

赣锋锂业(002460.SZ/01772.HK)

远见：锂生态升级，2025 规划步步为营

核心观点：

- **事件。**公司发布 20 年年报：2020 年公司实现营收 55 亿元，同比+3.41%；归母净利润 10.25 亿元，同比+186.16%；扣非归母净利润 4.02 亿元，同比-42.08%；2020Q4，公司实现营收 16.31 亿元，同比+44.2%、环比+8.3%；归母净利润 6.94 亿元，同比+2,302%、环比+299.0%；扣非归母净利润 1.36 亿元，同比+22.7%，环比+46.1%。相较于公司 2020 年度业绩预告修正公告而言，年报业绩符合预期。
- **锂盐销量增加而售价下降影响毛利，财务费用增加，投资收益下降致公司扣非归母净利同比下降；公允价值变动收益增厚公司归母净利。**公司 2020 年销售锂盐产品 6.3 万吨 LCE，同比+30%，但均价同比下降 22.46%，致使公司锂系列产品毛利下降；此外公司财务费用同比增加 1.0 亿元，投资收益同比下降 1.3 亿元，使 2020 年扣非归母净利同比下降。公司 2020 年公允价值变动损益达到 5.3 亿元，主要是由于 Pilbara 股价上升产生，增厚公司归母利润。我们预计随着锂价进入新周期，公司锂盐业务有望迎来量价齐升，盈利水平有望提高。
- **赣锋锂生态升级，2025 规划步步为营，前景持续看好。**加强生态圈建设，是全球锂行业唯一同时拥有“卤水提锂”、“矿石提锂”和“回收提锂”产业化技术的企业。全面布局资源，权益锂资源量超过 2,000 万吨 LCE。积极推进扩产，年产 4 万吨碳酸锂 Cauchari-Olaroz 项目预计 2022 年上半年试生产。2025 年形成超过 20 万吨/年 LCE 产能，未来规划不低于 60 万吨 LCE 的供应能力，公司未来前景持续看好。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.46/2.39/2.76 元/股。我们维持公司 A 股合理价值 127.97 元/股，H 股合理价值 120.86 港元/股的观点不变，维持公司 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示。**新建项目低于预期；锂价波动；需求不及预期等。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,342	5,524	7,917	12,204	14,112
增长率（%）	6.8	3.4	43.3	54.2	15.6
EBITDA（百万元）	1,050	1,080	2,535	4,010	4,680
归母净利润（百万元）	358	1,025	1,977	3,237	3,741
增长率（%）	-73.3	186.2	92.9	63.8	15.6
EPS（元/股）	0.28	0.76	1.46	2.39	2.76
市盈率（P/E）	125.73	132.34	68.67	41.93	36.28
ROE（%）	4.3	9.6	15.6	20.3	19.0
EV/EBITDA	45.25	129.26	56.54	36.56	31.72

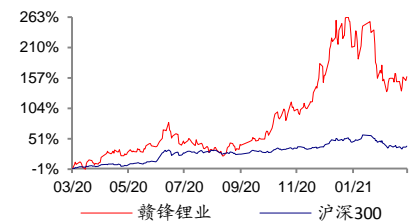
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	100.10 元/96.80 港元
合理价值	127.97 元/120.86 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-03-31

基本数据

股票代码	002460.SZ	01772.HK
总股本（百万股）	1355.92	1355.92
流通股本（百万股）	826.31	240.22
总市值	1,357 亿元	1,313 亿港元
一年内最高/低价	140.00-38.29 元	147.80-24.40 港元
30 日日均成交量（百万股）	33.58	5.37
30 日日均成交额	32.8 亿元	5.3 亿港元
近 3 个月涨跌幅（%）	-1.09	4.54

相对市场表现



分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-23608197

juguoqian@gf.com.cn

相关研究：

赣锋锂业 2021-03-09

(002460.SZ/01772.HK):强化

锂资源，拟收购 49%五矿盐

湖股权

联系人：陈先龙 021-38003579

chenxianlong@gf.com.cn

目录索引

一、2020 年实现营业收入 55.2 亿元，为历史最佳	4
二、归母净利润主要受公允价值变动影响	6
（一）公允价值变动收益为 5.3 亿元，主要是 PILBARA 股价上升所产生	7
（二）毛利同比减少 6%，锂盐量增价减毛利下降，锂电池业务增幅较大	8
（三）营业税金和期间费用同比增长 3.8%	9
（四）2020 年信用减值损失达 1.1 亿元，较 2019 年增加	10
（五）少数股东权益同比增长 932%，扭亏为盈	11
（六）投资收益同比降 82%至 0.29 亿元、财务费用同比+143%至 1.7 亿	11
三、2030 规划：碳酸锂产能超 60 万吨，全球市占 20%	13
四、全球布局锂资源，打造稳定的原材料供应体系	14
五、再造赣锋，持续推进电池业务	17
六、发力 ESG，助力循环产业，打造新型核心竞争力	19
七、盈利预测与投资建议	20
八、风险提示	21

图表索引

图 1: 2020 年营业收入达 55.2 亿元, 历史最佳	4
图 2: 2020 年归母净利润为 10.3 亿元	4
图 3: 2020Q4 归母净利润 6.94 亿元, 同比增长 2,302%	4
图 4: 2020 年现金流表现: 项目筹资建设, 资本开支维持相对高位	5
图 5: 2020 年资产总计增至 220 亿元, 增长率为 55%	5
图 6: 2020 年归母净利润增减主要受公允价值变动影响 (亿元)	6
图 7: 利润增长主要由公允价值变动收益所致	7
图 8: 参股公司 Pilbara Mineral 2020 年涨幅 225%	7
图 9: 2020 年毛利润变化主要受锂盐产品价格下降影响 (亿元)	8
图 10: 分产品毛利润: 锂电池系列业务增长迅速	8
图 11: 2019 年毛利润构成	9
图 12: 2020 年毛利润构成	9
图 13: 锂系列产品量升价减	9
图 14: 锂系列毛利率达 23%	9
图 15: 研发费用比重逐年提升	10
图 16: 2020 年期间费用中管理费用占比最高	10
图 17: 2020 年信用减值损失达到 1.1 亿元	10
图 18: 锂价迎来新周期 (元/吨)	11
图 19: 锂辉石价格回暖	11
图 20: 少数股东权益扭亏为盈 (万元)	11
图 21: 2020 年营业外收入 10.25 亿元	11
图 22: 2020 年投资收益为 0.29 亿元, 同比减少 82%	12
图 23: 2020 年财务费用达 1.7 亿元, 同比增长 143%	12
图 24: 2030 年规划: 产能突破 60 万吨 LCE, 全球市占 20% (万吨)	13
图 25: 赣锋锂业全球布局锂矿项目	14
图 26: 锂电池业务: 收入持续增长	18
图 27: 锂电池业务: 毛利及占比持续提升	18
图 28: 全球 TWS 耳机出货量预测 (万副)	18
图 29: 持续发力循环产业, 2021 年入选工信部废旧电池综合利用企业名单	19
表 1: 赣锋锂业旗下锂资源项目	15
表 2: 赣锋锂业锂资源长期包销情况	15
表 3: 赣锋锂业与下游客户长协情况	16
表 4: 赣锋锂业五大电池业务方向	17
表 5: 赣锋锂业六大电池生产基地	17
表 6: 盈利预测关键假设 (人民币)	20
表 7: 可比公司估值比较表 (3 月 30 日)	20

一、2020 年实现营业收入 55.2 亿元，为历史最佳

2020年，公司营业收入由2019年的53.4亿元增加至2020年的55.2亿元，增长率为3.41%，创历史最佳；归母净利润10.3亿元，同比增长186.16%；扣非归母净利润为4.0亿，同比减少42.08%。2020年四季度实现归母净利润6.94亿元，同比+2,302%，环比增长299%。

