

赣锋锂业（002460.SZ）——半年报点评

锂资源继续实现突破，锂电池业务表现亮眼

买入

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 181.45 亿元，同比+25.63%；实现归母净利润 58.50 亿元，同比-19.35%。其中公司 23Q1/Q2 分别实现营收 94.38/87.07 亿元，Q2 环比-7.75%；实现归母净利润 23.97/34.54 亿元，Q2 环比+44.10%。

锂产品产销量方面：今年上半年，由于锂行业市场需求波动、锂电下游客户库存水平控制等因素，公司锂化工板块产品的整体产销量水平受到一定的影响，我们估计产销量同比基本持平。

从毛利率的角度来看：今年上半年在锂价下跌的过程当中，由于锂精矿价格多以长协订单为主，价格有一定的滞后性，所以对于公司锂深加工产品而言有低成本原料库存带来的压力，使得锂系列产品毛利率相较于 2022 年全年有一定程度下降；但与此同时，公司锂电池板块整体规模快速提升，上半年实现营收 40.85 亿元，同比+117.31%，毛利率水平也进一步走高，充分体现了公司一体化布局的优势。

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：23H1 资源端继续实现突破①完成新余赣锋矿业股权收购，目前持有新余赣锋矿业及上饶松树岗钽铌矿项目 90%股权；②完成收购蒙金矿业 70%股权，公司目前持有加不斯钽铌矿 70%股权；③阿根廷 Caucharí 锂盐湖项目已产出首批碳酸锂产品；④澳大利亚 Mt Marion 锂辉石项目扩建至 90 万吨/年锂精矿产能已逐步完成，目前产能爬坡正在进行中。

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 以上的锂盐产品生产能力，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：公司目前已在江西、东莞、宁波、苏州、惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地。23H1 公司锂电池业务继续实现快速发展，除了营收体量快速扩张之外，毛利率水平也有明显提升。我们预计公司今年年底锂电池业务将形成年产约 20GWh 的有效产能。

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。

考虑到年初至今锂盐价格有比较明显的调整，下修了公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收分别为 400.56/424.75/463.63（原预测 450.86/446.07/472.44）亿元，同比增速-4.2%/6.0%/9.2%；归母净利润分别为 117.90/124.90/130.18（原预测 147.10/158.10/158.93）亿元，同比增速-42.5%/5.9%/4.2%；摊薄 EPS 分别为 5.84/6.19/6.45 元，当前股价对应 PE 为 8.3/7.8/7.5X。考虑到公司是全球最优质锂业公司，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	40056	42475	46363
(+/-%)	102.1%	274.7%	-4.2%	6.0%	9.2%
净利润(百万元)	5228	20504	11790	12490	13018
(+/-%)	410.3%	292.2%	-42.5%	5.9%	4.2%
每股收益(元)	3.64	10.17	5.84	6.19	6.45
EBIT Margin	31.2%	43.7%	16.9%	28.1%	29.4%
净资产收益率(ROE)	23.9%	46.6%	22.5%	20.5%	18.6%
市盈率(PE)	13.3	4.7	8.3	7.8	7.5
EV/EBITDA	21.4	6.8	15.2	8.8	7.7
市净率(PB)	3.17	2.21	1.86	1.60	1.39

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：刘孟尧

010-88005312

liumengyao@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	48.28 元
总市值/流通市值	97389/77760 百万元
52 周最高价/最低价	92.43/46.40 元
近 3 个月日均成交额	821.48 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

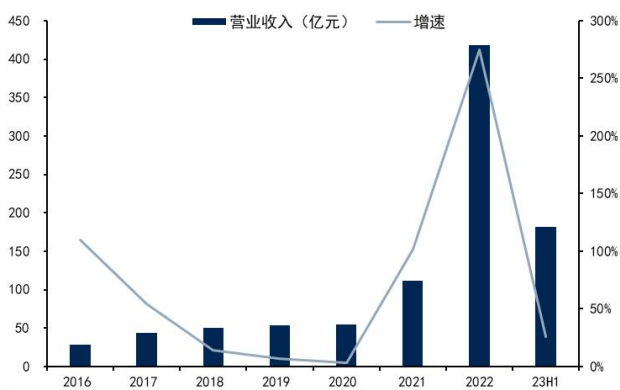
相关研究报告

- 《赣锋锂业（002460.SZ）-2022 年兑现高盈利增长，全产业链布局有望提速》——2023-04-02
- 《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

