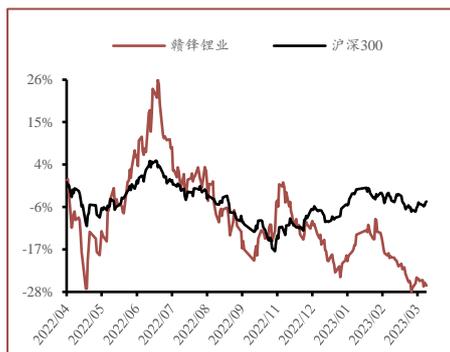


锂价上涨驱动盈利高增，产业链一体化持续深入

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
核心观点
基本数据
2023-03-31

| | |
|----------|-------|
| 收盘价(元) | 66.47 |
| 流通股本(亿股) | 16.11 |
| 每股净资产(元) | 21.84 |
| 总股本(亿股) | 20.17 |

最近 12 月市场表现

分析师 田源

 SAC 证书编号: S0160522090003
tianyuan@ctsec.com

分析师 田庆争

 SAC 证书编号: S0160522110001
tianqz@ctsec.com

相关报告

1. 《锂量价齐升业绩高增长，产业链一体化持续深入》 2023-02-17

❖ **事件: 3月29日, 公司发布 2022 年度报告。**公司 2022 年实现营收 418.23 亿元, 同比+274.68%, 实现净利润 205.04 亿元, 同比+292.16%, 扣非净利润 199.52 亿元, 同比+586.34%。单 Q4 看, 实现营收 142.11 亿元, 同比+245.89%, 环比+8%, 净利润 57.09 亿元, 同比+107.17%, 环比-24%, 扣非净利润 60.70 亿元, 同比+310.35%, 环比+4%。

❖ **锂盐价格大幅上涨驱动盈利高增。**1) 价: 公司 2022 年锂盐销售均价 35.52 万元/吨, 同比+287%。新能源汽车行业高速增长催生锂盐需求迅速提升, 而锂供给端偏刚性, 扩产速度远不及需求增长速度, 造成短期的供不应求, 锂价大幅上涨。2022 年电池级碳酸锂/氢氧化锂均价为 48.24/46.89 万元/吨, 同比增长 297%/310%。2) 量: 2022 年公司锂盐销量为 9.74 万吨 LCE, 同比+7%。受部分澳大利亚锂辉石精矿品位下降和矿山项目人力短缺影响, 公司锂盐产销量仅实现个位数增长。因此, 公司主要受锂价大幅上涨驱动盈利实现高增, 2022 年实现净利润 205 亿元, 同比+292%。

❖ **Q4 业绩增速环比回落, 锂盐量减和公允价值变动损益大幅降低或为主要因。**2022 年 Q4 公司营收 142 亿元, 环比+8%, 净利润 57 亿元, 环比-24%, 扣非净利润 61 亿元, 环比+4%, 业绩增速环比回落, 或主要由于: 1) **锂盐销量环比降低**, 2022Q4 锂盐价格仍处于高位, 碳酸锂 Q4 平均价格 55 万元/吨, 环比 Q3 的 48 万元/吨仍增长 15%, 而 Q4 营收环比仅增 8%, 考虑到锂电池的量价齐升, Q4 锂盐销量或下滑超 7%。锂盐销量下滑原因或为新能源汽车下游需求增长不及预期, 面对高价原料下游客户备货减少。2) **公允价值变动损益大幅降低**, 由于公司持有 Pilbara 5.76% 的股权, 其股价变化会影响公司公允价值变动损益, 2022Q4 为 -1.17 亿元, 而 Q3 为 13.88 亿元, Q3 公允价值变动损益的高基数一定程度上拖累 Q4 净利润环比转负。