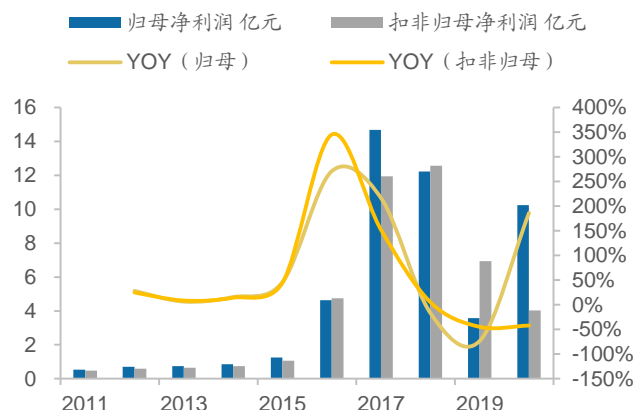
公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税）。（预案经董事会审议通过：以实施年度利润分配时股权登记日当天的总股本为基数）

图1：2020年营业收入达55.2亿元，历史最佳



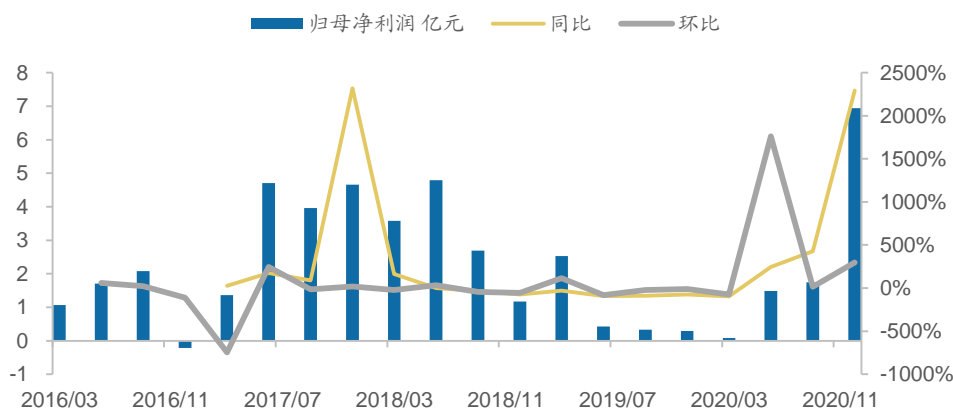
数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

图2：2020年归母净利润为10.3亿元



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

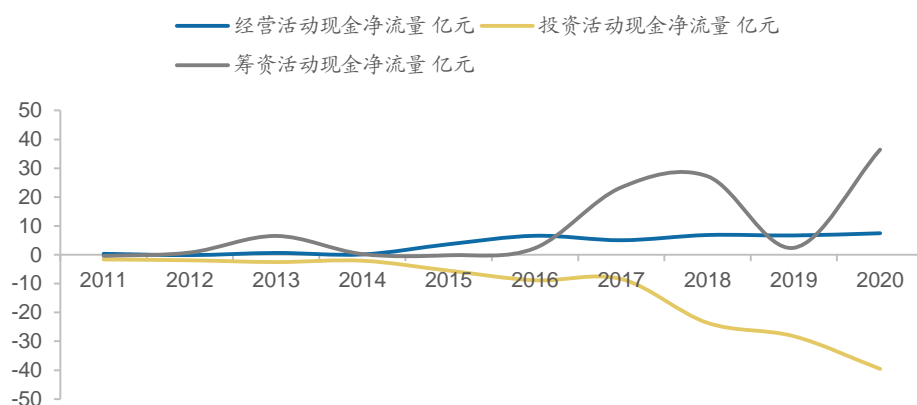
图3：2020Q4归母净利润6.94亿元，同比增长2,302%



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

2020年赣锋锂业实现经营性现金流净额约7.46亿元，同比大幅增长约11.5%。投资性现金流净流出约39.55亿元，同比增长40.1%；筹资性现金流36.45亿元，约为去年同期的十四倍。2020年“万吨锂盐工厂项目”筹资建设，资本开支维持相对高位。

