

事件：4 月 30 日公司发布 2021 年报及 22Q1 季报。 21 年实现营收 76.63 亿元，同比增长 137%；归母净利润 20.79 亿元，同比增长 213%；扣非归母净利润 13.34 亿元，同比增长 203%。21Q4 营收 37.9 亿元，同比增长 566%、环比增长 149.11%；归母净利润 15.49 亿元，同比增长 312%、环比 249%；扣非归母净利润 14.55 亿元，同比增长 555%、环比 1131%。22Q1 营收 52.57 亿元，同比增长 481%，环比增长 39%；归母净利润 33.27 亿元，同比增长 1443%，环比增长 115%。扣非归母净利润 28.33 亿元，同比增长 1883%，环比增长 95%。

资源优势为公司业绩释放提供坚实保障，公司迎来量价齐升。 (1) **量**：2021 年公司共生产锂盐产品 4.37 万吨，同比增长 14.84%；销量 4.77 万吨，同比增长 33.64%；生产锂精矿 95.39 万吨，同比增长 64.49%；销量 55.11 万吨，同比增长 56.26%。(2) **价**：2021 年公司锂产品销售价均价由 2020 年的 4.92 万元/吨上涨至 10.52 万元/吨，同比上涨 113.74%。锂精矿销售均价为 738 美元/吨，较 2020 年 646 元/吨上涨 14.24%。(3) **毛利**：2021 年锂盐单吨毛利为 6.5 万元/吨，较 2020 年 1.16 万元/吨同比上涨 457.94%；锂精矿产品单吨毛利为 458.32 美元/吨，较 2020 年 403.94 美元/吨同比上涨 13.46%。(4) **22Q1 业绩** 主要由锂盐价格大幅上涨及锂精矿产品价量齐升驱动。据 IGO 公告，2022H1 锂精矿售价 1770 美金，环比大幅上涨，产量 27 万吨，环比增加 4%。

坐拥全球最优质锂矿、盐湖资源，铸就深厚护城河。 (1) **资源布局**：以全球规模最大的格林布什锂矿为基地，四川雅江措拉锂矿为资源储备，并通过参股 SQM 布局全球最优质的盐湖资源，参股扎布耶盐湖布局中国最优质之一的盐湖，铸就了深厚护城河，同时也实现了锂原料的自给。(2) **优质资源产能快速扩张**：格林布什今年有望实现二期产能满产，远期化学级锂精矿产能有望达 250 万吨/年以上；Atacama 盐湖计划于 2023 年扩产至 21 万吨碳酸锂和 4 万吨氢氧化锂产能；扎布耶有望在 2025 年扩产至不低于 3 万吨 LCE/年产能，公司成长可期。

港股发行在即，轻装上阵冶炼产能将迎快速扩张。 (1) 公司此前产能建设进度由于债务和资金问题停滞，目前公司港股发行进行中，有望一次性解决并购贷款债务。(2) **公司在建产能有望快速扩张**：目前在建冶炼产能主要为四川遂宁安居项目（预计 2023 年下半年竣工进入调试阶段）、重庆铜梁金属锂工厂（一期有望 2023 年建成）及澳大利亚奎纳纳氢氧化锂工厂（一期有望 2022 年底达产），公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年，将迎来快速扩张。

投资建议：锂价有望维持高位，公司锂资源和冶炼扩产持续推进，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 132.30、148.12、161.84 亿元，以 2022 年 4 月 29 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 9X、8X、7X，维持“推荐”评级。

风险提示：需求不及预期、锂价大幅下跌、自身项目不及预期风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,663	29,229	36,170	38,900
增长率 (%)	136.6	281.4	23.7	7.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,079	13,230	14,812	16,184
增长率 (%)	213.4	536.4	12.0	9.3
每股收益 (元)	1.41	8.96	10.03	10.96
PE	54	9	8	7
PB	8.8	4.3	2.8	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

76.43 元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1. 天齐锂业年报业绩预告点评:业绩大幅增长，全球锂资源巨头迎来业绩加速释放期

目录

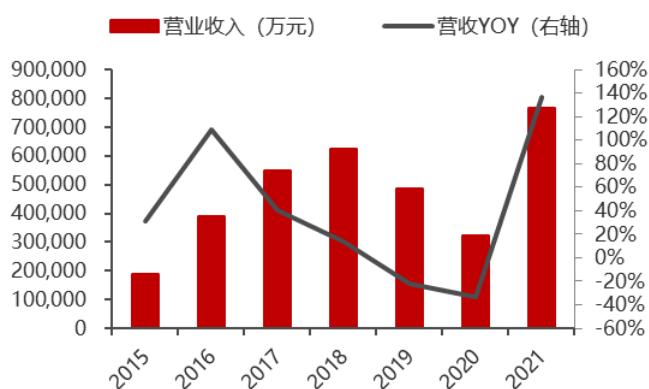
1 事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报	3
2 分析：锂矿奠基，锂盐破顶	4
2.1 2021 年业绩核心增利点：毛利同比大幅增加	4
2.2 毛利端拆解：量价齐增，成本稳定	5
2.3 费用端：2021 年公司期间费用同比增加 4.49 亿元	7
2.4 公司锂精矿库存水平提升，资源优势凸显	7
2.5 2022Q1 业绩：资源优势推动业绩充分释放	9
3 坐拥全球最优质锂矿、盐湖资源，铸就深厚护城河	11
3.1 核心锂矿资源：泰利森旗下格林布什，皇冠上的明珠	13
3.2 核心盐湖资源：SQM 旗下阿塔卡玛盐湖，全球顶级锂资源项目	17
4 港股发行在即，轻装上阵冶炼产能将迎快速扩张	22
5 盈利预测与投资建议	27
6 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	31

1 事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报

公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 76.63 亿元，同比增长 136.56%；归母净利润 20.79 亿元，同比增长 213.37%；扣非归母净利润 13.34 亿元，同比增长 203.04%。2021Q4 公司实现营收 37.9 亿元，同比增长 566.44%、环比增长 149.11%；归母净利润 15.49 亿元，同比增长 312%、环比 249%；扣非归母净利润 14.56 亿元，同比增长 555%、环比 1131%。

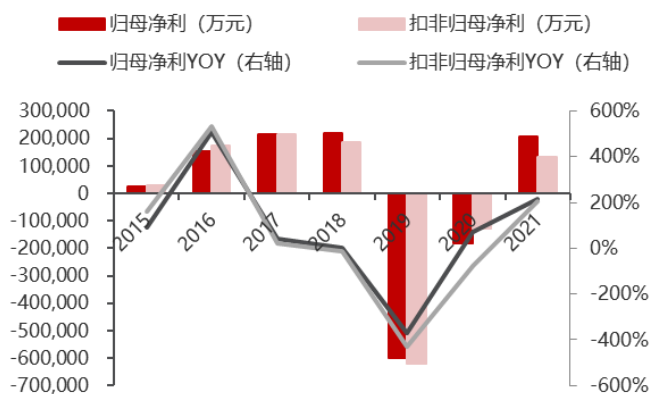
公司发布 2022 年一季报。2022Q1 实现营收 52.57 亿元，同比增长 481.41%，环比增长 38.69%；实现归母净利 33.27 亿元，同比增长 1443%、环比增长 115%。实现扣非归母净利润 28.33 亿元，同比增长 1883%，环比增长 95%。

图 1：2021 年公司营收同比增加 136.56%



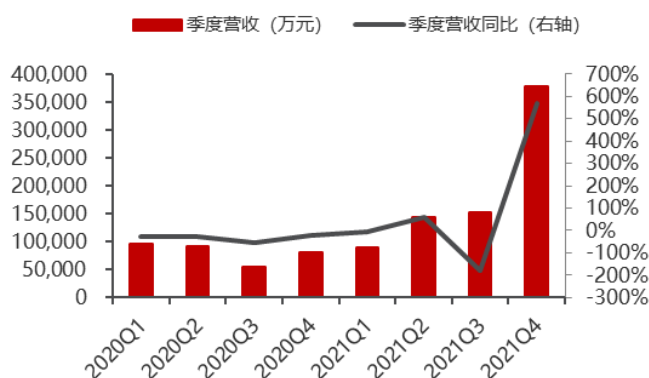
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年公司归母净利润同比增加 213.37%



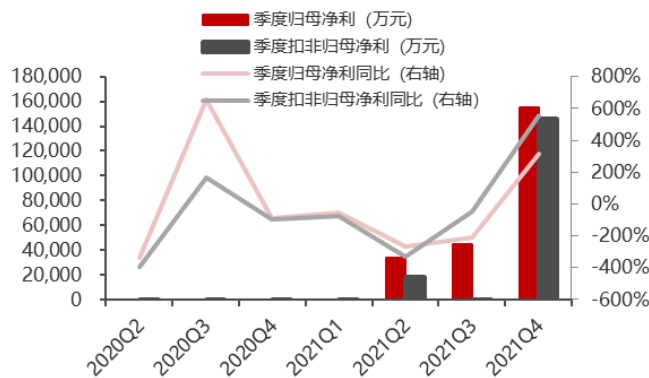
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4 公司营收同比增加 566.44%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4 公司归母净利润同比增加 312%



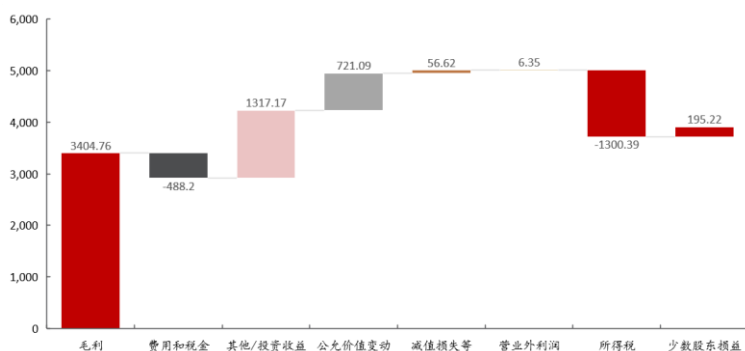
资料来源：wind，民生证券研究院

2 分析：锂矿奠基，锂盐破顶

2.1 2021 年业绩核心增利点：毛利同比大幅增加

2021 年全年来看：公司全年实现归母净利润 20.79 亿元，同比增加 39.12 亿元，核心的增利点主要在于毛利端（+34.04 亿元）、和其他/投资收益（+13.17 亿元）、公允价值变动（+7.21 亿元）、减值损失回补（+5662 万元）、营业外利润（+635 万元）、少数股东权益（+1.95 亿元）。同比减利点主要为企业所得税端（-13 亿元）和费用和税金（-4.88 亿元）。

