

资源端放量，期待公司量增与行业价稳形成共振

华泰研究

2025 年 1 月 23 日 | 中国香港

首次覆盖

稀有金属

投资评级(首评):

增持

目标价(港币):

22.93

研究员

SAC No. S0570517050001
SFC No. BPN269李斌
libin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

首次覆盖赣锋锂业 H 股给予增持评级，目标价 22.93 港元。公司为全球锂业龙头，25 年较 24 年在锂资源权益产能增量约 5 万吨，其资源端放量或与行业景气度触底回升形成共振，量利同升推动公司未来业绩增速更具优势。

锂：延续震荡寻底，景气度上行周期或在 26 年前开启

行业方面，我们认为锂在 25 年大概率延续供给过剩，若 25 年需求表现好于市场预期，则锂价可能在 7-9 万元/吨区间震荡；如果 25 年需求表现弱于市场预期，则锂价可能重新跌回至 7 万元/吨以下，低价能否触发大型矿山退出将成为行业供需格局能否反转的关键。综上我们认为虽然 25 年锂价走势存在不确定性，但无论何种情况发生，26 年行业景气大概率均向上。

锂资源及加工品为公司主营业务，锂价下跌导致公司 23 年以来业绩承压

公司历经多年整合扩张实现全产业链布局，为全球锂行业龙头。其中锂资源、锂盐加工为公司主要盈利点，据年报披露，23 年公司锂系列产品毛利贡献占比高达 67%。整体业绩方面，受锂价下跌影响，公司 23 年归母净利润下降 75.87% 至 49.47 亿元；2024Q1-Q3 归母净利润-6.4 亿元，同比转亏。

公司在行业周期底部加快资源端建设，静待锂价企稳后业绩修复

伴随阿根廷 CO 项目逐步爬坡叠加马里锂辉石项目已于 2024 年 12 月 15 日投产，公司 25 年较 24 年的锂资源端权益产能增量约 5 万吨。根据我们测算公司 25 年锂资源权益产能超 13 万吨，锂盐产能超 20 万吨，无论是锂资源还是锂盐端均处于行业领先地位。同时未来增量依旧可期，我们判断锂价在 26 年前企稳止跌，量利同升将使得公司未来业绩修复增速更具优势。

不同于市场观点

市场对于 25-26 年锂价的判断基于静态供需来看仍然偏弱，但我们认为矿端出清或大概率提前到来。公司层面，市场认为公司布局的锂资源成本优势并不显著，但我们认为在锂价结束大幅下跌阶段进入震荡回升周期时，公司盈利的修复幅度相对行业其他公司更大。

盈利预测与估值

由于行业寻底，公司业绩处于亏损，我们选用 PB 估值，可比公司 Wind 25 年一致预期为 1.35XPB，考虑公司作为全球龙头，且资源自给率或在 24-25 年提升明显，给予公司 25 年 1.75XPB。预计公司 25 年 BPS 为 21.95 元。公司近 3 个月 A/H 平均溢价率 79.9%，基于 2025 年 1 月 22 日港元兑人民币汇率约 0.93 对应 H 股目标价 22.93 元。首次覆盖给予增持评级。

风险提示：公司产能扩张不及预期，下游需求不及预期，行业供给超预期。

经营预测指标与估值

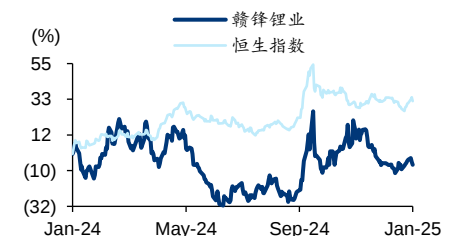
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	41,823	32,972	16,723	20,650	25,289
+/-%	274.68	(21.16)	(49.28)	23.49	22.47
归属母公司净利润 (人民币百万)	20,504	4,947	(448.91)	911.60	2,183
+/-%	292.16	(75.87)	(109.07)	303.07	139.49
EPS (人民币，最新摊薄)	10.16	2.45	(0.22)	0.45	1.08
ROE (%)	41.87	8.75	(1.12)	2.29	5.37
PE (倍)	1.86	7.70	(84.87)	41.79	17.45
PB (倍)	0.86	0.81	0.85	0.86	0.85
EV EBITDA (倍)	3.06	13.06	58.43	26.66	18.76

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	22.93
收盘价 (港币 截至 1 月 22 日)	20.50
市值 (港币百万)	41,352
6 个月平均日成交额 (港币百万)	200.13
52 周价格范围 (港币)	14.92-28.95
BVPS (人民币)	21.80

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	41,823	32,972	16,723	20,650	25,289
销售成本	(21,120)	(28,397)	(14,553)	(17,190)	(19,868)
毛利润	20,702	4,575	2,169	3,461	5,421
销售及分销成本	(117.36)	(177.44)	(118.73)	(146.62)	(179.55)
管理费用	(933.29)	(982.42)	(1,003)	(1,239)	(1,517)
其他收入/支出	(1,381)	(1,333)	(844.51)	(980.90)	(1,075)
财务成本净额	83.37	(581.48)	(619.93)	(764.27)	(837.43)
应占联营公司利润及亏损	3,914	2,929	509.59	445.78	753.55
税前利润	22,779	5,259	(529.37)	1,266	3,032
税费开支	(2,318)	(683.47)	(31.76)	(126.61)	(303.22)
少数股东损益	(42.95)	(371.56)	(112.23)	227.90	545.80
归母净利润	20,504	4,947	(448.91)	911.60	2,183
折旧和摊销	(512.51)	(906.07)	(885.88)	(1,236)	(1,637)
EBITDA	23,501	6,582	1,729	4,299	6,771
EPS (人民币, 基本)	10.17	2.45	(0.22)	0.45	1.08

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	10,111	8,264	7,906	7,041	6,204
应收账款和票据	7,895	4,948	3,413	4,847	5,269
现金及现金等价物	9,914	9,482	4,161	4,130	5,058
其他流动资产	4,046	5,490	5,473	5,736	5,763
总流动资产	31,966	28,184	20,953	21,754	22,294
固定资产	14,302	23,421	31,523	36,631	41,090
无形资产	14,300	17,957	21,447	25,628	30,003
其他长期资产	18,592	22,135	26,064	29,929	34,097
总长期资产	47,194	63,514	79,034	92,188	105,190
总资产	79,160	91,698	99,987	113,942	127,483
应付账款	9,988	8,932	10,119	10,508	10,684
短期借款	2,109	6,529	7,835	9,876	12,894
其他负债	6,558	4,810	6,617	10,660	13,826
总流动负债	18,655	20,271	24,571	31,045	37,404
长期债务	9,137	15,616	21,780	29,736	35,802
其他长期债务	2,502	3,494	3,494	3,494	3,494
总长期负债	11,639	19,111	25,275	33,231	39,297
股本	2,017	2,017	2,017	2,017	2,017
储备/其他项目	42,026	45,017	42,954	42,252	42,822
股东权益	44,043	47,034	44,971	44,269	44,839
少数股东权益	4,823	5,282	5,170	5,397	5,943
总权益	48,866	52,316	50,141	49,667	50,782

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	1.86	7.70	(84.87)	41.79	17.45
PB	0.86	0.81	0.85	0.86	0.85
EV EBITDA	3.06	13.06	58.43	26.66	18.76
股息率 (%)	5.29	4.24	4.24	4.24	4.24
自由现金流收益率 (%)	31.33	(10.33)	(21.36)	(16.39)	(10.91)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	23,501	6,582	1,729	4,299	6,771
融资成本	(83.37)	581.48	619.93	764.27	837.43
营运资本变动	(5,336)	(4,434)	2,571	293.90	68.90
税费	(2,318)	(683.47)	(31.76)	(126.61)	(303.22)
其他	(3,273)	(1,900)	(970.49)	(2,339)	(2,962)
经营活动现金流	12,491	146.48	3,917	2,892	4,412
CAPEX	(4,950)	(8,646)	(12,487)	(10,533)	(10,482)
其他投资活动	(10,363)	(1,537)	(4,358)	(3,360)	(3,350)
投资活动现金流	(15,312)	(10,183)	(16,844)	(13,892)	(13,832)
债务增加量	5,638	10,899	7,470	9,523	7,947
权益增加量	579.56	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(431.24)	(2,017)	(1,614)	(1,614)	(1,614)
其他融资活动现金流	619.01	1,335	1,749	2,586	2,878
融资活动现金流	6,405	10,218	7,605	10,495	9,211
现金变动	3,839	220.71	(5,322)	(505.28)	(209.37)
年初现金	5,234	9,073	9,482	4,161	4,130
汇率波动影响	256.32	39.70	0.00	0.00	0.00
年末现金	9,073	9,294	4,161	4,130	5,058

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	274.68	(21.16)	(49.28)	23.49	22.47
毛利润	365.88	(77.90)	(52.58)	59.52	56.66
营业利润	298.03	(77.08)	(110.69)	320.88	143.63
净利润	292.16	(75.87)	(109.07)	303.07	139.49
EPS	292.16	(75.87)	(109.07)	303.07	139.49
盈利能力比率 (%)					
毛利率	49.50	13.87	12.97	16.76	21.44
EBITDA	56.19	19.96	10.34	20.82	26.77
净利润率	48.92	13.88	(3.36)	5.52	10.79
ROE	41.87	8.75	(1.12)	2.29	5.37
ROA	25.85	4.99	(0.56)	1.00	2.14
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	10.52	35.64	67.42	95.00	116.29
流动比率	1.71	1.39	0.85	0.70	0.60
速动比率	1.09	0.81	0.39	0.35	0.33

