

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年三季度报告点评

(维持评级)

2021年10月27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)	1,437/1,148
总市值/流通(百万元)	247,965/148,256
上证综指/深圳成指	3,598/14,553
12个月最高/最低(元)	224.40/55.60

相关研究报告:

《赣锋锂业-002460-2021年中报点评: 锂盐产品量价齐升, 实现资源端多元化布局》——2021-09-02

《赣锋锂业-002460-2021年中报预告点评: Q2利润环比大增, 新周期率先实现大规模资本开支》——2021-07-16

《赣锋锂业-002460-2021Q1业绩预告点评: 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》——2021-04-15

《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

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
21Q3 净利润接近预告上限, 资源端布局值得期待
● 21Q3 净利润接近预告上限, 锂盐产品量价齐升推升利润

公司前三季度实现营收 70.54 亿元, 同比+81.19%; 实现归母净利润 24.73 亿元, 同比+648.24%, 符合预告 20.83-25.73 亿元的区间范围之内; 实现扣非净利润 14.28 亿元, 同比+435.58%。

公司 21Q3 实现营收 29.89 亿元, 同比+98.50%, 环比+21.65%; 实现归母净利润 10.56 亿元, 同比+506.99%, 环比+12.29%, 符合预告 9.15-10.92 亿元的区间范围之内; 实现扣非净利润 5.93 亿元, 同比+538.50%, 环比+9.41%。公司归母净利润和扣非净利润差异主要来自于持有 Pilbara 股票的收益, Pilbara 在 21Q3 股价涨幅 41.38%, 对应到公司公允价值变动收益约为 5 亿, 符合实际数据的情况。

公司利润实现大幅度增长, 主要受益于: ①锂盐价格实现跨越式上涨; ②马洪三期年产 5 万吨氢氧化锂产能基本处于满产满销的状态, 锂盐产销量同比大幅增长; ③锂行业处于上行周期当中, 能享受到低成本原料库存产生的溢价。

● 公司率先实现大规模资本开支, 资源端布局值得期待

公司加大资本开支力度, 其中在原料端布局尤其值得关注: ①阿根廷 Cauchari 盐湖项目一期年产 4 万吨电池级碳酸锂预计在 2022 年年中开始生产, 且已经启动二期扩产可行性研究; ②阿根廷 Mariana 盐湖已获得当地政府环评批复, 将启动 2 万吨氯化锂工厂建设, 公司持股比例已经达到 100%; ③墨西哥锂黏土项目兼具矿石提锂以及盐湖提锂的优点, 处于项目建设过程中; ④拟收购五矿盐湖 49% 股权, 间接拥有青海省柴达木一里坪盐湖项目的权益; ⑤拟收购荷兰 SPV 公司 50% 股权, 间接拥有马里 Goulamina 锂辉石矿项目的权益; ⑥拟收购锦泰钾肥 15.48% 股权, 锦泰钾肥主要对巴伦马海进行矿产开发。

● 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 123.82/223.10/275.76 亿元, 同比增速 124.2%/80.2%/23.6%; 归母净利润分别为 38.44/53.97/74.17 亿元, 同比增速 275.2%/40.4%/37.4%; 摊薄 EPS 分别为 2.67/3.75/5.16 元, 当前股价对应 PE 为 65/46/33X。考虑到公司是 A 股最优质锂业公司, 产能在行业底部逆势扩张, 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	12,382	22,310	27,576
(+/-%)	3.4%	124.2%	80.2%	23.6%
净利润(百万元)	1025	3844	5397	7417
(+/-%)	186.2%	275.2%	40.4%	37.4%
摊薄每股收益(元)	0.76	2.67	3.75	5.16
EBIT Margin	17.3%	25.3%	19.5%	24.9%
净资产收益率(ROE)	9.6%	28.7%	31.4%	33.2%
市盈率(PE)	225.6	64.5	45.9	33.4
EV/EBITDA	196.7	69.5	50.2	33.2
市净率(PB)	21.59	18.51	14.44	11.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

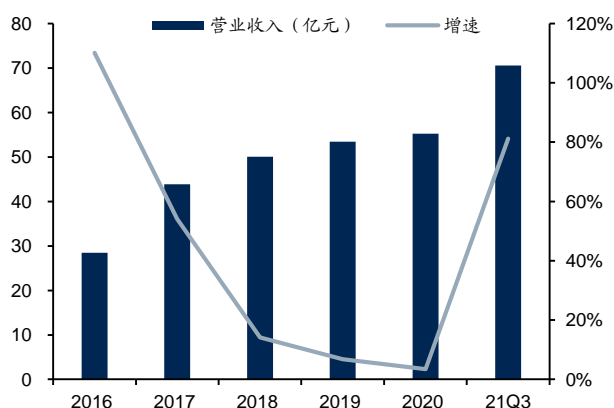
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