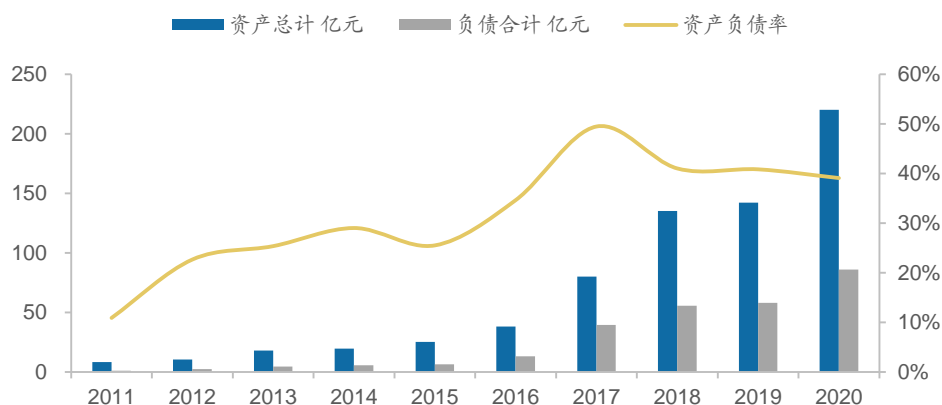
图4：2020年现金流表现：项目筹资建设，资本开支维持相对高位



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

公司总资产由2019年的142.13亿元增加至2020年的220.20亿元，增长率为54.93%。资产负债率近三年维持于40%附近。

图5：2020年资产总计增至220亿元，增长率为55%

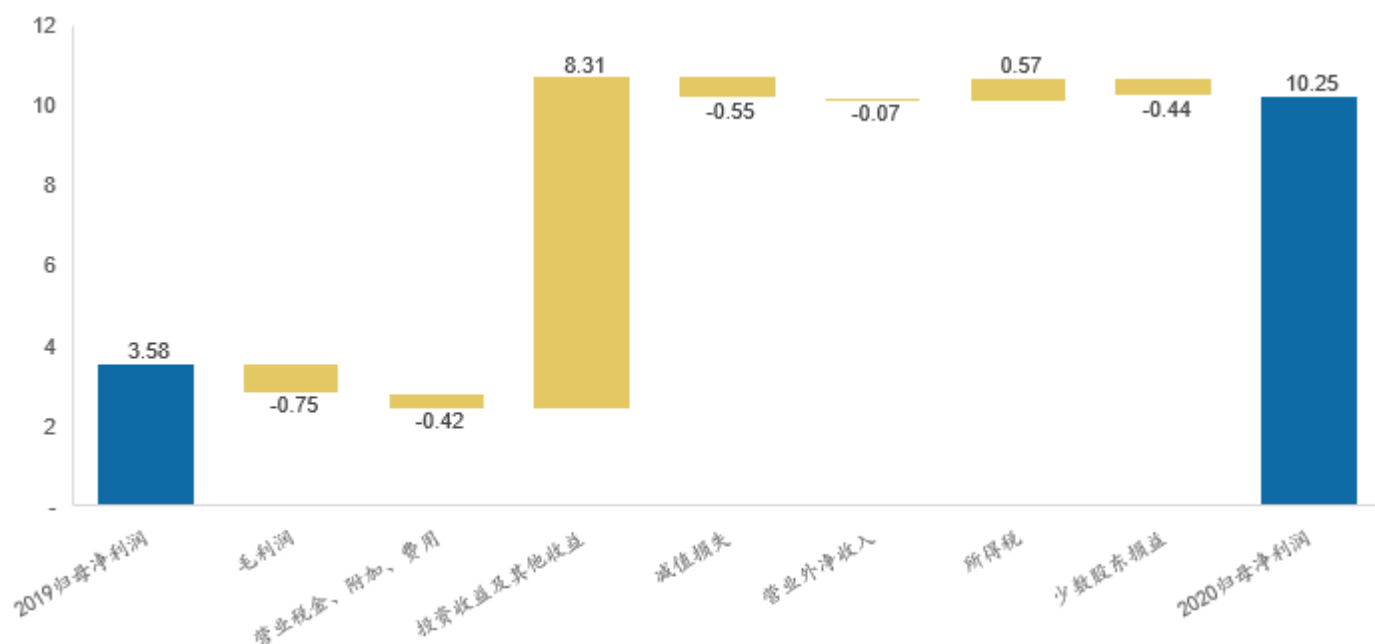


数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

二、归母净利润主要受公允价值变动影响

公司2019年实现归母净利润3.58亿元，2020年实现归母净利润10.3亿元，同比增长186.16%。利润增厚项主要为投资收益及其他收益,包括公允价值变动净收益、投资收益及资产处置收益。归母净利润的增长主要是本期产生公允价值变动收益导致净利润增加所致。2020年公允价值变动收益为5.3亿元。归母净利润的减项主要有毛利润、减值损失及少数股东权益。

图6：2020年归母净利润增减主要受公允价值变动影响（亿元）

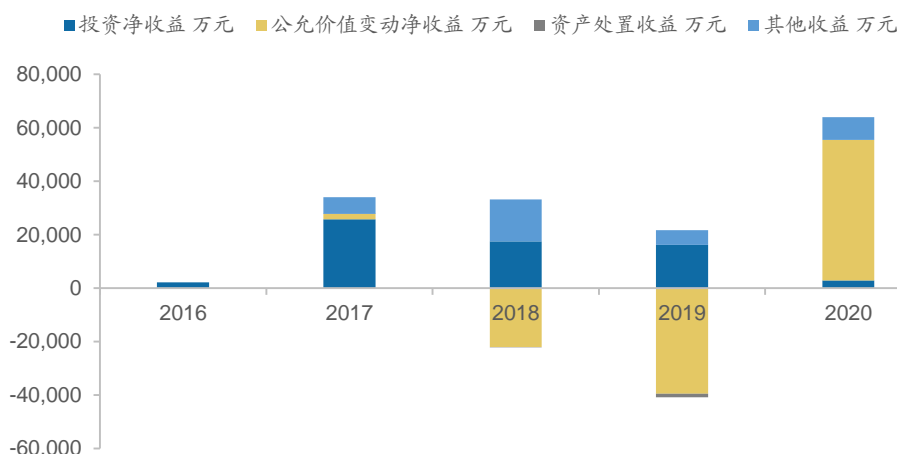


数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

（一）公允价值变动收益为 5.3 亿元，主要是 Pilbara 股价上升所产生

归母净利润的增长主要是本期产生公允价值变动收益导致净利润增加所致。2020年公允价值变动收益为5.3亿元，占利润总额约47%。而该部分收益主要是Pilbara股价上升所产生。赣锋锂业持有Pilbara 6.33%股权，2020年期间Pilbara Mineral股价增长225%，使得公司公允价值变动损益扭亏为盈。

图7：利润增长主要由公允价值变动收益所致



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

图8：参股公司 Pilbara Mineral 2020年涨幅225%

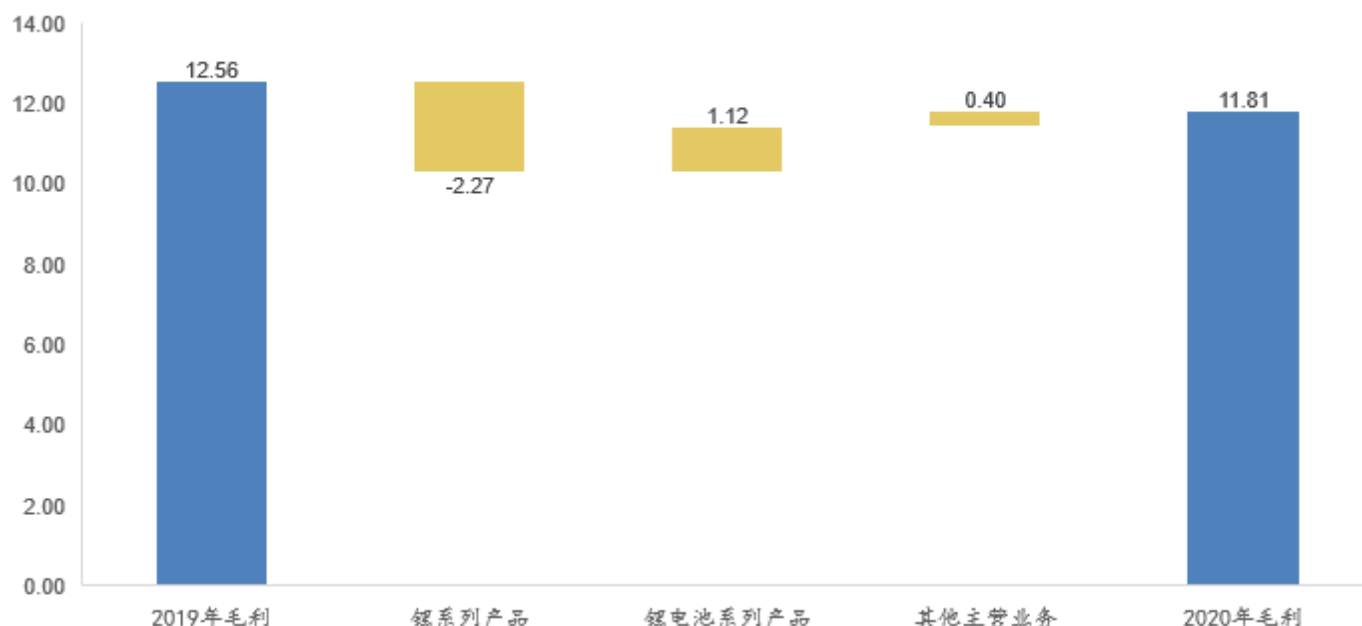


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）毛利同比减少 6%，锂盐量增价减毛利下降，锂电池业务增幅较大

2020年毛利润为11.81亿元，相较于2019年12.56亿元，同比减少6%。毛利降低主要原因为锂系列产品营收表现欠佳。公司2020年销售锂盐产品6.3万吨LCE，同比+30%，但均价同比-22.46%，致使公司锂系列产品毛利下降；相比之下，公司锂电池系列产品，营业收入同比增长134%，增幅较大，为公司提供新的盈利增长点。

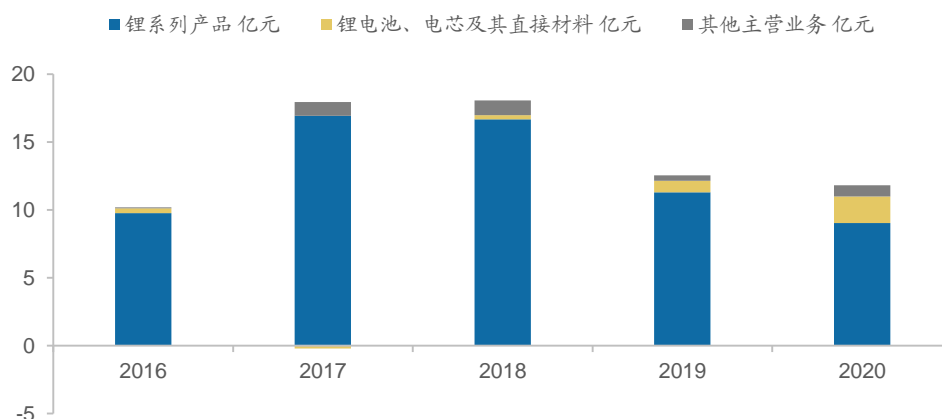
图9：2020年毛利润变化主要受锂盐产品价格下降影响（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