图 5：2021 年公司归母净利润环比增加 39.12 亿元（单位：百万元）

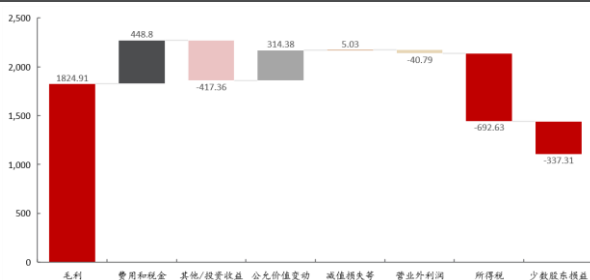


资料来源：公司公告，民生证券研究院

单季度同比来看：2021Q4 公司实现归母净利润 15.49 亿元，同比增加 22.79 亿元。业绩同比增利点主要为毛利端（+24.26 亿元）、其他/投资收益（+4.82 亿元）、减值损失回补（+5961 万元）、营业外利润（+2077 万元）和公允价值变动（+6.05 亿元）。同比减利点主要为所得税（-9.6 亿元）、少数股东权益（-1.69 亿元）和费用和税金（-1.85 亿元）。

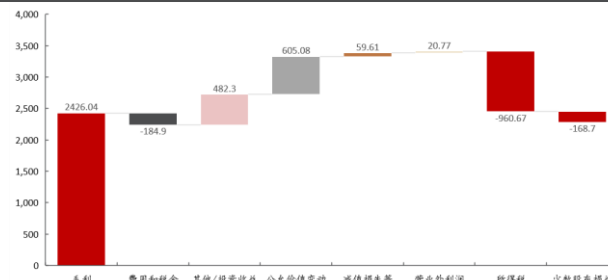
单季度环比来看：2021Q4 公司归母净利润环比增加 11.05 亿元。业绩环比增利点主要为毛利端（+18.24 亿元）、费用和税金（+4.48 亿元）、公允价值变动（+3.14 亿元）和减值损失回补（+503 万元）。环比减利点主要为所得税（-6.92 亿元）、其他/投资收益（-4.17 亿元）、营业外利润等（-4079 万元）和少数股东权益（-3.37 亿元）。

图 6：2021Q4 公司归母净利润环比增加 11.05 亿元（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021Q4 公司归母净利润同比增加 22.79 亿元（单位：百万元）

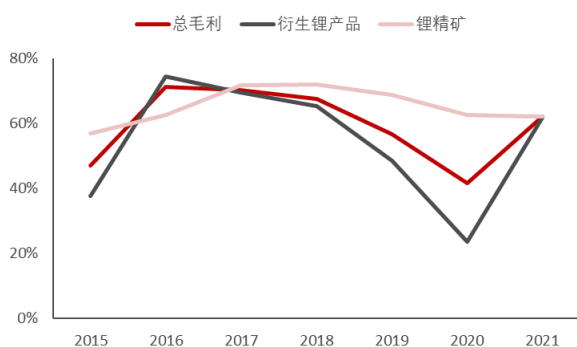


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 毛利端拆解：量价齐增，成本稳定

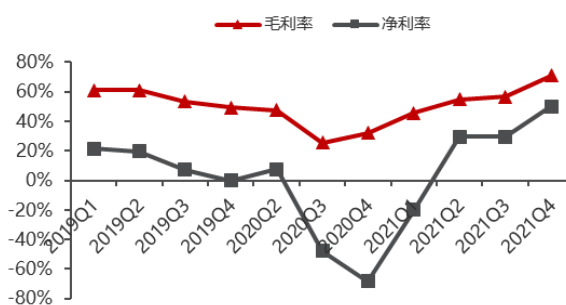
2021 年公司量价齐升,毛利大幅提升。1)整体来看,公司全年实现毛利 47.48 亿元,同比增加 34.04 亿元;综合毛利率同比增加 20.48pct 至 61.97%。2)分季度看,2021Q4 公司实现毛利 26.85 亿元,同比增 24.26 亿元,环比增加 18.25 亿元;综合毛利率同比增加 118.27pct 至 49.9%,环比增加 20.33pct。3)分产品来看,锂精矿板块毛利率较为稳定,毛利率减少 0.43pct 至 62.1%;锂盐板块受益于锂盐价格提升,毛利率同增 38.18pct 至 61.89%。

图 8：2021 年公司综合毛利率为 61.97%



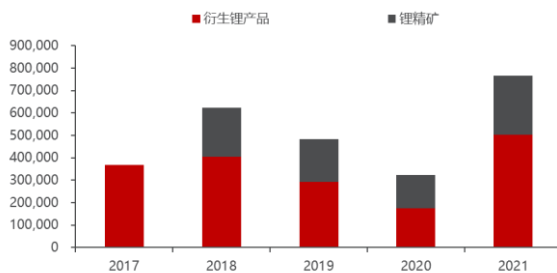
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021Q4 公司净利率为 49.9%



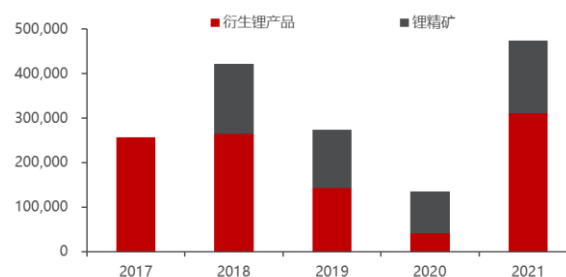
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2017-2021 年公司分产品营收 (单位：百万元)



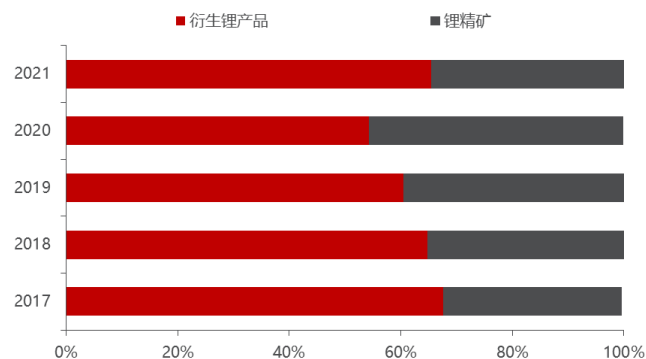
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：锂盐板块毛利快速增长 (单位：万元)



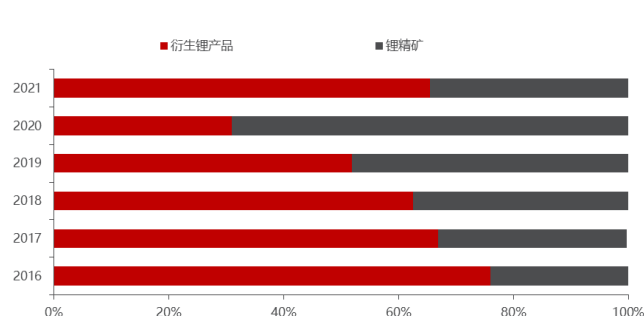
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年公司锂盐营收占比为 65.5%



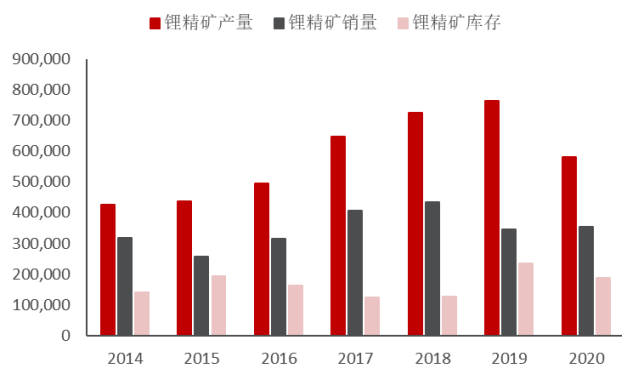
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年公司锂盐毛利占比为 65.4%

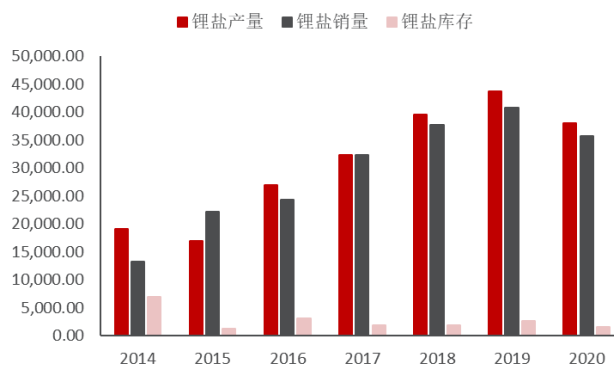


资料来源：wind，民生证券研究院

从产销量来看：2021 年公司锂盐增量明显。1) 2021 年公司共生产锂盐产品 43696 吨，同比增长 14.84%；销量 47710 吨，同比增长 33.64%；库存从 2020 年的 1509 吨回落至 2021 年的 1167 吨，锂盐板块产销实现高速增长；2) 2021 年共生产锂精矿产品 95.39 万吨，同比增长 64.49%；销量 55.11 万吨，同比增加 56.26%；库存由 2020 年的 18.65 万吨提升至 19.59 万吨，库存提升 5.01%。

图 14：2021 年公司锂精矿情况（单位：吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

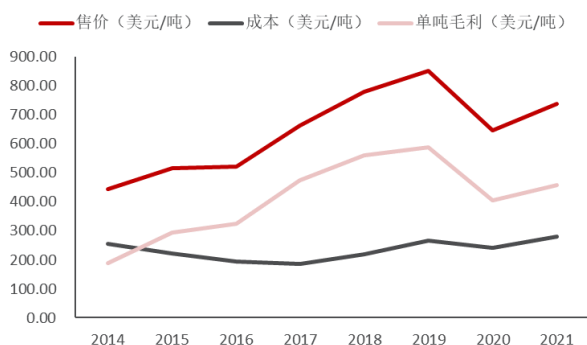
图 15：2021 年公司锂盐板块情况（单位：吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