21Q3 净利润接近预告上限，锂盐产品量价齐升推升利润

公司发布三季报：前三季度实现营收 70.54 亿元，同比+81.19%；实现归母净利润 24.73 亿元，同比+648.24%，符合此前预告 20.83-25.73 亿元的区间范围之内；实现扣非归母净利润 14.28 亿元，同比+435.58%。

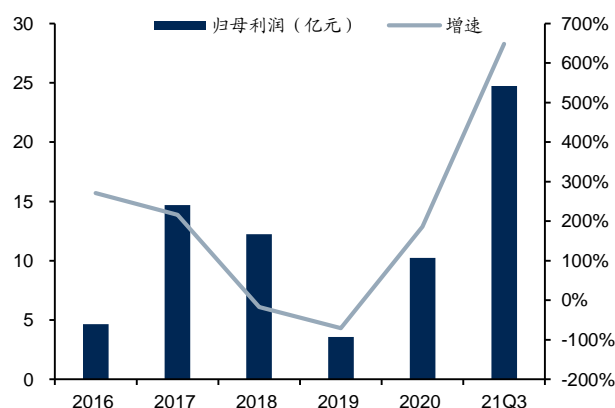
公司 21Q3 实现营收 29.89 亿元，同比+98.50%，环比+21.65%；实现归母净利润 10.56 亿元，同比+506.99%，环比+12.29%，同样是符合此前预告 9.15-10.92 亿元的区间范围之内；实现扣非归母净利润 5.93 亿元，同比+538.50%，环比+9.41%。公司归母净利润和扣非净利润差异主要来自于持有 Pilbara 股票的收益，Pilbara 在 21Q3 股价涨幅 41.38%，对应到公司公允价值变动收益约为 5 亿，符合实际数据的情况。

图 1：公司营业收入及增速



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

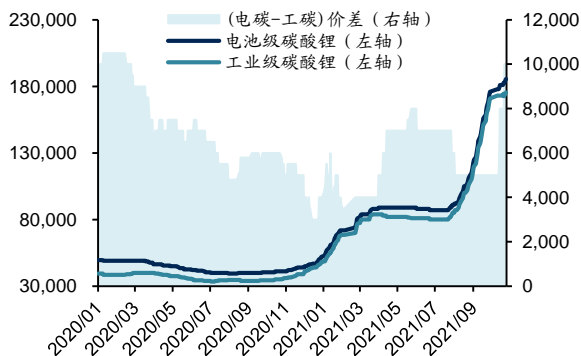


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司扣非利润实现较大幅度增长，主要受益于：

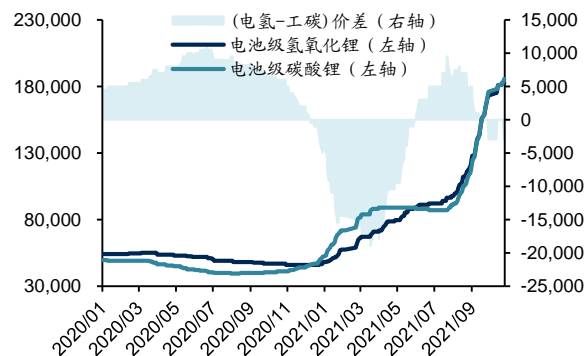
- 自去年四季度以来，锂行业重回上行周期，碳酸锂和氢氧化锂价格均实现跨越式上涨。亚洲金属网数据显示，国产电池级碳酸锂 2020Q1/Q2/Q3/Q4/2021Q1/Q2/Q3 均价分别为 4.89/4.36/3.99/4.42/7.50/8.86/11.19 万元/吨，国产电池级氢氧化锂 2020Q1/Q2/Q3/Q4/2021Q1/Q2/Q3 均价分别为 5.44/5.27/4.82/4.63/6.04/8.42/11.65 万元/吨；最新数据显示，国产电池级碳酸锂报价 19.05 万元/吨，国产电池级氢氧化锂报价 18.25 万元/吨，供需紧平衡甚至有所短缺状态下价格有进一步上涨的空间。

图 3：碳酸锂价格持续上行（含税价，元/吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：氢氧化锂价格持续上行（含税价，元/吨）

