

赣锋锂业（002460.SZ）——三季报点评

三季度锂盐产品利润承压，未来有望逐步修复

买入

核心观点

公司发布三季报：前三季度实现营收 256.82 亿元，同比-6.99%；实现归母净利润 60.10 亿元，同比-59.38%；实现扣非归母净利润 43.52 亿元，同比-68.65%。23Q3 实现营收 75.37 亿元，同比-42.77%，环比-13.44%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比-97.88%，环比-95.37%；实现扣非归母净利润 2.39 亿元，同比-95.91%，环比-87.90%。

公司 23Q3 利润环比出现比较明显的下降，主要是因为外购锂精矿价格调整要滞后于锂盐价格调整，所以在锂盐价格快速回落过程当中，高成本锂精矿库存使得公司单吨锂盐产品利润出现比较明显的收缩。未来随着锂价企稳以及公司原料自给率将逐步提升，公司锂盐产品利润有望逐步修复。

财务数据方面：①公司 23Q3 确认非经常性损益-7947.62 万元，其中，确认政府补助 4.37 亿元，确认公允价值变动损失-4.38 亿元；②公司 23Q3 确认投资净收益 8.08 亿元，环比-58.37%；③截止至三季度末，在手货币资金 96.72 亿元，同比-25.28%；存货约为 109.24 亿元，同比+28.16%。

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：今年资源端继续实现突破①完成新余赣锋矿业股权收购，持有新余赣锋矿业及上饶松树岗钨铋矿项目 90%股权；②完成收购蒙金矿业 70%股权，持有加不斯钨铋矿 70%股权；③阿根廷 Cauchari 锂盐湖项目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；⑤拟增持马里矿业股权至 55%，从而间接持有 Goulamina 项目 55%权益。

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。

下游锂电池业务：公司目前已在新的、东莞、宁波、苏州、惠州、重庆等地设立锂电池研发及生产基地。今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。

下修公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收分别为 318.97/383.38/443.13 (原预测 400.56/424.75/463.63) 亿元，同比增速-23.7%/20.2%/15.6%；归母净利润分别为 71.06/103.44/113.74 (原预测 117.90/124.90/130.18) 亿元，同比增速-65.3%/45.6%/10.0%；摊薄 EPS 分别为 3.52/5.13/5.64 元，当前股价对应 PE 为 12.6/8.6/7.9X。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。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,162	41,823	31,897	38,338	44,313
(+/-%)	102.1%	274.7%	-23.7%	20.2%	15.6%
净利润(百万元)	5,228	20,504	7,106	10,344	11,374
(+/-%)	410.3%	292.2%	-65.3%	45.6%	10.0%
每股收益(元)	3.64	10.17	3.52	5.13	5.64
EBIT Margin	31.2%	43.7%	10.3%	24.2%	26.2%
净资产收益率(ROE)	23.9%	46.6%	14.5%	18.4%	17.7%
市盈率(PE)	12.2	4.4	12.6	8.6	7.9
EV/EBITDA	19.9	6.4	24.1	10.1	8.3
市净率(PB)	2.91	2.03	1.82	1.59	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：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

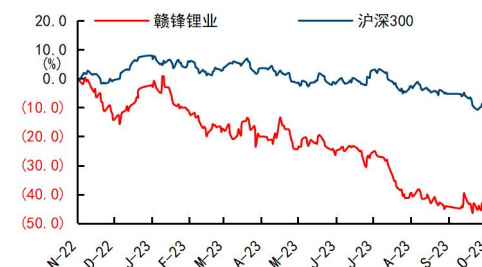
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	45.73 元
总市值/流通市值	92245/73653 百万元
52 周最高价/最低价	92.43/42.21 元
近 3 个月日均成交额	933.22 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

