

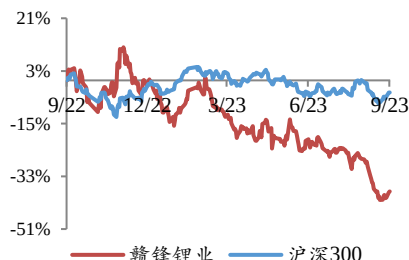
锂价下行业绩承压，上游资源加速布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-05

收盘价(元) **49.29**
近12个月最高/最低(元) **88.88/46.93**
总股本(百万股) **2,017**
流通股本(百万股) **1,207**
流通股比例(%) **59.84**
总市值(亿元) **994**
流通市值(亿元) **595**

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

1.22 年业绩实现高增，持续加强一体化战略布局 2023-03-31

2.量价齐升助业绩高增，持续完善产业链布局 2022-11-02

主要观点：

● 公司发布 2023 年半年报

公司上半年实现营收 181.45 亿元，同比+25.63%，归母净利润 58.50 亿元，同比-19.35%。23Q2 营收 87.07 亿元，同比/环比-4.1%/-7.8%，归母净利润 34.53 亿元，同比/环比-7.4%/+44.1%。

● 锂板块：锂价下行拖累盈利，旺季将至看好需求回升

23H1 公司锂板块实现营收 137.16 亿元，同比+13%，毛利率 24.12%，同比下滑 44.25pct。锂板块盈利回落主因市场需求波动、锂电下游客户库存水平控制等因素锂盐价格承压，根据 wind，23H1 我国电池级碳酸锂均价 32.9 万元/吨，同比-26.4%，氢氧化锂均价 35.3 万元/吨，同比-16.9%。同时，锂价下行使得公司上半年计提资产减值损失 8.25 亿元。展望后市，随传统旺季来临，需求持续修复，看好锂价企稳或小幅回升。

● 电池板块：表现靓丽，新产能有序推进

1) 23H1 公司电池板块营收 40.85 亿元，同比+117%，毛利率 19.41%，同比+4.14pct。依托全产业链优势，公司持续加码锂电池业务布局，其中赣锋锂电在新余三期规划 6GWh，此外公司在重庆、东莞、敕勒川、襄阳分别规划 20/10/10/5GWh 产能。2) 电池回收板块，公司现已形成 7wt 锂电池及金属废料回收处理能力，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。

● 上游资源布局快速加码，自给率稳步提升

公司持续获取全球上游优质锂资源不断丰富与拓宽原材料的多元供应渠道。目前公司已完成对新余赣锋矿业股权收购，持有新余赣锋矿业及上饶松树岗钽铌矿 90%股权、收购蒙金矿业 70%股权，持有加不斯钽铌矿 70%股权。另外，阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖首批碳酸锂产出，预计一期 4 万吨将于 24 年达产，澳大利亚 Mount Marion 锂辉石扩建至 90 万吨已逐步完成，目前有序爬坡中。公司将不断扩大现有的锂资源组合，并逐渐侧重于卤水等低成本资源的提取开发，提高资源自给率水平，为中游及下游业务提供可靠且优质的锂资源保障。

● 投资建议

考虑锂价下行与终端需求复苏节奏，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 107.93/124.7/148.1 亿元，（前值 156.3/169.3/182.4 亿元）同比分别-47.4%/+15.5%/+18.8%，对应 PE 为 9.2X/8.0X/6.7X，维持“买入”评级。

● 风险提示

产能释放不及预期、锂盐价格大幅波动、下游电动车产量不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41823	37763	41107	50193

收入同比（%）	274.7%	-9.7%	8.9%	22.1%
归属母公司净利润	20504	10793	12470	14811
净利润同比（%）	292.2%	-47.4%	15.5%	18.8%
毛利率（%）	49.5%	36.7%	36.0%	35.0%
ROE（%）	46.6%	20.4%	19.1%	18.5%
每股收益（元）	10.18	5.35	6.18	7.34
P/E	6.83	9.21	7.97	6.71
P/B	3.18	1.88	1.52	1.24
EV/EBITDA	7.61	8.38	8.38	7.30