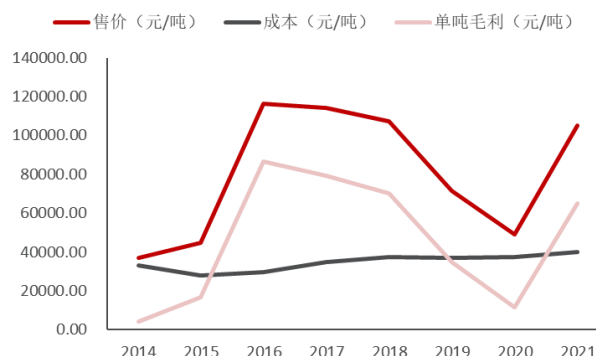
从价格来看：2021 年公司锂盐产品销售价均价由 2020 年的 4.92 万元/吨上涨至 10.52 万元/吨，同比上涨 113.74%。锂精矿产品销售均价为 738 美元/吨，较 2020 年 646 元/吨上涨 14.24%。

从成本来看：2021 年锂盐与锂精矿产品营业成本分别同比上涨 42.7%及同比上涨 80.5%。据我们测算，2021 年锂盐产品营业成本为 4 万元/吨，较 2020 年 3.75 万元/吨同比上涨 6.77%；锂精矿产品营业成本为 280 美元/吨，较 2020 年 242 美元/吨同比上涨 15.53%。

从单吨毛利来看：2021 年锂盐及锂精矿产品毛利分别同比上涨 645.65%及 77.28%。据我们测算，2021 年锂盐产品单吨毛利为 6.5 万元/吨，较 2020 年 1.16 万元/吨同比上涨 457.94%；锂精矿产品单吨毛利为 458.32 美元/吨，较 2020 年 403.94 美元/吨同比上涨 13.46%。

图 16：2021 年公司锂精矿情况（单位：美元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院测算

图 17：2021 年公司锂盐情况（单位：元/吨）


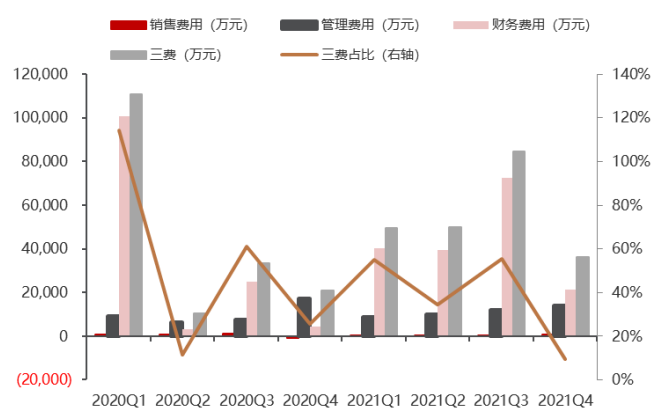
资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.3 费用端：2021 年公司期间费用同比增加 4.49 亿元

从期间费用来看：2021 年公司期间费用合计 22.05 亿元，同比增加 4.49 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 0.2 亿元、4.5 亿元、17.3 亿元、0.19 亿元。2021 年同比来看：销售费用减少 3 万元；管理费用增加 4856 万元；财务费用增加 4.01 亿元，主要是 2021 年汇率变动导致汇兑损失，而 2020 年产生汇兑收益所致；研发费用减少 544 万元。

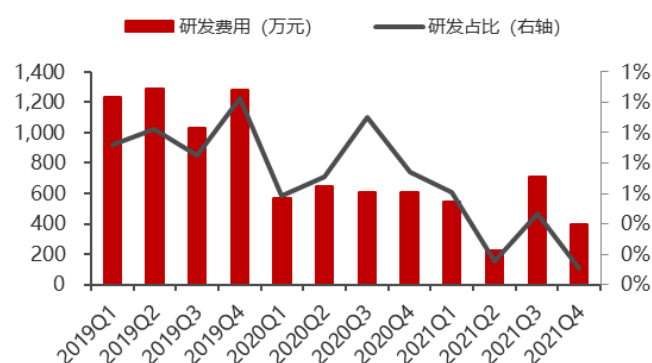
分季度看，2021Q4 期间费用合计 3.63 亿元，环比减少 4.82 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用分别环比变化+697 万元、+2181 万元、-5.11 亿元。2021Q4 研发费用为 397 万元，环比减少 314 万元。

图 18：2021Q4 公司三费占比为 9.6%



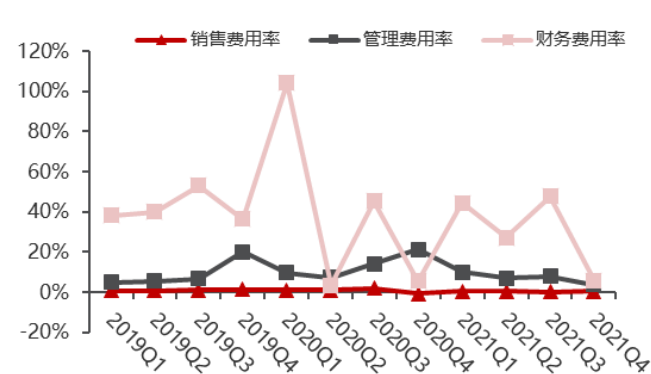
资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2021Q4 公司研发费用为 397 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2021Q4 公司管理费用率为 3.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 公司锂精矿库存水平提升，资源优势凸显

截至 2021Q4，公司存货价值量为 8.71 亿元，同比上升 2%，占总资产比重 1.97%。公司主要存货为锂盐产品以及锂盐生产原料，其中原材料价值 1.9 亿元，在产品价值 3.02 亿元，库存商品 1.26 亿元。

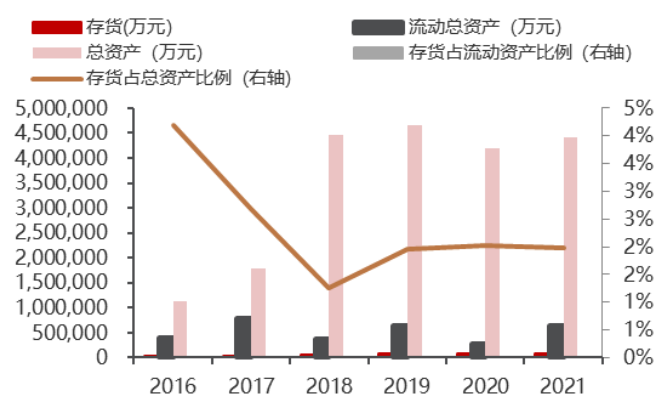
2021 年公司经营性现金流为 20.94 亿元，占比营收提升至 27%。经营活动现金流净额同比增加 200.74%，主要是本年销售收入对应的回款及毛利额较上年增加所致。

表 1：2021 年底公司存货分类情况（单位：万元）

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值
原材料	19690.38		19690.38	19957.32		19957.32
在产品	30202.90		30202.90	30440.83		30440.83
库存商品	12603.33		12603.33	16775.56		16775.56
发出商品	1143.99		1143.99	1570.40		1570.40
低值易耗品	19944.15	177.66	19766.49	14732.23	241.56	14490.67
委托加工物资	3768.52		3768.52	1869.50		1869.50
合计	87353.26	177.66	87175.60	85345.85	241.56	85104.29

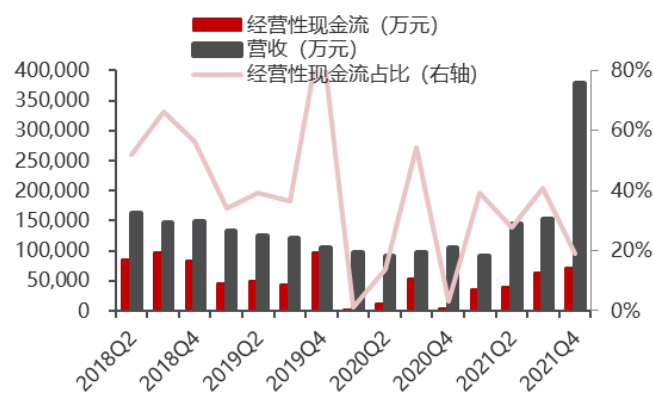
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 21：2021 年公司存货占总资产 1.97%



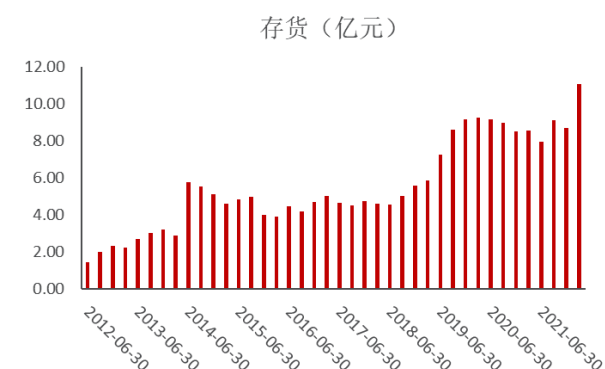
资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2021Q4 公司经营性净现金流占比 18.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：2021Q4 公司存货价值量为 8.72 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

表 2：公司历年产成品库存销售均价情况

	单位	2016	2017	2018	2019	2020	2021
锂精矿库存	万吨	16.26	12.40	12.67	23.48	18.66	19.59
锂盐库存	吨	3062.22	1773.70	1773.70	2518.08	1509.06	1167.81
锂精矿销售均价	美元/吨	520.70	661.47	779.64	852.50	646.03	738.00
锂盐销售均价	万元/吨	11.62	11.41	10.73	7.16	4.92	10.52

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.5 2022Q1 业绩：资源优势推动业绩充分释放

2022Q1 实现营收 52.57 亿元，同比增长 481.41%，环比增长 38.69%；实现归母净利 33.27 亿元，同比增长 1443%，环比增长 115%。实现扣非归母净利润 28.33 亿元，同比增长 1883%，环比增长 95%。