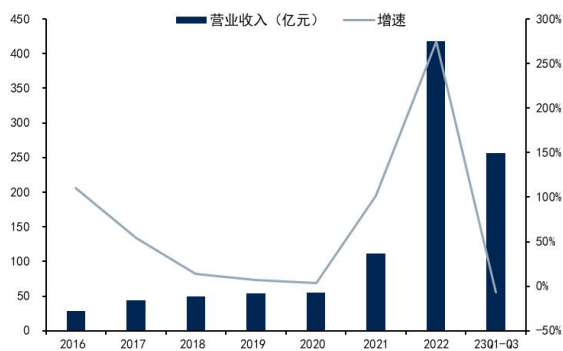
- 《赣锋锂业（002460.SZ）半年报点评：锂资源继续实现突破，锂电池业务表现亮眼》——2023-08-31
- 《赣锋锂业（002460.SZ）-2022 年兑现高盈利增长，全产业链布局有望提速》——2023-04-02
- 《赣锋锂业（002460.SZ）-三季度锂盐产品量价齐升，一体化布局持续取得突破》——2022-10-31
- 《赣锋锂业（002460.SZ）——半年报点评-锂资源建设稳步推进，加快锂电池业务布局》——2022-08-31
- 《赣锋锂业（002460.SZ）2021 年年报点评：提升 2025 年产能目标，全球化、多元化锂资源布局奠定基础》——2022-03-31

◆ 23Q3 锂盐产品利润承压，未来有望逐步修复

公司发布三季报：前三季度实现营收 256.82 亿元，同比-6.99%；实现归母净利润 60.10 亿元，同比-59.38%；实现扣非归母净利润 43.52 亿元，同比-68.65%；实现经营活动产生的现金流量净额-13.69 亿元，同比-117.20%。公司 23Q3 实现营收 75.37 亿元，同比-42.77%，环比-13.44%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比-97.88%，环比-95.37%；实现扣非归母净利润 2.39 亿元，同比-95.91%，环比-87.90%。

公司 23Q3 利润环比出现比较明显的下降，主要是因为截至今年，公司原料自给率还相对较低，而外购锂精矿价格调整要滞后于锂盐价格调整，所以在三季度锂盐价格快速回落的过程当中，高成本锂精矿库存使得公司单吨锂盐产品利润出现比较明显的收缩。未来随着锂盐价格企稳，以及公司原料自给率将逐步提升，公司锂盐产品利润有望逐步修复。

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

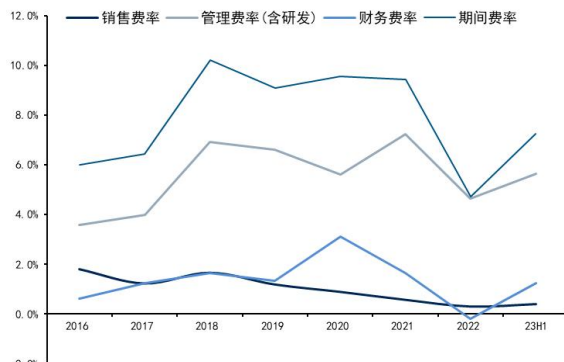
财务数据方面：①公司 23Q3 确认非经常性损益-7947.62 万元，其中，确认政府补助 4.37 亿元，确认公允价值变动损失-4.38 亿元，公允价值变动损失主要是由于 Pilbara 股价下跌影响；②公司 23Q3 确认投资净收益 8.08 亿元，环比-58.37%，投资收益主要是来自于公司所参股 Marion 矿山和五矿一里坪盐湖等项目，23Q3 锂精矿和锂盐价格下跌影响了当季所确认的投资收益；③截止至三季度末，公司资产负债率为 41.76%，相比 2022 年末上升 3.49 个百分点；在手货币资金 96.72 亿元，同比-25.28%；存货约为 109.24 亿元，同比+28.16%；④期间费用，公司前三季度销售费用约 1.02 亿元，同比+46.13%；管理费用约 6.55 亿元，同比+28.31%；研发费用约 9.42 亿元，同比-1.13%；财务费用约 3.80 亿元，同比+477.51%。

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

◆ 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：公司今年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，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；⑤拟以认购新股的方式对 Mali Lithium B.V. 增资不超过 1.38 亿美元，增资完成后，将持有 Mali Lithium B.V. 55%股权，从而间接持有 Goulamina 项目 55%权益。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。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，储能电池业务已成本赣锋锂电最重要的电池业务之一。今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）	敕勒川乳业开发区	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。
赣锋锂电	年产 5GWh 储能 PACK 电池生产基地（一期）	南昌市新建经开区	一期建设年产 5GWh 储能 PACK 电池产线及其他配套附属工业设施。

