

赣锋锂业 (002460) / 稀有金属

证券研究报告/公司点评

2023年03月30日

评级: 增持

市场价格: 66.80

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 安永超

执业证书编号: S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

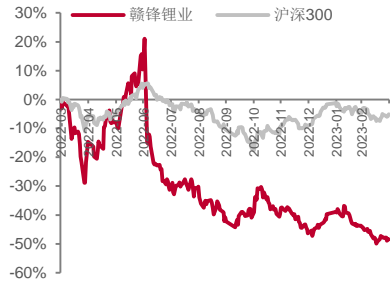
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11,162	41,823	42,951	39,078	53,061
增长率 yoy%	102%	275%	3%	-9%	36%
净利润 (百万元)	5,228	20,504	11,907	9,908	13,724
增长率 yoy%	410%	292%	-42%	-17%	39%
每股收益 (元)	2.59	10.16	5.90	4.91	6.80
每股现金流量	1.30	6.19	4.83	8.96	4.56
净资产收益率	20%	42%	19%	14%	16%
P/E	25.8	6.6	11.3	13.6	9.8
P/B	6.2	3.1	2.5	2.1	1.7

备注: 股价选取 2023 年 03 月 30 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	2,017
流通股本(百万股)	1,207
市价(元)	66.80
市值(百万元)	134,743
流通市值(百万元)	80,653

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年报, 22 年实现营业收入 418.23 亿元, 同比增长 275%, 其中 22Q4 单季度实现营业收入 142.11 亿元, 同比增长 245.89%, 环比增长 7.92%。22 年全年实现归属于上市公司股东净利润 205.04 亿元, 同比增长 292%, 其中 22Q4 实现归母净利润 57.09 亿元, 同比增长 107%, 环比下滑 24.30%。22 年前全年实现扣非净利润 199.52 亿元, 同比增长 586%, 其中 22Q4 实现扣非净利润 60.70 亿元, 同比增长 310.35%, 环比增长 3.76%。业绩符合预期。
- 锂盐量价齐升, 助力公司 2022 年业绩高增。** 1) 价: 2022 年锂盐市场价格整体处于上行趋势, 国内碳酸锂价格最高上涨至 60 万元/吨左右, 公司 22 年锂盐平均实现价格为 40.13 万元/吨 LCE, 同比上涨 287%; 2) 量: 公司锂盐产销小幅增加, 全年锂盐产量 97204 吨 LCE (yoy+8.3%), 销量 97363 吨 LCE (yoy+7.3%); 3) 成本端, 锂精矿多通过长协采购, 在价格上行周期, 价格上涨速度慢于锂盐, 因此锂盐与锂精矿剪刀差扩大, 公司单吨利润呈现扩大, 2022 年公司锂盐平均生产成本 15.59 万元/吨, 单吨毛利由 4.38 → 19.93 万元/吨。4) 23Q1 单吨利润承压, 2023 年一季度以来, 锂盐市场行情出现反转, 国内碳酸锂市场价格快速回落至 30 万元/吨以下, 而锂精矿 Q1 长协价或将达到 6000 美元/吨左右 (对应锂盐成本约 36 万元/吨左右)。
- 电池业务快速放量。** 1) 2022 年是赣锋锂电动力/储能电池以及固态电池板块发展迅速的一年, 赣锋锂电全年已实现超 6GWh 动力/储能出货量, 储能电池业务已成为赣锋锂电最重要的电池业务之一。2022 年电池业务实现收入 64.78 亿元, 同比增长 220.32%, 毛利率提升至 17.85% (yoy+5.87pct), 实现毛利 11.46 亿元, 同比增长 378%。2) 产能规划方面, 重庆赣锋规划 20GWh 新型锂电池科技园项目、新余动力电池二期规划 10GWh、与重庆涪陵区人民政府等共同投资 100 亿元建设 24GWh 动力电池项目、东莞市投资建设年产 10GWh 新型锂电池及储能项目、在宜春经济技术开发区投资建设年产 30GWh 新型锂电池生产制造基地、赣锋锂电华东基地动力电池项目规划产能为 5GWh 新型锂电池和 10GWh 动力电池系统, 合计规划产能超 110GWh。
- 2022 年实现投资收益 39.97 亿元, 占利润总额的比例达到 17.55%。** 公司投资收益增加主要来源于 Marion 矿山 (持股 50%) 和一里坪盐湖 (持股 49%), 具体拆分来看: 1) Marion 矿山, 2022 年锂精矿产量 46.1 万吨, 同比增长 9.24%, 由于销售价格大幅提升, 实现净利润 51.54 亿元 (yoy+1420%), 对应公司投资收益约 25.77 亿元; 2) 五矿一里坪盐湖, 2022 年实现营业收入 53.62 亿元, 净利润 35.99 亿元, 对应公司投资收益为 17.64 亿元。
- 资源端布局不断深化, 25 年规划产能达到 30 万吨。** 公司同时拥有锂辉石、锂云母、盐湖卤水、黏土等多种资源类型, 合计控制资源总量达到 7261 万吨 LCE, 权益资源量 4701 万吨 LCE, 居于国内首位。公司规划 2025 年形成总计年产 30 万吨 LCE 的锂产品供应能力, 资源自给率有望从当前 30% 提升至 60% 以上, 远期要形成不低于 60 万吨 LCE 的锂产品供应能力。
- 盈利预测及投资建议:** 锂盐价格超预期下跌, 我们下调 23-25 年碳酸锂均价假设分别为 25、15、15 万元/吨, 预计公司 2023/2024/2025 年净利润分别为 119.07、99.08、137.24 亿元 (2023-2024 年净利润预测前值分别为 169.39、215.72 亿元), 按照当前