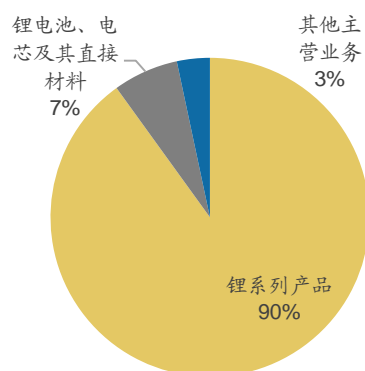
公司2020年实现毛利润11.81亿元，其中锂系列产品实现毛利9亿元，占比77%，贡献最大。锂电池系列产品毛利为1.9亿元，同比增长134%，占比增至16%，增幅较大。主要原因为公司TWS业务进展突出，提供新盈利点。

图10：分产品毛利润：锂电池系列业务增长迅速



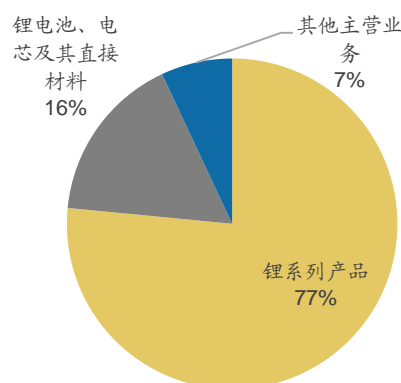
数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

图11: 2019年毛利润构成



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

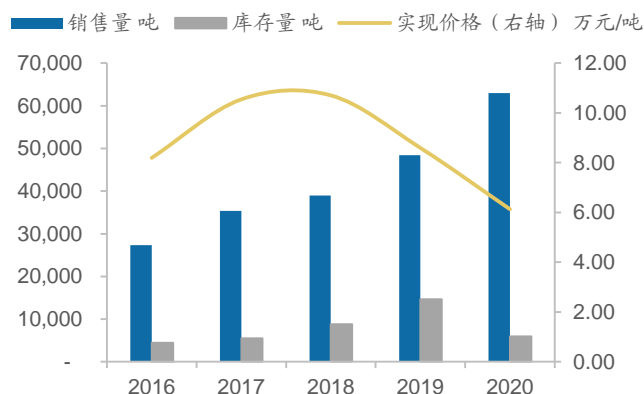
图12: 2020年毛利润构成



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

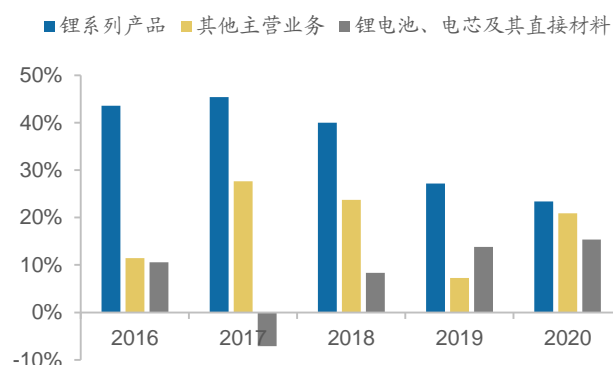
公司2020年锂系列产品销售量折合6.3万吨LCE, 同比增长30%, 生产量5.4万吨LCE, 库存量同比减少59.44%。公司2020年锂系列产品毛利率达23%, 有所降低。公司锂系列产品营收表现不佳的主要原因为全年锂价下行。目前我们判断锂行业新周期开启, 价格有望持续上行, 公司将迎来量价齐升。

图13: 锂系列产品量升价减



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 锂系列毛利率达23%

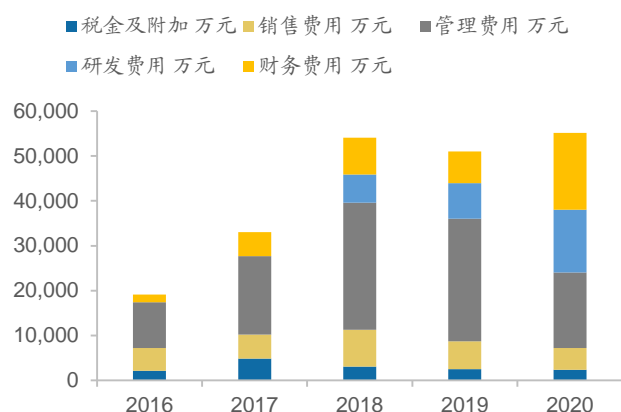


数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 营业税金和期间费用同比增长 3.8%

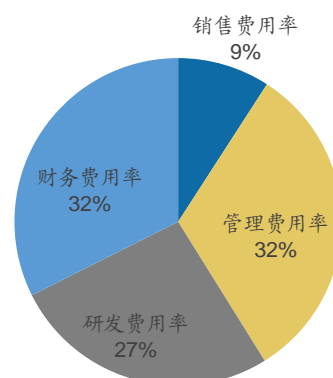
公司研发费用及财务费用逐年增长。2020年公司研发费用为1.4亿元, 同比增长76%, 主要是本期加大了研发费投入所致。财务费用1.7亿元, 同比增长143%, 主要系本期银行借款有所增加以及发行可转债, 相应的利息费用增长所致。营业税金及销售费用等则有所下降。

图15: 研发费用比重逐年提升



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 2020年期间费用中管理费用占比最高

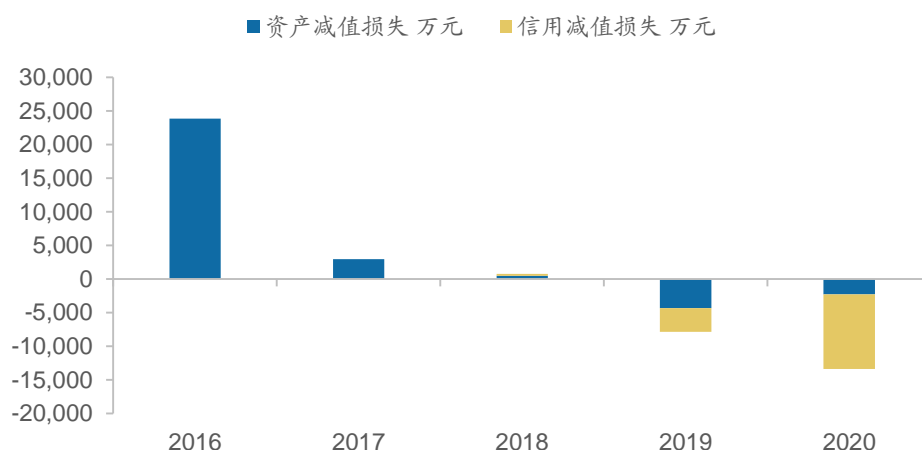


数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 2020 年信用减值损失达 1.1 亿元, 较 2019 年增加

2020年公司资产减值损失为0.2亿元, 回调47%, 主要为公司计提商誉减值损失0.18亿元。信用减值损失为1.1亿元, 主要为公司债权投资减值损失0.78亿元。

