3441	4933	4121	利润总额	474	1127	3148	4675	5820
应付账款	914	1212	1882	2734	3383	所得税	121	64	787	1169	1455
预收款项	0	0	108	274	479	净利润	353	1064	2361	3506	4365
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
非流动负债合计	2544	4524	4545	4603	4642	归属母公司净利润	358	1025	2361	3506	4365
长期借款	1430	1658	1658	1658	1658	主要财务比率					
应付债券	762	2134	2134	2134	2134		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	5803	8602	11702	14514	14788	成长能力					
少数股东权益	55	2713	2713	2713	2713	营业收入增长	6.75%	3.41%	95.53%	53.58%	23.39%
资本公积	1293	1340	1340	1340	1340	营业利润增长	-65.32%	138.78%	176.50%	48.65%	24.55%
未分配利润	3169	3792	5917	8897	12258	归属于母公司净利润	-70.73%	186.16%	130.43%	48.50%	24.50%
归属母公司股东权益	8355	10706	12360	15516	19226	获利能力					
负债和所有者权益	14213	22020	26775	32743	36728	毛利率(%)	23.50%	21.38%	36.40%	39.84%	39.67%
现金流量表					偿债能力						
单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	4.29%	9.57%	19.10%	22.60%	22.70%
经营活动现金流	669	746	643	2036	3796	偿债能力					
净利润	353	1064	2361	3506	4365	资产负债率(%)	41%	39%	44%	44%	40%
折旧摊销	226.58	272.70	324.77	434.57	524.36	流动比率	1.75	2.15	1.95	2.01	2.37
财务费用	70	171	256	345	334	速动比率	1.04	1.61	1.37	1.45	1.70
应收账款减少	87	-443	-713	-1110	-183	营运能力					
预收账款增加	0	0	108	166	205	总资产周转率	0.39	0.30	0.44	0.56	0.59
投资活动现金流	-2823	-3955	577	-618	-533	应收账款周转率	6	5	6	6	6
公允价值变动收益	-395	526	500	0	0	应付账款周转率	5.50	5.20	6.98	7.19	6.69
长期股权投资减少	0	0	-33	-33	-34	每股指标(元)					
投资收益	162	29	0	0	0	每股收益	0.28	0.79	1.76	2.62	3.26
筹资活动现金流	241	3645	925	897	-1711	每股净现金流	-1.48	0.33	1.60	1.73	1.16
应付债券增加	49	1371	0	0	0	每股净资产	6.46	7.99	9.22	11.58	14.35
长期借款增加	724	228	0	0	0	估值比率					
普通股增加	-22	47	0	0	0	P/E	785.71	278.48	124.85	84.08	67.53
资本公积增加	-412	1662	0	0	0	P/B	34.04	27.54	23.85	19.00	15.33
现金净增加额	-1913	436	2145	2315	1552	EV/EBITDA	373.09	190.07	63.27	54.69	44.28

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。

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