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.71	0.39	0.17	0.19	0.21
应收账款周转天数	44.73	70.11	90.00	72.00	72.00
应付账款周转天数	79.30	88.37	163.64	144.00	120.00
存货周转天数	114.15	116.47	200.00	156.52	120.00
现金转换周期	79.59	98.22	126.36	84.52	72.00

每股指标 (人民币)

EPS	10.17	2.45	(0.22)	0.45	1.08
每股净资产	21.84	23.32	22.29	21.95	22.23

正文目录

投资要点	4
投资逻辑.....	4
与市场不同观点.....	4
全球锂行业龙头，穿越行业底部周期	5
穿越多轮周期，打造全产业链锂行业龙头	5
公司锂产品业务贡献主要利润，锂价下跌导致公司业绩承压.....	6
护城河：周期底部加快锂资源建设，全产业链优势愈发牢固	8
锂资源开发：加快矿山投产，资源自给率有望迅速上升	9
锂盐和锂金属加工：公司拥有锂盐年产能超 20 万吨，未来增长依旧可期	10
锂电池制造和回收利用：公司加大下游锂电延伸，回收领域综合处理能力为行业领先	10
锂：延续震荡寻底，景气度上行周期或在 26 年之前开启	12
盈利预测与估值：首次覆盖，给予“增持”评级	15
盈利预测.....	15
估值.....	17
风险提示.....	17

投资要点

投资逻辑

- 1) 公司在行业周期底部加快资源端建设，25 年权益锂资源产能或达到 13 万吨/年以上，处于国内行业第一，全球前列。伴随公司阿根廷 CO 项目在 23 年投产以及马里锂辉石项目于 24 年 12 月投产，公司在锂资源端增量显著，同时公司国内锂盐产能进度加速推进，2.5 万吨/年的江西丰城氢氧化锂项目在 24 年投产。据我们测算公司 25 年锂资源权益产能超 13 万吨，锂盐产能超 20 万吨，公司锂资源自给率或在 25 年上升至 40% 以上，无论从锂资源还是锂盐角度来看，对比行业其他公司均处于领先地位。
- 2) 锂价中短期或延续震荡寻底，景气度上行周期有望在 26 年前开启。我们认为尽管 25 年锂供需格局或仍然偏松，但由于当前锂价已处于成本曲线 90% 分位数附近，精矿价格已接近 Mt Marion、Wodgina 等澳矿成本线，叠加非洲矿山 2024 年通过提升矿石入选品位降本的方式或难持续，部分厂商已面临亏损，因此我们认为锂价在 25 年下行空间不大；虽然 25 年锂价走势存在不确定性，但我们对行业已不悲观；不论何种情况发生，26 年行业景气大概率均向上。
- 3) 行业底部周期，公司积极加快锂资源建设，公司增量或与行业景气度升温形成共振。公司资源端布局成效显著，随着马里锂辉石项目临近投产，公司锂资源产能迅速上升。同时我们认为锂价或已接近周期底部，若锂行业迎来景气度上行周期，公司锂资源业务有望迎来量价齐升，公司业绩大概率获得较大幅度修复性增长。

与市场不同观点

1) 锂价 25 年延续震荡寻底，景气度上行周期或在 26 年前开启。目前市场对于锂价的判断，部分是基于矿山产量指引的静态供需测算，认为 25-26 年仍然处于供给过剩状态；也有部分认为行业供需已反转。但我们认为 25 年锂价表现可能取决于需求，如果 25 年需求表现好于市场预期，则锂价可能在 7-9 万元/吨区间震荡，存在季节性供需错配带来的投资机会；如果 25 年需求表现弱于市场预期，则锂价可能重新跌回至 7 万元/吨以下，低价能否触发大型矿山退出则将成为行业供需格局能否反转的关键。综上我们认为虽然 25 年锂价走势存在不确定性，但我们对行业已不悲观；不论何种情况发生，26 年行业景气大概率均向上。

2) 公司在资源端的布局已获成效，锂价上涨对公司的业绩弹性或高于同行业其他公司。由于 Mt Marion、Goulamina 等矿山成本处于全行业中等水平，市场认为公司布局的锂资源成本优势并不显著，且由于锂盐产能规模大，导致资源端自给率偏低，在锂价低位时相对同行优势并不明显。但我们认为在锂价结束大幅下跌阶段进入寻底震荡并开启向上周期时，锂价上行对公司单吨盈利带来的修复幅度相对行业其他公司更大，同时公司锂资源产能在 23-24 年迎来明显提升，量利同升将使得公司未来业绩修复增速更具优势。

图表1：2026 年相同价格假设下盈利弹性测算

赣锋	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	天齐	8.0	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5
850	5.8	11.5	17.2	22.9	28.6	34.3	40.0	45.6	51.2	56.8	850	32.1	33.6	35.0	36.5	38.0	39.5	40.9	42.4	43.9	45.3
900	4.4	10.1	15.8	21.6	27.3	33.0	38.6	44.2	49.8	55.5	900	33.0	34.4	35.9	37.4	38.8	40.3	41.8	43.3	44.7	46.2
950	3.0	8.8	14.5	20.2	25.9	31.6	37.3	42.9	48.5	54.1	950	33.8	35.3	36.8	38.2	39.7	41.2	42.7	44.1	45.6	47.1
1000	1.7	7.4	13.1	18.8	24.6	30.3	35.9	41.5	47.1	52.8	1000	34.7	36.2	37.6	39.1	40.6	42.0	43.5	45.0	46.5	47.9
1050	0.3	6.0	11.7	17.5	23.2	28.9	34.5	40.2	45.8	51.4	1050	35.5	37.0	38.5	40.0	41.4	42.9	44.4	45.9	47.3	48.8
1100	-1.1	4.7	10.4	16.1	21.8	27.6	33.2	38.8	44.4	50.0	1100	36.4	37.9	39.4	40.8	42.3	43.8	45.3	46.7	48.2	49.7
1150	-2.4	3.3	9.0	14.7	20.5	26.2	31.8	37.5	43.1	48.7	1150	37.3	38.7	40.2	41.7	43.2	44.6	46.1	47.6	49.1	50.5
1200	-3.8	1.9	7.7	13.4	19.1	24.8	30.5	36.1	41.7	47.3	1200	38.1	39.6	41.1	42.6	44.0	45.5	47.0	48.5	49.9	51.4
1250	-5.2	0.6	6.3	12.0	17.7	23.5	29.1	34.7	40.4	46.0	1250	39.0	40.5	42.0	43.4	44.9	46.4	47.8	49.3	50.8	52.3
1300	-6.5	-0.8	4.9	10.7	16.4	22.1	27.8	33.4	39.0	44.6	1300	39.9	41.3	42.8	44.3	45.8	47.2	48.7	50.2	51.7	53.1
1350	-7.9	-2.2	3.6	9.3	15.0	20.7	26.4	32.0	37.7	43.3	1350	40.7	42.2	43.7	45.2	46.6	48.1	49.6	51.0	52.5	54.0

注：上表横坐标表示碳酸锂含税市场价格（单位：万元/吨），纵坐标表示锂辉石精矿市场价（单位：美金/吨）中间为不同价格假设下的 26 年业绩预测（单位：亿元）

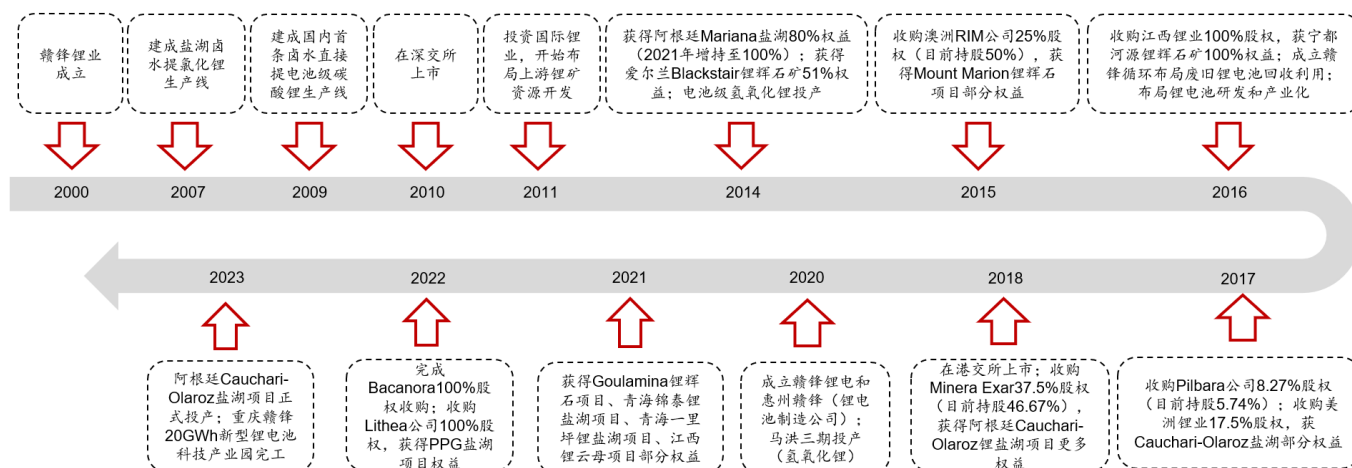
资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究预测