❖ **锂电池业务量价齐升, 积极投产加速发展。**公司 2022 年锂电池业务实现营收 65 亿元, 同比+220%, 其中销量 1.86 亿只, 同比+57%, 均价 35 元/只, 同比+105%, 毛利率 18%, 同比提升 6pct。公司依据上游锂资源供应优势发展锂电池业务, 当前已布局消费类电池、TWS 电池、动力/储能电池以及固态电池等各领域的技术路径方向。2022 年公司锂电池业务发展迅速, 赣锋锂电全年实现超 6GWh 动力/储能出货量, 在建项目包括重庆赣锋的 20GWh 项目和新余二期的 10GWh 项目。

❖ **锂产业链一体化布局持续深入, 各环节扩产放量稳步推进。**1) **上游持续获取优质锂资源和拓宽多元化供应渠道:** 2022 年公司获取了上饶松树岗钽铌矿项目 62% 股权 (锂云母); 获取马里 Goulamina 锂辉石项目 50% 股权 (锂辉石); 完成对 Sonora 粘土提锂项目 100% 要约收购 (锂黏土); 完成对 Lithia 公司 100% 股权收购 (锂盐湖), 其旗下 PPG 锂盐湖项目将成为公司未来重要的锂资源来源。2) **锂盐产能规划持续增长:** 截至 2022 年底, 公司拥有约 12

万吨 LCE 锂盐产能，规划 2025 年形成 30 万吨 LCE 产能，2030 年形成 60 万吨 LCE 产能。3) **加码布局锂电池业务**：重庆赣锋投建 20GWh 锂电池项目，并预将其打造为全国最大的固态电池生产基地；新余在建 10GWh 动力电池项目；赣锋电子投建年产 20 亿只小型聚合物锂电池项目。4) **电池回收业务行业领先**：全资子公司循环科技已形成 7 万吨退役锂离子电池及金属废料综合回收处理能力，其中锂综合回收率在 90% 以上，镍钴金属回收率 95% 以上，成为中国磷酸铁锂电池及废料回收能力最大，电池综合处理能力行业前三的电池回收行业头部企业之一。

- ❖ **投资建议**：当前锂行业供给持续释放，需求端增长不及预期，冶炼端持续累库，锂供需格局逆转，锂价加速回落，行业 β 下行未来盈利承压。公司作为行业龙头持续推进产业链一体化，凭借自身 α 有望穿越周期。我们预计公司 2023-2025 营收分别为 459/526/625 亿元，归母净利润 152/185/238 亿元，EPS 为 7.56/9.18/11.78 元/股，对应 PE 分别为 8.9/7.3/5.7 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示**：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。

