

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

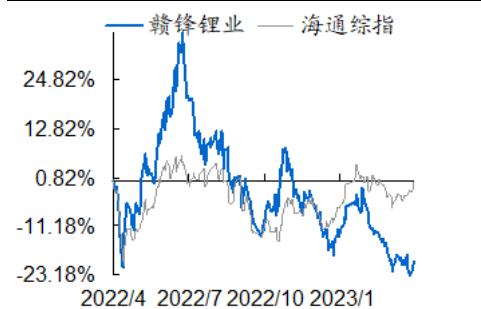
## 技术赣锋，引领固态电池成长浪潮

### 股票数据

04月13日收盘价(元)	65.19
52周股价波动(元)	63.81-158.16
总股本/流通A股(百万股)	2017/1207
总市值/流通市值(百万元)	131495/105018

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.1	-17.1	-11.4
相对涨幅(%)	-4.6	-15.3	-11.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 甘嘉尧

Tel: (021)23154394

Email: gjy11909@haitong.com

证书: S0850520010002

分析师: 陈先龙

Tel: 02123219406

Email: cxl15082@haitong.com

证书: S0850522120002

分析师: 陈晓航

Tel: (021)23154392

Email: cxh11840@haitong.com

证书: S0850519090003

联系人: 张恒浩

Tel: (021)23219383

Email: zhh14696@haitong.com

### 投资要点:

● **锂盐业务: 迈向2030年60万吨产能目标。** 公司是全球最大的金属锂生产商、国内最大的锂化合物供应商, 全球唯一同时拥有“卤水提锂”、“矿石提锂”和“回收提锂”产业化技术的企业。截至2022年年报, 公司建成约12万吨LCE锂盐产能的生产线, 万吨锂盐工厂已成为全球最大的锂盐生产基地之一。公司计划于2030年或之前形成总计年产不低于60万吨LCE的锂产品供应能力, 其中将包括矿石提锂、卤水提锂、黏土提锂及回收提锂等产能。

● **资源业务: 掌控超4500万吨LCE锂资源。** 随着赣锋锂业在锂盐业务的产能不断扩大, 公司在锂原料方面的保障压力同样持续增长。为了满足公司锂盐业务的生产所需, 公司在锂资源端的布局持续加码。截至2022年年报, 公司在全球范围内直接或间接拥有权益的上游锂资源共15项, 已探明的权益资源量达到4533.8万吨LCE。

公司秉承资源全球化布局的宗旨, 将通过进一步勘探不断扩大现有的锂资源组合, 并逐渐侧重于卤水及锂黏土等资源的提取开发。公司将积极推进阿根廷Cauchari-Olaroz锂盐湖项目及Mariana锂盐湖项目的开发建设。同时, 公司将进一步加快墨西哥Sonora锂黏土项目的建设, 力争将该项目打造成全球黏土提锂的领先项目。在锂辉石资源方面, 公司将持续关注全球范围内的优质锂辉石项目, 同时积极与合作伙伴配合, 确保澳大利亚MtMarion、澳大利亚Pilgangoora、以及非洲马里Goulamina等锂辉石项目的生产运营、产能建设顺利。

● **电池业务: 固态电池产业化机遇在前。** 赣锋锂业积极参与全球前沿固态电池领域的技术研发, 取得了一系列技术成果, 自主开发的长续航纯电动汽车应用的高安全高比能固液混合动力锂电池, 联合上游电池材料、生产设备供应厂商, 下游新能源汽车厂商以及高等院校开展联合技术攻关, 实现高比能固液混合动力锂电池的开发、装车应用及产业化目标。

● **盈利预测与评级。** 赣锋锂业是锂行业龙头企业, 资源储备厚, 未来2-3年内资源和锂盐产能均将迎来大幅增长。公司通过自有矿和锂精矿长协保障了原料供给安全且平抑了成本, 我们认为公司有能力穿越锂价周期。我们预计公司2023-2025年EPS为7.29、6.81、8.48元/股, 考虑到公司的龙头企业地位带来的竞争优势, 参考可比公司估值给予公司2023年9-11倍PE, 对应合理价值区间65.61-80.19元/股, 给予“优于大市”评级。