全球锂行业龙头，穿越行业底部周期

穿越多轮周期，打造全产业链锂行业龙头

公司为全球领先的锂全产业链企业。赣锋锂业成立于 2000 年，成立初期主营金属锂和氯化锂的生产和销售；2010 年于深交所上市，成为国内锂行业第一家上市公司；2011 年起上延产业链，布局锂资源开发，先后通过参股获得 Mt marion 矿等海内外优质锂资源项目权益；2018 年于港交所上市，成为锂行业第一家“A+H”同步上市公司；2021 年公司逐步获得马里 Goulamina 锂辉石项目部分权益，截至 24Q3 公司共持有该项目 60% 股权；2023 年阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目投产。公司经过多年上下游整合，目前已形成锂全产业链布局，业务贯穿上游锂资源开发、中游锂盐和锂金属加工、下游锂电池制造和回收利用。

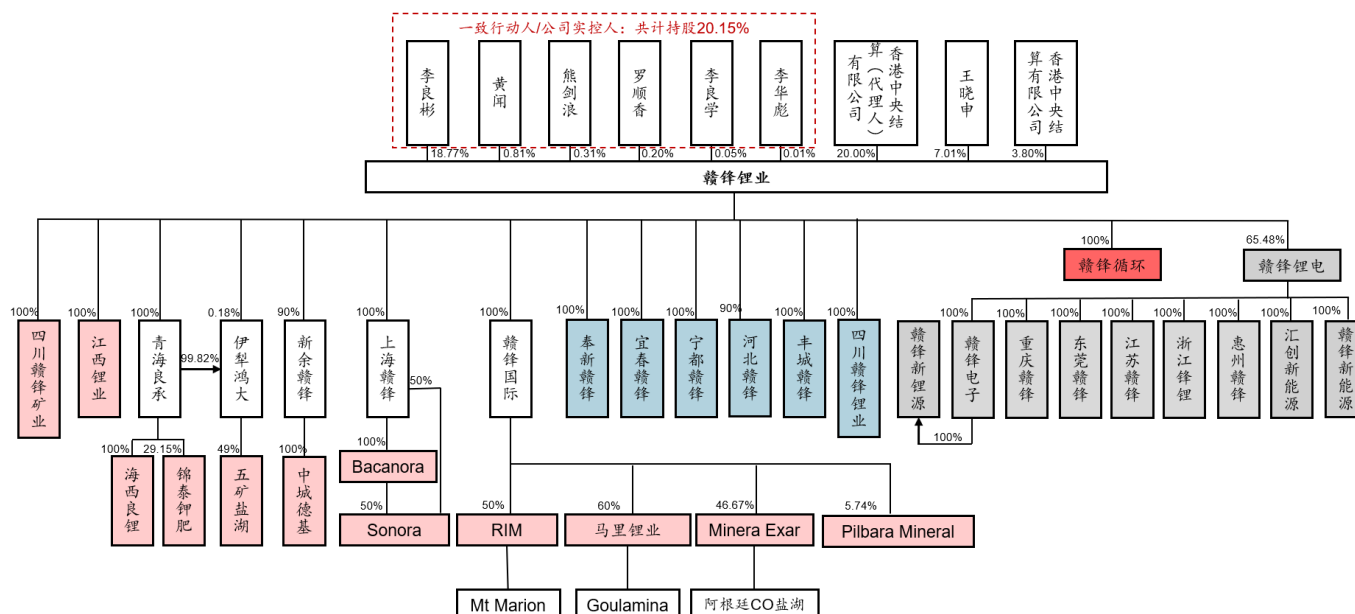
图表2：赣锋锂业发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

李良彬家族为公司实控人。截至 24Q3，公司创始人李良彬先生及其亲属为一致行动人、公司实控人，共计持股 20.15%。公司前五大股东为李良彬（18.77%）、香港中央结算（代理人）有限公司（20.00%）、王晓申（7.01%）、香港中央结算有限公司（6.56%）、黄闻（0.81%）。

图表3：赣锋锂业股权结构（截至 24Q3）

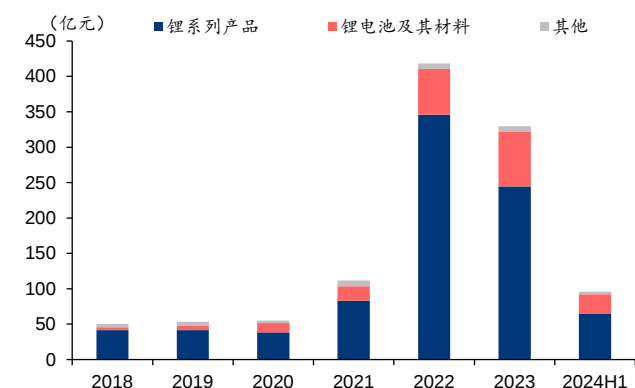


资料来源：公司公告，华泰研究

公司锂产品业务贡献主要利润，锂价下跌导致公司业绩承压

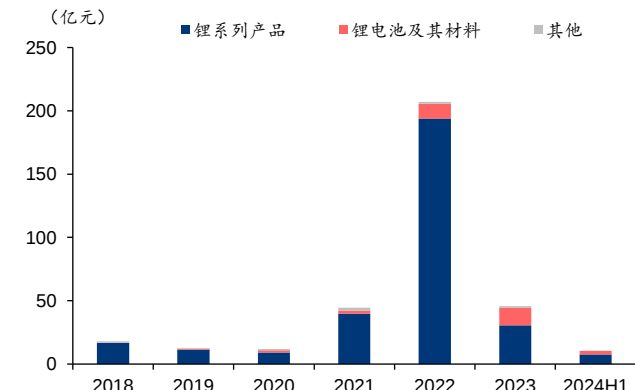
锂系列产品为公司主营业务，毛利占比高达 60% 以上。公司业务可分为锂系列产品、锂电池及其材料和其他三大板块，其中锂系列产品以碳酸锂、氢氧化锂等锂盐及锂金属产品为主。从营收结构来看，2023 年公司锂系列产品实现营收 244.65 亿元，占总营收比例为 74.20%；锂电池及其材料业务实现营收 77.08 亿元，占比 23.38%。从盈利角度来看，公司锂系列产品在 23 年实现毛利 30.65 亿元(yoy-84.20%)，毛利率 12.53%(yoy-43.58%)，占公司总毛利比例高达 67.00%，是公司主要业绩贡献点。

图表4：公司 2018-2024H1 各类业务营收及占比



资料来源：公司财报，华泰研究

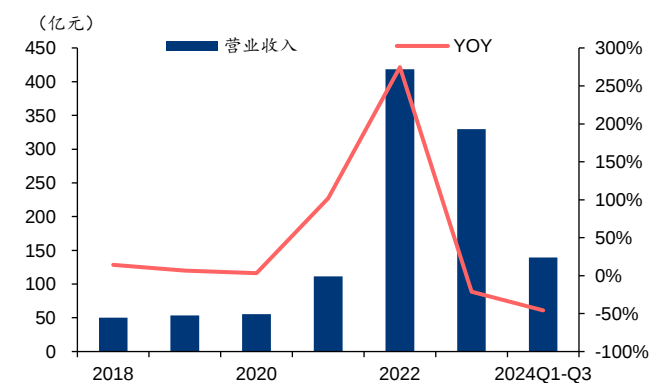
图表5：公司 2018-2024H1 锂系列产品业务毛利占比



资料来源：公司财报，华泰研究

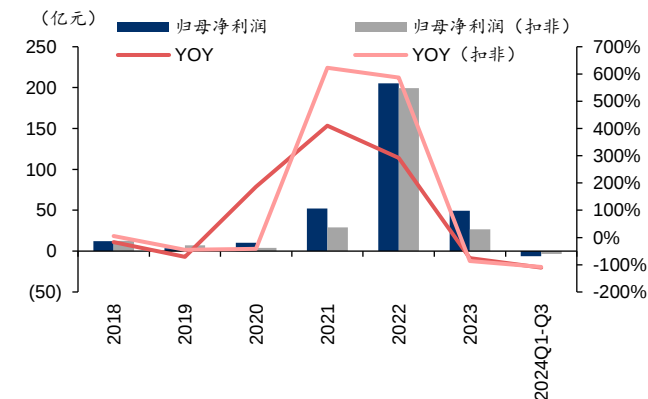
锂价下跌，公司 23 年以来业绩承压。2021~2022 年新能源行业高速发展下，受益于锂盐价格大幅上涨，同时叠加项目产能释放顺利，公司产品在 21-22 年量价齐升，营收、盈利均实现高速增长。2023 年以来，因全球锂矿供给大幅增加，锂价下行，公司业绩下滑较多，23 年公司营业收入下降 21.16% 至 329.72 亿元，归母净利润下降 75.87% 至 49.47 亿元；2024Q1-Q3，锂盐及锂电池产品销售价格持续下跌，公司实现营收 139.25 亿元，归母净利润-6.4 亿元。