盈利预测：

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 11162 | 41823 | 45915 | 52605 | 62463 |
| 收入增长率(%) | 102.07 | 274.68 | 9.79 | 14.57 | 18.74 |
| 归母净利润(百万元) | 5228 | 20504 | 15245 | 18513 | 23758 |
| 净利润增长率(%) | 410.26 | 292.16 | -25.65 | 21.43 | 28.33 |
| EPS(元/股) | 2.67 | 10.18 | 7.56 | 9.18 | 11.78 |
| PE | 53.50 | 6.83 | 8.88 | 7.31 | 5.70 |
| ROE(%) | 23.88 | 46.55 | 25.71 | 23.79 | 23.39 |
| PB | 9.38 | 3.18 | 2.28 | 1.74 | 1.33 |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 利润表(百万元) | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 11162.21 | 41822.51 | 45915.25 | 52604.81 | 62463.24 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 6718.57 | 21120.46 | 27870.85 | 31232.73 | 36506.29 | 营业收入增长率 | 102.1% | 274.7% | 9.8% | 14.6% | 18.7% |
| 营业税费 | 88.10 | 373.28 | 322.22 | 417.96 | 497.38 | 营业利润增长率 | 403.9% | 298.0% | -27.7% | 20.8% | 27.8% |
| 销售费用 | 61.62 | 117.36 | 261.02 | 245.69 | 274.04 | 净利润增长率 | 410.3% | 292.2% | -25.6% | 21.4% | 28.3% |
| 管理费用 | 470.09 | 933.29 | 1454.48 | 1685.23 | 1791.21 | EBITDA 增长率 | 276.8% | 373.8% | -18.7% | 18.1% | 23.5% |
| 研发费用 | 338.52 | 1007.49 | 1220.10 | 1420.15 | 1616.94 | EBIT 增长率 | 363.1% | 409.9% | -17.1% | 18.1% | 23.6% |
| 财务费用 | 181.99 | -83.37 | 359.83 | 467.07 | 427.28 | NOPLAT 增长率 | 360.4% | 388.2% | -15.3% | 18.1% | 23.6% |
| 资产减值损失 | -8.00 | -64.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资资本增长率 | 66.6% | 89.4% | 29.3% | 28.3% | 26.4% |
| 加:公允价值变动收益 | 2228.69 | 404.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产增长率 | 95.0% | 86.7% | 31.0% | 28.6% | 28.4% |
| 投资和汇兑收益 | 92.87 | 3996.74 | 1669.94 | 2459.36 | 3720.43 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 5718.87 | 22762.59 | 16465.34 | 19890.25 | 25416.41 | 毛利率 | 39.8% | 49.5% | 39.3% | 40.6% | 41.6% |
| 加:营业外净收支 | 54.67 | 16.15 | 21.04 | 30.62 | 22.60 | 营业利润率 | 51.2% | 54.4% | 35.9% | 37.8% | 40.7% |
| 利润总额 | 5773.54 | 22778.73 | 16486.38 | 19920.87 | 25439.01 | 净利率 | 48.5% | 48.9% | 33.0% | 34.8% | 37.4% |
| 减:所得税 | 357.00 | 2318.12 | 1348.59 | 1629.53 | 2080.91 | EBITDA/营业收入 | 35.6% | 45.0% | 33.3% | 34.3% | 35.7% |
| 净利润 | 5228.40 | 20503.57 | 15245.27 | 18512.65 | 23757.51 | EBIT/营业收入 | 32.1% | 43.7% | 33.0% | 34.0% | 35.4% |
| 资产负债表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 6332.21 | 9914.05 | 12340.97 | 30993.44 | 34320.77 | 固定资产周转天数 | 99 | 42 | 47 | 51 | 51 |
| 交易性金融资产 | 281.36 | 215.99 | 280.42 | 344.86 | 366.02 | 流动营业资本周转天数 | 67 | 48 | 88 | 14 | 64 |
| 应收帐款 | 2498.63 | 7894.87 | 7498.88 | 8797.37 | 9807.62 | 流动资产周转天数 | 478 | 279 | 304 | 386 | 383 |
| 应收票据 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应收帐款周转天数 | 62 | 45 | 60 | 56 | 54 |
| 预付帐款 | 217.77 | 632.19 | 1744.00 | 1300.53 | 1632.40 | 存货周转天数 | 147 | 114 | 150 | 137 | 134 |
| 存货 | 3283.31 | 10111.08 | 13113.51 | 10684.07 | 16445.30 | 总资产周转天数 | 985 | 509 | 685 | 757 | 796 |
| 其他流动资产 | 1159.97 | 872.87 | 333.32 | -206.23 | -661.63 | 投资资本周转天数 | 1064 | 538 | 634 | 710 | 755 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | | | ROE | 23.9% | 46.6% | 25.7% | 23.8% | 23.4% |
