

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

买入

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 144.44 亿元，同比+255.38%，Q1/Q2 分别实现营收 53.65/90.78 亿元，Q2 环比+69.21%；上半年实现归母净利润 72.54 亿元，同比+412.02%，Q1/Q2 分别实现 35.25/37.28 亿元，Q2 环比+5.76%；上半年实现扣非归母净利润 80.32 亿元，同比+861.60%，Q1/Q2 分别实现 31.03/49.30 亿元，Q2 环比+58.56%。

财务数据方面：①公司上半年归母净利润和扣非净利润有 7.78 亿元差值，主要是持有的金融资产产生了 8 亿元左右的公允价值变动损失；②截至半年报，公司资产负债率为 36.06%；③截至半年报，公司货币资金 66.46 亿元，环比 Q1 增加 40.27%；存货 70.08 亿元，环比 Q1 增加 72.82%。

闭环锂生态系统，构建全球多元化锂资源布局

上游锂资源情况：上半年公司①新余赣锋矿业获取上饶松树岗钼铌矿项目 62%股权；②完成马里 Goulamina 锂辉石项目股权交割；③对 Bacanora 进行要约收购已到尾声；④Mt Marion 锂辉石项目进行矿石处理产能的升级改造，2022 年年底将现有锂精矿产能扩张至 90 万吨/年。

中游锂盐深加工：公司上半年锂盐产销量总体不及预期，主要是 Mt Marion 矿石产量及品位有一定程度下降。产品销售方面，受到国内外新冠疫情封锁等影响，导致部分产品发货延迟。预计下半年锂盐产销量有望提升。另外从长期发展规划来看，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。

下游锂电池业务：公司加快锂电池业务布局-①赣锋锂电新余高新技术产业开发园区年产 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：上调盈利预测，维持“买入”评级。

上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收分别为 451.45/525.95/612.35 亿元，同比增速 304.4%/16.5%/16.4%；归母净利润分别为 171.24/225.94/297.48 亿元，同比增速 227.5%/31.9%/31.7%；摊薄 EPS 分别为 8.49/11.20/14.75 元，当前股价对应 PE 为 11/8/6X。考虑到公司是全球最优质的锂业公司，产能在行业底部实现逆势扩张，且已构建闭环锂生态系统，在全球范围内有众多优质的锂资源布局，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5524	11162	45145	52595	61235
(+/-%)	3.4%	102.1%	304.4%	16.5%	16.4%
净利润(百万元)	1025	5228	17124	22594	29748
(+/-%)	186.2%	410.3%	227.5%	31.9%	31.7%
每股收益(元)	0.76	3.64	8.49	11.20	14.75
EBIT Margin	14.5%	31.2%	32.4%	35.7%	43.8%
净资产收益率(ROE)	9.6%	23.9%	50.5%	45.5%	42.2%
市盈率(PE)	118.4	24.9	10.7	8.1	6.1
EV/EBITDA	121.9	37.3	13.2	10.1	7.1
市净率(PB)	11.33	5.95	5.39	3.67	2.59

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：刘孟劼

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

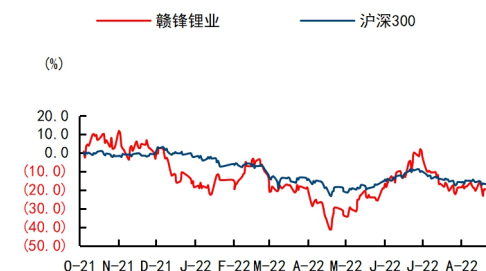
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	90.56 元
总市值/流通市值	182660/145892 百万元
52 周最高价/最低价	224.40/84.03 元
近 3 个月日均成交额	3902.56 百万元

市场走势



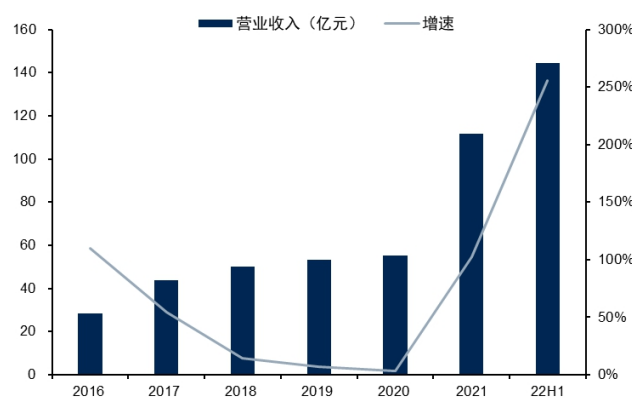
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《赣锋锂业（002460.SZ）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
 《赣锋锂业-002460-2021 年三季报点评：21Q3 净利润接近预告上限，资源端布局值得期待》——2021-10-27
 《赣锋锂业-002460-2021 年中报点评：锂盐产品量价齐升，实现资源端多元化布局》——2021-09-02