◆ 23H1 实现归母净利润 58.50 亿元，其中 Q1/Q2 分别实现 23.97/34.54 亿元

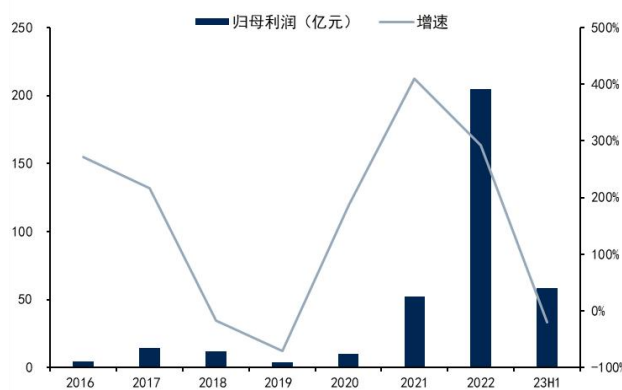
公司发布 2023 年半年报：上半年实现营收 181.45 亿元，同比+25.63%；实现归母净利润 58.50 亿元，同比-19.35%；实现扣非归母净利润 41.13 亿元，同比-48.79%；实现经营活动产生的现金流量净额-26.91 亿元，同比-228.36%。其中公司 23Q1/Q2 分别实现营收 94.38/87.07 亿元，Q2 环比-7.75%；实现归母净利润 23.97/34.54 亿元，Q2 环比+44.10%；实现扣非归母净利润 21.39/19.75 亿元，Q2 环比-7.67%。公司在今年二季度归母净利润和扣非归母净利润有较大差异，主要系本期持有的金融资产产生的公允价值变动收益。

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、%）

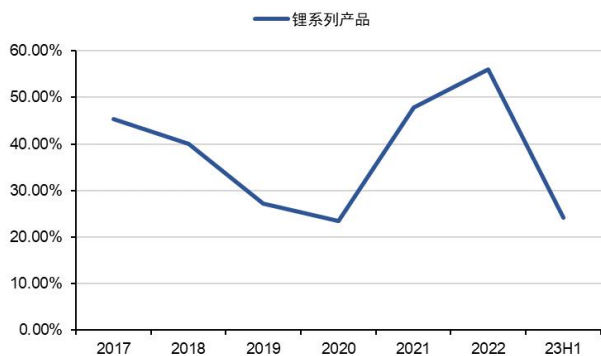


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

锂产品产销量方面，今年上半年，由于锂行业市场需求波动、锂电下游客户库存水平控制等因素，公司锂化工板块产品的整体产销量水平受到一定的影响，我们估计产销量同比基本持平；今年下半年，公司将在确保风险可控以及有足够客户需求的情况下，进行锂化工板块产能扩建，有效进行库存管理。

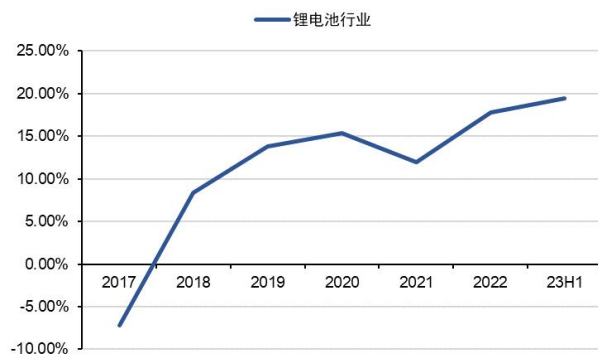
另外从毛利率的角度来看，今年上半年在锂价下跌的过程当中，由于锂精矿价格多以长协订单为主，价格有一定的滞后性，所以对于公司锂深加工产品而言有低成本原料库存带来的压力，使得锂系列产品毛利率相较于 2022 年全年有一定程度的下降；但与此同时，公司锂电池板块在整体规模快速提升的过程当中，上半年实现营收 40.85 亿元，同比+117.31%，毛利率水平也进一步走高，充分体现出了公司一体化布局的优势，这也是赣锋锂业有别于国内其他锂盐公司而言比较突出的竞争优势之一。

图3：公司锂系列产品毛利率水平变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司锂电池产品毛利率水平变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