1347 亿市值计算，对应 PE 分别为 11.3、13.6、9.8X。给予公司“增持”评级。

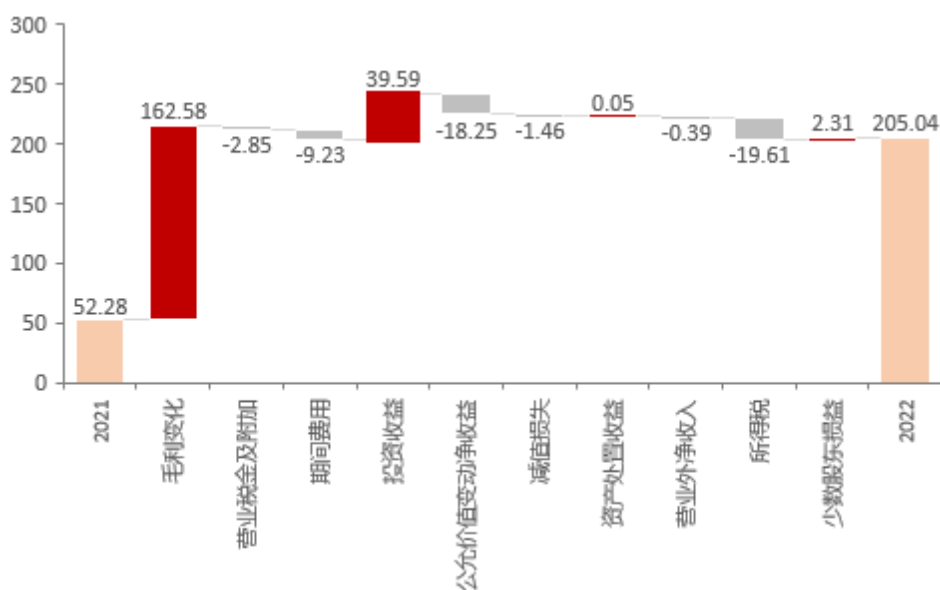
- **风险提示：**主营产品价格波动风险；项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；供给端产能释放超预期；需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后；核心假设条件变动造成盈利预测不及预期；研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2021Q4	2022Q3	2022Q4	环比	同比	2021	2022	同比指标变动原因
营业收入	41.08	131.68	142.11	7.92%	245.89%	111.62	418.23	275% 本期产销量及价格齐升所致
营业成本	21.72	64.71	89.48	38.27%	311.93%	67.19	211.20	214% 主要系营业收入增长营业成本相应增长所致
毛利	19.36	66.97	52.63	-21.41%	171.80%	44.44	207.02	366%
毛利率	47.13%	50.86%	37.03%	-13.82%	-10.10%	40%	49%	10%
销售费用	0.24	0.29	0.47	62.04%	99.77%	0.62	1.17	90% 主要系销量增长导致销售费用增长
销售费用率	0.58%	0.22%	0.33%	0.11%	-0.24%	0.55%	0.28%	-0.27%
管理费用	1.86	1.56	4.23	171.02%	126.95%	4.70	9.33	99% 主要系公司规模扩大相应管理成本增加所致
管理费用率	4.53%	1.18%	2.98%	1.79%	-1.56%	4.21%	2.23%	-1.98%
财务费用	0.33	-1.79	0.17	-109.58%	-48.55%	1.82	-0.83	-145.81% 主要系本期汇兑损益增加所致
财务费用率	0.81%	-1.36%	0.12%	1.48%	-0.69%	1.63%	-0.20%	-1.83%