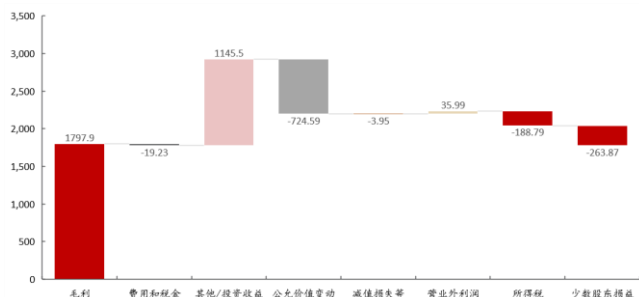
单季度同比来看：2022Q1 公司实现归母净利润 33.27 亿元，同比增加 35.75 亿元。业绩同比增利点主要为毛利端（+40.71 亿元）、其他/投资收益（+15.27 亿元）和费用和税金（+7110 万元）。同比减利点主要为少数股东权益（-5.41 亿元）、所得税（-10.77 亿元）、公允价值变动（-4.58 亿元）、营业外利润（-904 万元）和减值损失（-722 万元）。

单季度环比来看：2022Q1 公司归母净利润环比增加 17.78 亿元。业绩环比增利点主要为毛利端（+17.97 亿元）、其他/投资收益（+11.45 亿元）和营业外利润（+3599 万元）。环比减利点主要为公允价值变动（-7.24 亿元）、少数股东权益（-2.63 亿元）、所得税（-1.88 亿元）、费用和税金（-1923 万元）和减值损失（-395 万元）。**22Q1 的非经常性损益**包括资产处置收益 12.2 亿，以及领式期权出售造成的损失 7.2 亿（之后将不会再影响），非经常性项目整体增利 4.9 亿。

22Q1 来自于泰利森贡献的利润环比大幅增加。据 IGO 公告，22Q1 泰利森产量 27 万吨锂精矿，环比增加 4.25%；锂精矿销售价格 1770 美金/吨，环比大幅上涨。从合资公司 TELA 的利润来看，22Q1 归属于 IGO 的利润为 6050 万澳元，环比 21Q4 的 880 万澳元大幅上升，**我们预计 22Q1 泰利森贡献给天齐锂业的利润在 6297 万澳元左右，折合人民币 2.99 亿元。**

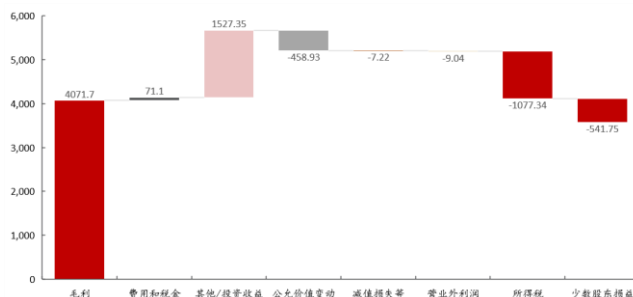
合同负债：公司 22Q1 合同负债大幅提升至 3.21 亿元，环比 21Q4 大幅增长 95.36%，显示出下游需求仍然强劲。

图 24 : 2022Q1, 公司归母净利润环比增加 17.78 亿元
(单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

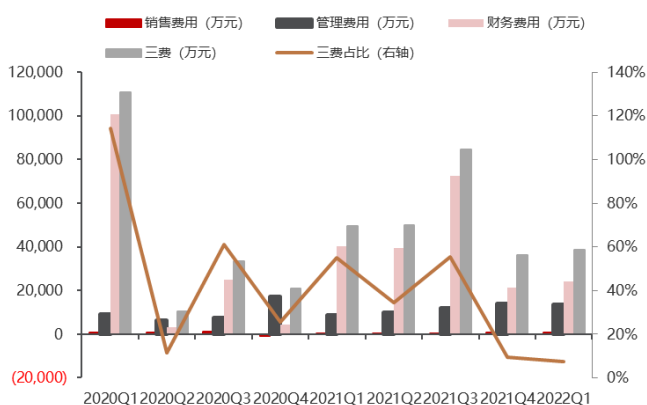
图 25 : 2022Q1, 公司归母净利润同比增加 35.75 亿元
(单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

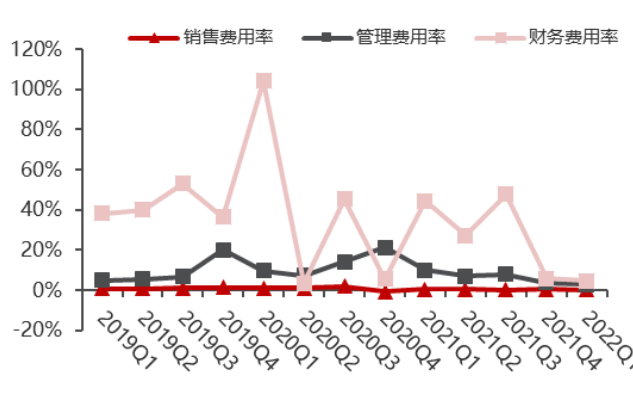
从费用率来看, 2022Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比下降 0.1pct、1.1pct 和 1.0pct, 至 0.1%、2.6% 和 4.6%。Q1 研发费用为 568 万元, 研发费用率 0.1%。公司整体费用率整体有所回落。

图 26 : 2022Q1 公司三费占比为 7.3%



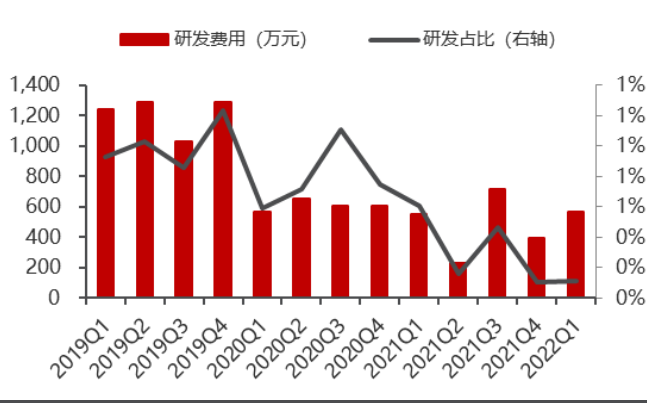
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 27 : 2022Q1 公司销售费用率为 0.1%



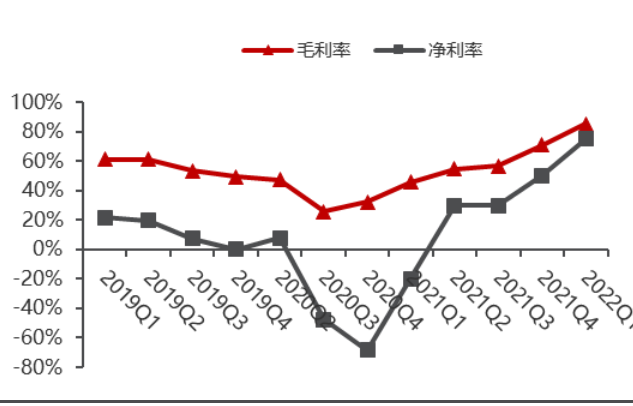
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 28 : 2022Q1, 公司研发费用为 568 万元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 29 : 2022Q1, 公司净利率为 74.86%



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 为更好展示后续变化, 2019Q4 净利率-1945.98%图中做归 0 处理

3 坐拥全球最优质锂矿、盐湖资源，铸就深厚护城河

公司已经形成了全球化的优质锂资源布局。公司发源地为四川省遂宁市，成立至今已逾 30 年，在经历了企业改制、深交所上市、资本扩张和海外收并购等阶段，现已稳步发展成为中国和全球领先的、集上游锂资源储备、开发和中游锂化工产品加工为一体的锂电新能源核心材料供应商。公司以西澳大利亚格林布什锂矿为资源基地，四川雅江措拉锂矿为资源储备，并通过参股 SQM 和日喀则扎布耶的部分股权，实现了对境内外优质盐湖锂资源的布局，同时也实现了锂原料的自给。

图 30：天齐锂业发展历程回顾，收购泰利森、SQM 是公司发展史是的里程碑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

从公司的全球锂资源和加工布局来看，公司目前合计拥有 134 万吨/年的锂精矿产能和 4.48 万吨的锂化合物及衍生品产能。公司生产的锂精矿产品包括化学级和技术级锂精矿，锂化合物及衍生物产品包括碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂和金属锂。（1）目前公司建成冶炼产能主要为江苏张家港全自动化碳酸锂工厂（100%权益，2 万吨 LCE/年产能）、四川射洪基地（100%权益，2.42 万吨/年产能）、重庆铜梁基地（86.38%权益，金属锂产能 600 吨/年）。（2）公司目前在产资源项目包括澳大利亚格林布什矿山（26%权益控股，全球最大硬岩锂矿）、智利阿塔卡玛盐湖项目（参股 23.75%，全球储量最大的盐湖锂资源）、中国西藏扎布耶盐

湖（参股项目 20%权益，中国最优质的的盐湖之一）。公司的全球化加工和锂资源布局为公司铸就了深厚的资源护城河。

图 31：公司的全球锂资源和加工厂布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 32：公司的锂资源及锂冶炼产能详情

	地点	主要产品	重要排名
锂精矿开采、生产及销售	<ul style="list-style-type: none"> 格林布什矿场，格林布什，澳大利亚 雅江措拉矿场，措拉，雅江，四川，中国 	<ul style="list-style-type: none"> 技术级锂精矿 化学级锂精矿 	<ul style="list-style-type: none"> 按2020年产量计，我们是全球最大的锂开采生产商，并按2020年锂产生的收入计排名第三 按储量规模计算，格林布什矿场为世界上最大的硬岩锂矿场 按2020年的锂开采产品计，格林布什矿场被视为具备最低的生产成本之一 于2020年及过往年度，格林布什矿场的锂精矿产量为世界之最
锂化合物和衍生物的生产	<ul style="list-style-type: none"> 射洪，四川，中国 张家港，江苏，中国 铜梁，重庆，中国 安居²，遂宁，四川，中国 奎纳纳²，澳大利亚 	<ul style="list-style-type: none"> 碳酸锂 氢氧化锂 氯化锂 金属锂 	<ul style="list-style-type: none"> 按2020年产量计，我们为世界第四大及亚洲第二大的锂化合物生产商 按2020年产量计，我们是全球第二大的电池级碳酸锂供应商，亦为全球十大电池级氢氧化锂供应商之一 截至2022年1月18日，我们的张家港工厂为世界唯一运营中的全自动化电池级碳酸锂生产工厂