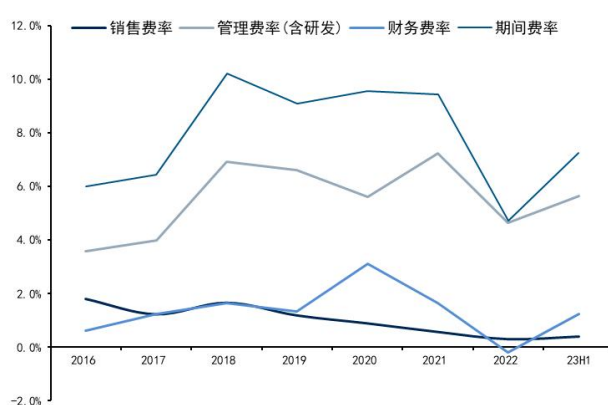
财务数据方面：截至 2023 年二季度末①公司资产负债率为 40.12%，相比 2022 年末上升 1.85 个百分点；公司在手货币资金 111.14 亿元，同比+67.24%，存货约为 113.59 亿元，同比+62.07%；②期间费用方面，公司 23H1 销售费用约 0.69 亿元，同比+69.27%；管理费用约 3.75 亿元，同比+5.85%；研发费用约 6.87 亿元，同比+28.86%；财务费用约 2.23 亿元，同比+182.72%；综上公司 23H1 期间费用率合计约 7.23%，相比 2022 年全年水平上升 2.51 个百分点。

图5：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6：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：2023 年上半年公司在锂资源端继续实现突破：①完成新余赣锋矿业的股权收购，目前持有新余赣锋矿业及上饶松树岗钽铌矿项目 90%股权；②完成收购蒙金矿业 70%股权，公司目前持有加不斯钽铌矿 70%股权，蒙金矿业项目建设工作即将完成，项目将成为公司开发锂云母类型资源的重要一环；③阿根廷 Cauchar i 锂盐湖项目已产出首批碳酸锂产品，预计随着后续产能爬坡及产线优化将逐步产出电池级产品，首单货物已于近期从项目发出，项目一期 4 万吨碳酸锂产线计划于 2024 年达到设计产能，Cauchar i 项目的投产将为后续 Mariana 盐湖和 PPG 盐湖项目的开发打下很好的基础；④澳大利亚 Mt Marion 锂辉石项目扩建至 90 万吨/年锂精矿产能已逐步完成，目前产能爬坡正在进行中。但与此同时，公司在公告当中也披露，公司在墨西哥所投资的 Sonora 项目，于今年 8 月，墨西哥矿业总局 (DGM) 向墨西哥子公司发出了正式取消其所持 9 个锂矿特许权的决定通知，目前公司及墨西哥子公司已经向经济部针对上述决议提起行政复议。

锂盐深加工业务：公司拟不断扩张锂盐深加工产能以满足锂需求的不断增长，以巩固锂产品行业的领先地位。截至目前公司已在国内形成约合 12 万吨 LCE 以上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。

表1: 公司正在筹划及建设中的锂化工产品项目

序号	项目名称	地点	产能规划
1	年产5万吨锂电新能源材料项目	江西丰城	形成年产5万吨碳酸锂当量的锂电新能源材料产能,项目分两期建设,一期建设年产2.5万吨氢氧化锂项目
2	年产7,000吨金属锂及锂材项目	江西宜春 青海海西州	分期投资建设年产7,000吨金属锂及锂材项目,新建金属锂熔盐电解、金属锂低温真空蒸馏提纯、锂系列合金
3	年产5万吨电池级基础锂盐项目	四川达州	分期投资建设锂辉石提锂年产5万吨电池级基础锂盐项目
4	年产2.5万吨碳酸锂项目	江西上饶	投资建设年产2.5万吨碳酸锂项目
5	年产2万吨碳酸锂项目	内蒙古镶黄旗	投资建设年产2万吨碳酸锂项目

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

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。今年上半年公司锂电池业务继续实现快速发展,除了营收体量快速扩张之外,毛利率水平也有明显提升。我们预计公司在今年年底锂电池业务将形成年产约20GWh的有效产能。

表2: 公司控股子公司赣锋锂电正在筹划及建设中的锂电池项目

建设单位	项目名称	地点	产能规划
赣锋锂电	年产6GWh新型锂电池生产项目(三期)	江西新余	建设新型锂电池装配、电芯、模组自动化产线,及仓储、配电动力、环保设施等公用设施和生活配套设施,项目达成后将形成年产6GWh新型电池生产能力。
重庆赣锋	年产20GWh新型锂电池研发及生产基地项目	重庆两江新区	项目将原年产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,建设锂电池生产线、厂房、技术研究院及其他配套设施,项目产品包括第二代固态锂电池、磷酸铁锂电池等,主要应用于新能源汽车动力电池、水下和空间作业设备电源等领域。
东莞赣锋	年产10GWh新型电池及储能总部项目	广东省东莞市麻涌镇	磷酸铁锂、半固态电芯、轻型动力电池、户外便携储能电源、户用储能、工商业储能系统等研发基地及生产线。
赣锋锂电	年产10GWh电池生产项目(一期)	勐勒川乳业开发区	一期建设年产10GWh电池生产项目,包括建设生产车间、pack车间、系统集成车间、锂电池分析检测中心、锂电池模组及安全测试中心、锂电池研发中心及其他配套附属工业设施。
赣锋锂电	新能源锂电池电生产研发基地项目	襄阳东津新区高端装备产业园	一期建设年产5GWh新能源锂电池电芯+Pack封装生产基地。

