

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赣锋锂业 (002460.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

张航 金属&新材料行业首席分析师
执业编号: S1500523080009
联系电话: +86 13148188873
邮箱: zhanghang@cindasc.com

相关研究

赣锋锂业: 廿一风华, 厚积薄发
(2021.11.15)

赣锋锂业: Q4 业绩实现超预期增长
(2022.01.25)

赣锋锂业: Q1 业绩与锂价同步大涨
(2022.04.27)

赣锋锂业: 继续强化纵向一体化战略
张力 (2022.08.31)

赣锋锂业: 一体化协同发展贯穿全产业链
(2022.10.31)

赣锋锂业: 上下游一体化布局, 打造锂
业先锋 (2023.03.30)

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

赣锋锂业: 锂价下行公司业绩承压, 电池业务稳步增长

2023年8月31日

事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 181.45 亿元, 同比增长 25.63%; 实现归母净利润 58.50 亿元, 同比下降 19.35%; 实现扣非后归母净利润 41.13 亿元, 同比下降 48.79%; 非经常性损益 17.37 亿元, 其中投资收益 12.88 亿元, 主要系金融资产产生的公允价值变动收益。分季度来看, 2023Q2 实现营业收入 87.07 亿元, 同环比-4.1%/-7.7%; 实现归母净利润 34.54 亿元, 同环比-7.4%/+44.1%; 实现扣非后归母净利润 19.75 亿元, 同环比-59.9%/-7.7%; 实现非经常性损益 14.79 亿元, 环比增加 473%, 主要系本期持有的金融资产产生的公允价值变动收益。分业务来看, 2023H1 锂盐业务收入 137.16 亿元, 占比 75.59%, 同比增长 13.01%; 锂电池业务收入 40.85 亿元, 占比 22.51%, 同比增长 117.31%。

点评:

- **锂价下行导致公司锂产品毛利承压。**2023 年上半年受行业下游采购策略、库存管理、需求预期变化等因素影响, 国内锂盐价格总体呈现下降趋势。1) 价: 公司锂盐产品主要为氢氧化锂, 根据百川资讯, 2023Q2 国内氢氧化锂均价为 27.35 万元, 同比下降 44.6%, 环比下降 41.1%; 另外, 公司海外业务占比 43.46%, 公司主要出口氢氧化锂产品, 根据中国海关数据, 2023Q2 国内氢氧化锂出口均价为 5.1 万美元/吨, 折合人民币为 35.2 万元/吨, 公司有望享受海外高锂价带来的红利。2) 利: 2023H1 公司锂盐业务营收同比增长 13.01%, 主要系产销量同比增长; 毛利 24.12%, 同比减少 44.25pct, 主要因锂价下行导致毛利同比减少。同期锂电池业务表现抢眼, 营收 40.85 亿元, 同比增长 117.31%, 毛利同比增长 4.14pct 至 19.41%。
- **公司非经常性损益环比大增。**2023Q2 公司投资收益 19.4 亿元, 环比大增 242%。根据 Mt Marion, 2023Q2 锂精矿售价 2589 美元/吨(3.7%品位), 其对应碳酸锂成本约为 29.8 万元/吨, 增厚公司业绩。此外, 因 Pilbara 股价上涨, 公司持有的金融资产产生公允价值变动净收益达 10.5 亿元, 环比上涨 580%。但因锂价下跌, 公司对存货计提减值损失, 其中 Q1 减值损失-11.8 亿, Q2 由于锂价回暖, 减值损失+3.6 亿元。
- **上游资源进一步丰富, 期待产能逐步释放。**2023 年上半年, 公司通过收购新余赣锋矿业持有上饶松树岗钽铌矿项目 90% 股权; 公司通过收购蒙金矿业持有加不斯钽铌矿 70% 股权, 项目建设工作即将完成; 公司旗下 Cauchari-Olaroz 盐湖产出首批碳酸锂产品, 一期 4 万吨产能预计 2024 年达到设计产能; 澳洲 Mt Marion 锂辉石项目扩至 90 万吨/年, 正在产能爬坡中。公司资源种类涵盖锂辉石、盐湖、锂黏土和锂云母, 资源总量为 7910 万吨 LCE, 其中权益资源量为 4785 万吨 LCE。公司通过在全球范围内进行资源布局, 为公司提供长期优质、稳定的原料供应, 同时原料的成本优势也提升了公司盈利能力。
- **垂直整合的业务模式, 提升各业务板块的协同效应。**公司业务贯穿上游

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

锂资源开发、中游锂盐深加工及金属锂冶炼、下游锂电池制造及退役锂电池综合回收利用，各业务板块有效发挥协同效应，进而提升公司运营效率及盈利能力。公司凭借锂产品业务的市场及技术优势，将上游业务拓展至锂资源开发，将下游业务拓展至电池制造及回收，构建锂生态产业链闭环，有效提升了公司竞争力。公司目前拥有 7 大金属锂及锂化合物生产基地、6 大锂电池生产基地和 1 个锂电池回收基地；其中锂盐主要产品氢氧化锂产能 8.1 万吨、碳酸锂产能 8.1 万吨、金属锂产能 2150 吨。同时，公司根据未来锂产品的市场需求变化和评估选择扩充产能，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。