研发费用	1.38	4.20	0.55	-86.88%	-59.96%	3.39	10.07	198% 主要系本期加大了研发投入所致
研发费用率	3.35%	3.19%	0.39%	-2.80%	-2.96%	3.03%	2.41%	-0.62%
期间费用	3.81	4.26	5.43	27.50%	42.41%	10.52	19.75	88%
期间费用率	9.27%	3.23%	3.82%	0.59%	-5.45%	9.43%	4.72%	-4.70%
投资收益	0.74	12.70	11.44			0.93	39.97	主要系Marion、一里坪盐湖利润增加, 确认投资收益增加所致
资产减值损失	-0.04	-0.18	-0.41			-0.08	-0.65	
信用减值损失	0.45	-0.15	-0.37			0.37	-0.52	
利润总额	29.58	88.18	55.45	-37.11%	87.49%	57.74	227.79	295%
所得税费用	0.83	11.81	0.72	-93.93%	-13.30%	3.57	23.18	549%
归母净利润	27.56	75.41	57.09	-24.30%	107.17%	52.28	205.04	292%
扣非净利润	14.79	58.50	60.70	3.76%	310.35%	29.07	199.52	586%
经营活动产生的现金流量净额	16.92	58.63	45.31	-22.72%	167.72%	26.20	124.91	377% 主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致
投资活动产生的现金流量净额	-34.93	-10.14	-100.13	887.05%	186.69%	-61.76	-153.12	148% 主要系本期投资支付的现金及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金增加所致
筹资活动产生的现金流量净额	1.21	11.15	24.64		1938.99%	71.31	64.05	-10%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

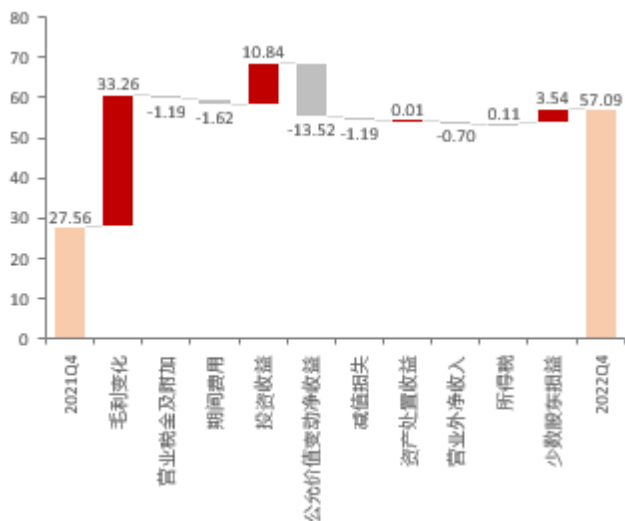
图表 2: 公司 22 年业绩拆分 (单位: 亿元)