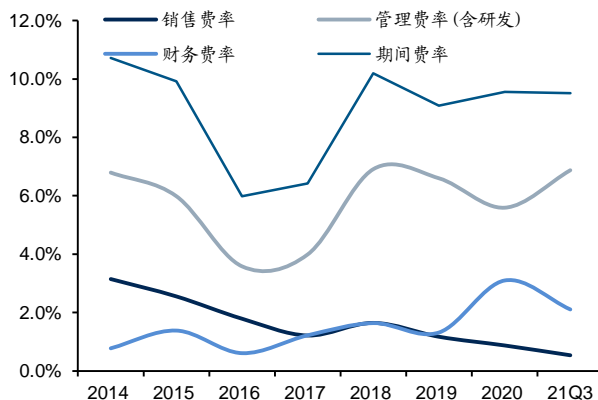


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 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，今年一季度处于产能爬坡阶段，二季度基本达到满产的水平，三季度市场需求好所以基本上也是保持满产满销的状态。锂盐产销量同比大幅提升。
- 3) 去年前三季度锂行业处于下行周期，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。

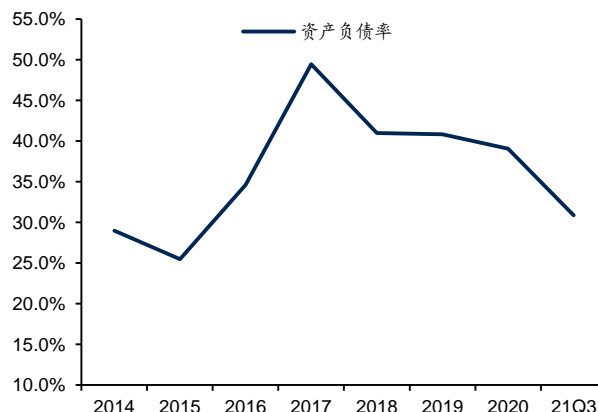
财务数据方面，截至 21Q3 公司资产负债率为 30.88%，相较于 2020 年末 39.06% 下降 8.18 个百分点。另外，公司前三季度销售费用 3786 万元，同比减少 13.85%；管理费用 2.84 亿元，同比+185.67%，主要是由于公司计提股权激励费用以及公司规模扩大相应管理成本增加，公司从今年 6 月 7 日实施股权激励，三季度计提股权激励费用约 1 亿元；研发费用 2.01 亿元，同比+157.01%，主要由于公司加大固态电池及材料、循环回收等领域研发投入；财务费用 1.49 亿元，同比+103.41%，主要是由于利息支出、汇兑损失增加所致；综上，公司前三季度期间费用率合计 9.52%，相比 2020 年全年 9.56%略有下降。

图 5：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 6：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

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，在锂行业新周期开始阶段，率先实现大规模资本开支，未来锂盐产品在全球市场的占有率有望进一步提升。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，项目一期年产 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 年年中开始生产。同时项目已经启动对二期扩产可行性的评估，并初步计划二期扩产产能不低于 2 万吨碳酸锂当量，二期项目计划于 2022 年下半年开始建设，2025 年开始生产。另外，为加快 Cauchari 项目建设，公司已分批安排技术专家前往阿根廷支持项目建设。

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，7 月 7 日公司发布公告：LMA 已获得由阿根廷 Salta 省政府颁发的环境影响报告批复，该批复批准 Mariana 锂盐湖项目进行年化设计产能为 2 万吨氯化锂的工厂建设。公司目前拥有 Mariana 盐湖项目 100% 权益。

③公司墨西哥锂黏土项目锂资源储量约合 882 万吨 LCE，是全球最大的锂资源项目之一，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，既能够以类似矿石提锂的速度在短时间内完成提锂过程，也能够以类似卤水提锂的成本以较低成本完成提锂。目前该项目仍然在建设过程中。今年上半年公司继续增持 Bacanora 公司及其旗下 Sonora 锂黏土项目股份，目前已持有 Bacanora 公司 28.88%的股权，Sonora 锂黏土项目 50%股权。同时公司拟通过要约收购的方式收购 Bacanora 公司的剩余其他股份，以达到进一步提升持股比例的目的。

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。一里坪盐湖位于西台吉乃尔盐湖西北，东西长约 40km，南北宽约 9.5km，以液体锂矿为主，伴生有硼、钾、镁等有益组分。C 级、D 级给水度碳酸锂储量为 155 万吨，镁锂比为 60.95。一里坪盐湖利用耦合膜分离技术以及原卤提锂技术，现有年产 1 万吨碳酸锂产能。

⑤今年 6 月公司公告全资子公司赣锋国际拟以自有资金 1.3 亿美金的价格收购荷兰 SPV 公司 50%的股权，荷兰 SPV 公司将通过持有非洲马里 Lithium du Mali SA (LMSA) 100%的股权间接拥有马里 Goulamina 锂辉石矿项目的权益，该项目位于马里南部地区，目前持有 1 个采矿权证，拥有氧化锂资源量 157 万吨，平均品位 1.45%。另外在本次投资完成后，公司将获得 Goulamina 项目一期年产能约 45.5 万吨锂辉石精矿 50%的包销权。若公司直接提供财务资助或协助 LMSA 获得第三方银行或其他金融机构提供的债务资金，则可以获得项目一期剩余 50%产能的包销权。