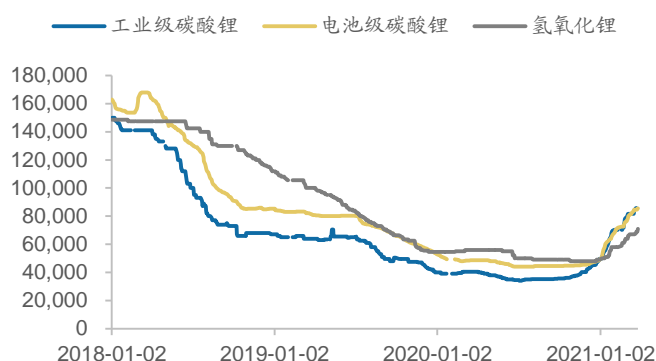
图17: 2020年信用减值损失达到1.1亿元



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

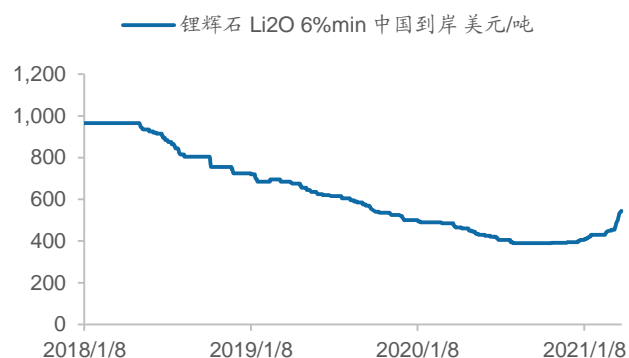
2020年国内碳酸锂市场整体走势分歧, 上半年市场价格水平阶段性走低, 下半年市场开始逐步回暖, 价格触底反弹。工业级碳酸锂全年涨幅为28.7%, 电池级碳酸锂年涨幅为5.7%。纵观数年间锂价走势, 锂价在2020年开始逐步回暖, 有望迎来增长新周期。

图18: 锂价迎来新周期 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 锂辉石价格回暖

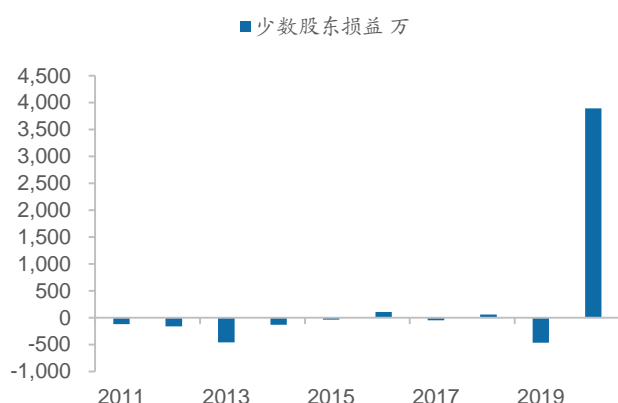


数据来源: 亚洲金属网, 广发证券发展研究中心

(五) 少数股东权益同比增长 932%，扭亏为盈

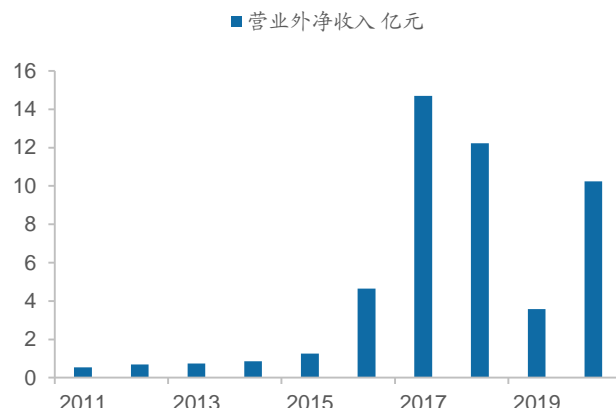
2020年归属少数股东权益为0.38亿元，同比增长932%。营业外净收益为10.25亿元，同比增长186%。

图20: 少数股东权益扭亏为盈 (万元)



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 2020年营业外收入10.25亿元

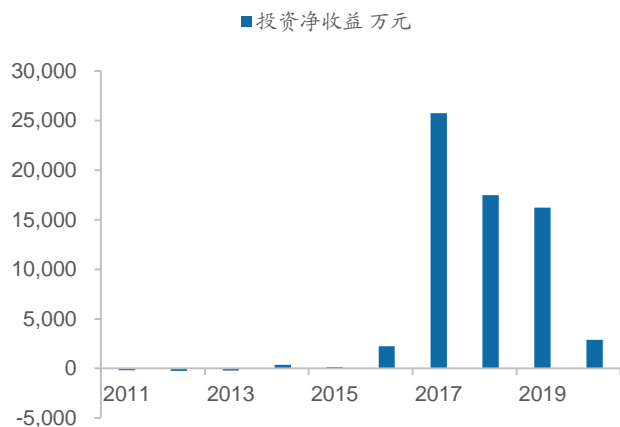


数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

(六) 投资收益同比降 82%至 0.29 亿元、财务费用同比+143%至 1.7 亿

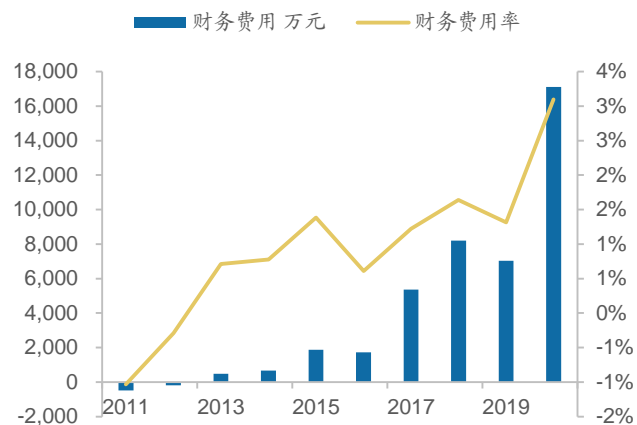
2020年投资净收益为0.29亿元，同比减少82%，主要为主要是确认的联合营业的投资收益；2020年财务费用为1.7亿元，同比增长143%，主要系本期银行借款有所增加以及发行可转债，相应的利息费用增长所致。

图22: 2020年投资收益为0.29亿元, 同比减少82%



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 2020年财务费用达1.7亿元, 同比增长143%



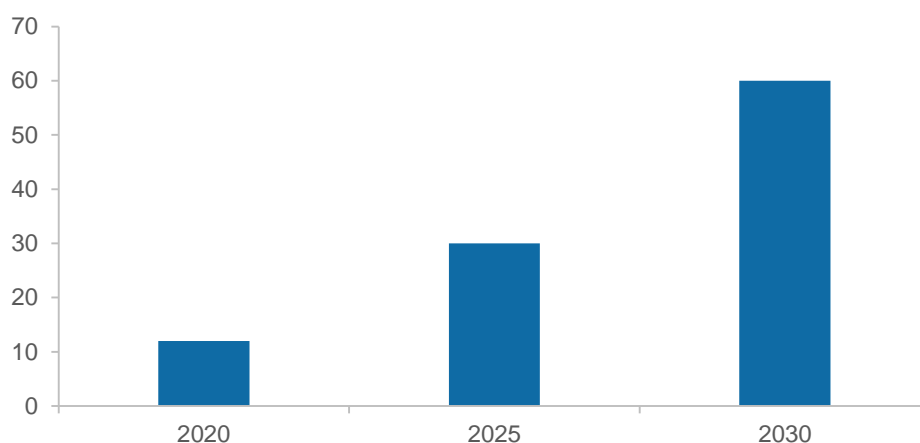
数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

三、2030 规划：碳酸锂产能超 60 万吨，全球市占 20%

赣锋锂业在对2030年的企业规划中提出，预计在2030年占据20%以上的全球锂盐市场，产能突破60万吨LCE。电池回收方面，赣锋锂业力争实现20万吨锂盐回收产能。

在全球寻找更具竞争力的锂资源投资项目。据预测，2030年全球的锂盐市场总量将可能达到约300万吨，赣锋锂业预计占据20%以上的市场，产能突破60万吨LCE。公司应寻找更具开发潜力的新项目，并做好充足的开发准备，为赣锋成为全球锂行业的龙头奠定基础。