图表6：公司 2018-9M24 营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司财报，华泰研究

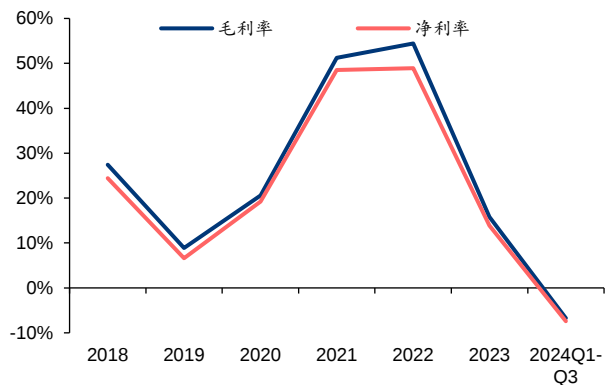
图表7：公司 2018-9M24 归母净利润&扣非（亿元）及增速



资料来源：公司财报，华泰研究

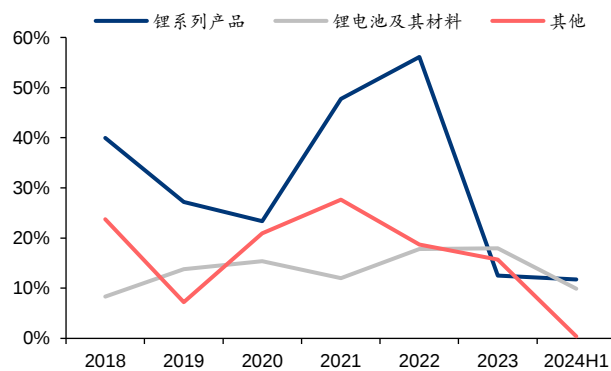
行业周期性波动影响，公司毛利率下降，费用率上升。22 年起，公司毛利率持续下降，主要系锂盐及锂金属市场价格下滑所致。2023 年公司毛利率/净利率分别为 15.83%/13.88%，同比下降 38.06pct/35.05pct；2024Q1-Q3 分别为 -6.73%/-7.41% (yoy-111.90pct/-117.95pct)。费用方面，18~23 年，公司合计期间费用率保持在 5% 左右，维持相对稳定；24Q1-Q3 增幅较大，合计期间费率达到 15.41% (yoy+10.47pct)，其中财务费用因利息支出上升及汇兑损失增加同比增长 38.77%，是公司前三季度合计费用上行的主要因素。

图表8：公司 2018-9M24 毛利率与净利率



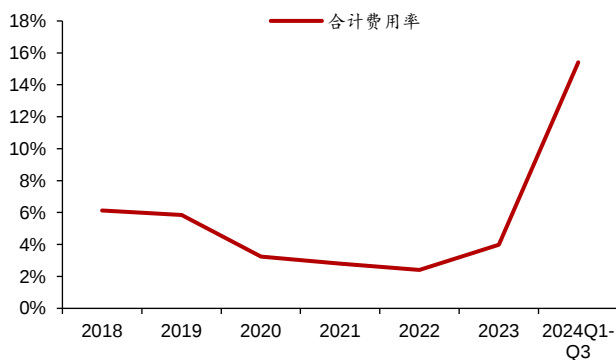
资料来源：公司财报，华泰研究

图表9：公司 2018-2024H1 年分产品毛利率



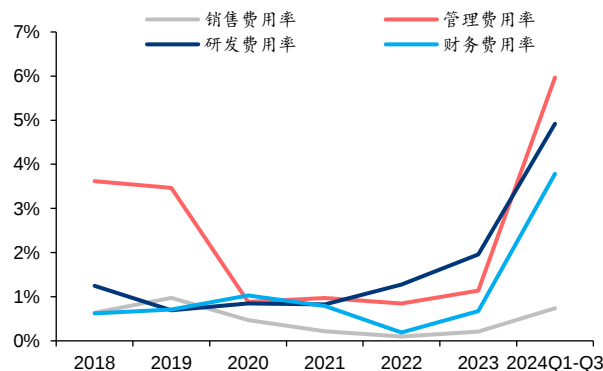
资料来源：公司财报，华泰研究

图表10：公司 2018-9M24 合计期间费用率



资料来源：公司财报，华泰研究

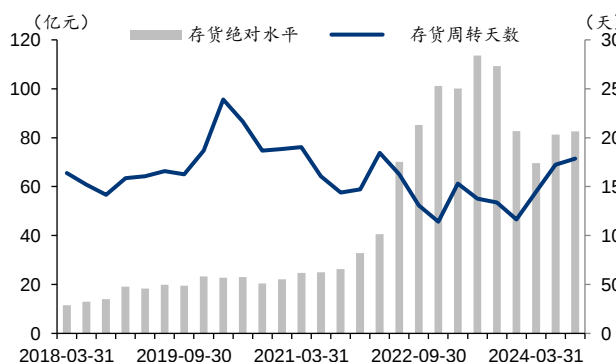
图表11：公司 2018-9M24 间各类费用率



资料来源：公司财报，华泰研究

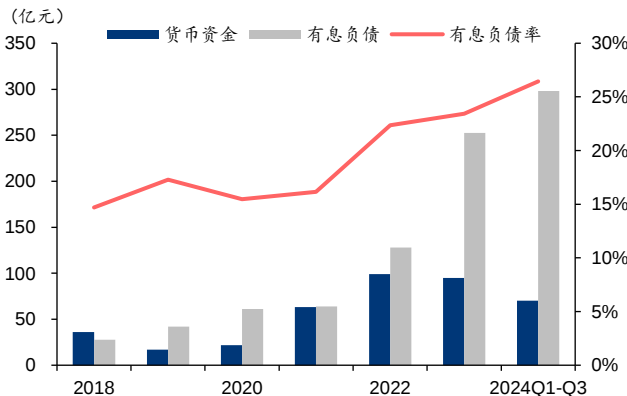
经营方面，公司目前存货绝对水平及周转率均已处于合理水平，公司现金充足，行业底部周期凸显龙头韧性。1) 受锂价大幅下跌因素影响，公司计提减值，公司存货绝对水平在 24 年 Q3-Q4 大幅下降，随后 24Q2 至今锂价下跌幅度放缓，公司目前库存绝对水平及周转天数均已处于合理水平。2) 公司资金充足，截止 24Q3 末，公司货币资金为 70.14 亿元。3) 近年来伴随公司规模快速扩张，及行业景气度在 23 年以来进入下行周期，公司有息负债从 2020 年的 61.17 亿元上升至 24Q3 的 298.18 亿元，但从有息负债率来看上升幅度相对较小，截至 24Q3 为 26.45%，未来公司规划新建项目减少，公司负债情况或呈现逐年改善。