⑥今年 9 月公司公告全资子公司青海良承拟以自有资金向锦泰钾肥增资约 7.05 亿元，本次交易完成后，青海良承将持有锦泰钾肥 15.48%的股权。锦泰钾肥主要对巴伦马海进行矿产开发。矿区位于柴达木盆地东北部，地处大柴旦镇西北约 110km 处，距老 315 国道线约 7 公里左右。矿区南临茶（卡）冷（湖）湖公路，有便道通至工区，西距冷湖镇约 160km，东距敦（煌）格（尔木）公路约 90km，东南距格尔木约 300km。在矿产勘、采方面，锦泰钾肥获得了由青海省自然资源厅颁发的勘查许可证和采矿许可证，拥有面积为 197.961 km²的采矿权和 6 万吨/年的钾盐许可生产量，并拥有面积为 174.14km²的探矿权。

公司除了加大矿权投资之外，还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，项目二期 15 万吨锂精矿产能（在建）；AVZ Manono 项目投产后每年 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资本开支，为公司中长期的发展打下坚实的基础。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2021-2023 年营收分别为 123.82/223.10/275.76 亿元，同比增速 124.2%/80.2%/23.6%；归母净利润分别为 38.44/53.97/74.17 亿元，同比增速 275.2%/40.4%/37.4%；摊薄 EPS 分别为 2.67/3.75/5.16 元，当前股价对应 PE 为 65/46/33X。考虑到公司是 A 股最优质锂业公司，产能在行业底部逆势扩张，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	12382	22310	27576
应收款项	1392	3200	5104	6794	营业成本	4343	8423	16945	19662
存货净额	2215	4691	9331	10606	营业税金及附加	23	76	138	170
其他流动资产	2906	1238	2231	2758	销售费用	48	57	67	69
流动资产合计	8775	9517	17053	20545	管理费用	169	840	944	956
固定资产	6033	10156	13186	15961	财务费用	171	202	223	276
无形资产及其他	3562	3419	3277	3134	投资收益	29	578	2410	2410
投资性房地产	2014	2014	2014	2014	资产减值及公允价值变动	549	982	0	0
长期股权投资	1636	2636	3136	3636	其他收入	(212)	142	142	142
资产总计	22020	27743	38666	45290	营业利润	1135	4487	6546	8995
短期借款及交易性金融负债	2301	3707	7789	7768	营业外净收支	(8)	(7)	0	0
应付款项	1442	2797	5242	6385	利润总额	1127	4479	6546	8995
其他流动负债	334	528	1029	1179	所得税费用	64	524	982	1349
流动负债合计	4078	7031	14060	15332	少数股东损益	39	111	167	229
长期借款及应付债券	3792	3792	3792	3792	归属于母公司净利润	1025	3844	5397	7417
其他长期负债	732	732	732	732					
长期负债合计	4524	4524	4524	4524					
负债合计	8602	11555	18584	19856					
少数股东权益	2713	2791	2907	3068					
股东权益	10706	13397	17175	22366					
负债和股东权益总计	22020	27743	38666	45290					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1025	3844	5397	7417
资产减值准备	55	398	164	162
折旧摊销	265	604	949	1206
公允价值变动损失	(549)	(982)	0	0
财务费用	171	202	223	276
营运资本变动	(2107)	(672)	(4426)	(2037)
其它	(36)	(320)	(47)	(1)
经营活动现金流	(1347)	2872	2037	6746
资本开支	(3908)	(4000)	(4000)	(4000)
其它投资现金流	(74)	0	0	0
投资活动现金流	(1939)	(5000)	(4500)	(4500)
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)	(1153)	(1619)	(2225)
其它融资现金流	2584	1406	4082	(21)
融资活动现金流	3762	252	2463	(2246)
现金净变动	476	(1876)	0	0
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)	(1306)	(3771)	1002
权益自由现金流	(2039)	(78)	121	746

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.76	2.67	3.75	5.16
每股红利	0.40	0.80	1.13	1.55
每股净资产	7.99	9.32	11.95	15.56
ROIC	7%	14.25%	15.00%	18.90%
ROE	10%	28.70%	31.42%	33.16%
毛利率	21%	31.98%	24.05%	28.70%
EBIT Margin	17%	25%	20%	25%
EBITDA Margin	22%	30.14%	23.79%	29.26%
收入增长	3%	124%	80%	24%
净利润增长率	186%	275%	40%	37%
资产负债率	51%	52%	56%	51%
息率	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%
P/E	225.6	64.5	45.9	33.4
P/B	21.6	18.5	14.4	11.1
EV/EBITDA	196.7	69.5	50.2	33.2

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