图24：2030年规划：产能突破60万吨LCE，全球市占20%（万吨）



数据来源：赣锋锂业公众号，广发证券发展研究中心

大力发展锂电池回收等循环经济。据预测，2030年约有100万吨的碳酸锂通过从废旧电池中回收中获取。赣锋锂业力争实现20万吨锂盐回收产能。

大力研发各种新型锂盐材料，这些材料主要应用于高性能锂离子电池，包括但不限于固态电池等新型锂电池。；要加强内部管理，尤其要加强公司信息化建设，把赣锋建设成为行业信息化一流企业；改造现有的工厂生产线和仓库储存系统，提升智能化水平。公司建设的总体要求是“成本省、美观、大方、实用、简洁、高效”，力争做到“黑灯工厂”的全自动化水平。

四、全球布局锂资源，打造稳定的原材料供应体系

赣锋锂业通过在全球范围内的锂矿资源布局，形成了稳定、优质、多元化的原材料供应体系。公司2020年积极增储，权益资源量合计约2,524万吨LCE。Mt Marion的现有产量为40万吨/年，为公司目前锂原材料主要来源。下游客户方面，公司与特斯拉、宝马、大众、LG等国际大厂形成战略合作关系。

图25：赣锋锂业全球布局锂矿项目



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司2020年权益资源量合计约2,524万吨LCE，较2019年增加约83万吨LCE，增长3.4%。新增主要来源有两点：公司继续增持墨西哥锂黏土项目公司Sonora的股权比例，目前持有项目层面22.5%权益，Bacanora公司层面25.74%权益。2021年3月，公司拟收购伊犁鸿大100%股权，间接持有五矿盐湖49%权益。

Mt Marion的现有产量为40万吨/年，为公司目前锂原材料主要来源。Cauchari-Olaroz项目的含锂卤水资源量为约合2,458万吨LCE，是目前全球最大的盐湖提锂项目之一，支持年产量超过4万吨电池级碳酸锂并持续40年。Mariana锂盐湖支持年产1万吨LCE，生命周期长达25年。Sonora锂黏土一期产能为1.75万吨LCE/年，目前正在建设中。

表 1: 赣锋锂业旗下锂资源项目

矿山名	权益	总资源量 万吨 LCE	权益资源量 万吨 LCE	品位	产品	产能	单位	项目情况
Mt Marion	50%	242	121	1.37%	锂精矿	40	万吨	运营中
Pilgangoora	6.33%	693	44	1.27%	锂精矿	约 33	万吨	项目一期运营中
宁都河源	100%	10	10	1.03%	锂精矿		万吨	运营中
Avalonia	55%	勘探中	勘探中		锂精矿		万吨	勘探中
Cauchari-Olaroz	58.3%	2,458	1,432	581mg/L	碳酸锂	4	万吨 LCE	建设中
Mariana	88.75%	520	461	306mg/L	锂盐产品	1	万吨 LCE	建设中
Sonora	42.5%	882	375		锂盐产品	1.75	万吨 LCE	项目一期建设中
凤凰台	70%	勘探中	勘探中					勘探中
五矿盐湖	49%	165	81					运营中
合计		4,970	2,524					

数据来源: 公司年报, 可转债、对方官网、广发证券发展研究中心

备注: 1. 公司持有 Sonora 项目层面 22.5%权益, 持有 Bacanora 公司层面 25.74%权益, 且 Bacanora 持有项目层面 77.5%权益。

2. 公司持有 Cauchari-Olaroz 项目层面 51%权益, 持有美洲锂业公司层面 14.84%权益, 且美洲锂业持有项目层面 49%权益。

公司目前拥有来自 Mt Marion 项目每年提供的 20 万吨精矿及 Pilgangoora 项目每年约 15 万吨的精矿。Mt Marion 的现有产量为 40 万吨/年, 为公司目前锂原材料主要来源。公司于 2020 年年底与 AVZ 签订锂精矿承购协议, 未来每年最高可供应 16 万吨。随着未来旗下卤水及锂黏土项目逐渐建成投产, 公司掌握的资源量能为锂盐扩产计划提供支撑点。

表 2: 赣锋锂业锂资源长期包销情况

资源类型	项目名称	目前包销情况	项目情况
锂辉石	Mount Marion	2020 年后每年包销不少于 192,570 吨的锂精矿	运营中
	Pilbara Pilgangoora	项目一期每年向公司提供不超过 16 万吨 6% 的锂精矿; 项目二期建设投产后, 每年将会向公司提供最高不超过 15 万吨的锂精矿	项目一期运营中
	Manono	双方同意协议时长为 5 年, 其中 GFL 拥有延长 5 年的选择权, 并由第三年起, 锂精矿供应量最高可达 16 万吨/年	运营中
卤水	Cauchari-Olaroz	公司已获得规划年产 4 万吨电池级碳酸锂中 76% 的产品包销权	建设中
	Mariana	对产出产品按照项目权益比例包销	建设中
锂黏土	Sonora	公司对项目一期的 50% 锂产品产出进行包销, 且公司将拥有选择权增加项目二期锂产品包销量至 75%	建设中

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2020年海外业务营业收入为16.01亿元，占营业收入的28.98 %。海外业务主要以锂盐产品出口为主，长期合作的客户包括德国宝马、特斯拉、LG及德国大众等。主要业务情况如下：

表 3：赣锋锂业与下游客户长协情况

合作企业	签订时间	合作属性	协议内容
德国宝马	2018/09	战略合作	2018-2024，德国宝马指定电池和正极材料供应商采购公司锂化工产品
特斯拉	2018/09	战略合作	2018-2020（可延期三年），特斯拉指定电池供应商每年采购公司当年总产能 20%的电池级氢氧化锂产品
LG	2018/08	供货合同	2019-2025，每年采购公司氢氧化锂基础销售数量为 4.8 万吨
德国大众	2019/04	战略合作	未来十年，德国大众及其指定供应商采购公司锂化工产品，并在电池回收和固态电池领域深度合作

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

五、再造赣锋，持续推进电池业务

根据我们2020年10月11日发布的深度解读《赣锋锂业的电池之路》，我们认为：公司TWS进展突出，乘势加码电池业务，有望提供新的盈利点。根据年报披露，公司锂电池业务收入达到12.7亿元，占总营收22.96%；毛利为1.9亿元，在总毛利中占比17%；毛利率达15%，正在成为公司重要的盈利增长点。

截至2020年底，TWS电池全自动化生产线达日产30万只，我们推算赣锋TWS电池年化产量或将超1亿只。目前，公司锂电池业务分为五大方向，有五大生产基地。截至2020年，公司锂电池、电芯及其直接材料业务收入达到12.7亿元，自2017年以来在总营收中占比持续提高，达到了17%；毛利率也不断改善已达到16%。同时本项业务的毛利贡献也达到了14% 正在成为公司重要的盈利增长点。新余赣锋电子于2018年开始布局TWS无线蓝牙耳机电池，截至2020年底，TWS电池全自动化生产线达日产30万只，我们认为赣锋正在逐渐成为TWS电池领域的一个重要生产商。

表 4：赣锋锂业五大电池业务方向

五大电池业务方向		项目
应用领域	动力电池	叉车、AGV、高空作业平台、其他工业用车
	3C 数码电池	手机、笔记本电脑、无人机、电动车、充电宝、医疗设备
	锂聚合物小电池	TWS 耳机、音箱、机器人、共享单车、POS 机
	固态锂电池	动力电池、3C 数码电池、其他数码领域
	储能系统	通讯基站、调峰储能、综合智慧能源、新能源消纳
产品展示	动力电池	方形电芯、软包电芯、模组、叉车系统、乘用车系统、客车系统
	3C 数码电池	无人机、航模电池、3C 数码电池
	锂聚合物小电池	扣式系列、3C 方形系列、圆柱系列
	固态锂电池	固体电解质膜体、陶瓷电解质膜
	储能系统	储能电池、应急电源

