

赣锋锂业（002460.SZ）-2021 年年报点评

提升 2025 年产能目标，全球化、多元化锂资源布局奠定基础

买入

核心观点

公司发布 2021 年年报：全年实现营收 111.62 亿元，同比+102.07%；实现归母净利润 52.28 亿元，同比+410.26%；实现扣非净利润 29.07 亿元，同比+622.76%；实现经营活动产生的现金流量净额 26.20 亿元，同比+251.09%。公司 21Q4 实现营收 41.08 亿元，同比+151.89%，环比+37.44%；实现归母净利润 27.56 亿元，同比+296.96%，环比+160.98%；实现扣非净利润 14.79 亿元，同比+990.76%，环比+149.41%。

锂盐产品成本控制能力强。产销量方面，2021 年实现产量 8.97 万吨 LCE，同比+65.23%；实现销量 9.07 万吨 LCE，同比+43.97%；年末库存量 4961.35 吨，同比-16.44%。2021 年锂产品销售均价约 9.17 万元/吨（不含税），其中上半年销售均价 7.23 万元/吨，下半年销售均价 10.78 万元/吨；单位销售成本约 4.79 万元/吨，体现出公司在成本控制方面具有非常明显的竞争优势。锂精矿采购方面，公司 2021 年上半年平均采购价格为 4.75 万元/折氧化锂吨，下半年平均采购价格为 11.32 万元/折氧化锂吨。

提升 2025 年产能目标，全球范围内多元化锂资源布局值得期待。公司在年报中对产业链上下游发展的情况进行全面的梳理，且考虑到当前锂产品需求的快速增长，公司计划加速锂化合物与锂资源项目的产能扩建，于 2025 年形成总计年产 30 万吨 LCE 的锂产品供应能力。公司资源端布局有望为未来锂盐端产能的释放奠定良好的基础：①Marion 计划在 2022 年下半年进行技改升级，产能将提升 20-30%；②Cauchari 预计将于 2022 年下半年实现投产；③Mariana 已开展工厂建设；④Sonora 项目一期拟建设年产 5 万吨氢氧化锂产能；⑤一里坪盐湖现有年产 1 万吨碳酸锂产能；⑥Goulamina 项目现规划一期产能 50 万吨锂精矿；⑦参股锦泰钾肥，且包销其 70%产品；⑧包销 Core Lithium 旗下 Finnis 项目每年 7.5 万吨锂精矿且拟参股 Core Lithium；⑨实际控制人持有蒙金矿业 70%的股权；⑩间接拥有松树岗钽铌矿项目。

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：上调盈利预测，维持“买入”评级。

上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收分别为 427.59/497.59/575.83 亿元，同比增速 283.1%/16.4%/15.7%；归母净利润分别为 138.41/165.84/214.33 亿元，同比增速 164.7%/19.8%/29.2%；摊薄 EPS 分别为 9.63/11.54/14.91 元，当前股价对应 PE 为 13/11/8X。考虑到公司是全球最优质锂业公司，产能在行业底部逆势扩张，且已构建闭环锂生态系统，预计未来全球新能源汽车景气度有望维持，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5524	11162	42759	49759	57583
(+/-%)	3.4%	102.1%	283.1%	16.4%	15.7%
净利润(百万元)	1025	5228	13841	16584	21433
(+/-%)	186.2%	410.3%	164.7%	19.8%	29.2%
每股收益(元)	0.76	3.64	9.63	11.54	14.91
EBIT Margin	17.3%	34.4%	21.7%	25.2%	32.2%
净资产收益率 (ROE)	9.6%	23.9%	43.8%	38.4%	36.8%
市盈率 (PE)	164.3	34.5	13.0	10.9	8.4
EV/EBITDA	145.2	46.1	20.3	14.5	10.0
市净率 (PB)	15.73	8.25	5.72	4.18	3.10

