

赣锋锂业 (002460.SZ)

2022年兑现高盈利增长，全产业链布局有望提速

买入

核心观点

公司发布年报：2022年实现营收418.23亿元，同比+274.68%；实现归母净利润205.04亿元，同比+292.16%；实现扣非归母净利润199.52亿元，同比+586.34%。

锂产品产销量方面：2022年实现产量约9.72万吨LCE，销量约9.74万吨LCE，库存4802.33吨，整体而言产销量不及预期，主要是受到公司部分澳大利亚锂辉石供应商产出的锂辉石精矿品位下降及矿山项目人力资源短缺等因素的影响。另外在原料采购方面，公司2022年下半年锂辉石精矿采购价格约为4470美金/吨，相比国内市场进口均价仍有非常明显的成本优势。

闭环锂生态系统，一体化布局持续取得突破

上游锂资源情况：2022年资源端继续实现突破①新余赣锋矿业获取上饶松树岗钽铋矿项目62%股权，且公司投建年产600万吨锂矿采选综合利用及年产5万吨电池级锂盐项目；②完成马里Goulamina锂辉石项目股权交割；③完成对Bacanora的要约收购，目前公司持有Bacanora公司及Sonora锂黏土项目100%股权；④Mt Marion锂辉石项目产能正由原来45-48万吨/年扩建为90万吨/年，预计新增产能的爬坡工作将从2023年二季度开始；⑤完成Lithea公司100%股权收购，旗下主要资产是位于阿根廷萨尔塔省的PPG锂盐湖项目。

中游锂盐深加工：截至目前，公司已在国内形成了约合12万吨LCE的锂盐产品生产能力，另外从长期发展规划来看，公司计划加速锂盐产能建设，2025年之前形成总计年产30万吨LCE锂盐供应能力，2030年之前形成总计年产不低于60万吨LCE锂盐供应能力。

下游锂电池业务：赣锋锂电2022年已实现超过6GWh动力/储能出货量。公司同时规划①赣锋锂电新余高新技术产业开发区年产5GWh新型锂电池项目建设规模提高到10GWh，重庆两江新区年产10GWh新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目建设规模提高到年产20GWh；②赣锋锂电拟以自有资金不超过35亿元人民币投建年产6GWh新型锂电池生产项目；③赣锋锂电子公司赣锋新锂源拟以自有资金不超过20亿元人民币投建年产20亿只小型聚合物锂电池项目，项目一期规划建设年产2.5亿只TWS锂离子电池项目。

风险提示：项目建设进度不达预期，锂盐产品产销量不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

预计公司2023-2025年营收分别为450.86/446.07/472.44亿元，同比增速7.8%/-1.1%/5.9%；归母净利润分别为147.10/158.10/158.93亿元，同比增速-28.3%/7.5%/0.5%；摊薄EPS分别为7.29/7.84/7.88元，当前股价对应PE为9.1/8.5/8.4X。考虑到公司是全球最优质的锂业公司，目前已构建闭环锂生态系统，在全球范围内有众多优质锂资源布局，成长性非常值得期待，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11162	41823	45086	44607	47244
(+/-%)	102.1%	274.7%	7.8%	-1.1%	5.9%
净利润(百万元)	5228	20504	14710	15810	15893
(+/-%)	410.3%	292.2%	-28.3%	7.5%	0.5%
每股收益(元)	3.64	10.17	7.29	7.84	7.88
EBIT Margin	31.2%	43.7%	22.6%	31.4%	33.1%
净资产收益率 (ROE)	23.9%	46.6%	27.1%	24.2%	20.8%
市盈率 (PE)	18.3	6.5	9.1	8.5	8.4
EV/EBITDA	28.2	8.8	14.0	10.0	8.9
市净率 (PB)	4.36	3.04	2.47	2.05	1.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyao hong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		66.47元
总市值/流通市值		134077/134077百万元
52周最高价/最低价		158.16/64.66元
近3个月日均成交额		1586.81百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