图表12：公司 2018-9M24 存货绝对水平及周转天数



资料来源：公司财报，华泰研究

图表13：公司 2018-9M24 末货币资金（亿元）与资产负债率

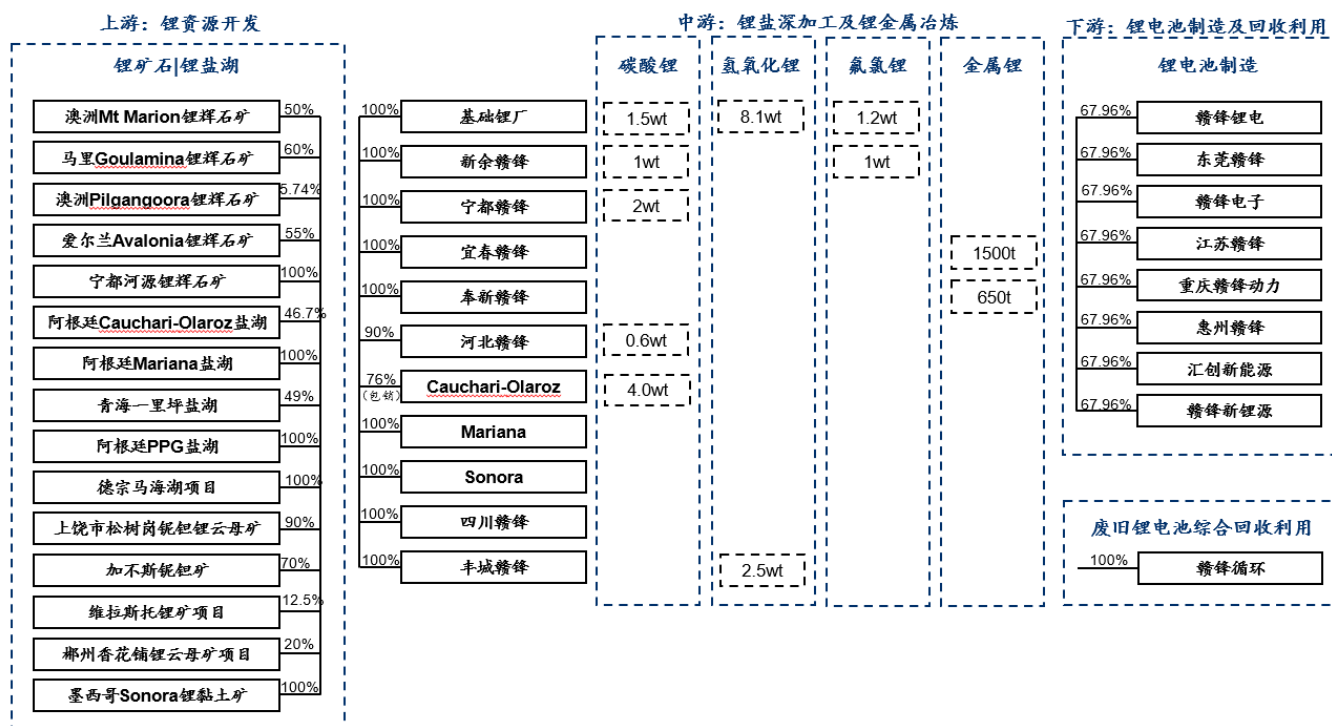


资料来源：公司财报，华泰研究

护城河：周期底部加快锂资源建设，全产业链优势愈发牢固

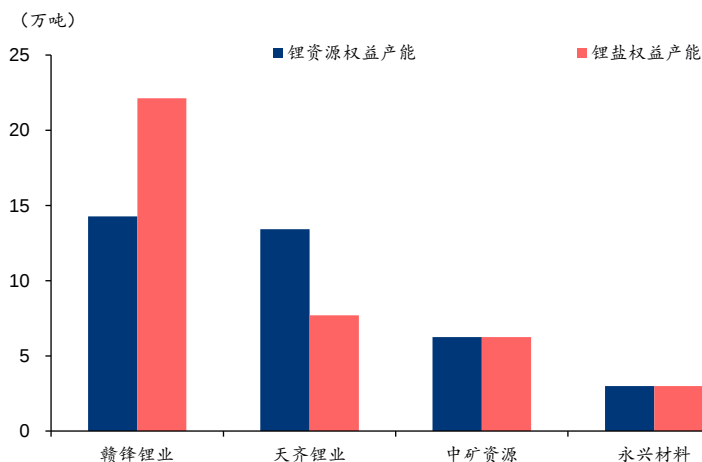
公司起步于锂盐加工业务，历经多年整合扩张，成功实现上游锂资源开发、中游锂盐及锂金属加工、下游锂电池制造和回收利用全产业链布局；其中公司当前在锂资源及冶炼产能布局方面效果显著，我们测算公司 25 年锂资源权益产能超 13 万吨，锂盐产能超 20 万吨，预计公司锂资源自给率或在 25 年上升至 42%，无论从锂资源还是锂盐角度来看，对比行业其他公司均处于领先地位。公司稳健基本面向下，我们认为锂价或在 26 年前迎来企稳反转，公司业绩或凭借其规模及资源优势实现较大幅度回升。

图表14：赣锋锂业产业链产能分布（截至 24Q3）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表15：锂行业主要上市公司锂资源权益产能及锂盐权益产能（截至 24Q3）



注：盐湖股份由于实际产量超过其产能，其权益量按照 24 年指引产量计算

资料来源：SMM、华泰研究

锂资源开发：加快矿山投产，资源自给率有望迅速上升

公司控股或参股锂资源项目超 15 座，在产项目 4 个。根据半年报披露，公司目前合计控股及参股的锂资源项目超 15 座，其中在产锂辉石及盐湖项目共计 4 个。截至 2024H1，公司澳洲 Mt Marion 锂辉石项目、Pilgangoora 锂辉石项目、青海一里坪盐湖项目均为在产项目，其中 Mount Marion 项目为公司目前锂原材料的重要来源，该项目 90 万吨/年锂辉石精矿产能的扩产建设工作已于 2023 年完成，产能将持续释放。盐湖方面，阿根廷 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目产能爬坡进展顺利，目前产出已爬坡至设计产能的 70% 左右，2024 年计划完成 20,000 吨-25,000 吨碳酸锂产品的生产，预计明年实现满产。

公司马里 Goulamina 锂辉石项目接近投产，公司资源端竞争力有望得到明显提升。在建项目方面，据半年报披露，公司目前持有 60% 股权的 Goulamina 锂辉石项目一期的浮选产线建设正在进行收尾工作，预计将于 2024 年年内产出首批锂辉石产品，该项目年产能 50.6 万吨锂辉石，项目投产后，或大幅提升公司锂资源自给率；盐湖方面，阿根廷 Mariana 项目同样计划在 2024 年底前试生产；蒙金矿业旗下内蒙古加不斯妮钽矿项目规划产能 2 万吨碳酸锂，资源禀赋较高，是公司目前重点推进建设的云母资源之一。

图表16：赣锋锂业参控股锂资源梳理

矿山	方式	种类	位置	股权	资源量 (wt, LCE)	现有产能
澳洲 Mount Marion 锂辉石项目	自有/在产	锂辉石	澳洲	50%	222.5	90 万吨混合精矿产能
澳洲 Pilgangoora 锂辉石项目	参股/在产	锂辉石	澳洲	6%	1187	-
马里 Goulamina 锂辉石项目	自有/在建	锂辉石	非洲马里	60%	714	50.6 万吨精矿产能
爱尔兰 Avalonia 锂辉石项目	自有/在建	锂辉石	爱尔兰	55%	勘探中	-
宁都河源锂辉石项目	自有/在建	锂辉石	江西	100%	10	-
阿根廷 Cauchari-Olaroz 盐湖项目	自有/在产	盐湖	阿根廷	47%	2458	4 万吨碳酸锂产能
阿根廷 Mariana 盐湖项目	自有/在建	盐湖	阿根廷	100%	812.1	2 万吨氯化锂产能
青海一里坪盐湖项目	参股/在产	盐湖	青海	49%	165	1.4 万吨碳酸锂产能
PPG 项目	自有/在建	盐湖	阿根廷	100%	1106	规划 5 万吨碳酸锂
青海德宗马海湖项目	自有/在建	盐湖	青海	100%	勘探中	-
内蒙古维拉斯托锂矿项目	参股/在建	锂云母	内蒙古	13%	142	-
湖南郴州香花铺锂云母矿项目	参股/在建	锂云母	湖南	20%	勘探中	-
上饶松树岗钽铌矿项目	自有/在建	锂云母	江西	90%	149	规划 5 万吨碳酸锂
蒙金矿业加不斯妮钽矿	自有/在建	锂云母	内蒙古	70%	111	规划 2 万吨碳酸锂产能
墨西哥 Sonora 锂黏土项目	自有/在建	锂黏土	墨西哥	100%	882	-

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

根据我们统计，截至 24Q3，公司锂资源产能折合碳酸锂 11.5 万吨，权益产能 8.6 万吨，伴随马里 Goulamina 及 Mariana 投产，公司 25 年锂资源产能或将达到 23.5 万吨，权益产能达到 13.8 万吨，权益口径锂资源端产能增长或超 5 万吨/年。产量方面受益于产能扩张及阿根廷 CO 盐湖顺利爬坡，预计公司 25 年锂资源产量将超 13 万吨，权益产量达到 7.5 万吨。

图表17：赣锋锂业自有锂资源产能及产量统计

矿山	权益	24Q3 产能	25 年预期产能	24 年预期产量 (LCE)	25 年预期产量 (LCE)	26 年预期产量 (折 LCE)
Mt Marion	50%	7.5	7.5	5.0	4.0	5.0
Goulamina	0.6	0.0	6.3		3.8	6.3
Cauchari-Olaroz	46.67%	4.0	4.0	2.5	3.5	3.5
Mariana	100%		2.3		0.5	1
加不斯妮钽矿	70%		2.0		0.6	0.6
合计（包含一里坪）		11.5	23.5	7.5	13.8	17.8
权益合计（包含一里坪）		8.6	13.8	3.7	7.5	10

注：上述项目均为自有控股项目，单位均为万吨

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究预测

锂盐和锂金属加工：公司拥有锂盐年产能超 20 万吨，未来增长依旧可期

据我们测算，公司截至 24Q2 拥有锂盐产能达 22.3 万吨/年，规划 2030 年拥有锂盐产能超 60 万吨 LCE。公司目前拥有锂盐及金属加工基地 7 个，原料来自包销与自有锂矿供应，据统计截至 24Q2 公司合计拥有在产锂盐产能 22.3 万吨。公司目前规划及在建锂盐项目合计产能 20.2 万吨/年，所有项目建成后，公司有望形成超过 40 万吨/年锂盐产能，远期公司计划于 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。此外，为应对行业降本需求下的产品技术路线转型，公司积极应对调整项目重心，据公司 24.10.10 公告，公司计划与江西升华成立合资公司，合作建设 10 万吨/年磷酸二氢锂。

图表18：公司锂盐有效产能梳理

产品种类	工厂	持股	位置	状态	设计产能 (吨/年)
碳酸锂	万吨锂盐	100%	江西新余	已建成	15000
	新余赣锋	100%	江西新余	已建成	10000
	宁都赣锋	100%	江西宁都	已建成	20000
	河北赣锋	90%	河北沧州	已建成	6000
	Cauchari-Olaroz	46.67%	阿根廷 Jujuy 省	2024 年投产爬坡阶段	40000
氢氧化锂	万吨锂盐	100%	江西新余	已建成	81000
	赣锋丰城一期	100%	江西丰城	2024 年投产，爬坡阶段	25000
氯化锂	万吨锂盐	100%	江西新余	已建成	12000
氟化锂	新余赣锋	100%	江西新余	已建成	10000
丁基锂	万吨锂盐	100%	江西新余	已建成	2000
金属锂	宜春赣锋	100%	江西宜春	已建成	1500
	奉新赣锋	100%	江西奉新	已建成	650