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1 核心锂矿资源：泰利森旗下格林布什，皇冠上的明珠

公司旗下控股的西澳格林布什锂矿拥有超过 130 多年悠久的开采历程，最早被用于开采锡矿资源，随后又进行了钽矿的采选，硬岩锂矿的开采启动于 1983 年，至今不断兴盛，一直是全球最重要的锂矿原料基地。

格林布什矿床被视为全球固体锂矿“皇冠上的明珠”，主要原因为：（1）是全球探明储量最大的硬岩锂矿床，历经数十年的开采后格林布什矿场中央矿脉区及卡潘加区的碳酸锂总储量依然高达 830 万吨（证实+概略）、平均品位仍可达到 2.0%。（2）采选工艺和装置成熟，2021 年泰利森的锂精矿产能已扩大至 134 万吨/年，其中年产 120 万吨化学级锂精矿、14 万吨技术级锂精矿，同时尾矿处理工厂（TRP）28 万吨/年锂精矿产能于 2022 年初建成并进入爬坡，且远期扩产潜力巨大。

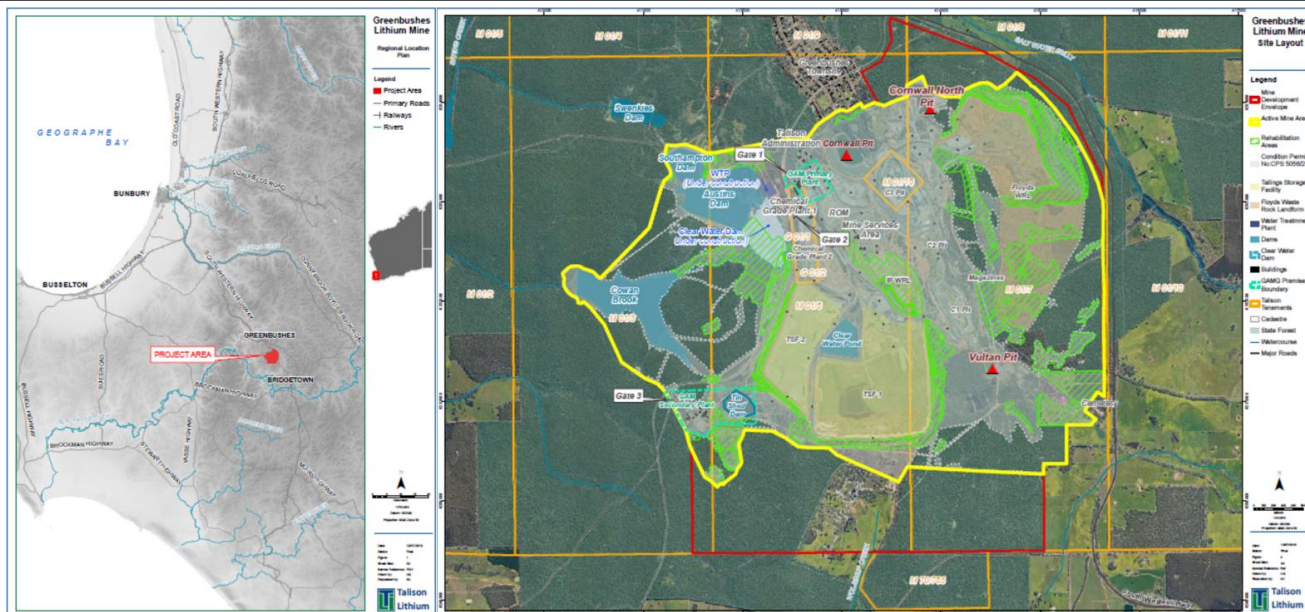
图 33：公司的主要锂矿资源详情

		格林布什矿场 中央矿脉区及 卡潘加区	格林布什矿场 尾矿储存设施1区	雅江措拉矿场
获得日期		2014年5月		2008年10月
运营状态		运营中		就未来发展而持有
地址		格林布什，澳洲		措拉，雅江，四川，中国
资源种类		锂辉石		锂辉石
锂资源量 (百万吨 LCE, 品位除外)	探明资源量	0.04	-	-
	控制资源量	10.3	0.5	0.5
	推断资源量	2.7	0.1	0.2
	总资源量	13.1	0.6	0.6
	品位(Li ₂ O)	1.6%	1.3%	1.3%
锂储量 (百万吨 LCE, 品位除外)	证实储量	0.04	-	-
	概略储量	8.2	0.4	-
	总储量	8.3	0.4	-
	品位(Li ₂ O)	2.0%	1.4%	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：根据 BDA 报告，截至 2021 年 12 月 31 日，雅江措拉矿场按照 JORC 标准被视为锂储量不明

图 34：泰利森旗下格林布什锂辉石矿山的布局图，地理位置便利、基础设施成熟

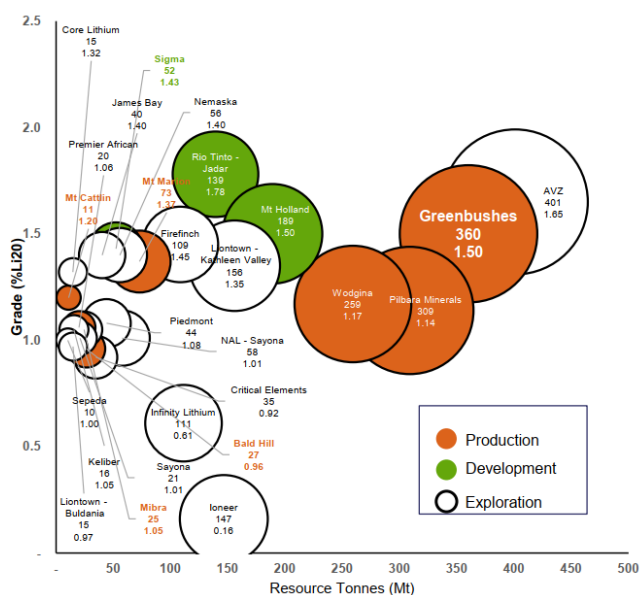


资料来源：Talisson Lithium 公司公告，民生证券研究院

从资源具体情况来看，格林布什锂矿的资源禀赋优异。在 Kapanga 矿床加入后，整体矿产资源量和矿石储量分别增加 52%、20%。截至 2021 年 12 月 31 日，（1）中央矿脉区及卡潘加区探明资源，控制资源及推断资源的氧化锂品位分别未 3.2%，1.8%及 1.0%。（2）尾矿储存设施 1 区的富集区控制资源及枯竭区推断资源的氧化锂品位分别为 1.5%及 0.8%；（3）中央矿脉区及卡潘加区证实矿石储量及概略矿石储量的氧化锂品位分别为 3.2%及 2.0%。尾矿储存设施 1 区的概略储量的氧化锂品位为 1.4%。

Greenbushes 正在积极扩建，CGP3 完成后锂精矿产能将达到 194 万吨/年。目前公司在产包括一个技术级选矿厂和 2 个化学级选矿厂。技术级选矿厂(TGP)表现好于预期，化学级 1 号选矿厂(CGP1)及 2 号选矿厂(CGP2)受设备等方面影响正在积极恢复过程中，目前公司已经制定优化计划以改善投资回报率，建设工程接近完成，2022Q1 已开始调试。此外，公司已经规划化学级 3 号选矿厂，目前已有详细的工程设计和施工时间表，预计今年年中将得到最终批准，并在 2025 年初预计将投入使用。尾矿处理厂项目目前也已基本完成，预计将于 2022 年 3 季度开始进行调试，远期化学级锂精矿产能有望达到 250 万吨/年以上。

图 35 : Greenbushes 兼具资源禀赋和资源量



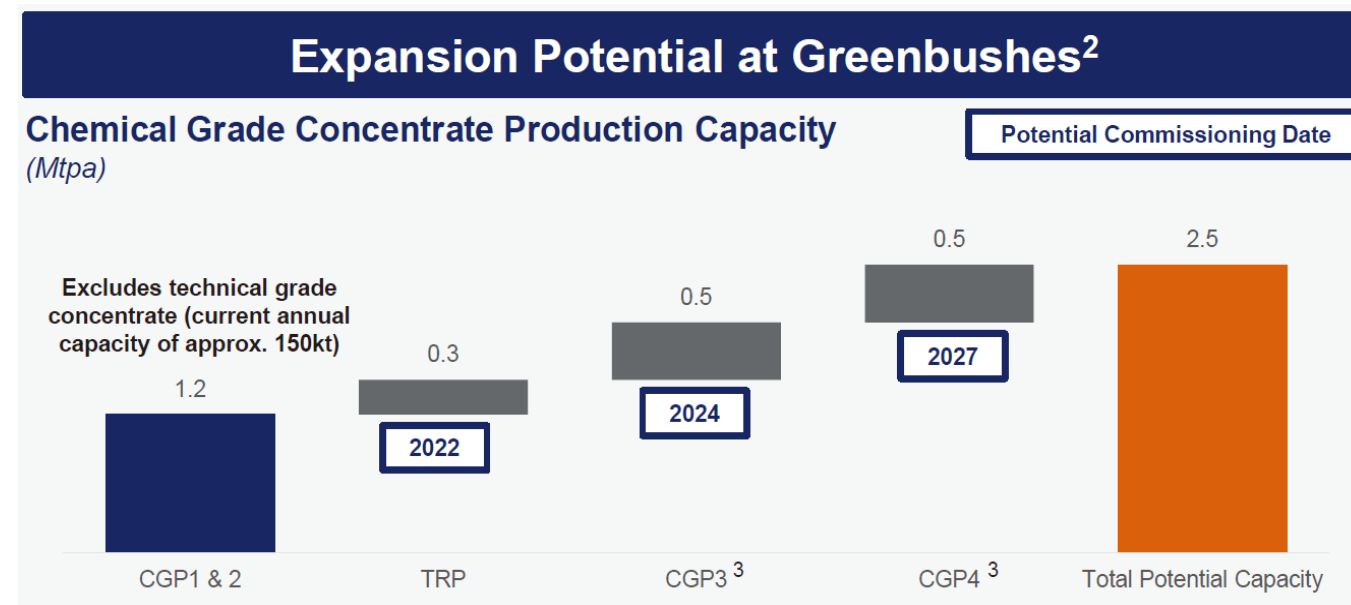
资料来源：IGO 公司公告，民生证券研究院

图 36 : Greenbushes 矿山产能规划示意图



资料来源：IGO 公司公告，民生证券研究院

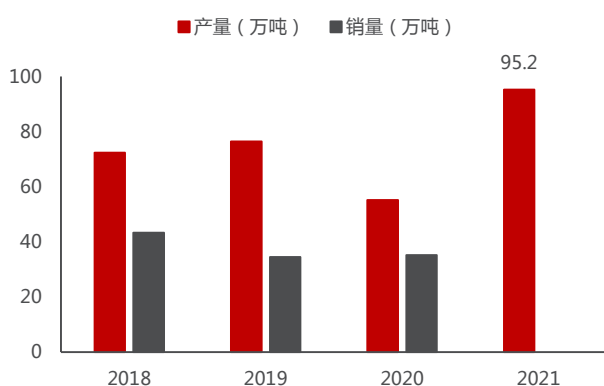
图 37 : 格林布什锂辉石矿山远期化学级锂精矿产能有望达到 250 万吨/年以上