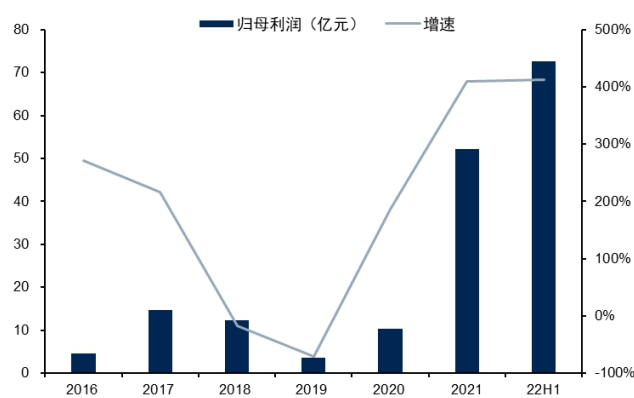
公司发布半年报：上半年实现营收 144.44 亿元，同比+255.38%，Q1/Q2 分别实现营收 53.65/90.78 亿元，Q2 环比+69.21%；上半年实现归母净利润 72.54 亿元，同比+412.02%，数据在此前预告 72-90 亿元指引范围内，Q1/Q2 分别实现 35.25/37.28 亿元，Q2 环比+5.76%；上半年实现扣非归母净利润 80.32 亿元，同比+861.60%，数据在此前预告 80-98 亿元指引范围内，Q1/Q2 分别实现 31.03/49.30 亿元，Q2 环比+58.56%。

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

上游锂资源情况：上半年公司①通过新余赣锋矿业获取上饶松树岗钽铌矿项目62%股权；②完成马里 Goulamina 锂辉石项目的股权交割，获取马里锂业50%股权；③对 Bacanora 进行要约收购已到尾声，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的升级改造，2022年年底将现有锂精矿产能扩张至90万吨/年。

锂盐深加工业务：公司目前建成超过10万吨LCE锂盐产能，万吨锂盐工厂已成为全球最大的锂盐生产基地。上半年公司锂盐产销量总体不及预期。在矿石供应方面，因Mt Marion矿山改造扩建需要，短期内受新矿坑上层的过渡矿石开采的影响，以及受澳大利亚新冠疫情导致的劳动力短缺影响，近期Mt Marion矿石产量以及品位均有一定程度的下降。在产品销售方面，受到国内外新冠疫情封锁等影响，导致部分产品发货延迟。随着Mt Marion矿山改造扩建的逐步完成、万吨锂盐新增锂盐产能的释放以及国内外疫情封锁的逐步解除，公司2022年下半年锂盐产销量有望得到提升。另外从长期发展规划来看，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，包括矿石提锂、卤水提锂、黏土提锂及回收提锂等产能。

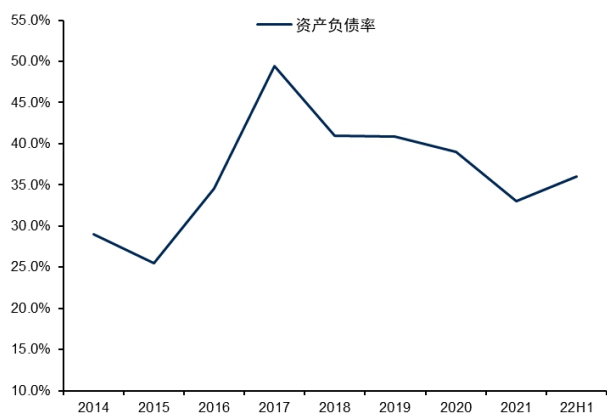
锂盐深加工业务新产线建设情况：①万吨高纯锂盐项目(马洪四期)前段火法部分已建成并试生产，后段部分正在建设中；②Cauchari-Olaroz 锂盐湖年产4万吨碳酸锂项目正在建设中，项目已于8月开始单模块调试工作，待安装调试工作完成后投产，预计于2022年底至2023年上半年逐渐释放产能；③Mariana 锂盐湖项目盐田建设施工已正式启动，并完成关键设备的采购订货工作；④公司全资子公司河北赣锋6000吨/年碳酸锂生产线正在升级改造中；⑤公司在江西宜春、青海海西州布局超薄锂带、高品质金属锂产品生产线，为未来全球固态电池技术提供保障。

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。公司同时发布公告：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。

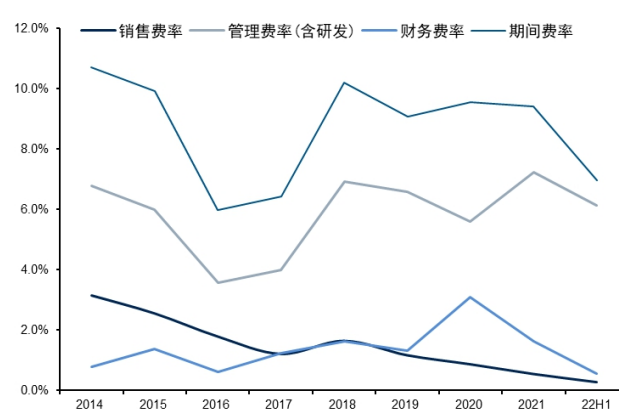
财务数据方面：①公司上半年归母净利润和扣非净利润有 7.78 亿元差值，主要是持有的金融资产产生了 8 亿元左右的公允价值变动损失；②截至半年报，公司资产负债率为 36.06%；③截至半年报，公司货币资金 66.46 亿元，环比 Q1 增加 40.27%；存货 70.08 亿元，环比 Q1 增加 72.82%。