数据来源：2020 年第五届广州亚太电池展资料，广发证券发展研究中心

根据Counterpoint数据，推算2022年全球TWS耳机电池产品的需求达到14亿只，是今年的约3倍。我们认为赣锋锂业30亿投资建设高端聚合物锂电池研发及生产基地，有望提供新的盈利点。

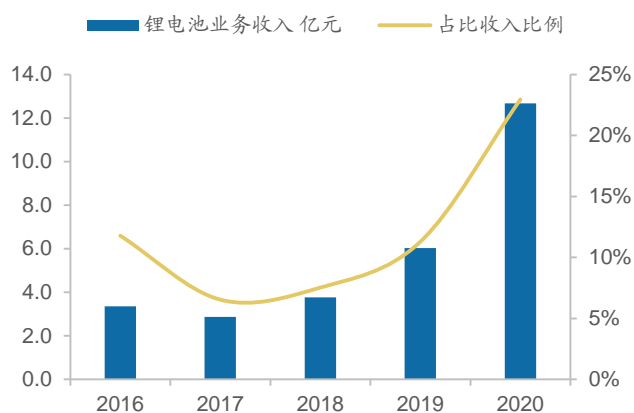
表 5：赣锋锂业六大电池生产基地

锂电池生产基地	位置	主要产品	投产年份	产能
东莞赣锋	广东东莞	聚合物锂电池	2016	3,000 万只/年
赣锋锂电	江西新余	锂离子动力电池、储能电池	2016	6 亿瓦时/年动力电池 1GWh 铁锂达产，计划扩充到 3GWh
赣锋电子	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池	2018	TWS 日产 30 万只
浙江赣锋	江西新余	第一代固态锂电池	在建	固态电芯已在特殊领域开始应用
江苏赣锋	江苏苏州	动力与储能电池组、电池管理系统	2019	
惠州赣锋	广东惠州	聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机电池	在建	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

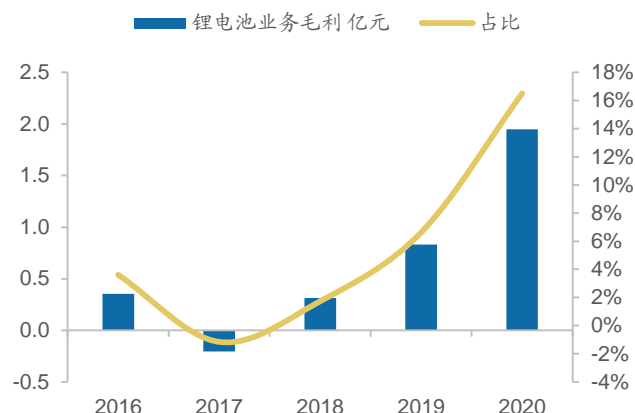
根据年报披露，公司锂电池业务收入达到12.7亿元，占总营收22.96%；毛利为1.9亿元，在总毛利中占比17%；毛利率达15%，正在成为公司重要的盈利增长点。

图26：锂电池业务：收入持续增长



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

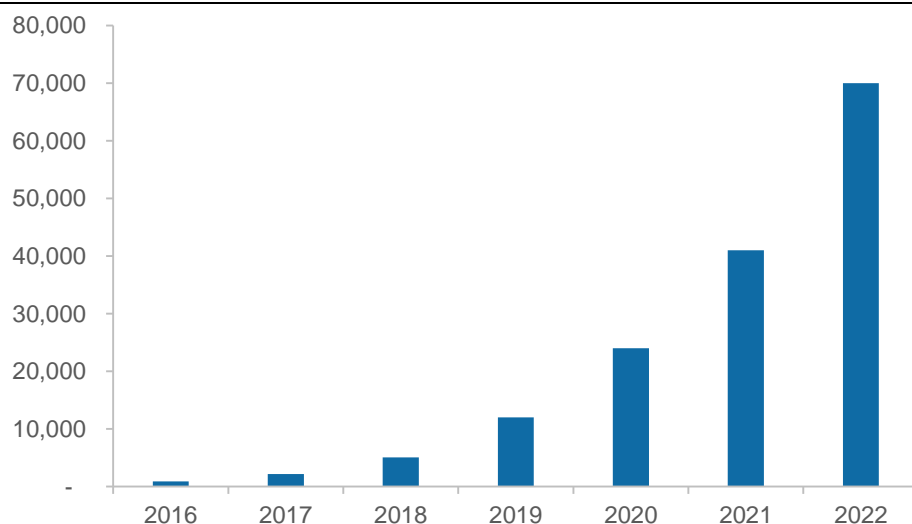
图27：锂电池业务：毛利及占比持续提升



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

近年来，随着智能手机相继取消音频接口，无线体缠绕烦恼、使用便捷的TWS耳机应运而生，成为电子设备无孔化变革中重要一环。根据Counterpoint研究报告的统计数据，2016年全球TWS耳机出货量仅918万副，2019年出货量已高达1.2亿副，年复合增长率136%，预估2020年TWS耳机出货量较2019年有望继续实现翻倍，2022年将增长至7亿副。

图 28：全球 TWS 耳机出货量预测（万副）



数据来源：Counterpoint，亿纬锂能非公开增发预案公告，广发证券发展研究中心预估

东莞赣锋的全自动聚合物锂电池生产线以及赣锋锂电的磷酸铁锂储能电池生产线运转顺利；新余赣锋电子于2018年开始布局TWS无线蓝牙耳机电池，截至2020年底，TWS电池全自动化生产线达日产30万只，我们推算赣锋TWS电池年化产量或将超1亿只，我们认为赣锋正在逐渐成为TWS电池领域的一个重要生产商。

六、发力 ESG，助力循环产业，打造新型核心竞争力

赣锋锂业持续推进ESG建设，2016年公司第一次发布可持续发展报告，并连续四年发布报告。2020年5月，赣锋锂业正式加入中国ESG领导者组织，成为理事会会员中第一家锂行业企业。我们认为，公司对于可持续发展的重视与布局，有助于其在碳中和之路上打造新型核心竞争力。

20 年来公司为新能源产业链提供约 26 万吨锂盐产品，全面满足下游新能源汽车需求。2015-2020 年，搭载赣锋锂盐新产品的新能源汽车在全球行驶超过 500 亿公里，这些行驶的新能源汽车已帮助社会减少超过 1,250 万吨二氧化碳排放。公司全面响应国家“碳达峰、碳中和”战略，积极投身于新能源产业链，为全球碳减排做出积极的努力。

图29：持续发力循环产业，2021年入选工信部废旧电池综合利用企业名单



数据来源：公司可持续发展报告，广发证券发展研究中心

公司积极使用清洁能源，赣锋电池2019年内光伏发电 246.5 万度，其中自发自用 241.4 万度，上网电量 5.1 万度，可以减少 二氧化碳排放 2,000 多吨。同时公司储能锂电池作为太阳能项目的储能配套，能有效支撑太阳能项目的建设，为可再生能源利用提供保障，2019年赣锋电池储能项目共放电221.8万度。

排放管理方面，公司设立了2025年能源、资源消耗目标，并逐步优化能源使用结构，利用清洁能源，减少碳排放。针对“万吨锂盐工厂项目”，公司承诺单吨LCE废气NOX排放量降低5%、单吨LCE废气SO2排放量降低1%、单吨LCE颗粒物排放量降低5%、单吨LCE耗水量降低20%、水循环率提高20%、单吨产品二氧化碳排放降低10%、单吨产品耗煤量降低6%。

公司布局废旧电池回收板块，助力循环经济发展。公司目前已投产年处理34,000吨的退役锂电池综合回收项目，并规划将其处理能力提升至10万吨。据预测，2030年约有100万吨的碳酸锂通过从废旧电池中回收中获取。赣锋锂业力争实现20万吨锂盐回收产能。