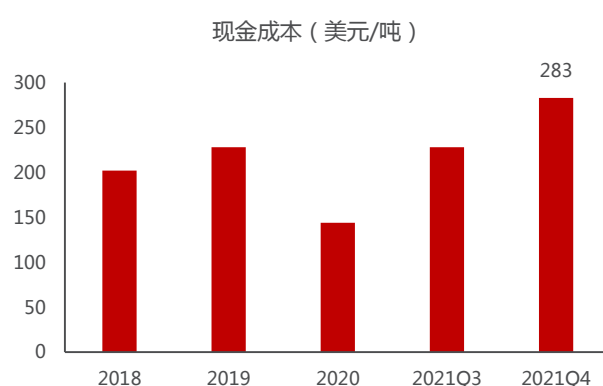
资料来源：IGO 公司公告，民生证券研究院

从生产情况来看，格林布什矿山产量稳定提升、成本维持低位，全年锂精矿产量 95 万吨，现金成本低于 300 美金/吨。据 IGO 披露数据，2021Q4 期间 Greenbushes 实现销售收入 2.24 澳元，环比基本持平；EBITDA 为 1.23 亿澳元，Q3 则为 1.48 亿。（1）产量方面，2021Q4，Greenbushes 共生产锂辉石精矿量 25.9 万吨，Q3 共生产 26.8 万吨，基本保持持平，仅减少 3.36%，2021 年全年

共生产 95.2 万吨，同比大增。根据公司指引，22H1 将生产 57.4-72.4 万吨锂精矿，同比上升 35.06%-70.35%。（2）成本方面，21Q4 销售成本达到 388 澳元/吨，环比上升 25.1%，折合美元为 283 美元/吨，主要系季度末发货延迟导致销售量下降；此外，由于锂辉石基准价格较高产生的特许权使用费增长也较明显，21Q4 特许权使用费达到 146 澳元/吨，环比增长 62.2%，助推了成本上升。IGO 预计 2022H1 销售成本或仍维持在 350-400 澳元/吨。资本支出同样保持稳定，21Q3 及 21Q4 维持和改善资本支出分别为 3.7、3.6 亿澳元；矿山开发分别支出 0.5、0.3 亿澳元。

图 38：Greenbushes 产销量情况


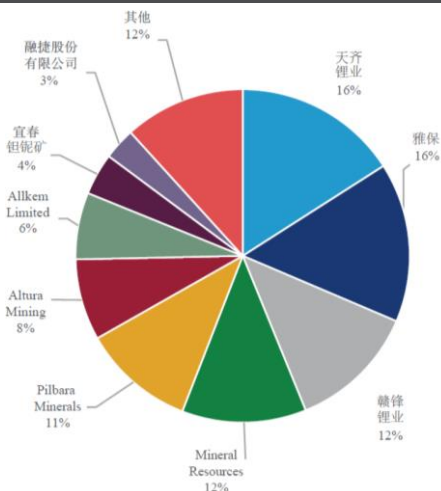
资料来源：IGO 公司公告，天齐锂业公司公告，民生证券研究院

图 39：Greenbushes 现金成本情况


资料来源：IGO 公司公告，天齐锂业公司公告，民生证券研究院

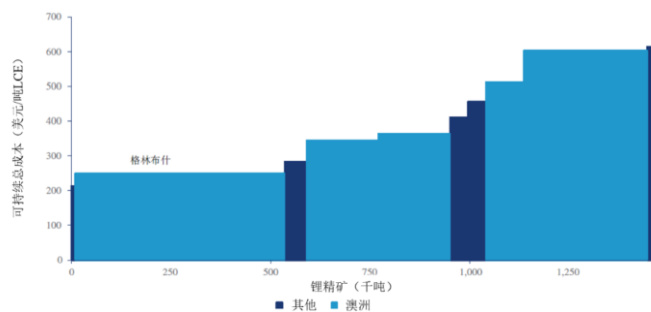
得益于格林布什锂矿的优异资源，公司是全球最大的锂矿生产商之一，同时也是成本最低之一。（1）根据伍德麦肯兹的数据，按照 2020 年产量计算，公司是全球最大的锂矿生产商，市场份额为 16%；按照 2020 年锂矿营业收入计算，公司则排名第三。据统计，2020 年的锂矿总产量约为 24.7 万吨 LCE，其中约 19.90 万吨主要于澳大利亚开采，占 2020 年全球矿物产量的 81%。格林布什矿场是世界上最大的锂矿区，2020 年约占全球锂矿产量的 32%。（2）格林布什是全球成本最低的锂辉石主要生产商之一。其他矿物精矿生产商的生产成本通常高于格林布什，按可持续总成本（CIF 中国）计算，每吨精矿的生产成本高于 280 美元，而格林布什 2020 年的成本为 250 美元/吨精矿。

图 40：锂矿产量的全球市场份额（2020 年）



资料来源：天齐锂业公司公告，民生证券研究院

图 41：格林布什锂矿现金成本处于全球低位（2020 年）

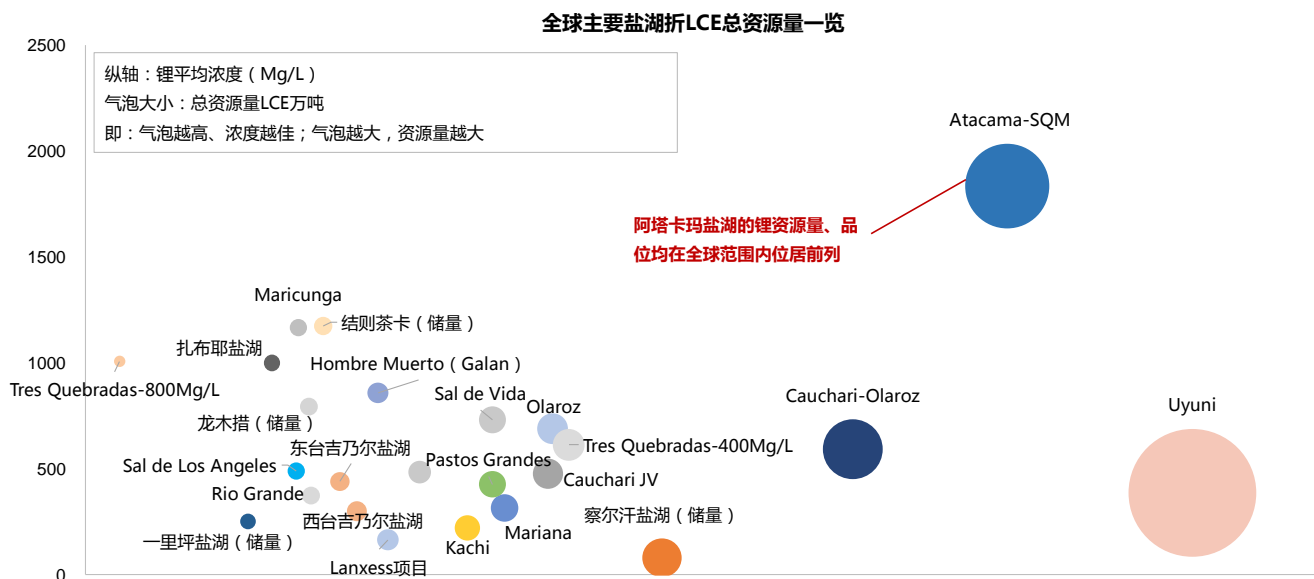


资料来源：伍德麦肯兹，民生证券研究院

3.2 核心盐湖资源：SQM 旗下阿塔卡玛盐湖，全球顶级锂资源项目

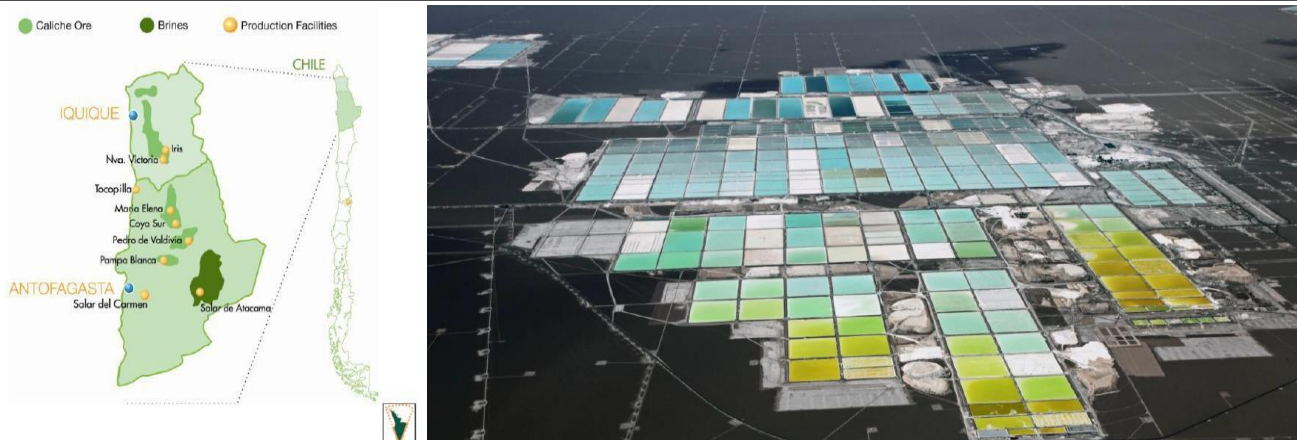
天齐锂业参股 SQM 公司 23.75% 的股权进而布局了全球最优质的智利阿塔卡玛盐湖。SQM-Atacama 盐湖之所以在全球盐湖地位中难被超越主要得益于：（1）已披露的锂（Li+）储量为全球最大，4550 万吨 LCE，且拥有全球最高的平均盐湖锂浓度和较低的镁锂比，分别为 1.6‰和 6.4，使得 SQM 所生产的碳酸锂成本处全球低分位水平；（2）盐湖产能规模处全球前列，2022 年碳酸锂和氢氧化锂产能分别为 18 万吨和 3 万吨，远期规划分别扩大至 21 万吨/年碳酸锂和 4 万吨/年氢氧化锂。Atacama 盐湖资源禀赋和储量远超其他盐湖，是 SQM 公司生产低成本高品质锂化合物产品的根本。