| 长期股权投资 | 4087.41 | 10191.87 | 12362.65 | 15938.09 | 19888.31 | ROA | 13.4% | 25.9% | 16.0% | 14.7% | 15.8% |
| 投资性房地产 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROIC | 10.3% | 26.6% | 17.5% | 16.1% | 15.7% |
| 固定资产 | 3028.81 | 4825.53 | 5945.51 | 7309.07 | 8806.91 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 5795.42 | 9548.24 | 11407.47 | 13956.25 | 16676.53 | 销售费用率 | 0.6% | 0.3% | 0.6% | 0.5% | 0.4% |
| 无形资产 | 5090.42 | 14299.65 | 18950.31 | 24079.90 | 30409.72 | 管理费用率 | 4.2% | 2.2% | 3.2% | 3.2% | 2.9% |
| 其他非流动资产 | 1882.61 | 1688.41 | 1688.41 | 1688.41 | 1688.41 | 财务费用率 | 1.6% | -0.2% | 0.8% | 0.9% | 0.7% |
| 资产总额 | 39056.65 | 79159.91 | 95538.52 | 125737.17 | 150496.53 | 三费/营业收入 | 6.4% | 2.3% | 4.5% | 4.6% | 4.0% |
| 短期债务 | 1969.71 | 2109.06 | 2347.92 | 2537.03 | 2751.01 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 1610.81 | 7693.52 | 4850.62 | 8795.65 | 7358.86 | 资产负债率 | 33.0% | 38.3% | 33.0% | 34.5% | 29.8% |
| 应付票据 | 1346.46 | 2294.25 | 2260.06 | 3679.11 | 2720.98 | 负债权益比 | 49.3% | 62.0% | 49.3% | 52.8% | 42.4% |
| 其他流动负债 | 0.00 | 64.05 | 64.05 | 64.05 | 64.05 | 流动比率 | 1.78 | 1.71 | 2.22 | 2.22 | 2.85 |
| 长期借款 | 3638.96 | 9137.12 | 12876.67 | 17495.53 | 21674.74 | 速动比率 | 1.21 | 1.09 | 1.34 | 1.75 | 2.09 |
| 其他非流动负债 | 29.31 | 91.97 | 91.97 | 91.97 | 91.97 | 利息保障倍数 | 13.54 | 44.89 | 33.02 | 30.31 | 30.00 |
| 负债总额 | 12889.95 | 30293.60 | 31534.41 | 43441.72 | 44842.97 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4272.95 | 4823.48 | 4716.02 | 4494.70 | 4095.30 | DPS(元) | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 1437.48 | 2017.04 | 2017.04 | 2017.04 | 2017.04 | 分红比率 | | | | | |
| 留存收益 | 9002.88 | 29074.50 | 44319.76 | 62832.42 | 86589.92 | 股息收益率 | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 26166.70 | 48866.31 | 64004.11 | 82295.45 | 105653.55 | 业绩和估值指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金流量表(百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | EPS(元) | 2.67 | 10.18 | 7.56 | 9.18 | 11.78 |
| 净利润 | 5228.40 | 20503.57 | 15245.27 | 18512.65 | 23757.51 | BVPS(元) | 15.23 | 21.84 | 29.39 | 38.57 | 50.35 |
| 加:折旧和摊销 | 383.61 | 524.35 | 142.23 | 168.06 | 180.61 | PE(X) | 53.5 | 6.8 | 8.9 | 7.3 | 5.7 |
| 资产减值准备 | -29.10 | 116.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | PB(X) | 9.4 | 3.2 | 2.3 | 1.7 | 1.3 |
| 公允价值变动损失 | -2228.69 | -404.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/FCF | | | | | |
| 财务费用 | 149.62 | 331.78 | 458.97 | 590.48 | 737.22 | P/S | 18.4 | 3.4 | 2.9 | 2.6 | 2.2 |
| 投资收益 | -92.87 | -3996.74 | -1669.94 | -2459.36 | -3720.43 | EV/EBITDA | 51.7 | 7.6 | 9.1 | 6.9 | 5.6 |
| 少数股东损益 | 188.14 | -42.95 | -107.47 | -221.31 | -399.40 | CAGR(%) | | | | | |
| 营运资金的变动 | -437.67 | -4685.45 | -5486.89 | 9037.02 | -8879.49 | PEG | 0.1 | 0.0 | — | 0.3 | 0.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 2620.39 | 12490.63 | 8559.43 | 25593.98 | 11649.21 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -6175.84 | -15312.39 | -8585.94 | -10629.14 | -11176.20 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 7130.93 | 6404.84 | 2453.43 | 3687.63 | 2854.32 | | | | | | |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。