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 318.97/383.38/443.13 (原预测 400.56/424.75/463.63) 亿元，同比增速-23.7%/20.2%/15.6%；归母净利润分别为 71.06/103.44/113.74 (原预测 117.90/124.90/130.18) 亿元，同比增速-65.3%/45.6%/10.0%；摊薄 EPS 分别为 3.52/5.13/5.64 元，当前股价对应 PE 为 12.6/8.6/7.9X。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）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6332	9914	4725	7777	12228	营业收入	11162	41823	31897	38338	44313
应收款项	2529	8107	6991	7352	7284	营业成本	6719	21120	26269	26471	29844
存货净额	3283	10111	12529	11629	12251	营业税金及附加	88	373	73	77	89
其他流动资产	2201	3618	3190	3834	4431	销售费用	62	117	133	153	177
流动资产合计	14627	31966	27651	30808	36410	管理费用	470	933	1476	1530	1680
固定资产	8824	14374	18795	23109	27028	研发费用	339	1007	1242	1400	1500
无形资产及其他	5090	14300	13728	13156	12584	财务费用	182	(83)	473	460	532
投资性房地产	6428	8329	8329	8329	8329	投资收益	93	3997	3971	2758	1717
长期股权投资	4087	10192	11192	12192	13192	资产减值及公允价值变动	2237	469	(360)	0	0
资产总计	39057	79160	79694	87593	97542	其他收入	(253)	(1065)	548	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	7633	12576	13981
应付款项	2957	9988	10861	11314	12628	营业外净收支	55	16	45	0	0
其他流动负债	2530	5037	2644	2608	2923	利润总额	5774	22779	7677	12576	13981
流动负债合计	8209	18655	14505	14922	16552	所得税费用	357	2318	657	1886	2097
长期借款及应付债券	3639	9137	8907	8907	8907	少数股东损益	188	(43)	(86)	345	510
其他长期负债	1042	2502	2502	2502	2502	归属于母公司净利润	5228	20504	7106	10344	11374
长期负债合计	4681	11639	11409	11409	11409	现金流量表（百万元）					
负债合计	12890	30294	25914	26330	27960	净利润	5228	20504	7106	10344	11374
少数股东权益	4273	4823	4763	5005	5362	资产减值准备	(163)	146	283	106	97
股东权益	21894	44043	49017	56258	64220	折旧摊销	355	489	1508	2152	2557
负债和股东权益总计	39057	79160	79694	87593	97542	公允价值变动损失	(2237)	(469)	360	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	182	(83)	473	460	532
每股收益	3.64	10.17	3.52	5.13	5.64	营运资本变动	(2057)	(4581)	(2110)	417	575
每股红利	0.41	0.34	1.06	1.54	1.69	其它	330	(188)	(343)	136	260
每股净资产	15.23	21.84	24.30	27.89	31.84	经营活动现金流	1456	15901	6804	13155	14863
ROIC	14%	42%	5%	15%	18%	资本开支	0	(6628)	(6000)	(6000)	(6000)
ROE	24%	47%	14%	18%	18%	其它投资现金流	(194)	65	0	0	0
毛利率	40%	49%	18%	31%	33%	投资活动现金流	(2645)	(12668)	(7000)	(7000)	(7000)
EBIT Margin	31%	44%	10%	24%	26%	权益性融资	(51)	414	0	0	0
EBITDA Margin	34%	45%	15%	30%	32%	负债净变化	1981	5498	(230)	0	0
收入增长	102%	275%	-24%	20%	16%	支付股利、利息	(597)	(680)	(2132)	(3103)	(3412)
净利润增长率	410%	292%	-65%	46%	10%	其它融资现金流	2628	(9702)	(2631)	0	0
资产负债率	44%	44%	38%	36%	34%	融资活动现金流	5346	348	(4992)	(3103)	(3412)
股息率	0.7%	0.8%	2.4%	3.5%	3.8%	现金净变动	4157	3582	(5189)	3052	4451
P/E	12.2	4.4	12.6	8.6	7.9	货币资金的期初余额	2176	6332	9914	4725	7777
P/B	2.9	2.0	1.8	1.6	1.4	货币资金的期末余额	6332	9914	4725	7777	12228
EV/EBITDA	19.9	6.4	24.1	10.1	8.3	企业自由现金流	(3295)	5691	(3605)	4456	6988
						权益自由现金流	1246	1487	(6831)	4149	6761

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