

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赣锋锂业(002460)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜永刚 金属&新材料行业分析师
执业编号: S1500520010002
联系电话: 010-83326716
邮箱: jiangyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业分析师
执业编号: S1500520040001
联系电话: 18811761255
邮箱: huangliheng@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)

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: 继续强化纵向一体化战略张力

2022 年 08 月 31 日

事件: 公司发布 2022 年半年报, 上半年实现营业收入 144.44 亿元, 同比增长 255.38%; 实现归母净利润 72.54 亿元, 同比增长 412.02%; 实现扣非归母净利 80.32 亿元, 同比增长 861.60%; EPS 为 3.60 元/股, 同比增长 246.15%。

点评:

- **量价齐升, 公司 2022H1 业绩同比大幅增长。**公司营业收入大幅增长主要系锂盐产品量价齐升, 2022H1 公司锂盐营业收入为 121.37 亿元, 同比增长 310%, 占总营收的 84.03%; 毛利率为 68.37%, 同比增长 27pct, 营收与毛利均大幅提升, 主要系公司锂盐产品销量增长和售价提升。据百川盈孚, 电池级碳酸锂 2022H1 均价为 45.38 万元/吨, 同比增长 4.55 倍, 锂价上涨助力公司业绩大增。受交易性金融资产公允价值变动影响, 公司 2022H1 公允价值变动收益同比减少 14.19 亿元至-8.67 亿元, 进而归母净利增速不及扣非归母净利。从季度来看, 公司 2022Q2 营业收入和归母净利分别为 90.78 和 37.28 亿元, 分别同比增长 269%和 296%, 环比增长 69.21%和 5.77%, 环比增速差距大主因 Q2 公允价值变动净收益为-13.41 亿元。公司 2022Q2 的毛利率与净利率分别为 56.91%和 41.75%, 分别同比增长 50.75pct 和 5.88pct, 环比下降 14.61pct 和 37.08pct, 环比下降主要系锂辉石价格上涨, 削弱公司锂盐利润, 未来随着 Mt Marion 矿山升级改造以及锂资源项目的陆续投产, 公司有望摆脱锂辉石价格上涨造成的成本掣肘, 业绩稳定向好。
- **公司不断加大资源控制力度, 推进资源建设节奏。**公司同时拥有锂辉石、盐湖、锂黏土和锂云母四种锂资源并且不断加大对资源的股权控制, 2022 上半年公司对 Bacanora 的要约收购已经接近尾声, 目前公司持有 Bacanora 公司及 Sonora 锂黏土 (882 万吨 LCE 资源量) 项目 100%的股权; 公司完成马里 Goulamina 锂辉石 (387.97 万吨 LCE 资源量) 项目交割, 获得马里锂业 50%的股权; 另外公司通过新余赣锋矿业获得上饶松树岗钽铌矿 (149 万吨 LCE 资源量) 项目 62%的股权。目前主要在建项目为 Mt Marion 锂辉石升级改造项目, 计划在 2022 年年底将锂精矿产能扩张至 90 万吨/年, 同时 Goulamina 一期年产 50.6 万吨锂精矿项目也积极筹备中。
- **锂盐龙头扩张进度不减, Cauchari-Olaroz 盐湖有望年内投产。**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。公司目前碳酸锂、氢氧化锂和金属锂产能分别为 2.6、8.1、0.215 万吨, 另有高纯碳酸锂、氯化锂等产能共计 1.95 万吨。公司积极推进锂盐项目建设, 马洪四期万吨高纯锂盐项目前段火法部分已建成并试生产, 后段部分正在建设中; Cauchari-Olaroz 锂盐湖年产 4 万吨碳酸锂项目已于 8 月开始单模块调试工作, 公司预计 2022 年底至 2023 年上半年逐渐释放产能; Mariana 锂盐湖一期 2 万吨氯化锂项目已启动盐田建设施

工，关键设备的采购订货也已完成；河北赣锋 6000 吨/年碳酸锂生产线正在升级改造中；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，计划分期投产 7000 吨金属锂及锂材，为未来全球固态电池技术提供保障。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。

- **依托锂资源优势纵向延伸加码锂电池业务。**公司依托锂资源优势建设锂电池业务，已布局消费类电池、聚合物小电芯、固态锂电池、锂动力电池、储能电池等五大类电池。公司计划再投资 203 亿元建设 6GWh 新型锂电池项目、年产 20 亿只小型聚合物锂电池项目和提高赣锋锂电新型锂电池产能至 30GWh 的项目（原计划 15GWh）。公司积极参与全球前沿固态电池领域技术研发，取得了一系列技术成果，同时在磷酸铁锂电池体系技术、高压平台聚合物快充技术等方面保持技术领先地位，未来公司有望凭借一体化优势及成熟前沿的技术跻身全球锂电池行业的第一梯队。
- **锂盐价格有望高位运行。**中短期来看，锂价仍处于上行趋势中，下半年是新能源车消费旺季，需求大概率超预期增长，而锂资源供给端考虑新产能爬坡周期及海运周期难超预期，澳大利亚锂矿受疫情影响封锁边境导致劳动力短缺问题以及品位下滑等不利因素影响，造成 2022 年锂矿产量和新增项目进展多不及预期，南美锂三角盐湖项目多在 2023 年后才能贡献产量，因此我们认为 2022 年内锂资源供给仍然紧缺，锂价大概率可维持现价以上水平。长期看，本轮矿产资源资本开支加速扩张周期是从 2021 年开始的，金属资源资本开支转化周期一般在 5 年以上，因此我们认为 2025 年以前锂资源都可能会存在较强的供给约束，叠加在新能源车和储能领域需求共振，锂价将维持高位运行。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 174.29、215.69、229.18 亿元，分别同比增长 233.3%、23.8%、6.3%，8 月 30 收盘市值对应的 PE 分别为 10x、8x、8x，考虑到公司锂盐和锂资源项目进度以及锂电池扩产情况，同时下游新能源汽车领域持续景气，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**公司锂产业相关项目不及预期；新能源汽车产销量增长不及预期；锂资源产能释放超预期；锂价下跌风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,524	11,162	48,318	59,004	70,276
增长率 YoY %	3.4%	102.1%	332.9%	22.1%	19.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,025	5,228	17,429	21,569	22,918
增长率 YoY%	186.2%	410.3%	233.3%	23.8%	6.3%
毛利率%	21.4%	39.8%	47.3%	47.8%	43.4%
净资产收益率 ROE%	9.6%	23.9%	43.7%	35.1%	27.2%
EPS(摊薄)(元)	0.79	3.73	8.64	10.70	11.36
市盈率 P/E(倍)	128.10	38.30	10.48	8.47	7.97
市净率 P/B(倍)	12.67	9.38	4.58	2.97	2.16