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

公司研究·财报点评

有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟劼

010-88005312

liumenglun@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

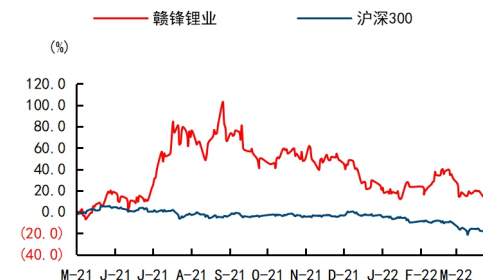
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	129.66 元
总市值/流通市值	186321/148850 百万元
52 周最高价/最低价	224.40/86.97 元
近 3 个月日均成交额	3494.26 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

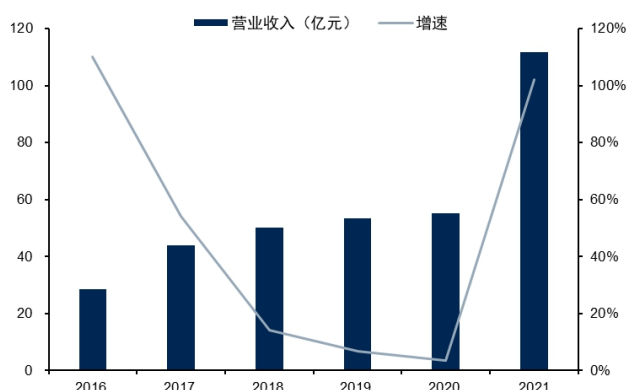
相关研究报告

《赣锋锂业-002460-深度报告：垂直整合的锂生态系统，新周期率先实现大规模资本开支》——2022-02-13
 《赣锋锂业-002460-2021 年业绩预告点评：全年业绩表现亮眼，构建全球多元化锂资源布局》——2022-01-25
 《赣锋锂业-002460-2021 年三季报点评：21Q3 净利润接近预告上限，资源端布局值得期待》——2021-10-27
 《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

◆ 2021 年实现归母净利润 52.28 亿元，锂盐产品成本控制能力强

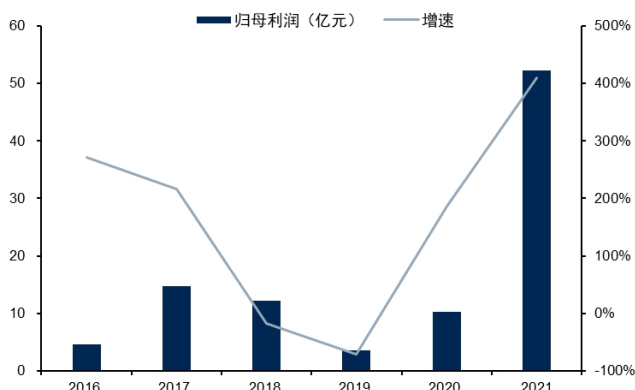
公司发布 2021 年年报：全年实现营收 111.62 亿元，同比+102.07%；实现归母净利润 52.28 亿元，同比+410.26%；实现扣非净利润 29.07 亿元，同比+622.76%；实现经营活动产生的现金流量净额 26.20 亿元，同比+251.09%。公司 21Q4 实现营收 41.08 亿元，同比+151.89%，环比+37.44%；实现归母净利润 27.56 亿元，同比+296.96%，环比+160.98%；实现扣非净利润 14.79 亿元，同比+990.76%，环比+149.41%。公司归母净利润和扣非净利润差异主要来自于所持有 Pilbara 股票的公允价值变动收益。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



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（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

锂产品产销量方面，2021 年实现产量 8.97 万吨 LCE，同比+65.23%；实现销量 9.07 万吨 LCE，同比+43.97%；年末库存量 4961.35 吨，同比-16.44%。2021 年锂产品销售均价约 9.17 万元/吨（不含税），其中上半年销售均价 7.23 万元/吨，下半年销售均价 10.78 万元/吨；单位销售成本约 4.79 万元/吨，体现出公司在成本控制方面具有非常明显的竞争优势。

表1：2021 年公司锂盐产品产销量和价格

产品名称	产量	销量	收入实现情况	产品上半年平均售价	产品下半年平均售价	同比变动情况
锂系列产品（吨 LCE）	89,742.04	90718.41%	8,323,212,895.46	72,277.27	107,777.91	平均售价同比上升 49.12%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