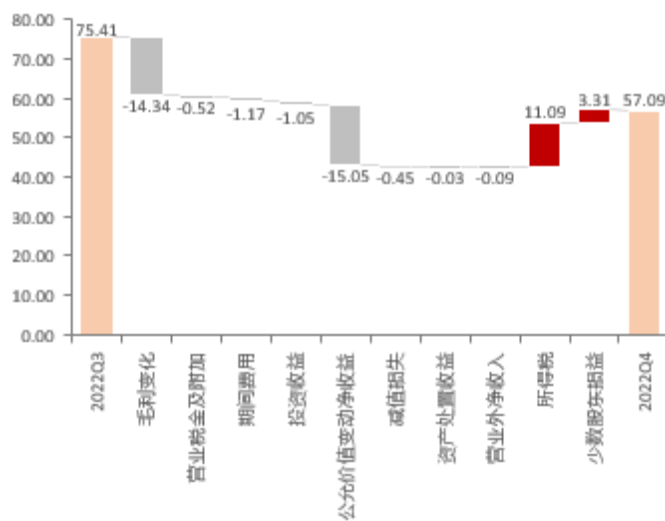
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 22Q4 业绩拆分-同比 (亿元)

图表 4: 公司 22Q4 业绩拆分-环比 (亿元)

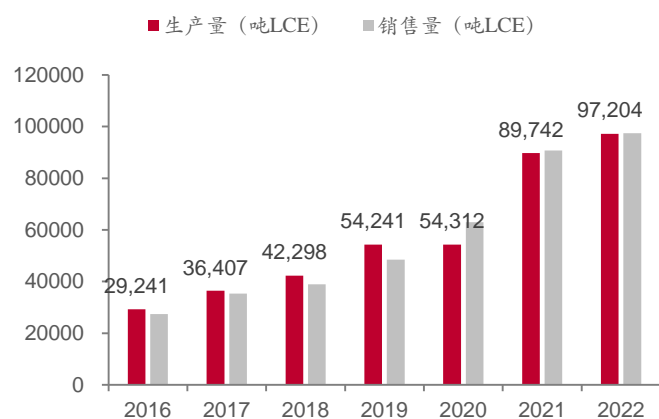


来源: Wind, 中泰证券研究所



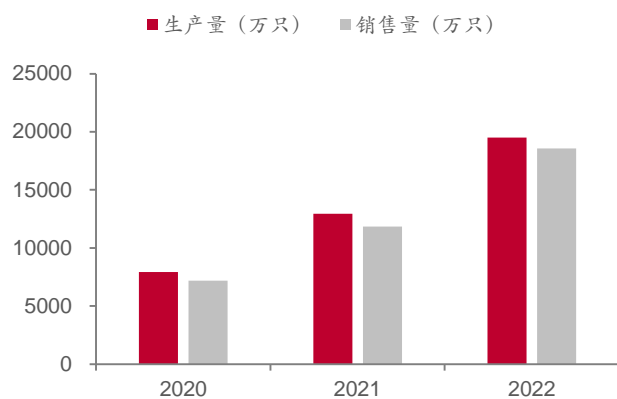
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司锂盐产销情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司锂电池产销情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司主要产品价格变动

	单位	2021Q4	2022Q3	2022Q4	环比	同比	2021	2022	同比
电池级碳酸锂	万元/吨	20.9	49.1	55.8	13.71%	166.86%	12.3	48.3	294.23%
电池级氢氧化锂	万元/吨	19.8	49.1	55.5	13.12%	180.93%	11.8	47.0	298.92%
锂精矿	美元/吨	1796.4	6408.0	6590.0	2.84%	266.84%	945.0	4754.8	403.17%