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	31966	28633	34997	36259	营业收入	41823	37763	41107	50193
现金	9914	15546	16175	17360	营业成本	21120	23918	26324	32643
应收账款	7895	2686	8391	5346	营业税金及附加	373	113	238	270
其他应收款	316	313	257	300	销售费用	117	121	123	152
预付账款	632	736	802	998	管理费用	933	906	1151	1456
存货	10111	5526	5174	7521	财务费用	-83	135	-42	19
其他流动资产	3097	3826	4198	4734	资产减值损失	-65	-1007	-8	-7
非流动资产	47194	63349	80788	97216	公允价值变动收益	404	0	0	0
长期投资	10192	15079	20371	25528	投资净收益	3997	1888	2394	3098
固定资产	4826	5851	6812	7544	营业利润	22763	12332	14363	17033
无形资产	14300	20949	28451	35669	营业外收入	37	0	0	0
其他非流动资产	17877	21470	25154	28474	营业外支出	21	0	0	0
资产总计	79160	91982	115786	133474	利润总额	22779	12332	14363	17033
流动负债	18655	17312	25477	26677	所得税	2318	1357	1724	2044
短期借款	2109	4609	6322	8298	净利润	20461	10976	12639	14989
应付账款	7694	2681	8797	5411	少数股东损益	-43	183	169	178
其他流动负债	8852	10022	10358	12968	归属母公司净利润	20504	10793	12470	14811
非流动负债	11639	16845	19845	21345	EBITDA	18808	12460	12948	15162
长期借款	9137	14337	17337	18837	EPS (元)	10.18	5.35	6.18	7.34
其他非流动负债	2502	2508	2508	2508					
负债合计	30294	34157	45322	48021					
少数股东权益	4823	5006	5175	5354					
股本	2017	2017	2017	2017					
资本公积	12382	12382	12382	12382					
留存收益	29644	38420	50890	65700					
归属母公司股东权益	44043	52819	65289	80099					
负债和股东权益	79160	91982	115786	133474					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	12491	15174	12202	12539	成长能力				
净利润	20461	10976	12639	14989	营业收入	274.7%	-9.7%	8.9%	22.1%
折旧摊销	524	826	1017	1204	营业利润	298.0%	-45.8%	16.5%	18.6%
财务费用	332	134	219	292	归属于母公司净利	292.2%	-47.4%	15.5%	18.8%
投资损失	-3997	-1888	-2394	-3098	获利能力				
营运资金变动	-4685	4097	716	-852	毛利率(%)	49.5%	36.7%	36.0%	35.0%
其他经营现金流	25002	7908	11928	15845	净利率(%)	49.0%	28.6%	30.3%	29.5%
投资活动现金流	-15312	-15097	-16068	-14538	ROE(%)	46.6%	20.4%	19.1%	18.5%
资本支出	-4922	-11698	-12869	-12478	ROIC(%)	26.6%	13.2%	11.0%	10.8%
长期投资	-11428	-5287	-5593	-5157	偿债能力				
其他投资现金流	1037	1888	2394	3098	资产负债率(%)	38.3%	37.1%	39.1%	36.0%
筹资活动现金流	6405	5554	4494	3183	净负债比率(%)	62.0%	59.1%	64.3%	56.2%
短期借款	139	2500	1713	1975	流动比率	1.71	1.65	1.37	1.36
长期借款	5498	5200	3000	1500	速动比率	1.09	1.21	1.07	0.97
普通股增加	580	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	427	0	0	0	总资产周转率	0.71	0.44	0.40	0.40
其他筹资现金流	-240	-2146	-219	-292	应收账款周转率	8.05	7.12	7.41	7.31
现金净增加额	3839	5632	629	1185	应付账款周转率	4.54	4.61	4.59	4.60

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	10.18	5.35	6.18	7.34	P/E	6.83	9.21	7.97	6.71
每股经营现金流	6.19	7.52	6.05	6.22	P/B	3.18	1.88	1.52	1.24
每股净资产	21.84	26.18	32.37	39.71	EV/EBITDA	7.61	8.38	8.38	7.30

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。