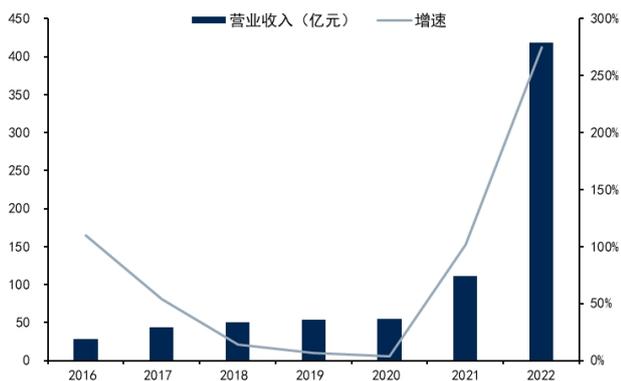
相关研究报告

- 《赣锋锂业(002460.SZ)-三季度锂盐产品量价齐升，一体化布局持续取得突破》——2022-10-31
- 《赣锋锂业(002460.SZ)——半年报点评-锂资源建设稳步推进，加快锂电池业务布局》——2022-08-31
- 《赣锋锂业(002460.SZ)2021年年报点评：提升2025年产能目标，全球化、多元化锂资源布局奠定基础》——2022-03-31
- 《赣锋锂业-002460-深度报告：垂直整合的锂生态系统，新周期率先实现大规模资本开支》——2022-02-13
- 《赣锋锂业-002460-2021年业绩预告点评：全年业绩表现亮眼，构建全球多元化锂资源布局》——2022-01-25

◆ 2022 年实现归母净利润约 205 亿元，同比增长约 2.9 倍

公司发布 2022 年年报：2022 年实现营收 418.23 亿元，同比+274.68%；实现归母净利润 205.04 亿元，同比+292.16%，业绩在此前预告 180-220 亿元略高于中值的水平；实现扣非归母净利润 199.52 亿元，同比+586.34%，业绩也在此前预告 174-214 亿元略高于中值的水平。公司 22Q4 实现营收 142.11 亿元，同比+245.89%，环比+7.92%；实现归母净利润 57.09 亿元，同比+107.17%，环比-24.29%；实现扣非归母净利润 60.70 亿元，同比+310.35%，环比+3.76%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

锂产品产销量方面，公司 2022 年实现产量约 9.72 万吨 LCE，销量约 9.74 万吨 LCE，库存 4802.33 吨，整体而言产销量不及预期，主要是受到公司部分澳大利亚锂辉石供应商产出的锂辉石精矿品位下降以及矿山项目人力资源短缺等因素的影响；预计 2023 年随着锂辉石精矿品位的逐步恢复以及澳大利亚 Mount Marion 锂辉石项目的扩建逐步完成，公司锂辉石原材料供应将更有保障。另外在原料采购方面，公司 2022 年下半年锂辉石精矿采购价格约为 4470 美金/吨，相比国内市场进口均价约为 5424 美金/吨，仍有非常明显的成本优势。

表1：公司 2022 年主要产品产销量情况

产品名称	产量	销量	收入实现情况 (亿元)	报告期内的售价走势
锂系列产品 (吨 LCE)	97,203.71	97,362.73	345.81	下半年较上半年平均售价上升 9.68%
锂电池系列产品 (万只)	19,501.05	18,559.04	64.78	下半年较上半年平均售价上升 24.38%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2：公司 2022 年主要原材料的采购模式

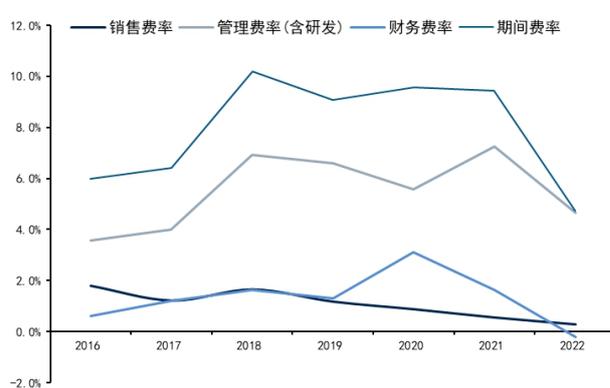
主要原材料	采购模式	采购额占采购总额的比例	结算方式是否发生重大变化	上半年平均价格 (元/折氧化锂吨)	下半年平均价格 (元/折氧化锂吨)
锂辉石	协议包销	64.05%	否	352,211.32	586,749.37

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面：截至 2022 年末①公司资产负债率为 38.27%，相比 2021 年末上升 5.27 个百分点；公司在手货币资金 99.14 亿元，同比+56.57%，存货约为 101 亿元，同比+207.95%；②期间费用方面，公司 2022 年销售费用约 1.17 亿元，同比+90.45%；管理费用约 9.33 亿元，同比+98.54%；研发费用约 10.07 亿元，同比+197.61%；财务费用约-0.83 亿元，同比-145.81%，主要因为本期汇兑收益增加所致；综上，公司 2022 年期间费用率合计约 4.72%，相比 2021 年全年水平下降 4.70 个百分点。

