

赣锋锂业（002460）：资源与加工产能协同扩张，成长性锂业巨头稳中有进

——赣锋锂业（002460）2021 年报点评

- **事件：**公司发布 2021 年报，全年实现营收 111.62 亿元，同比+102.07%；归母净利润 52.28 亿元，同比+410.26%；扣非归母净利润 29.07 亿元，同比+622.76%；基本每股收益 3.73 元，同比+372.15%。
- **锂资源收购开发稳步推进，原料开发节奏与加工产能增长保持匹配。**报告期内，公司持续拓宽全球范围内优质锂资源供应渠道，拟获取 Bacanora 控制权，收购青海一里坪盐湖 49%股权，收购非洲马里 Goulamina 锂辉石项目 50%股权，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）。从公司目前的锂辉石包销结构观察，若考虑到 Marion 扩产及最新包销协议的变更，以及 Goulamina、Finniss、Manono、Pilbara 二期等项目的投产，公司未来每年可获得约 107 万吨自用+29 万吨代工的锂精矿产品，可支持最高约 18 万吨的辉石提锂产能，这与公司 2025 年实现 30 万吨锂产品生产产能（辉石+卤水+黏土）的目标基本匹配。鉴于当前全球范围内优质锂资源的获取难度，公司在上游资源储备、原料自给率、与加工产能的匹配度等指标在国内锂业公司中具备明显比较优势，是公司长久发展的核心竞争力之一。
- **量价齐升驱动锂盐业务呈现爆发式增长，21Q4 优异表现有望得以维持。**锂盐是公司的核心业务（营收占比 74.6%，毛利占比 89.5%），2021 年板块营收同比+115.5%至 83.23 亿元，毛利同比增 340%至 39.76 亿元，毛利率提升 18.4pct 至 39.8%。业绩实现爆发式增长主要受益于：（1）锂价中枢大幅抬升（国内碳酸锂均价同比+173%，氢氧化锂+118%），公司锂盐产品平均售价同比增 49%至 10.78 万元/吨（公司 2020 年海外氢氧化锂订单较多且价格高于国内，导致基数较高）；（2）产能的积极有效释放，碳酸锂/氢氧化锂/金属锂有效产能分别达到 2.8/7.0/0.215 万吨，较 2020 年提升 8.7%/125.8%/34.4%，锂盐产销量（折 LCE）8.97/9.07 万吨，同比提升 65.2%/44.0%。21Q4 扣非归母净利润 14.79 亿元，创下公司成立以来单季度最高盈利，高于前三季度之和；考虑到 22Q1 国内锂价已涨至 50 万元/吨水平，在海外长单价格及锂精矿长协价跟随上调的预期之下，公司 2022 年锂盐业务将继续呈现同比高增态势，毛利率或可维持 40%以上的历史高位水平。
- **锂电池业务稳步增长，循环回收业务初具规模。**2021 年公司锂电池产品实现产销 1.29/1.19 亿只，同比增长 63.3%/64.9%，带动锂电池板块营收同比+59.5%至 20.22 亿元，毛利+24.3%至 2.42 亿元。公司消费类及 TWS 电池合计产能约 2 亿只/年，当前锂电池产销规模仍具备 50%左右增长空间；公司计划在江西和重庆筹建合计 15GWh 动力/储能电池项目，达产时或贡献营收 120 亿元以上。循环回收业务方面，公司已形成 34000 吨退役电池拆解及回收处理能力，为后续三元前驱体项目产能的扩张奠定基础。
- **盈利预测及评级：**新能源汽车需求维持景气，精矿及锂盐环节供应紧张局面短期难以有效缓解，锂盐价格在 2025 年之前或维持高位；公司业绩将充分受益于锂价上行、产能扩张及成本优势等诸多因素的共振。我们预计 2022-2024 年实现营收 322.47/421.67/553.08 亿元，实现归母净利润 110.23/146.91/182.32 亿元，EPS 分别为 7.67/10.22/12.68 元，当前股价对应 PE 为 16.39/12.29/9.91X，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

2022 年 4 月 1 日

推荐/维持

赣锋锂业

公司报告

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、WIND

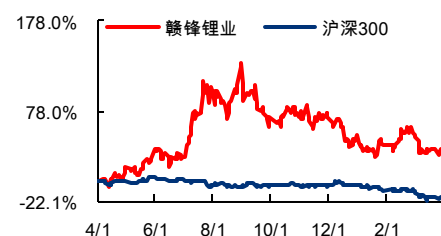
未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	220.0-88.92
总市值（亿元）	1,806.19
流通市值（亿元）	1,079.9
总股本/流通 A 股（万股）	143,748/114,921
流通 B 股/H 股（万股）	-/28,827
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