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2023-2025年营收分别为400.56/424.75/463.63亿元,同比增速-4.2%/6.0%/9.2%;归母净利润分别为117.90/124.90/130.18亿元,同比增速-42.5%/5.9%/4.2%;摊薄EPS分别为5.84/6.19/6.45元,当前股价对应PE为8.3/7.8/7.5X。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。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6332	9914	4535	10484	16653	营业收入	11162	41823	40056	42475	46363
应收款项	2529	8107	8779	8146	7621	营业成本	6719	21120	30951	28041	30053
存货净额	3283	10111	14837	12360	12340	营业税金及附加	88	373	72	76	83
其他流动资产	2201	3618	4006	4247	4636	销售费用	62	117	148	153	167
流动资产合计	14627	31966	32373	35453	41466	管理费用	470	933	1385	1421	1499
固定资产	8824	14374	19984	24297	28214	研发费用	339	1007	1295	1400	1500
无形资产及其他	5090	14300	13728	13156	12584	财务费用	182	(83)	486	510	556
投资性房地产	6428	8329	8329	8329	8329	投资收益	93	3997	5103	2695	1679
长期股权投资	4087	10192	11192	12192	13192	资产减值及公允价值变动	2237	469	858	0	0
资产总计	39057	79160	85605	93426	103785	其他收入	(253)	(1065)	381	172	272
短期借款及交易性金融负债	2721	3631	1000	1000	1000	营业利润	5719	22763	13357	15140	15954
应付款项	2957	9988	12862	12025	12720	营业外净收支	55	16	46	0	0
其他流动负债	2530	5037	3105	2754	2924	利润总额	5774	22779	13403	15140	15954
流动负债合计	8209	18655	16967	15779	16644	所得税费用	357	2318	1454	2271	2393
长期借款及应付债券	3639	9137	8907	8907	8907	少数股东损益	188	(43)	158	379	544
其他长期负债	1042	2502	2502	2502	2502	归属于母公司净利润	5228	20504	11790	12490	13018
长期负债合计	4681	11639	11409	11409	11409	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	12890	30294	28375	27187	28053	净利润	5228	20504	11790	12490	13018
少数股东权益	4273	4823	4934	5199	5580	资产减值准备	(163)	146	312	106	97
股东权益	21894	44043	52296	61039	70151	折旧摊销	355	489	1508	2152	2558
负债和股东权益总计	39057	79160	85605	93426	103785	公允价值变动损失	(2237)	(469)	(858)	0	0
						财务费用	182	(83)	486	510	556
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2057)	(4581)	(4532)	1788	1118
每股收益	3.64	10.17	5.84	6.19	6.45	其它	330	(188)	(201)	159	284
每股红利	0.41	0.34	1.75	1.86	1.94	经营活动现金流	1456	15901	8019	16696	17075
每股净资产	15.23	21.84	25.93	30.26	34.78	资本开支	0	(6628)	(6000)	(6000)	(6000)
ROIC	14%	42%	11%	18%	20%	其它投资现金流	(194)	65	0	0	0
ROE	24%	47%	23%	20%	19%	投资活动现金流	(2645)	(12668)	(7000)	(7000)	(7000)
毛利率	40%	49%	23%	34%	35%	权益性融资	(51)	414	0	0	0
EBIT Margin	31%	44%	17%	28%	29%	负债净变化	1981	5498	(230)	0	0
EBITDA Margin	34%	45%	21%	33%	35%	支付股利、利息	(597)	(680)	(3537)	(3747)	(3905)
收入增长	102%	275%	-4%	6%	9%	其它融资现金流	2628	(9702)	(2631)	0	0
净利润增长率	410%	292%	-42%	6%	4%	融资活动现金流	5346	348	(6398)	(3747)	(3905)
资产负债率	44%	44%	39%	35%	32%	现金净变动	4157	3582	(5379)	5949	6169
股息率	0.6%	0.7%	3.6%	3.8%	4.0%	货币资金的期初余额	2176	6332	9914	4535	10484
P/E	13.3	4.7	8.3	7.8	7.5	货币资金的期末余额	6332	9914	4535	10484	16653
P/B	3.2	2.2	1.9	1.6	1.4	企业自由现金流	(3295)	5691	(2982)	8102	9263
EV/EBITDA	21.4	6.8	15.2	8.8	7.7	权益自由现金流	1246	1487	(6201)	7822	9112

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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