图3：公司资产负债率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率变化


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 闭环锂生态系统，一体化布局持续取得突破

上游锂资源情况：2022 年公司锂资源端继续实现突破：①通过新余赣锋矿业获取上饶松树岗钽铌矿项目 62% 股权，另外公司与横峰县政府签署《投资协议》，拟在江西上饶横峰县投建年产 600 万吨锂矿采选综合利用及年产 5 万吨电池级锂盐项目；②完成马里 Goulamina 锂辉石项目股权交割，获取马里锂业 50% 股权；③完成对 Bacanora 的要约收购，目前公司持有 Bacanora 公司及 Sonora 锂黏土项目 100% 股权；④因锂精矿供应紧张，Mt Marion 锂辉石项目进行矿石处理产能升级改造，产能正由原来 45-48 万吨/年扩建为 90 万吨/年，预计新增产能的爬坡工作将从 2023 年二季度开始，2023 年全年锂辉石精矿产出以及锂辉石精矿平均品位均有望较 2022 年有所提升；⑤赣锋锂业完成对 Lithea 公司 100% 股权收购，Lithea 公司旗下主要资产 PPG 项目是位于阿根廷萨尔塔省的锂盐湖项目，包括 Pozuelos 和 Pastos Grandes 两块锂盐湖资产，PPG 项目规划一期年产 3 万吨 LCE，产能后可扩建至年产 5 万吨 LCE；⑥公司与宜春市政府签署《战略合作框架协议》，双方发挥各自优势，共同构建从锂资源开发到锂电材料、新型锂电池、电池应用的全产业链体系。

锂盐深加工业务：2022 年公司新产线的建设情况：①万吨锂盐工厂高纯锂盐项目（马洪四期）已顺利建成并开始试生产，万吨锂盐工厂已成为全球最大的锂盐生产基地；②Caucharí-Olaroz 锂盐湖年产 4 万吨碳酸锂项目正在建设中，整体由于阿根廷人力资源短缺，以及阿根廷的新进口政策变化对设备及备件通关审批造成延误等原因，Caucharí-Olaroz 项目的投产时间较原投产时间表有所延迟，预计 2023 年上半年完成建设投产并逐步优化产线，稳定释放产能；③Mariana 锂盐湖项目盐田建设施工已正式启动，并完成关键设备的采购订货工作，开始工厂施工建设，且目前已启动首个蒸发池注水工作；④公司全资子公司河北赣锋 6000 吨/年碳酸锂生产线已顺利建成并开始试生产；⑤公司在江西宜春、青海海西州布局超薄锂带、高品质金属锂产品生产线，为未来全球固态电池技术提供保障；⑥2022 年 9 月，公司与富临精工签署《战略合作协议》，双方拟在锂盐产品供应、磷酸铁锂正极产品供应、产业投资及项目运营、新型锂盐领域研发等方面开展深度合作；基于双方各自的产业优势，拟共同投资新建“磷酸二氢锂一体化项目”，该项目技术路径为通过硫酸锂直接制备磷酸二氢锂，远期规划产能为 20 万吨，一期产能 3 万吨/年。截至目前公司已在国内形成了约合 12 万吨 LCE 的锂盐产品生产能力，另外从长期发展规划来看，公司计划加速锂盐产能建设，2025 年之前形成总计年产 30 万吨 LCE 锂盐供应能力，2030 年之前形成总计年产不低于 60 万吨 LCE 锂盐供应能力。