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
流动资产	8,775	14,627	36,469	49,739	67,748						
货币资金	2,176	6,332	7,253	14,525	24,470						
应收票据	0	0	0	0	0						
应收账款	1,359	2,499	10,816	13,208	15,731						
预付账款	545	218	825	999	1,290						
存货	2,215	3,283	12,439	15,055	19,443						
其他	2,481	2,295	5,136	5,953	6,815						
非流动资产	13,246	24,430	38,808	52,853	66,490						
长期股权投资	1,636	4,087	6,538	8,990	11,441						
固定资产	2,272	3,029	5,012	7,504	10,346						
无形资产	3,562	5,090	6,619	8,148	9,677						
其他	5,776	12,223	20,638	28,211	35,026						
资产总计	22,020	39,057	75,277	102,592	134,239						
流动负债	4,078	8,209	25,795	30,764	38,669						
短期借款	1,631	1,970	3,598	4,000	5,000						
应付票据	230	1,346	5,101	6,174	7,973						
应付账款	1,212	1,611	6,103	7,386	9,539						
其他	1,004	3,282	10,993	13,204	16,156						
非流动负债	4,524	4,681	4,681	4,681	4,681						
长期借款	1,658	3,639	3,639	3,639	3,639						
其他	2,866	1,042	1,042	1,042	1,042						
负债合计	8,602	12,890	30,476	35,445	43,349						
少数股东权益	2,713	4,273	4,900	5,676	6,501						
归属母公司	10,706	21,894	39,901	61,471	84,388						
负债和股东权益	22,020	39,057	75,277	102,592	134,239						

重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
营业总收入	5,524	11,162	48,318	59,004	70,276						
同比 (%)	3.4%	102.1%	332.9%	22.1%	19.1%						
归属母公司净利润	1,025	5,228	17,429	21,569	22,918						
同比	186.2	410.3%	233.3%	23.8%	6.3%						
毛利率 (%)	21.4%	39.8%	47.3%	47.8%	43.4%						
ROE%	9.6%	23.9%	43.7%	35.1%	27.2%						
EPS (摊薄)(元)	0.79	3.73	8.64	10.70	11.36						
P/E	128.10	38.30	10.48	8.47	7.97						
P/B	12.67	9.38	4.58	2.97	2.16						
EV/EBITDA	132.47	51.75	9.45	7.30	6.47						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
营业总收入	5,524	11,162	48,318	59,004	70,276						
营业成本	4,343	6,719	25,455	30,807	39,786						
营业税金及	23	88	381	466	555						
销售费用	48	62	267	326	388						
管理费用	169	470	2,035	2,485	2,960						
研发费用	140	339	1,465	1,789	2,131						
财务费用	171	182	172	167	162						
减值损失合	-23	-8	0	0	0						
投资净收益	29	93	402	491	585						
其他	499	2,331	281	343	408						
营业利润	1,135	5,719	19,226	23,798	25,287						
营业外收支	-8	55	20	20	20						
利润总额	1,127	5,774	19,246	23,818	25,307						
所得税	64	357	1,190	1,473	1,565						
净利润	1,064	5,417	18,056	22,345	23,742						
少数股东损	39	188	627	776	825						
归属母公司净利润	1,025	5,228	17,429	21,569	22,918						
EBITDA	1,053	3,969	19,414	24,164	25,896						
EPS (当	0.79	3.73	8.64	10.70	11.36						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	746	2,620	13,566	21,679	23,691						
净利润	1,064	5,417	18,056	22,345	23,742						
折旧摊销	279	384	699	1,033	1,440						
财务费用	189	150	198	244	275						
投资损失	-29	-93	-402	-491	-585						
营运资金变动	-318	-438	-4,964	-1,431	-1,160						
其它	-437	-2,799	-21	-21	-22						
投资活动现金流	-3,955	-6,176	-14,654	-14,565	-14,471						
资本支出	-1,208	-3,411	-12,605	-12,605	-12,605						
长期投资	-2,223	-2,410	-2,451	-2,451	-2,451						
其他	-523	-355	402	491	585						
筹资活动现金流	3,645	7,131	2,009	158	725						
吸收投资	1,784	5,216	579	0	0						
借款	5,044	6,611	1,628	402	1,000						
支付利息或股息	-531	-597	-198	-244	-275						
现金流净增加额	381	3,524	921	7,272	9,945						

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

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，从事贵金属及小金属研究。

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

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。