锂精矿采购方面，公司在 2021 年上半年平均采购价格为 4.75 万元/折氧化锂吨，下半年平均采购价格为 11.32 万元/折氧化锂吨。

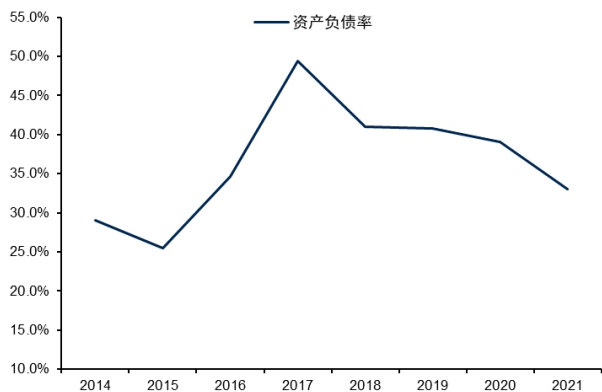
表2：2021 年公司主要原材料采购模式和价格

主要原材料	采购模式	采购额占采购总额的比例	上半年平均价格（元/折氧化锂吨）	下半年平均价格（元/折氧化锂吨）
锂辉石	协议包销	41.19%	47,483.51	113,242.11

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

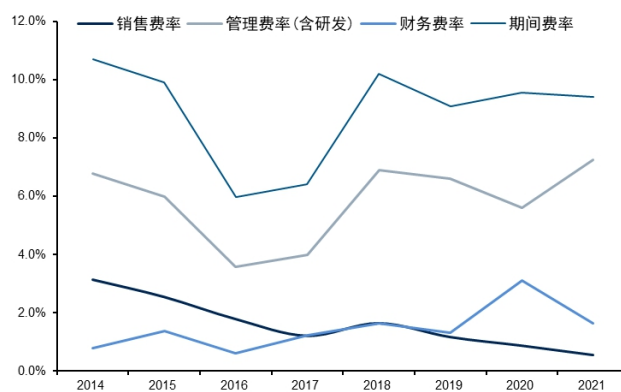
财务数据方面，公司 2021 年销售费用约 6162 万元，同比+27.82%，增长主要是因为产销量规模扩大；管理费用约 4.7 亿元，同比+178.07%，增长主要是因为计提股权激励费用及公司规模扩大相应的管理成本增加；研发费用约 3.39 亿元，同比+142.21%；财务费用约 1.82 亿元，同比+6.33%；公司 2021 年期间费用率合计 9.42%，相比 2020 年下降了 0.14 个百分点。另外截至 2021 年末公司资产负债率为 33%，同比下降了 6.06 个百分点；货币资金 63.32 亿元，同比+191.06%；存货 32.83 亿元，同比+48.24%。总体上公司财务状态保持稳健。

图3：公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：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

◆ 提升 2025 年产能目标，全球范围内多元化锂资源布局值得期待

公司在年报中对产业链上下游发展的情况进行了全面的梳理，另外在未来发展的展望上强调：考虑到当前锂产品需求的快速增长，公司计划加速锂化合物与锂资源项目的产能扩建，于 2025 年形成总计年产 30 万吨 LCE 的锂产品供应能力，其中将包括矿石提锂、卤水提锂及黏土提锂产能。公司看好更长期全球范围内的锂市场发展，未来要形成不低于 60 万吨 LCE 的锂产品供应能力，以及与之相匹配的更具竞争力的锂资源项目储备。这个发展目标相比此前的规划有明显提升，体现出公司对未来进一步提升锂盐产品全球市场占有率的决心。

目前锂行业景气度维持在高位水平，整个产业链关注的焦点集中在全球锂资源端产能的扩张是否能够满足下游新能源领域发展的需要。而公司已经在全球范围内实现多元化锂资源布局，众多项目齐头并进开发建设，率先在资源端实现大规模资本开支，为未来在锂盐端产能的释放奠定良好的基础。

①Mount Marion 现有锂精矿产能为 45-48 万吨/年，为公司目前锂原材料的主要来源之一。公司持有合资公司层面 50% 股权。Mount Marion 计划在 2022 年下半年进行技改升级以及增加接触矿产能，预计完成后年产能规模将提升 20-30%。