● **风险提示。** 新建产能投放进度低于预期, 锂电池产品推广进度低于预期。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	11162	41823	37642	38502	50843
(+/-)YoY(%)	102.1%	274.7%	-10.0%	2.3%	32.1%
净利润(百万元)	5228	20504	14702	13728	17108
(+/-)YoY(%)	410.3%	292.2%	-28.3%	-6.6%	24.6%
全面摊薄EPS(元)	2.59	10.16	7.29	6.81	8.48
毛利率(%)	39.8%	49.5%	40.3%	35.5%	35.6%
净资产收益率(%)	23.9%	46.6%	25.0%	18.9%	19.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

关键产品销量假设：赣锋锂业锂盐产能持续增加，2022 年，公司万吨锂盐高纯锂盐项目（马洪四期）已经顺利建成并开始试生产，河北赣锋年产 6000 吨碳酸锂生产线已顺利建成并开始试生产。截至 2022 年年底，公司锂盐年产能达到 12 万吨。2023-2024 年，我们预计公司宣汉、丰城项目将会陆续投产，我们预计公司 22-25 年销量将达到 12、15、20 万吨。

关键价格假设：我们认为 2023 年全球锂盐继续维持供需两旺的增长态势，全球新能源汽车销量高速增长，同时储能市场增量也不容小觑。供给方面，国内外锂资源项目陆续进入投产期，我们认为 2023-2025 年锂均价较 2022 年有所下降，但海外矿价的居高不下和不断提升的锂矿成本也将给予锂价一定的支撑。同时锂矿项目开发也存在诸多不确定性风险，也会影响锂资源供给放量的节奏。此外，公司产能中氢氧化锂占比高，氢氧化锂价格相对稳健。基于谨慎角度，我们预计 2023-2025 年锂盐销售均价为 25 万元/吨、20 万元/吨、20 万元/吨。

表 1 赣锋锂业分业务盈利预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>锂盐业务</b>					
销售收入	83.2	345.8	300.0	300.0	400.0
销售成本	43.5	151.8	161.9	178.7	238.2
毛利	39.8	194.0	138.1	121.4	161.8
毛利率	47.8%	56.1%	46.0%	40.5%	40.5%
<b>电池业务</b>					
销售收入	20.2	64.8	68.4	76.6	99.6
销售成本	17.8	53.2	56.2	62.9	81.8
毛利	2.4	11.6	12.2	13.7	17.8
毛利率	12.0%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
<b>其他业务</b>					
销售收入	8.2	7.6	8.0	8.4	8.8
销售成本	5.9	6.2	6.5	6.8	7.2
毛利	2.3	1.4	1.5	1.6	1.7
毛利率	27.7%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
<b>合计</b>					
主营业务销售收入	111.6	418.2	376.4	385.0	508.4
主营业务销售成本	67.2	211.2	224.6	248.4	327.2
主营业务毛利	44.4	207.0	151.8	136.6	181.2

资料来源：Wind，海通证券研究所

赣锋锂业是锂行业龙头企业，资源储备厚，未来 2-3 年内资源和锂盐产能均将迎来大幅增长。公司通过自有矿和锂精矿长协保障了原料供给安全且平抑了成本，我们认为公司有能力穿越锂价周期。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 7.29、6.81、8.48 元/股，考虑到公司的龙头企业地位带来的竞争优势，参考可比公司估值给予公司 2023 年 9-11 倍 PE，对应合理价值区间 65.61-80.19 元/股，给予“优于大市”评级。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002466.SZ	天齐锂业	1212.5	1.4	14.7	12.4	76.0	5.4	6.2
002192.SZ	融捷股份	194.2	0.3	9.4	10.5	494.9	10.4	7.1
000792.SZ	盐湖股份	1181.1	0.8	2.9	2.4	42.9	7.9	9.0
000762.SZ	西藏矿业	182.5	0.3	2.1	3.3	197.4	16.4	10.6
	均值		0.7	7.3	7.2	202.8	10.0	8.2