来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 8: 公司资源布局及包销情况

资源类型	项目名称	地理位置	状态	权益比例	资源量(万吨, LCE)	权益资源量(万吨, LCE)	产能规划	包销情况
锂辉石	Marion	澳大利亚	在产	50%	184	121	规划22年产能增加至90万吨(折6%品位锂精矿约60万吨)	公司包销Mount Marion锂精矿总产量的49%，PMI包销51%，且双方约定由公司加工PMI包销部分的锂辉石，并由公司负责销售
	Pilbara	澳大利亚	在产	5.76%	866	50		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
	Goulamina	非洲马里	在建	50%	487	244	一期规划50.6万吨锂精矿，二期完成后总产能达到83.1万吨	公司包销比例为项目产出的50%，且满足一定条件后可增加包销比例至100%
	Avalonia	爱尔兰	勘探	55%	-	-	-	-
	宁都河源	中国江西		100%	10	10		
卤水	Cauchari-Olaroz	阿根廷	在建	52%	2458	1286	一期产能4万吨碳酸锂，二期扩产产能不低于2万吨碳酸锂当量	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
	青海一里坪	中国青海	在产	49%	165	81	目前建成1万吨碳酸锂产能	
	Mariana	阿根廷	在建	100%	812	812	规划1期2万吨氯化锂产能	100%包销
	PPG项目	阿根廷	在建	100%	1106	1106	规划5万吨锂盐产能	
	青海锦泰巴伦马海项目	中国青海	勘探中	33.66%				
	四川达州深层富锂钾卤水项目	四川达州	勘探中	90.00%				
锂黏土	Sonora	墨西哥	在建	100.00%	882	882.00	一期规划2万吨氢氧化锂产能	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%
锂云母	松树岗锂矿	中国江西	在建	62.00%	149	92.38	规划600万吨采选+5万吨锂盐产能	
	宜春锂云母	江西					规划5万吨锂盐及采选一体化项目	
	内蒙古雅拉斯托托锂矿项目	内蒙古		12.50%	142	17.75		
	香花铺锂云母矿项目	湖南郴州	勘探中	20.00%				
合计资源量					7261	4701		

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：公司电池项目规划

基地	产能规划
新余	动力电池一期 3GWh/年磷酸铁 锂电池；动力电池二期 8GWh/年磷酸铁锂电池,2-4GWh/年固液混合动力锂电池
东莞汇创新能源	4Gwh/年
重庆两江新区	年产 20GWh 新型锂电池研发及生产基地项目
东莞	10GWh/年新型锂电池及储能总部项目
宜春	年产 30GWh 新型锂电池生产制造基地
华东苏州基地	规划产能为 5GWh 新型锂电池和 10GWh 动力电池系统
重庆涪陵高新区	年产 24GWh 动力电池项目

来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为碳酸锂/氢氧化锂，需求低于预期、供给端超预期释放、流动性等因素均会扰动碳酸锂商品价格走势，从而影响对公司盈利预测的判断。
- **原料成本波动的风险。**公司主要原料为锂精矿，主要向澳大利亚 Marion、Pilbara 矿山购买，受锂盐价格上行带动，锂精矿价格同样大幅上涨。
- **下游需求不及预期的风险。**碳酸锂下游主要为新能源汽车，电动车销量受宏观政策、流动性、消费者购买意愿、价格等多因素影响，销量不及预期或对商品价格造成扰动。
- **供给端超预期释放风险。**碳酸锂价格已经创历史新高，产业链利润集中于上游资源企业，企业存在加大资本开支增加供给的动力，供给端超预期释放或对价格造成冲击。
- **需求测算偏差风险：**报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。

- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。
- **核心假设条件变动造成盈利预测不及预期的风险等。**公司业绩对产品价格较为敏感，售价假设不能达到或造成公司业绩不及预期。