下游锂电池业务：公司目前已在新余、东莞、宁波、苏州、惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地。2022 年是赣锋锂电动力/储能电池及固态电池板块发展迅速的一年，赣锋锂电全年已实现超过 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。公司同时规划：①赣锋锂电新余高新技术产业开发区年产 5Gwh 新型锂电池项目建设规模提高到 10Gwh，预计 2023 年最高将达到 12Gwh 年化产能，重庆两江新区年产 10Gwh 新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目建设规模提高到年产 20Gwh；②赣锋锂电拟以自有资金不超过 35 亿元人民币投建年产 6Gwh 新型锂电池生产项目；③赣锋锂电子公司赣锋新锂源拟以自有资金不超过 20 亿元人民币投建年产 20 亿只小型聚合物锂电池项目，项目一期规划建设年产 2.5 亿只 TWS 锂离子电池项目。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营收分别为 450.86/446.07/472.44 亿元，同比增速 7.8%/-1.1%/5.9%；归母净利润分别为 147.10/158.10/158.93 亿元，同比增速-28.3%/7.5%/0.5%；摊薄 EPS 分别为 7.29/7.84/7.88 元，当前股价对应 PE 为 9.1/8.5/8.4X。考虑到公司是全球最优质的锂业公司，目前已构建闭环锂生态系统，在全球范围内有众多优质锂资源布局，成长性非常值得期待，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6332	9914	5974	15210	23744	营业收入	11162	41823	45086	44607	47244
应收款项	2529	8107	9882	8555	7766	营业成本	6719	21120	32475	27983	29142
存货净额	3283	10111	15709	12443	12049	营业税金及附加	88	373	316	312	331
其他流动资产	2201	3618	4509	4461	4724	销售费用	62	117	90	89	94
流动资产合计	14627	31966	36289	40885	48500	管理费用	470	933	1384	1375	1422
固定资产	8824	14374	19146	23460	27378	研发费用	339	1007	1200	1400	1200
无形资产及其他	5090	14300	13728	13156	12584	财务费用	182	(83)	90	89	94
投资性房地产	6428	8329	8329	8329	8329	投资收益	93	3997	7490	5090	3823
长期股权投资	4087	10192	11192	12192	13192	资产减值及公允价值变动	2237	469	0	0	0
资产总计	39057	79160	88684	98021	109982	其他收入	(253)	(1065)	(548)	(748)	(548)
短期借款及交易性金融负债	2721	3631	1000	1000	1000	营业利润	5719	22763	17672	19100	19436
应付款项	2957	9988	13618	12106	12420	营业外净收支	55	16	0	0	0
其他流动负债	2530	5037	3276	2761	2843	利润总额	5774	22779	17672	19100	19436
流动负债合计	8209	18655	17893	15867	16264	所得税费用	357	2318	2651	2865	2915
长期借款及应付债券	3639	9137	8907	8907	8907	少数股东损益	188	(43)	312	425	628
其他长期负债	1042	2502	2502	2502	2502	归属于母公司净利润	5228	20504	14710	15810	15893
长期负债合计	4681	11639	11409	11409	11409	现金流量表 (百万元)					
负债合计	12890	30294	29302	27275	27672	净利润	5228	20504	14710	15810	15893
少数股东权益	4273	4823	5042	5339	5779	资产减值准备	(163)	146	291	106	97
股东权益	21894	44043	54339	65406	76531	折旧摊销	355	489	1508	2152	2557
负债和股东权益总计	39057	79160	88684	98021	109982	公允价值变动损失	(2237)	(469)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	182	(83)	90	89	94
每股收益	3.64	10.17	7.29	7.84	7.88	营运资本变动	(2057)	(4581)	(6103)	2720	1413
每股红利	0.41	0.34	2.19	2.35	2.36	其它	330	(188)	(73)	191	342
每股净资产	15.23	21.84	26.94	32.43	37.94	经营活动现金流	1456	15901	10333	20980	20302
ROIC	14%	42%	16%	22%	24%	资本开支	0	(6628)	(6000)	(6000)	(6000)
ROE	24%	47%	27%	24%	21%	其它投资现金流	(194)	65	0	0	0
毛利率	40%	49%	28%	37%	38%	投资活动现金流	(2645)	(12668)	(7000)	(7000)	(7000)
EBIT Margin	31%	44%	23%	31%	33%	权益性融资	(51)	414	0	0	0
EBITDA Margin	34%	45%	26%	36%	38%	负债净变化	1981	5498	(230)	0	0
收入增长	102%	275%	8%	-1%	6%	支付股利、利息	(597)	(680)	(4413)	(4743)	(4768)
净利润增长率	410%	292%	-28%	7%	1%	其它融资现金流	2628	(9702)	(2631)	0	0
资产负债率	44%	44%	39%	33%	30%	融资活动现金流	5346	348	(7273)	(4743)	(4768)
股息率	0.4%	0.5%	3.3%	3.5%	3.6%	现金净变动	4157	3582	(3941)	9237	8534
P/E	18.3	6.5	9.1	8.5	8.4	货币资金的期初余额	2176	6332	9914	5974	15210
P/B	4.4	3.0	2.5	2.0	1.8	货币资金的期末余额	6332	9914	5974	15210	23744
EV/EBITDA	28.2	8.8	14.0	10.0	8.9	企业自由现金流	(3632)	5691	(1931)	10789	11252
						权益自由现金流	910	1487	(5118)	10574	11227

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032