- **电池产能快速扩张, 打造第二增长极。**公司锂电池业务涵盖消费类电池、聚合物小电芯、固态锂电池、锂动力电池、储能电池等五大类二十余种产品，目前公司 3C 类电池设计产能 20.6 亿支，动力+储能电池产能共计 20GWh；公司目前正在筹划及建设中的锂电池产能共计 51GWh。在电池回收方面，公司已形成 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，镍钴金属回收率在 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。在更长期的产能规划中，公司预计锂电池回收提锂产能占公司总提锂产能的比例将达到 30%。
- **盈利预测与投资评级：**受到行业采购策略、库存管理、需求预期变化等因素影响，今年锂价整体呈现下行趋势，同时考虑到公司海外项目进展情况，我们下调 2023 年锂价和公司产品整体产销量假设。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 98.30/111.53/131.55 亿元，EPS 为 4.87/5.53/6.52 元/股，当前股价对应的 PE 为 9.91x、8.73x、7.40x。考虑到公司锂资源和锂盐产能建设进度以及下游锂电池扩产情况，同时下游新能源汽车需求有望长期景气，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**矿山投产不及预期；锂盐价格大幅下跌；新增冶炼产能释放不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11,162	41,823	37,596	45,170	54,152
增长率 YoY %	102.1%	274.7%	-10.1%	20.1%	19.9%
归属母公司净利润(百万元)	5,228	20,504	9,830	11,153	13,155
增长率 YoY%	410.3%	292.2%	-52.1%	13.5%	18.0%
毛利率%	39.8%	49.5%	28.9%	28.1%	28.5%
净资产收益率ROE%	23.9%	46.6%	19.1%	18.4%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	2.67	10.18	4.87	5.53	6.52
市盈率 P/E(倍)	53.50	6.83	9.91	8.73	7.40
市净率 P/B(倍)	9.38	3.18	1.89	1.61	1.36

资料来源：Wind, 信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,627	31,966	35,504	39,535	46,336
货币资金	6,332	9,914	17,020	17,307	19,894
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	2,499	7,895	5,150	6,188	7,418
预付账款	218	632	401	487	580
存货	3,283	10,111	10,254	12,453	14,844
其他	2,295	3,414	2,679	3,100	3,599
非流动资产	24,430	47,194	55,591	64,958	73,961
长期股权投资	4,087	10,192	13,172	16,157	19,144
固定资产(合计)	3,029	4,826	7,329	9,651	11,758
无形资产	5,090	14,300	16,786	19,272	21,757
其他	12,223	17,877	18,304	19,879	21,302
资产总计	39,057	79,160	91,095	104,493	120,297
流动负债	8,209	18,655	20,469	24,553	29,010
短期借款	1,970	2,109	2,000	2,500	3,000
应付票据	1,346	2,294	2,197	2,668	3,181
应付账款	1,611	7,694	9,738	11,826	14,097
其他	3,282	6,558	6,534	7,558	8,732
非流动负债	4,681	11,639	14,199	14,199	14,199
长期借款	3,639	9,137	12,137	12,137	12,137
其他	1,042	2,502	2,062	2,062	2,062
负债合计	12,890	30,294	34,668	38,752	43,209
少数股东权益	4,273	4,823	4,973	5,143	5,343
归属母公司股东权益	21,894	44,043	51,453	60,598	71,745
负债和股东权益	39,057	79,160	91,095	104,493	120,297

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,162	41,823	37,596	45,170	54,152
同比(%)	102.1%	274.7%	-10.1%	20.1%	19.9%
归属母公司净利润	5,228	20,504	9,830	11,153	13,155
同比(%)	410.3	292.2%	-52.1%	13.5%	18.0%
毛利率(%)	39.8%	49.5%	28.9%	28.1%	28.5%
ROE%	23.9%	46.6%	19.1%	18.4%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	2.67	10.18	4.87	5.53	6.52
P/E	53.50	6.83	9.91	8.73	7.40
P/B	9.38	3.18	1.89	1.61	1.36
EV/EBITDA	51.75	7.61	9.94	8.43	6.72

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	11,162	41,823	37,596	45,170	54,152
营业成本	6,719	21,120	26,733	32,466	38,700
营业税金及附加	88	373	336	403	483
销售费用	62	117	105	127	152
管理费用	470	933	839	1,008	1,208
研发费用	339	1,007	906	1,088	1,305
财务费用	182	-83	326	365	370
减值损失合计	-8	-65	-30	-25	-23
投资净收益	93	3,997	3,008	3,162	3,249
其他	2,331	476	112	134	161
营业利润	5,719	22,763	11,440	12,984	15,321
营业外收支	55	16	30	30	30
利润总额	5,774	22,779	11,470	13,014	15,351
所得税	357	2,318	1,491	1,692	1,996
净利润	5,417	20,461	9,979	11,322	13,355
少数股东损益	188	-43	150	170	200
归属母公司净利润	5,228	20,504	9,830	11,153	13,155
EBITDA	3,969	18,808	9,668	11,419	14,011
EPS(当年)(元)	2.67	10.18	4.87	5.53	6.52

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,620	12,491	14,022	9,968	12,199
净利润	5,417	20,461	9,979	11,322	13,355
折旧摊销	384	524	991	1,341	1,707
财务费用	150	332	561	636	656
投资损失	-93	-3,997	-3,008	-3,162	-3,249
营运资金变动	-438	-4,685	5,502	-160	-258
其它	-2,799	-144	-4	-10	-13
投资活动现金流	-6,176	-15,312	-6,376	-7,536	-7,448
资本支出	-3,411	-4,922	-7,698	-7,697	-7,696
长期投资	-2,410	-11,42	-3,001	-3,001	-3,001
其他	-355	1,037	4,322	3,162	3,249
筹资活动现金流	7,131	6,405	-540	-2,145	-2,165
吸收投资	5,216	414	-411	0	0
借款	6,611	10,580	2,891	500	500
支付利息或股息	-597	-680	-2,569	-2,645	-2,665
现金流净增加额	3,524	3,839	7,106	287	2,587

研究团队简介

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

陈光辉，中南大学冶金工程硕士，2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属相关研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。