图 42：阿塔卡玛盐湖兼具锂资源储量大、品位高的特点，资源禀赋优异



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 43：Salar de Atacama 盐湖位于 Antofagsta 以东 208 公里处，是 SQM 最重要的锂资源



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

得益于高锂低镁的盐湖特性，SQM 提锂采用最基础的碳酸盐沉淀法。SQM 公司的锂产品为提钾副产品：在 Atacama 盐湖通过太阳池蒸发得到钾盐和氯化锂卤水，之后将卤水运至 Salar del Carmen 工厂进一步提纯得到碳酸锂。若生产氢氧化锂，则在此基础上进行石灰溶液反应和蒸发结晶等。尽管碳酸锂沉淀法拥有环保和工艺成熟等优点，但要求自然条件优越，这也是其他盐湖难以直接复制的原因，无形之中成为了 SQM 不可超越的资源壁垒。同时，太阳能是主要能源消耗和作为副产品的成本摊销也让 SQM 在一众盐湖企业中拥有了低成本优势。

图 44：锂是提钾副产品，Salar del Carmen 工厂是公司锂化合物产品主要生产基地

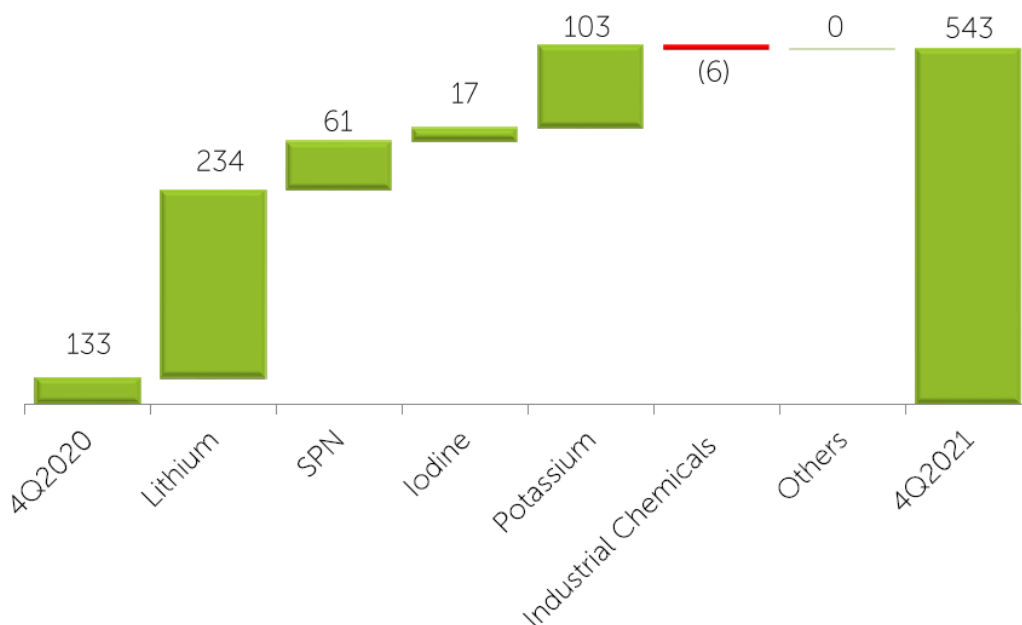


资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

SQM 经营业绩良好，将为公司带来显著的投资收益。天齐锂业参股 SQM 公司 23.75% 的股权，SQM 在 2021 年实现了业绩的大幅增长，同时规划未来产能、产量及售价将大幅增长，未来公司的投资收益可期。

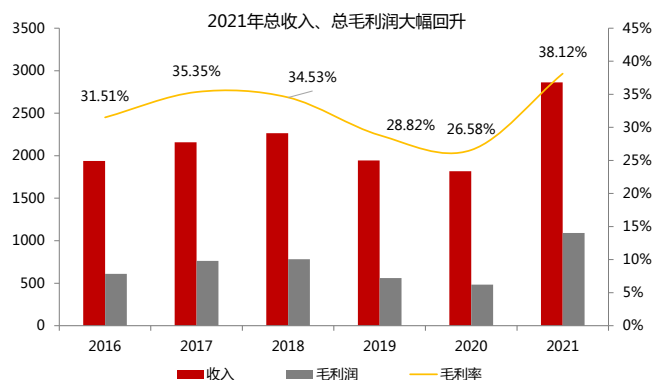
- **受锂业务提振，SQM 公司 2021 年及 Q4 业绩大幅增长。**（1）2021 年公司营收为 28.623 亿美元，较去年同期的 18.172 亿美元增长了 57.5%；2021 年毛利为 10.90 亿美元（毛利率 38.1%），较去年同期的 4.829 亿美元实现了 126% 的增长；2021 年净利润为 5.855 亿美元，较去年同期的 1.645 亿美元实现了 256% 的增长。（2）2021Q4 公司营收为 10.843 亿美元，较去年同期的 5.138 亿美元增长了 111%。毛利为 5.428 亿美元，较去年同期的 1.325 亿美元增长了 310%；净利润为 3.216 亿美元，较去年同期的 0.67 亿美元实现了 380% 的增长。（3）公司业绩的增长主要来自于锂业务的量价齐升，从 Q4 来看，毛利润同比大幅增长 4.1 亿美元，其中锂业务贡献了 2.34 亿美元的毛利润增量。
- **其余财务数据向好，公司进入发展快车道。**（1）费用率下降：2021 年不包含折旧摊销在内的销售成本为 15.58 亿美元，同比增长 37.8%；管理费用为 1.189 亿美元（收入占比 4.2%）；2021 年净财务费用为 8000 万美元，去年同期为 6850 万美元。（2）EBITDA 数据向好：2021 年调整后的 EBITDA 为 11.855 亿美元，高于去年同期 5.798 亿美元。2021 年调整后的 EBITDA 利润率为 41.4%，而去年同期为 31.9%，2021Q4 调整后的 EBITDA 利润率达到 51.6%。

图 45：SQM 在 2021Q4 的毛利润变化情况，同比增量主要由锂业务贡献（百万美元）



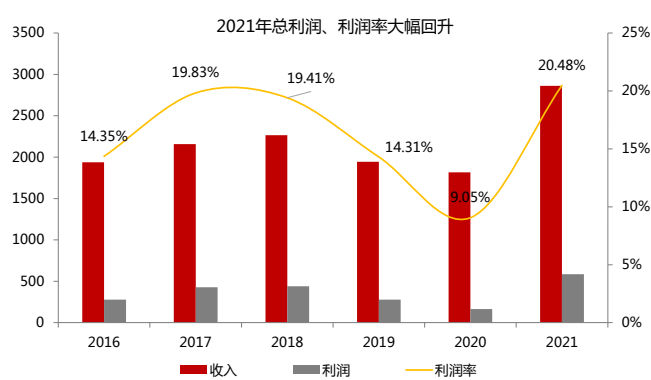
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图 46：2021 年总收入、总毛利润大幅回升（百万美元）



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

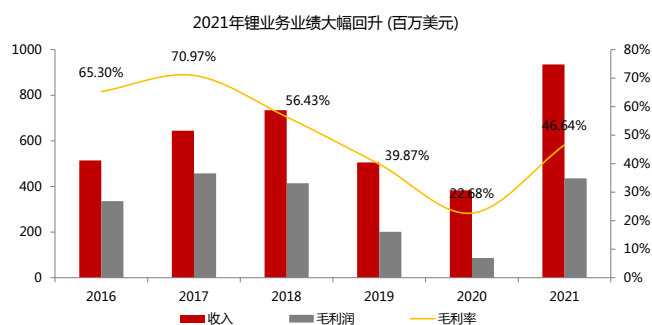
图 47：2021 年 SQM 总利润大幅回升（百万美元）



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

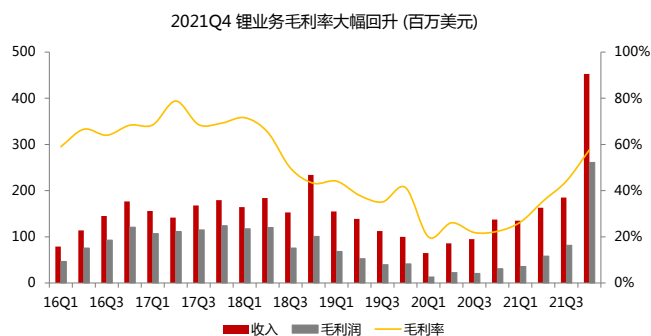
- **锂业务迎来量价齐升，经营状况同比、环比大幅回升。**（1）2021 年锂业务营收为 9.361 亿美元，较去年同期的 3.834 亿美元大幅增长了 144.2%，锂业务毛利率 47%，2021 年锂盐业务板块的毛利约占 SQM 综合毛利的 40%；2021Q4 锂业务营收为 4.527 亿美元（占总业务收入的 42%），较去年同期的 1.369 亿美元增长了 230.7%，环比大幅增长 144.9%。（2）2021Q4 销量为 3.11 万吨，环比大幅增长 41.4%，2021 年前三季度销量分别为 2.4、2.4、2.2 万吨，2021 年总销量 10.11 万吨。2021Q4 锂盐售价大幅上涨至 1.46 万美元/吨，2021 年 Q1 至 Q3 公司锂盐售价分别为 5700、6800、8400 美元/吨。