资料来源：公司公告，华泰研究

锂电池制造和回收利用：公司加大下游锂电延伸，回收领域综合处理能力为行业领先

公司锂电池种类丰富，并积极参与前沿固态电池领域研发，技术成果突出。依托公司上游锂资源供应及全产业链优势，公司的锂电池业务已覆盖固态锂电池、动力电池、消费类电池、聚合物锂电池、储能电池及储能系统等五大类二十余种产品。研发方面，公司自主开发的长续航纯电动汽车应用的高安全高比能固液混合动力锂电池，已实现开发、装车应用及产业化目标。产能布局方面，截至 24Q2 公司已建成包括新余、惠州、苏州等 6 大生产基地，据统计，公司未来在建及规划电池项目合计超过 30GWh。

图表19：公司锂电池有效产能

生产基地	位置	细分产品种类	设计产能
惠州赣锋	广东惠州	TWS 电池生产线、3C 数码聚合物锂电池产线	1 亿只聚合物锂电池/年
赣锋锂电	江西新余	锂动力电池、储能电池、电池模组及 PACK 系统	动力电池一期：3GWh 磷酸铁锂电池/年
			动力电池二期：10GWh 新型锂电池/年
赣锋电子、 赣锋新锂源	江西新余	智能穿戴产品专用聚合物锂电池、TWS 无线蓝牙耳机 机电池、电子烟锂电池	3.9 亿只小型聚合物锂电池/年
江苏赣锋	江苏苏州	工业车辆用动力与储能电池组、PACK 系统	10 万台工业车辆动力电池系统/年
汇创新能源	广东东莞	两轮车、户外储能及家庭储能 PACK 系统	4GWh 电池 PACK 系统/年
重庆赣锋动力	重庆	动力电池 PACK 系统	6GWh 动力电池系统/年

资料来源：公司公告，华泰研究

图表20：公司锂电池业务产能规划

项目公司	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	新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目	重庆两江新区	新型锂电池科技产业园及先进电池研究院项目建设锂电池生产线、厂房、技术研究院及其他配套设施，项目产品包括新型固态锂电池、磷酸铁锂电池等多种电池类型，主要应用于新能源汽车动力电池、储能电池及水下和空间作业设备电源等领域。
东莞赣锋	年产 10GWh 新型锂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)	牧勒川乳业开发区	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，华泰研究

公司为全国电池综合处理能力前三的企业之一。据公告，截至 24Q2 公司拥有废旧锂电池回收处理能力 20 万吨。其中锂综合回收率在 90%以上，镍钴金属回收率在 95%以上，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。此外规划年产 2 万吨碳酸锂及年产 8 万吨磷酸铁项目正在建设中，预计 24 年下半年建成并逐步投产。

锂：延续震荡寻底，景气度上行周期或在 26 年之前开启

24-25 年为锂矿项目投产高峰期，预计 24-26 年全球锂供给端 CAGR 18.54%。24 年碳酸锂价格延续较大幅度下跌背景下，包括澳洲 Finniss 等成本较高矿山已计划停产，阿根廷及国内部分盐湖项目同样公告延迟投产，PLS 公告 25FY 产量指引下调 10 万吨锂辉石；但截至 24.10，在建即将投产及扩产项目数量依旧较多，供需格局仍然过剩。24-25 年为上一轮锂行业高景气周期刺激下的扩产项目投产高峰期，Greenbush 三期及马里 Goulamina 等大型锂辉石项目将在今年年底或明年建成投产，CO 等南美盐湖新增项目已处于爬坡阶段，据我们测算，24-26 年全球锂资源供给同比增速分别为 21.86%/19.55%/14.33%，CAGR 或达 18.54%。

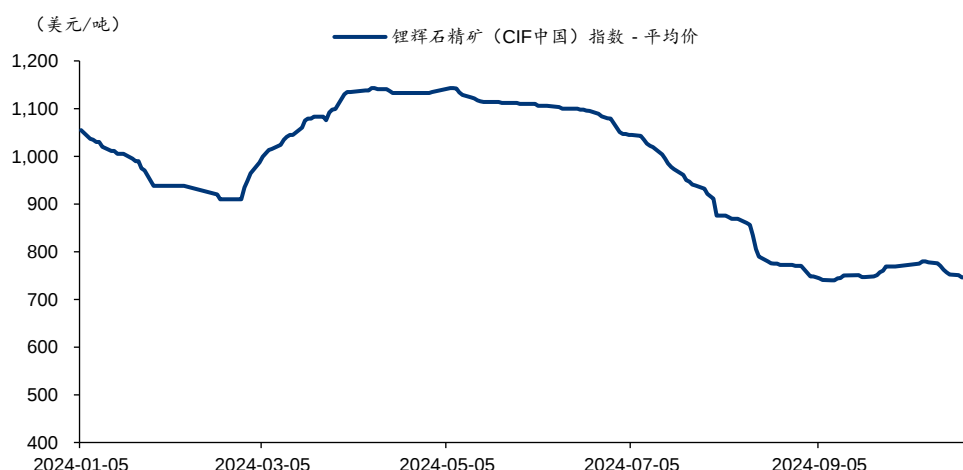
图表21：全球 24-25 年主要锂资源投产或扩建项目

项目	归属公司	规划设计产能	投产时间
Greenbush	天齐锂业/雅宝	三期项目预计扩产 52 万吨锂辉石精矿	预计 25Q3 实现投产
Kathleen Valley Lithium Project	Liontown	原矿 300 万吨/年产能，折合 SC6 约 50 万吨精矿	24 年年中投产，试生产中
Goulamina	赣锋锂业	50.6 万吨锂辉石精矿	24 年年底投产
Cauchari-Olaroz	赣锋锂业	年产能 4 万吨 LCE	23 年已投产，24 年年底实现达产
Tres Quebradas(3Q)	紫金矿业	2 万吨碳酸锂产能	25 年投产
李家沟锂矿	川能动力/雅化	采选锂辉石 105 万吨/年，年产锂精矿约 18 万吨	2024 年第三季度开始联动试车
麻米错盐湖	藏格矿业	5 万吨 LCE 产能	完成基础建设
察尔汗盐湖	盐湖股份	4 万吨 LCE 产能	预计 24 年年底投产

资料来源：各公司公告、华泰研究

但值得关注的是，目前矿价已下跌至部分澳矿成本线附近，若矿价进一步下跌，25 年供给端或进一步减产。据 SMM，7-8 月锂精矿价格下跌幅度较大，截至 10 月 25 日，澳洲锂辉石精矿含税到岸价格已下跌至 750 美金/吨以下，接近澳洲主流矿山成本线附近。根据我们统计，澳洲 Baldhill、Wodgina、Mt Marion 三大矿山不含税到岸成本约在 660 美金左右，上述矿山 25FY 合计产量指引为 84-94.5 万吨，折合碳酸锂超过 10 万吨；若矿价进一步下降，部分矿山或减产。

图表22：锂辉石精矿（CIF 中国）指数-平均价



资料来源：SMM、华泰研究

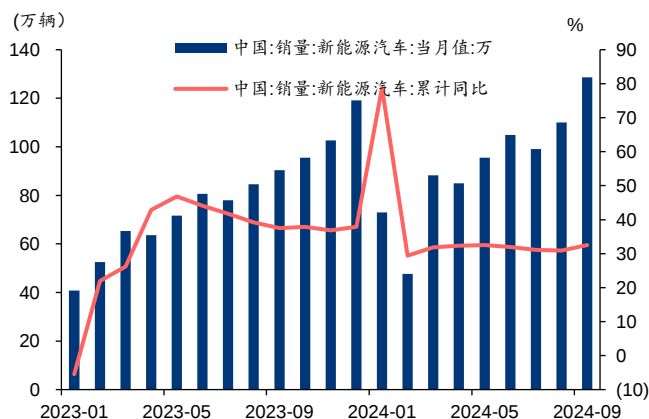
图表23：高成本澳矿梳理

	成本情况	生产经营
Finniss	24 财年平均成本 1396 美元/吨	原矿在 24 年年底消耗完毕，停产
Cattlin	24Q2 现金维持成本预计 700 美金/吨	25 年指引 11.4 万吨，资源接近枯竭
Baldhill	指引现金 FOB25FY800-890 澳元	矿山停止运营，25FY 发货量下调至 6 万吨
Wodgina	指引现金 FOB25FY800-890 澳元	25FY 指引 42-46 万吨
Mt Marion	指引现金 FOB25FY870-970 澳元	25FY 指引 30-34 万吨