②阿根廷 Caucharí 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，项目一期建设年产 4 万吨电池级碳酸锂，2020 年受疫情影响建设进度有所推迟，预计将于 2022 年下半年实现投产。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 LCE，预计将于 2022 年下半年开始建设，2025 年开始生产。另外，为加快 Caucharí 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。

③阿根廷 Mariana 盐湖锂资源储量约合 812.1 万吨 LCE，是全球最大盐湖之一。2021 年 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，已开展工厂建设。

④墨西哥锂黏土项目锂资源储量约合 882 万吨 LCE，是全球最大锂资源项目之一，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。2021 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方式收购

Bacanora 公司剩余其他股份，以达到进一步提升持股比例的目的。Sonora 锂黏土项目一期拟建设年产 5 万吨氢氧化锂产能。

⑤2021 年 3 月公司公告拟以 14.7 亿元的对价收购伊犁鸿大 100%股权，伊犁鸿大持有五矿盐湖 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。

⑥2021 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。Goulamina 锂辉石矿项目位于非洲马里南部地区，矿区面积 100 平方公里，目前已勘探的矿石资源总量为 108.5 百万吨，对应锂资源总量为约合 389 万吨 LCE，平均氧化锂品位 1.45%，为全球氧化锂品位最高的锂辉石项目之一。项目现规划一期产能 50 万吨锂精矿，二期产能可扩建到 80 万吨锂精矿。截止报告期末，公司对该项目的收购程序仍在进行中，收购流程结束后公司将间接持有该项目 50%股权。

⑦2021 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，交易完成后，青海良承将持有锦泰钾肥 15.48%的股权，同时也将包销锦泰钾肥自产、合作生产或委托生产的全部锂产品以及拟直接对外销售的卤水原料的 70%（折算碳酸锂当量不低于 5000 吨/年）。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。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。

⑧2021 年 10 月 Core Lithium 发布公告：公司与赣锋锂业签订锂精矿包销协议，根据协议，赣锋锂业每年将包销 7.5 万吨由 Core Lithium 旗下 Finnis 项目所生产的锂辉石精矿，协议期为 4 年。同时，赣锋锂业将为 Core Lithium 带来一笔价值 3400 万澳元的股权投资，在投资完成之后，赣锋锂业将持有 Core Lithium 约 6.1%股权。目前该笔投资还有待 Core Lithium 股东和中国监管部门的批准。

⑨2021 年 9 月 22 日，公司实际控制人李良彬先生与胥小慰共同签署了《关于镶黄旗蒙金矿业开发有限公司 70%股权之股权转让协议》，李良彬拟以自有资金 134,400 万元收购蒙金矿业 70%的股权。本次交易完成前，胥小慰持有蒙金矿业 100%的股权；本次交易完成后，李良彬将持有蒙金矿业 70%的股权，胥小慰将持有蒙金矿业 30%的股权。

⑩2022 年 3 月 25 日，公司通过议案，拟以自有资金人民币 3.15 亿元投资上海聚锦归的可转债，期限为两年；上海聚锦归同意以其持有的新余赣锋矿业有限公司 18%的股权向公司提供质押担保；新余赣锋矿业有限公司成立于 2022 年 2 月 18 日，间接拥有位于江西省上饶市横峰县的松树岗钽铌矿项目，目前拥有 1 个探矿许可证，探矿权转采矿权的相关手续正在办理中，公司及上海聚锦归分别持有其 62%及 38%的股权。