七、盈利预测与投资建议

产销量基本假设：碳酸锂：据2020年报，产能增加至4.05万吨/年。后续公司南美盐湖预计将投产，碳酸锂产能将继续增加。

氢氧化锂：据2020年报，公司现有氢氧化锂产能3.1万吨。2020年10月30日，赣锋年产5万吨氢氧化锂项目投产仪式在江西新余马洪工厂举行。投产后，马洪工厂将新增5万吨电池级氢氧化锂年产能，设计总产能达到8.1万吨。

金属锂：据2019年报，目前金属锂产能为1600吨/年。假设未来几年均满产。

价格趋势假设：据wind，目前碳酸锂价格为8.5万元/吨（含税价），我们认为锂价或将进入增长新周期，有望持续上涨。

表 6：盈利预测关键假设（人民币）

	2021E	2022E	2023E
碳酸锂价格（万元/吨，不含税）	7.6	8.8	8.8
氢氧化锂价格（万元/吨，不含税）	7.2	8.4	8.4
碳酸锂产能（万吨）	4.1	4.6	5.6
碳酸锂销量（万吨）	3.0	3.5	4.5
氢氧化锂产能（万吨）	8.1	9.3	10.3
氢氧化锂销量（万吨）	6.0	9.3	10.3
LCE 销量（万吨）	9.1	12.5	14.4
金属锂产能（吨/年）	1,600	1,600	1,600
金属锂销量（吨）	1,600	1,600	1,600
金属锂售价（万元/吨，不含税）	50	55	55
金属锂吨成本（万元/吨）	32	33	33

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

预计公司21-23年EPS 分别为1.46/2.39/2.76元/股。参考可比公司估值，赣锋锂生态升级，2025规划步步为营，前景持续看好。我们维持公司A股合理价值127.97元/股，H股合理价值120.86港元/股的观点不变，维持公司A/H股“买入”评级。

表 7：可比公司估值比较表（3月30日）

公司名称	公司代码	主营业务	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (x)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
天齐锂业	002466.SZ	锂矿开采、锂盐加工	38.65	-	0.23	0.54	-	168	72
盛新锂能	002240.SZ	锂矿开采、锂盐加工	20.94	0.06	0.28	0.53	349	75	40
雅化集团	002497.SZ	锂盐加工；民爆业务	17.39	-	0.38	0.54	-	46	32
平均值							349	96	48

数据来源：wind，广发证券发展研究中心（注：EPS，PE 数据当前 wind 一致预期）

八、风险提示

新矿建设低预期；新建氢氧化锂项目投产进度低于预期；锂行业供给端释放速度超预期导致锂价下跌；下游电动车需求低预期导致锂价下跌。投资建设高端聚合物锂电池研发及生产基地项目不确定风险。

资产负债表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,717	8,775	10,033	14,584	17,673
货币资金	1,700	2,176	576	654	765
应收及预付	1,146	1,903	2,583	3,953	4,561
存货	2,334	2,215	2,585	3,868	4,433
其他流动资产	538	2,481	4,289	6,109	7,914
非流动资产	8,496	13,246	16,462	19,678	22,894
长期股权投资	3,680	1,636	1,736	1,836	1,936
固定资产	2,070	2,272	2,462	2,652	2,842
在建工程	912	3,761	6,610	9,460	12,309
无形资产	348	3,562	3,599	3,636	3,673
其他长期资产	1,487	2,014	2,054	2,094	2,133
资产总计	14,213	22,020	26,495	34,262	40,567
流动负债	3,259	4,078	6,257	10,436	12,630
短期借款	1,131	1,631	3,479	6,602	8,332
应付及预收	1,045	1,442	1,683	2,519	2,887
其他流动负债	1,083	1,004	1,095	1,315	1,412
非流动负债	2,544	4,524	4,752	4,980	5,208
长期借款	1,430	1,658	1,886	2,114	2,341
应付债券	762	2,134	2,134	2,134	2,134
其他非流动负债	351	732	732	732	732
负债合计	5,803	8,602	11,009	15,416	17,838
股本	1,293	1,340	1,356	1,356	1,356
资本公积	3,181	4,843	4,843	4,843	4,843
留存收益	3,554	4,191	6,168	9,405	13,146
归属母公司股东权益	8,355	10,706	12,698	15,935	19,677
少数股东权益	55	2,713	2,788	2,911	3,053
负债和股东权益	14,213	22,020	26,495	34,262	40,567

利润表	单 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,342	5,524	7,917	12,204	14,112
营业成本	4,086	4,343	5,069	7,585	8,692
营业税金及附加	25	23	34	52	60
销售费用	63	48	69	107	123
管理费用	273	169	242	373	432
研发费用	80	140	200	309	357
财务费用	70	171	321	497	652
资产减值损失	-43	-23	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-395	526	50	50	50
投资净收益	162	29	41	64	74
营业利润	475	1,135	2,174	3,562	4,116
营业外收支	-1	-8	0	0	0
利润总额	474	1,127	2,174	3,562	4,116
所得税	121	64	123	201	233
净利润	353	1,064	2,052	3,360	3,883
少数股东损益	-5	39	75	123	142
归属母公司净利润	358	1,025	1,977	3,237	3,741
EBITDA	1,050	1,080	2,535	4,010	4,680
EPS（元）	0.28	0.76	1.46	2.39	2.76

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	669	746	160	715	2,289
净利润	353	1,064	2,052	3,360	3,883
折旧摊销	234	279	232	232	232
营运资金变动	-392	-318	-2,402	-3,293	-2,389
其它	473	-278	277	416	563
投资活动现金流	-2,823	-3,955	-3,502	-3,479	-3,469
资本支出	-814	-1,208	-3,330	-3,330	-3,330
投资变动	-1,971	-2,223	-223	-223	-223
其他	-37	-523	51	73	83
筹资活动现金流	241	3,645	1,742	2,842	1,291
银行借款	4,320	5,044	2,075	3,352	1,957
股权融资	6	1,784	16	0	0
其他	-4,086	-3,183	-349	-509	-666
现金净增加额	-1,891	381	-1,600	78	111
期初现金余额	3,219	1,328	2,176	576	654
期末现金余额	1,328	1,710	576	654	765

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	6.8%	3.4%	43.3%	54.2%	15.6%
营业利润增长	-65.3%	138.8%	91.6%	63.8%	15.6%
归母净利润增长	-73.3%	186.2%	92.9%	63.8%	15.6%
获利能力					
毛利率	23.5%	21.4%	36.0%	37.8%	38.4%
净利率	6.6%	19.3%	25.9%	27.5%	27.5%
ROE	4.3%	9.6%	15.6%	20.3%	19.0%
ROIC	4.8%	3.9%	9.2%	11.7%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	39.1%	41.6%	45.0%	44.0%
净负债比率	69.0%	64.1%	71.1%	81.8%	78.5%
流动比率	1.75	2.15	1.60	1.40	1.40
速动比率	0.97	1.48	1.09	0.94	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.25	0.30	0.36	0.35
应收账款周转率	5.84	4.07	4.07	4.07	4.07
存货周转率	2.29	2.49	3.06	3.15	3.18
每股指标 (元)					
每股收益	0.28	0.76	1.46	2.39	2.76
每股经营现金流	0.52	0.56	0.12	0.53	1.69
每股净资产	6.46	7.99	9.36	11.75	14.51
估值比率					
P/E	125.73	132.34	68.67	41.93	36.28
P/B	5.39	12.67	10.69	8.52	6.90
EV/EBITDA	45.25	129.26	56.54	36.56	31.72

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任CRU中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

李超：研究助理，CPA，上海财经大学经济学硕士，曾任职于华创证券，4年有色金属行业研究经验，2020年8月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。