资料来源：各公司公告、华泰研究

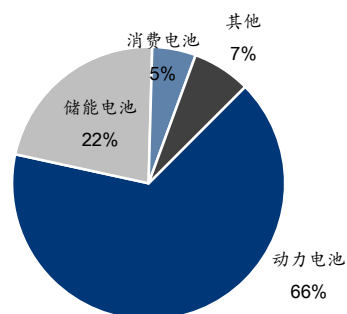
储能高增长支撑锂需求，预计 24-26 年全球锂下游需求复合增速为 16.87%。根据中汽协数据，24 年 1-10 月国内新能源车销售累计同比+33.93%，维持较高增速，“以旧换新”政策持续发力背景下，我们对国内未来新能源汽车消费保持乐观。海外方面，受欧洲补贴政策退坡及美国市场渗透率放缓等因素影响，海外新能源汽车消费增速在 24 年有所放缓，基于未来欧洲补贴退坡影响逐步消除，我们认为海外新能源汽车消费增速或在 25/26 年迎来修复。储能方面，根据 CNESA，24 年 1-9 月国内储能新增装机量达 42.1GWh，同比+50.4%，伴随新能源发电量占比上升至较高水平，配套储能需求在未来或持续高速增长，成为锂下游需求增长主要拉动项。根据我们测算，25 年碳酸锂下游锂电需求中，新能源车/储能用锂电占比或分别为 66%/22%。据我们测算全球锂 24-26 年下游需求增速分别为 13.95%/19.34%/17.40%，复合增速为 16.87%。

图表24：国内新能源汽车销量及累计同比



资料来源：Wind、华泰研究

图表25：2025 年锂电装机量应用结构预测

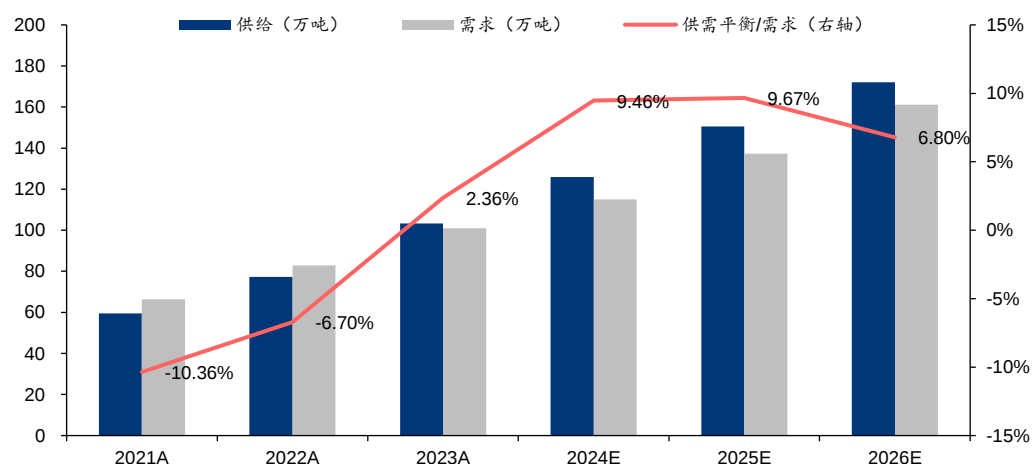


资料来源：SMM、华泰研究预测

根据我们测算，24-26 年全球锂供给过剩量占总需求的比例分别为 9.46%/9.67%/6.80%，25 年低价能否触发矿山进一步减产或是供需格局能否出现修复拐点的关键。24 年部分海外高成本矿山降本幅度较大，导致可统计碳酸锂成本曲线下移较多；据我们测算，25 年全球锂精矿成本曲线 90%分位数约为 7.0 万元/吨（不含税），24 年 10 月初锂价跌至 7 万元附近，但是矿山减产仍有限供给过剩格局并未改变。由于精矿价格已接近 Mt marion、Wodgina 等澳矿成本线，叠加非洲矿山 24 年通过提升矿石入选品位降本的方式或难持续，2025 年碳酸锂低价能否触发矿山减产或是供需格局是否出现修复拐点的关键。

锂价：根据上述供需分析，我们认为如果 25 年需求表现好于市场预期，则锂价可能在 7-9 万元/吨区间震荡，存在季节性供需错配带来的投资机会；如果 25 年需求表现弱于市场预期，则锂价可能重新跌回至 7 万元/吨以下，低价能否触发大型矿山退出则将成为行业供需格局能否反转的关键。综上我们认为虽然 25 年锂价走势存在不确定性，但我们对行业已不悲观；不论何种情况发生，26 年行业景气大概率均向上。

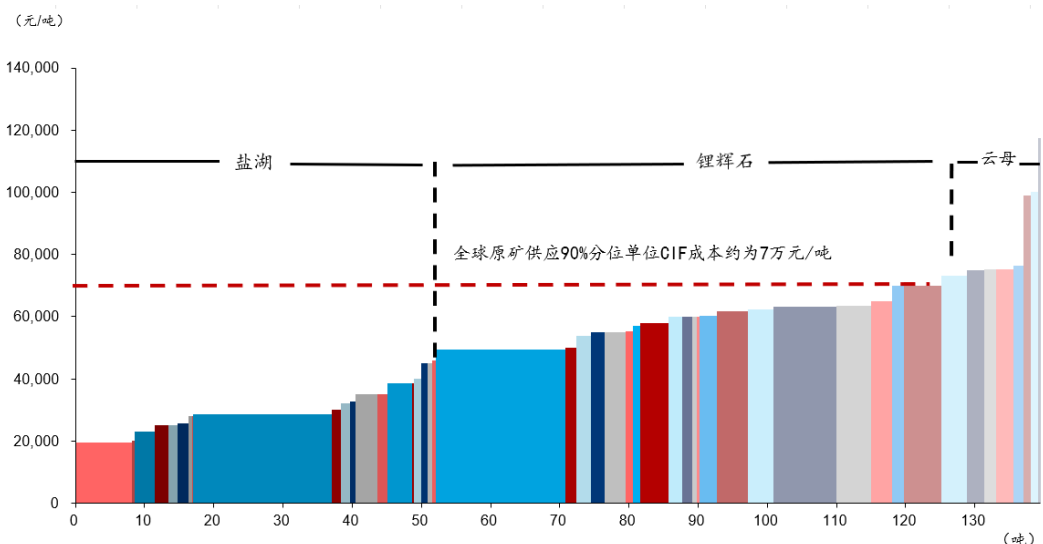
图表26：全球锂供需平衡测算



注：数据均为折碳酸锂口径

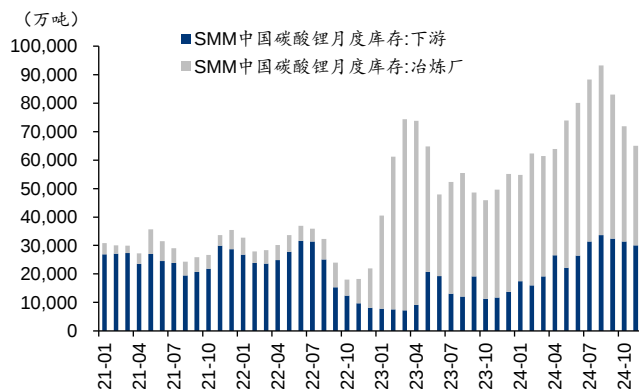
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表27：2025 年全球锂精矿成本曲线（CIF）



资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表28：SMM 碳酸锂月度库存仍处于历史相对较高水平



资料来源：Wind、华泰研究

图表29：电池级碳酸锂平均价



资料来源：SMM、华泰研究预测

盈利预测与估值：首次覆盖，给予“增持”评级

盈利预测

1) 基础化学材料业务

24-26 年碳酸锂产量预测：据《投资者关系活动记录表》(24.03.29 及 24.08.29)，公司在阿根廷的 Cauchari-Olaroz 锂盐湖项目产能爬坡进展顺利，在 23 年完成了约合 6000 吨 LCE 的产品生产，该项目计划在 2024 年完成 2-2.5 万吨碳酸锂产品的生产。我们假设该盐湖 24 年产量 2.5 万吨，25 年满产达到 4 万吨。此外，据 23 年年报，公司蒙金矿业加不斯锂钽矿项目目前已完成一期 60 万吨/年采选工程的建设并开始调试，我们假设 25 年投产，对应 0.6 万吨碳酸锂产量预期。叠加原有项目稳定生产，我们预计公司碳酸锂产量 24-26 年分别为 4.4、7.5、8.5 万吨。

24-26 年氢氧化锂产量预测：公司丰城赣锋一期年产 2.5 万吨氢氧化锂项目在 24 年一季度已建设完成。我们假设 24 年贡献产量 1 万吨，25 年满产。其他未明确投产时间的项目我们暂不考虑，最终预期 24-26 年公司氢氧化锂产量分别为 8、9.5、9.5 万吨。

根据公司历史上产销率水平，我们假设 24-26 年产销率维持 100%。

价格预测：

根据前文我们对供需的预测，我们假设 24/25/26 年碳酸锂含税均价分别为 8.7/8.5/10 万元/吨，氢氧化锂含税均价分别 8.3/8/9.5 万元/吨，锂辉石不含税均价分别为 950/900/1100 美金/吨。

成本预测：

我们测算公司 24-26 年自给率分别为 32%、42%、53%，且我们认为随着公司新建盐湖项目的投产，有望带动综合成本下移。根据公司旗下海外项目成本指引，我们假设 24-26 年公司自有矿平均成本分别为 670、650、600 美金/吨，外购矿根据市场价格假设 24-26 年锂辉石价格分别为 950/900/1100 美元/吨。