幅下跌、资源国政治风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,523.99	11,162.21	32,247.10	42,167.16	55,307.90
增长率（%）	3.41%	102.07%	188.90%	30.76%	31.16%
归母净利润（百万元）	1,024.66	5,228.40	11,022.56	14,690.90	18,231.68
增长率（%）	200.96%	409.27%	109.79%	33.28%	24.10%
净资产收益率（%）	9.57%	23.88%	34.38%	32.14%	29.06%
每股收益(元)	0.79	3.73	7.67	10.22	12.68
PE	159.05	33.69	16.39	12.29	9.91
PB	15.73	8.25	5.63	3.95	2.88

资料来源：公司财报、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					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	8775	14627	25453	40171	58445	营业收入	5524	11162	32247	42167	55308
货币资金	2176	6332	6449	16867	27654	营业成本	4343	6719	17880	23348	32058
应收账款	1359	2499	7575	9672	12840	营业税金及附加	23	88	196	55	204
其他应收款	33	30	87	114	149	营业费用	48	62	81	105	138
预付款项	545	218	430	1	-104	管理费用	169	470	145	190	249
存货	2215	3283	8928	11534	15922	财务费用	171	182	399	419	245
其他流动资产	1952	1160	1160	1160	1160	研发费用	140	339	193	253	332
非流动资产合计	13246	24430	25942	26225	26319	资产减值损失	-22.74	-8.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1636	4087	4087	4087	4087	公允价值变动收益	526.29	2228.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	2272	3029	4952	6221	7019	投资净收益	28.86	92.87	0.00	0.00	0.00
无形资产	3562	5090	5036	4984	4935	加：其他收益	84.61	64.64	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	972	1883	1883	1883	1883	营业利润	1135	5719	13353	17797	22082
资产总计	22020	39057	51395	66396	84764	营业外收入	2.02	66.78	24.03	30.94	40.58
流动负债合计	4078	8209	8925	9820	10600	营业外支出	9.71	12.10	8.65	10.15	10.30
短期借款	1631	1970	2463	1941	118	利润总额	1127	5774	13369	17818	22112
应付账款	1212	1611	4575	5747	8047	所得税	64	357	2005	2673	3317
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	1064	5417	11363	15145	18796
一年内到期的非流动负债	670	752	752	752	752	少数股东损益	39	188	341	454	564
非流动负债合计	4524	4681	5795	5793	5800	归属母公司净利润	1025	5228	11023	14691	18232
长期借款	1658	3639	5639	5639	5639	主要财务比率					
应付债券	2134	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	8602	12890	14720	15613	16400	成长能力					
少数股东权益	2713	4273	4614	5068	5632	营业收入增长	3.41%	102.07%	188.90%	30.76%	31.16%
实收资本（或股本）	1340	1437	1437	1437	1437	营业利润增长	138.78	403.88%	133.50%	33.28%	24.08%
资本公积	4843	11954	11954	11954	11954	归属于母公司净利润增长	186.16	410.26%	110.82%	33.28%	24.10%
未分配利润	3792	8423	18343	31565	47974	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10706	21894	32059	45712	62729	毛利率(%)	21.38%	39.81%	44.55%	44.63%	42.04%
负债和所有者权益	22020	39057	51395	66396	84764	净利率(%)	19.25%	48.53%	35.24%	35.92%	33.98%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.65%	13.39%	21.45%	22.13%	21.51%
单位：百万元						ROE(%)	9.57%	23.88%	34.38%	32.14%	29.06%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	746	2620	1486	13307	14905	资产负债率(%)	39%	33%	29%	24%	19%
净利润	1064	5417	11363	15145	18796	流动比率	2.15	1.78	2.85	4.09	5.51
折旧摊销	272.70	372.26	491.22	626.85	740.56	速动比率	1.61	1.38	1.85	2.92	4.01
财务费用	171.16	181.99	398.67	419.19	245.08	营运能力					
应收帐款减少	-443.39	-1139.83	-5076.70	-2097.02	-3167.27	总资产周转率	0.30	0.37	0.71	0.72	0.73
预收帐款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	5	6	6	5	5
投资活动现金流	-3955.19	-6175.84	-2206.97	-1510.07	-1511.07	应付账款周转率	5.20	7.91	10.43	8.17	8.02
公允价值变动收益	526.29	2228.69	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.79	3.73	7.67	10.22	12.68
投资收益	28.86	92.87	0.00	0.00	0.00	每股净现金流(最新摊薄)	0.33	2.49	0.08	7.25	7.50
筹资活动现金流	3644.77	7130.93	838.00	-1379.07	-2606.82	每股净资产(最新摊薄)	7.99	15.23	22.30	31.80	43.64
应付债券增加	1371.47	-2133.82	0.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借款增加	227.79	1980.95	2000.00	0.00	0.00	P/E	159.05	33.69	16.39	12.29	9.91
普通股增加	47	98	0	0	0	P/B	15.73	8.25	5.63	3.95	2.88
资本公积增加	1662	7112	0	0	0	EV/EBITDA	109.63	28.88	2.09	9.14	6.92
现金净增加额	436	3575	117	10417	10787						

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。具有十年以上金融衍生品研究、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，中金所股指期货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，Wind 金牌分析师。

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 5 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。获 2021 年 Wind 金牌分析师第五名。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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