公司除了加大矿权投资之外，还和海外众多矿山签订了锂精矿的长单包销协议，主要包括 Marion 矿山年产 45 万吨锂精矿产能 50%的包销权和 50%的委托加工；Pilbara Pilgangoora 项目一期每年 16 万吨锂精矿产能，项目二期每年 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 2022–2024 年营收分别为 427.59/497.59/575.83 亿元，同比增速 283.1%/16.4%/15.7%；归母净利润分别为 138.41/165.84/214.33 亿元，同比增速 164.7%/19.8%/29.2%；摊薄 EPS 分别为 9.63/11.54/14.91 元，当前股价对应 PE 为 13/11/8X。考虑到公司是全球最优质锂业公司，产能在行业底部逆势扩张，且已构建闭环锂生态系统，预计未来全球新能源汽车景气度有望维持，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2176	6332	500	1606	12614	营业收入	5524	11162	42759	49759	57583
应收款项	1392	2529	9372	9543	9466	营业成本	4343	6719	31764	35164	36687
存货净额	2215	3283	15518	16022	15605	营业税金及附加	23	88	338	393	455
其他流动资产	2906	2201	4276	4976	5758	销售费用	48	62	128	149	173
流动资产合计	8775	14627	29947	32428	43724	管理费用	169	470	770	896	1037
固定资产	6033	8824	14281	19167	23668	研发费用	140	339	500	600	700
无形资产及其他	3562	5090	4887	4683	4480	财务费用	171	182	428	498	576
投资性房地产	2014	6428	6428	6428	6428	投资收益	29	93	7536	7560	7401
长期股权投资	1636	4087	5087	5587	6087	资产减值及公允价值变动	549	2237	0	0	0
资产总计	22020	39057	60630	68293	84387	其他收入	(212)	(253)	(500)	(600)	(700)
短期借款及交易性金融负债	2301	2721	6793	500	500	营业利润	1135	5719	16368	19620	25358
应付款项	1442	2957	11279	13370	14288	营业外净收支	(8)	55	0	0	0
其他流动负债	334	2530	1972	2163	2251	利润总额	1127	5774	16368	19620	25358
流动负债合计	4078	8209	20043	16033	17038	所得税费用	64	357	2455	2943	3804
长期借款及应付债券	3792	3639	3639	3639	3639	少数股东损益	39	188	72	93	121
其他长期负债	732	1042	1042	1042	1042	归属于母公司净利润	1025	5228	13841	16584	21433
长期负债合计	4524	4681	4681	4681	4681	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8602	12890	24724	20713	21719	净利润	1025	5228	13841	16584	21433
少数股东权益	2713	4273	4323	4389	4473	资产减值准备	55	(163)	(91)	(43)	(43)
股东权益	10706	21894	31583	43191	58194	折旧摊销	265	355	839	1360	1746
负债和股东权益总计	22020	39057	60630	68293	84387	公允价值变动损失	(549)	(2237)	0	0	0
						财务费用	171	182	428	498	576
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(2107)	(2057)	(13481)	864	674
每股收益	0.76	3.64	9.63	11.54	14.91	其它	(36)	330	142	108	127
每股红利	0.40	0.41	2.89	3.46	4.47	经营活动现金流	(1347)	1456	1249	18873	23938
每股净资产	7.99	15.23	21.97	30.05	40.48	资本开支	(3908)	(5200)	(6000)	(6000)	(6000)
ROIC	7%	16%	23%	25%	34%	其它投资现金流	(74)	(194)	0	0	0
ROE	10%	24%	44%	38%	37%	投资活动现金流	(1939)	(7845)	(7000)	(6500)	(6500)
毛利率	21%	40%	26%	29%	36%	权益性融资	1784	5216	0	0	0
EBIT Margin	17%	34%	22%	25%	32%	负债净变化	228	1981	0	0	0
EBITDA Margin	22%	38%	24%	28%	35%	支付股利、利息	(531)	(597)	(4152)	(4975)	(6430)
收入增长	3%	102%	283%	16%	16%	其它融资现金流	2584	2561	4071	(6293)	0
净利润增长率	186%	410%	165%	20%	29%	融资活动现金流	3762	10545	(81)	(11268)	(6430)
资产负债率	51%	44%	48%	37%	31%	现金净变动	476	4157	(5832)	1106	11008
息率	0.3%	0.3%	2.3%	2.8%	3.6%	货币资金的期初余额	1700	2176	6332	500	1606
P/E	164.3	34.5	13.0	10.9	8.4	货币资金的期末余额	2176	6332	500	1606	12614
P/B	15.7	8.2	5.7	4.2	3.1	企业自由现金流	(4850)	(3295)	(10772)	6898	12173
EV/EBITDA	145.2	46.1	20.3	14.5	10.0	权益自由现金流	(2039)	1246	(7064)	183	11683

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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