2) 锂电池系列产品

公司电池板块四大品类持续发力，24H1 受整体市场影响，电池板块实现营收 27 亿元，yoy-33.73%，由于公司年内产能订单维持稳定，24 全年我们依据 24H1 电池营收年化假设。考虑公司在建项目进度，近期预计产能投放相对稳定，我们假设 25-26 年电池业务增速分别为 5%、10%。

24H1 电池业务毛利率 9.88%，考虑到电池业务市场竞争已相对充分，毛利率或维持相对稳定，因此我们假设 24-26 年毛利率均保持 10%。

3) 其他业务我们假设相对平稳，给予 5% 的营收增速假设，毛利率假设和 24H1 水平相当。

期间费用假设：

费用方面，公司 21-9M24 管理费用率分别为 4.2%、2.2%、3.0%、6.0%，同期销售费用率分别为 0.6%、0.3%、0.5%、0.7%。24Q1-Q3 管理/销售费用率明显上升主要因价格下跌导致营收同比下降。目前价格已跌至相对底部区间，我们预计营收波动或趋缓，我们参考 24Q1-Q3 水平，假设 24-26 年管理费用率维持 6%，同期销售费用率维持 0.7%。21-9M24 研发费用率分别为 3.0%、2.4%、3.8%、4.9%。24 年研发费用率参考 24Q1-Q3 水平，考虑到公司在建项目陆续进入投产期，我们预计后续研发费用率有望小幅下降，因此假设 25-26 年研发费用率分别为 4.5%、4.0%。财务费用率 24Q1-Q3 为 3.78%，预计后续财务费用率有望小幅下降，因此假设 24-26 年财务费用率分别为：3.7%、3.7%、3.3%。

图表30：公司主营业务收入及成本假设

价格假设	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
电池级碳酸锂	万元/吨	48.45	25.87	8.70	8.50	10.00
碳酸锂销售价格，不含税	万元/吨	42.88	22.89	7.70	7.52	8.85
氢氧化锂（测算短单价格）	万元/吨	46.72	26.32	8.30	8.00	9.50
出口氢氧化锂单价（测算长单价格）	万元/吨	46.80	26.37	8.80	8.50	10.00
加权氢氧化锂销售价格	万元/吨	46.78	26.35	8.65	8.35	9.85
加权氢氧化锂销售价格，不含税	万元/吨	41.39	23.32	7.65	7.39	8.72
锂精矿	美元/吨	2858.40	2802.72	797.50	735.55	835.00
自有锂精矿平均成本	美元/吨	600.00	650.00	670.00	650.00	600.00
自给率	%	40.0%	29.0%	32.0%	42.0%	53%
锂辉石市场价	美元/吨	4364.00	3682.00	950.00	900.00	1100.00
碳酸锂	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
产能	万吨	4.10	8.10	9.10	9.10	11.10
产量	万吨	2.95	2.50	4.40	7.50	8.50
销量	万吨	2.95	2.50	4.40	7.50	8.50
营收	亿元	126.48	57.23	33.20	55.29	73.72
成本	亿元	50.48	54.33	29.73	45.89	56.75
毛利	亿元	76.00	2.91	3.47	9.39	16.97
测算单吨售价	万元/吨	42.88	22.89	7.55	7.37	8.67
折价系数		98%	98%	98%	98%	98%
单吨成本	万元/吨	17.11	21.73	6.76	6.12	6.68
测算加工费	万元/吨	1.70	2.00	2.00	2.00	2.00
毛利率	%	60.09%	5.08%	10.45%	16.99%	23.02%
氢氧化锂	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
产能	万吨	8.10	10.60	10.60	10.60	10.60
产量	万吨	6.00	7.00	8.00	9.50	9.50
销量	万吨	6.00	7.00	8.00	9.50	9.50
营收	亿元	235.95	155.08	60.01	68.80	81.15
成本	亿元	90.52	134.85	49.29	53.24	57.87
毛利	亿元	145.43	20.22	10.72	15.56	23.28
测算单吨售价	万元/吨	39.32	22.15	7.50	7.24	8.54
折价系数		95.00%	95.00%	98.00%	98.00%	98.00%
单吨成本	万元/吨	15.09	19.26	6.16	5.60	6.09
测算加工费	万元/吨	1.60	2.00	2.00	2.00	2.00
毛利率	%	61.6%	13.0%	17.9%	22.6%	29%
锂电池	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	亿元	64.78	77.08	54.14	56.85	62.54
成本	亿元	53.22	63.24	48.73	51.17	56.28
毛利	亿元	11.56	13.84	5.41	5.69	6.25
毛利率	%	17.85%	17.96%	10.00%	10.00%	10.00%
其它	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	亿元	7.63	7.99	8.39	8.81	9.25
成本	亿元	6.21	6.73	8.35	8.77	9.21
毛利	亿元	1.43	1.26	0.03	0.04	0.04
毛利率	%	18.70%	15.73%	0.40%	0.40%	0.40%
合计	单位	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	亿元	454.22	329.72	167.23	206.50	252.89
成本	亿元	289.8%	-27.4%	145.53	171.90	198.68
归母净利润	亿元	210.11	283.97	-4.50	9.12	21.83
yoy		46.3%	86.1%	-109.07%	303.07%	139.49%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值

考虑行业价格可能尚未触底，公司业绩波动较大，我们选取 PB 估值。因公司主要业务为矿石提锂，我们选取天齐锂业、盛新锂能、中矿资源三家以锂辉石资源为主的可比公司。可比公司 Wind 25 年一致预期为 1.35XPB，考虑公司作为全球龙头，且资源自给率或在 24-25 年提升明显，给予公司 25 年 1.75XPB。预计公司 25 年 BPS 为 21.95 元。公司近 3 个月 A/H 平均溢价率 79.9%，基于 2025 年 1 月 22 日港元兑人民币汇率约 0.93 对应 H 股目标价 22.93 元。首次覆盖给予增持评级。

图表31：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	BPS (元)			PB (倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002466 CH	天齐锂业	31.55	517.81	28.00	28.88	30.48	1.13	1.09	1.04
002240 CH	盛新锂能	13.02	119.17	14.08	14.40	15.11	0.92	0.90	0.86
002738 CH	中矿资源	38.49	277.70	17.69	18.82	20.71	2.18	2.05	1.86
平均值							1.41	1.35	1.25

注：数据截至 2025 年 1 月 22 日

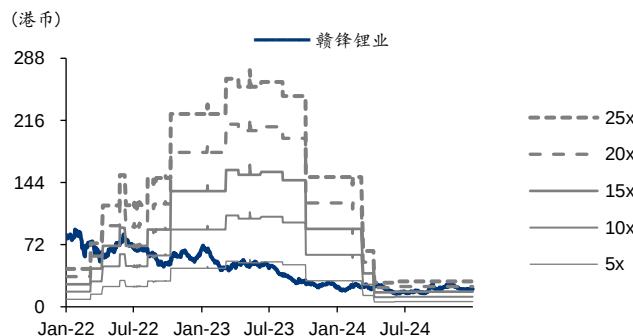
资料来源：Wind，华泰研究

图表32：文中提及公司彭博代码一览

代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
002460 CH	赣锋锂业	601899 CH	紫金矿业	002192 CH	融捷股份	601168 CH	西部矿业
002466 CH	天齐锂业	000792 CH	盐湖股份	600773 CH	西藏城投	PLS AU	Pilbara Minerals Ltd
002240 CH	盛新锂能	002176 CH	江特电机	000155 CH	川能动力		
002738 CH	中矿资源	002497 CH	雅化集团	300390 CH	天华超净		
000762 CH	西藏矿业	000408 CH	藏格矿业	002756 CH	永兴材料		

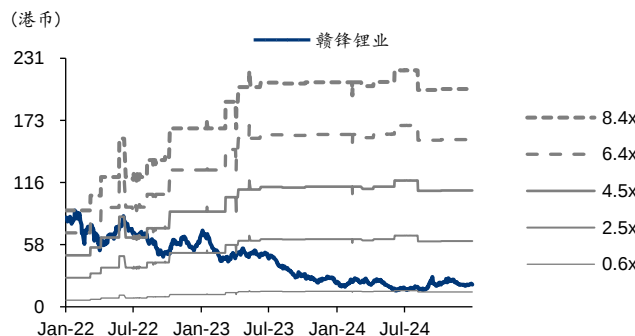
资料来源：彭博，Wind，华泰研究

图表33：赣锋锂业 PE-Bands



资料来源：S&P，华泰研究

图表34：赣锋锂业 PB-Bands



资料来源：S&P，华泰研究

风险提示

- 1) 新建产能不及预期：如果公司新建产线/矿山建设进度不及预期，则影响公司未来产能释放；
- 2) 公司下游需求不及预期：如果国内外新能源汽车产销表现不及预期，则可能导致锂盐下游需求不及预期，进而导致价格超预期下跌，影响公司业绩表现；
- 3) 全球锂矿新建产能投产超预期：如果全球新建产能投放超预期，则矿价可能在景气下行初期亦难坚挺，或与碳酸锂同跌。

免责声明

分析师声明

本人，李斌，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李斌本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司