图表 10: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,914	16,356	30,398	35,914	营业收入	41,823	42,951	39,078	53,061
应收票据	0	0	0	0	营业成本	21,120	28,727	26,110	35,658
应收账款	7,895	7,477	6,543	8,802	税金及附加	373	276	268	399
预付账款	632	431	392	535	销售费用	117	172	156	212
存货	10,111	13,314	8,084	14,662	管理费用	933	1,289	1,172	1,592
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,007	1,074	977	1,327
其他流动资产	3,414	2,813	2,588	3,399	财务费用	-83	188	-108	-195
流动资产合计	31,966	40,390	48,005	63,312	信用减值损失	-52	-52	-52	-52
其他长期投资	51	53	48	65	资产减值损失	-65	0	0	0
长期股权投资	10,192	10,192	10,192	10,192	公允价值变动收益	404	0	0	0
固定资产	4,826	4,665	4,584	4,573	投资收益	3,997	3,616	2,416	3,440
在建工程	9,477	9,577	9,577	9,477	其他收益	120	0	0	0
无形资产	14,300	17,540	20,937	25,195	营业利润	22,763	14,790	12,866	17,455
其他非流动资产	8,349	8,360	8,374	8,382	营业外收入	37	0	0	0
非流动资产合计	47,194	50,386	53,712	57,883	营业外支出	21	0	0	0
资产合计	79,160	90,776	101,716	121,195	利润总额	22,779	14,790	12,866	17,455
短期借款	2,109	2,000	2,000	2,000	所得税	2,318	1,479	1,286	1,745
应付票据	2,294	7,182	7,833	10,697	净利润	20,461	13,311	11,580	15,710
应付账款	7,694	2,873	2,611	3,566	少数股东损益	-43	1,404	1,672	1,986
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	20,504	11,907	9,908	13,724
合同负债	493	773	703	955	NOPLAT	20,386	13,480	11,482	15,535
其他应付款	354	354	354	354	EPS (按最新股本摊薄)	10.16	5.90	4.91	6.80
一年内到期的非流动负债	1,522	1,522	1,522	1,522					
其他流动负债	4,189	4,359	4,303	4,505					
流动负债合计	18,655	19,062	19,326	23,599	主要财务比率				
长期借款	9,137	8,137	7,637	7,537	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	2,502	2,502	2,502	2,502	营业收入增长率	274.7%	2.7%	-9.0%	35.8%
非流动负债合计	11,639	10,639	10,139	10,039	EBIT增长率	281.1%	-34.0%	-14.8%	35.3%
负债合计	30,294	29,701	29,465	33,638	归母公司净利润增长率	292.2%	-41.9%	-16.8%	38.5%
归属母公司所有者权益	44,043	54,848	64,352	77,673	获利能力				
少数股东权益	4,823	6,227	7,899	9,885	毛利率	49.5%	33.1%	33.2%	32.8%
所有者权益合计	48,866	61,075	72,251	87,558	净利率	48.9%	31.0%	29.6%	29.6%
负债和股东权益	79,160	90,776	101,716	121,195	ROE	42.0%	19.5%	13.7%	15.7%
					ROIC	50.0%	26.5%	19.0%	21.0%
					偿债能力				
					资产负债率	38.3%	32.7%	29.0%	27.8%
					债务权益比	31.2%	23.2%	18.9%	15.5%
					流动比率	1.7	2.1	2.5	2.7
					速动比率	1.2	1.4	2.1	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4
					应收账款周转天数	45	64	65	52
					应付账款周转天数	79	66	38	31
					存货周转天数	114	147	148	115
					每股指标 (元)				
					每股收益	10.16	5.90	4.91	6.80
					每股经营现金流	6.19	4.83	8.96	4.56
					每股净资产	21.83	27.19	31.90	38.51
					估值比率				
					P/E	7	11	14	10
					P/B	3	2	2	2
					EV/EBITDA	9	13	14	11

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。