注：收盘价为 2023 年 4 月 13 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：新建产能投放进度低于预期，锂电池产品推广进度低于预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>41823</b>	<b>37642</b>	<b>38502</b>	<b>50843</b>
每股收益	10.16	7.29	6.81	8.48	营业成本	21120	22461	24843	32720
每股净资产	21.84	29.12	35.93	44.41	毛利率%	49.5%	40.3%	35.5%	35.6%
每股经营现金流	6.19	8.64	3.56	7.63	营业税金及附加	373	323	335	440
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	117	140	131	178
P/E	6.54	9.12	9.77	7.84	营业费用率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%
P/B	3.04	2.28	1.85	1.50	管理费用	933	1088	1029	1396
P/S	3.21	3.56	3.48	2.64	管理费用率%	2.2%	2.9%	2.7%	2.7%
EV/EBITDA	7.61	9.75	11.36	8.56	EBIT	18283	12789	11319	14986
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-83	438	359	510
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.2%	1.2%	0.9%	1.0%
毛利率	49.5%	40.3%	35.5%	35.6%	资产减值损失	-65	-7	-8	-7
净利润率	49.0%	39.1%	35.7%	33.6%	投资收益	3997	3948	4270	4498
净资产收益率	46.6%	25.0%	18.9%	19.1%	<b>营业利润</b>	<b>22763</b>	<b>16295</b>	<b>15226</b>	<b>18971</b>
资产回报率	25.9%	16.5%	12.4%	13.4%	营业外收支	16	0	0	0
投资回报率	26.6%	15.2%	11.3%	12.6%	<b>利润总额</b>	<b>22779</b>	<b>16295</b>	<b>15226</b>	<b>18971</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	18808	13615	12337	16190
营业收入增长率	274.7%	-10.0%	2.3%	32.1%	所得税	2318	1441	1414	1734
EBIT 增长率	409.9%	-30.1%	-11.5%	32.4%	有效所得税率%	10.2%	8.8%	9.3%	9.1%
净利润增长率	292.2%	-28.3%	-6.6%	24.6%	少数股东损益	-43	151	84	128
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>20504</b>	<b>14702</b>	<b>13728</b>	<b>17108</b>
资产负债率	38.3%	28.6%	29.8%	25.7%					
流动比率	1.71	1.89	1.43	1.47	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.09	1.38	0.82	0.86	货币资金	9914	14278	7106	8901
现金比率	0.53	1.02	0.33	0.42	应收账款及应收票据	7895	2678	7721	6193
<b>经营效率指标</b>					存货	10111	5513	11259	11054
应收账款周转天数	44.73	50.56	48.62	49.26	其它流动资产	4046	3873	4250	4923
存货周转天数	114.15	125.20	121.52	122.75	流动资产合计	31966	26341	30336	31070
总资产周转率	0.71	0.45	0.39	0.43	长期股权投资	10192	15079	20371	25528
固定资产周转率	10.65	7.05	6.08	7.08	固定资产	4826	5851	6812	7544
					在建工程	9548	12728	16099	19406
					无形资产	14300	20949	28451	35669
					非流动资产合计	47194	62949	80088	96516
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>79160</b>	<b>89289</b>	<b>110425</b>	<b>127586</b>
净利润	20504	14702	13728	17108	短期借款	2109	2315	2498	2689
少数股东损益	-43	151	84	128	应付票据及应付账款	9988	4093	11365	9045
非现金支出	641	833	1025	1212	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3926	-3314	-3629	-3850	其它流动负债	6558	7523	7391	9445
营运资金变动	-4685	5059	-4028	795	流动负债合计	18655	13931	21254	21179
<b>经营活动现金流</b>	<b>12491</b>	<b>17431</b>	<b>7180</b>	<b>15393</b>	长期借款	9137	9137	9137	9137
资产	-4922	-11697	-12869	-12477	其它长期负债	2502	2502	2502	2502
投资	-11428	-4887	-5293	-5157	非流动负债合计	11639	11639	11639	11639
其他	1037	3948	4270	4498	<b>负债总计</b>	<b>30294</b>	<b>25570</b>	<b>32893</b>	<b>32818</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-15312</b>	<b>-12636</b>	<b>-13891</b>	<b>-13137</b>	实收资本	2017	2017	2017	2017
债权募资	7238	206	184	191	归属于母公司所有者权益	44043	58745	72473	89581
股权募资	414	0	0	0	少数股东权益	4823	4975	5059	5187
其他	-1247	-637	-644	-652	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>79160</b>	<b>89289</b>	<b>110425</b>	<b>127586</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>6405</b>	<b>-431</b>	<b>-461</b>	<b>-461</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>3839</b>	<b>4364</b>	<b>-7172</b>	<b>1795</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

甘嘉尧 有色金属行业  
陈先龙 有色金属行业  
陈晓航 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 赤峰黄金,盛新锂能,紫金矿业,驰宏锌锗,华友钴业,洛阳钼业,山东黄金,盛达资源,银泰黄金

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。