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

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2022-2024 年营收分别为 451.45/525.95/612.35 亿元，同比增速 304.4%/16.5%/16.4%；归母净利润分别为 171.24/225.94/297.48 亿元，同比增速 227.5%/31.9%/31.7%；摊薄 EPS 分别为 8.49/11.20/14.75 元，当前股价对应 PE 为 11/8/6X。考虑到公司是全球最优质的锂业公司，产能在行业底部实现逆势扩张，且已构建闭环锂生态系统，在全球范围内有众多优质的锂资源布局，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2176	6332	1000	9273	25301	营业收入	5524	11162	45145	52595	61235
应收款项	1392	2529	9895	10087	10066	营业成本	4343	6719	28267	31142	31305
存货净额	2215	3283	13781	14135	13232	营业税金及附加	23	88	312	363	423
其他流动资产	2906	2201	4515	5259	6124	销售费用	48	62	126	158	184
流动资产合计	8775	14627	29471	39035	55004	管理费用	169	470	1016	1150	1306
固定资产	6033	8824	13406	18293	22794	研发费用	140	339	1000	1200	1400
无形资产及其他	3562	5090	4887	4683	4480	财务费用	171	182	226	263	306
投资性房地产	2014	6428	6428	6428	6428	投资收益	29	93	6667	8150	8621
长期股权投资	1636	4087	5087	6087	7087	资产减值及公允价值变动	549	2237	(866)	0	0
资产总计	22020	39057	59280	74527	95794	其他收入	(212)	(253)	(731)	(931)	(1131)
短期借款及交易性金融负债	2301	2721	3698	1000	1000	营业利润	1135	5719	20268	26738	35201
应付款项	1442	2957	10016	11795	12115	营业外净收支	(8)	55	0	0	0
其他流动负债	334	2530	2888	3145	3147	利润总额	1127	5774	20268	26738	35201
流动负债合计	4078	8209	16603	15941	16263	所得税费用	64	357	3040	4011	5280
长期借款及应付债券	3792	3639	3409	3409	3409	少数股东损益	39	188	104	133	173
其他长期负债	732	1042	1042	1042	1042	归属于母公司净利润	1025	5228	17124	22594	29748
长期负债合计	4524	4681	4451	4451	4451	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8602	12890	21053	20391	20714	净利润	1025	5228	17124	22594	29748
少数股东权益	2713	4273	4346	4439	4560	资产减值准备	55	(163)	(83)	(43)	(43)
股东权益	10706	21894	33881	49696	70520	折旧摊销	265	355	839	1360	1745
负债和股东权益总计	22020	39057	59280	74527	95794	公允价值变动损失	(549)	(2237)	866	0	0
						财务费用	171	182	226	263	306
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(2107)	(2057)	(12843)	702	338
每股收益	0.76	3.64	8.49	11.20	14.75	其它	(36)	330	155	136	164
每股红利	0.40	0.41	2.55	3.36	4.43	经营活动现金流	(1347)	1456	6058	24749	31952
每股净资产	7.99	15.23	16.80	24.64	34.97	资本开支	0	(5200)	(6000)	(6000)	(6000)
ROIC	5%	14%	36%	38%	49%	其它投资现金流	(74)	(194)	0	0	0
ROE	10%	24%	51%	45%	42%	投资活动现金流	1969	(7845)	(7000)	(7000)	(7000)
毛利率	21%	40%	37%	41%	49%	权益性融资	(54)	5216	0	0	0
EBIT Margin	14%	31%	32%	36%	44%	负债净变化	228	1981	(230)	0	0
EBITDA Margin	19%	34%	34%	38%	47%	支付股利、利息	(531)	(597)	(5137)	(6778)	(8924)
收入增长	3%	102%	304%	17%	16%	其它融资现金流	514	2561	977	(2698)	0
净利润增长率	186%	410%	228%	32%	32%	融资活动现金流	(146)	10545	(4390)	(9477)	(8924)
资产负债率	51%	44%	43%	33%	26%	现金净变动	476	4157	(5332)	8273	16028
股息率	0.4%	0.5%	3.9%	5.2%	6.9%	货币资金的期初余额	1700	2176	6332	1000	9273
P/E	118.4	24.9	10.7	8.1	6.1	货币资金的期末余额	2176	6332	1000	9273	25301
P/B	11.3	5.9	5.4	3.7	2.6	企业自由现金流	0	(3632)	(5571)	12030	18882
EV/EBITDA	121.9	37.3	13.2	10.1	7.1	权益自由现金流	0	910	(5028)	9197	19057

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。本报告仅供我公司客户使用，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