图 48：2021 年锂业务业绩大幅回升（百万美元）



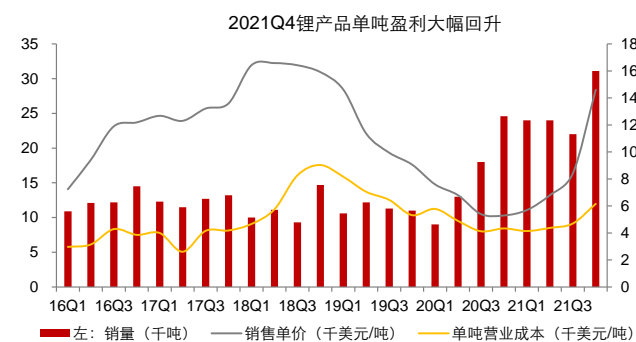
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图 49：2021Q4 锂业务毛利率大幅回升（百万美元）



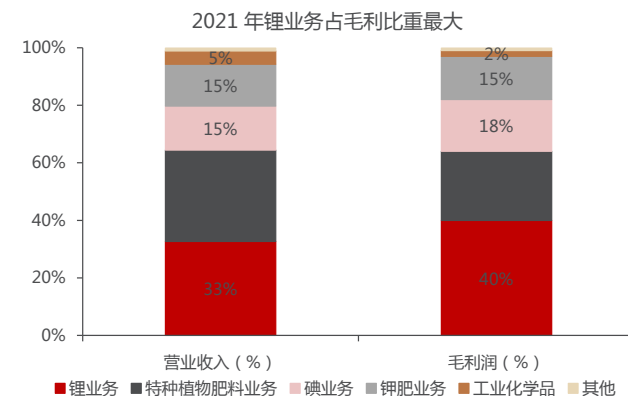
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图 50：2021Q4 锂产品单吨售价大幅回升



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

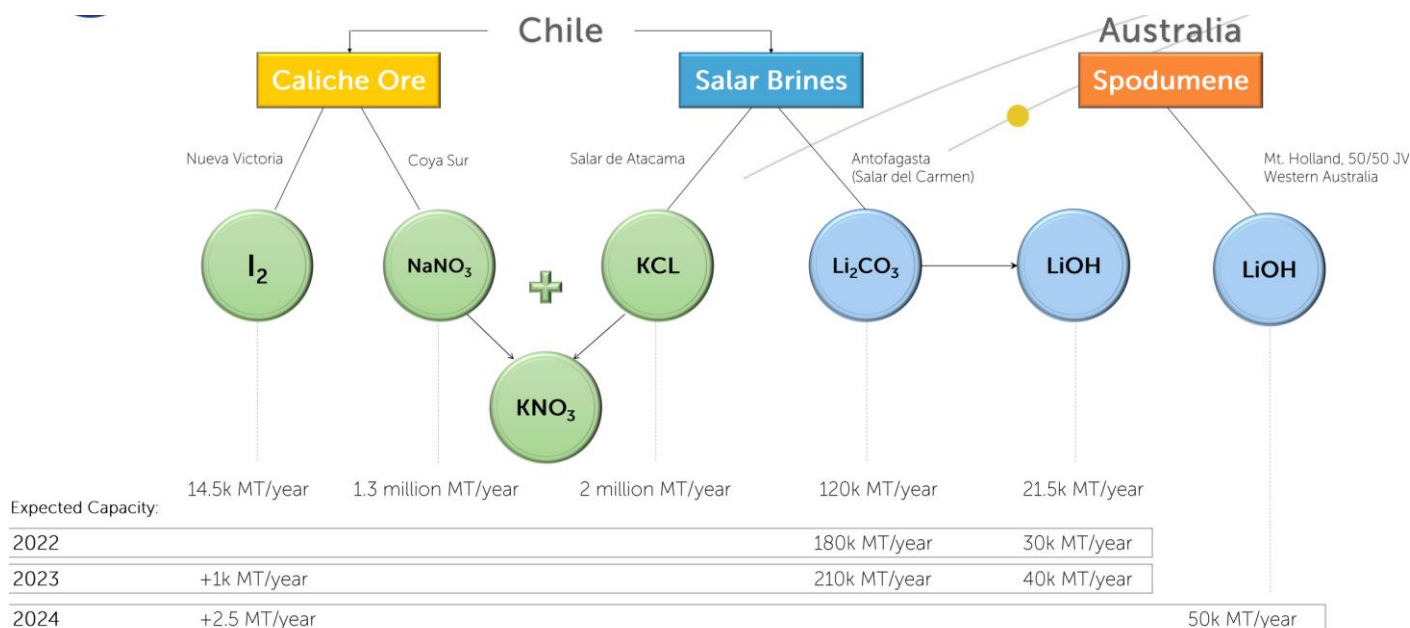
图 51：2021 年锂业务占营收、毛利比重最大



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

- **调整锂盐定价策略，公司乐观预计 2022 年下游需求增长，公司或迎销量价齐升。**（1）据公司的数据，公司认为 2021 年全球锂需求超过了 50 万吨，同比增长了 55%，公司预计 2022 年锂需求增长将超过 30%，同时公司在 2022 年的销量将大幅增长约 40%至接近 14 万吨。（2）定价策略调整，可变价格合同占比提高：公司预计 2022 年约 20%的销量将以固定价格或有特定上限的可变价格签约，而 50%的销量完全是与特定价格指数挂钩的可变价格，剩余的 30%仍在开放销售中。
- **指引 2022 年产能目标 18 万吨碳酸锂，新的扩建计划将提升远期年产能至 21 万吨碳酸锂。**（1）公司在 2022 年的目标将是将碳酸锂和氢氧化锂的产能分别提高到每年 18 万吨和 3 万吨，与此同时，公司在澳大利亚的荷兰山锂矿项目的矿山开发和氢氧化锂加工厂建设均取得了很好的进展。（2）同时 SQM 董事会刚刚批准了一项新的锂盐产能扩张计划，远期年产能能够达到 21 万吨/年碳酸锂和 4 万吨/年氢氧化锂，公司预计新产能将于 2023 年完工，总资本支出为 2.5 亿美元。

图 52 : SQM 公司现有产能及未来的产能扩张计划

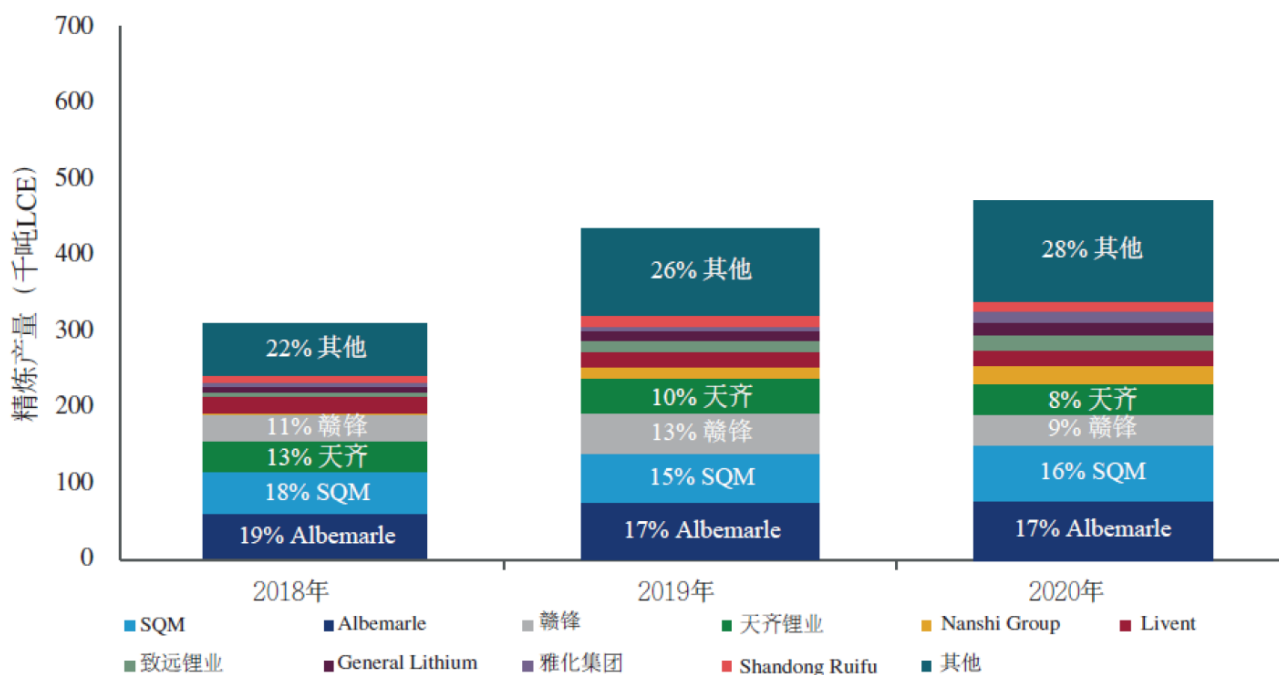


资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

4 港股发行在即，轻装上阵冶炼产能将迎快速扩张

根据伍德麦肯兹的数据，按照 2020 年锂化合物产量计算，公司是中国及亚洲第二大锂化合物及衍生物供应商，在全国和地区的市场份额为 13%。按照全球市场份额计算，公司是全球第四大生产商，市场份额为 8%。公司也是中国唯一一家通过大规模、持续和稳定的锂精矿供应，实现了 100% 自给自足和垂直一体化的锂矿生产商，通过大规模、持续和稳定的锂精矿供应。

图 53：全球锂化合物市场份额概览



资料来源：公司公告，伍德麦肯兹，民生证券研究院

公司目前年锂化合物产能达到 4.48 万吨，垂直一体化优势明显。公司现阶段主要依托射洪天齐、江苏天齐和重庆天齐提供碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂及金属锂产品，另有澳洲奎纳纳年产 4.8 万吨氢氧化锂项目和遂宁安居年产 2 万吨碳酸锂项目处于试生产或建设阶段，重庆铜梁有 2000 吨金属锂项目处于规划建设阶段，公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年，泰利森锂精矿建成产能达 162 万吨/年，规划产能超过 210 万吨/年，公司整体产品规模优势和上下游协同效应明显，盈利能力和抗风险能力较强。

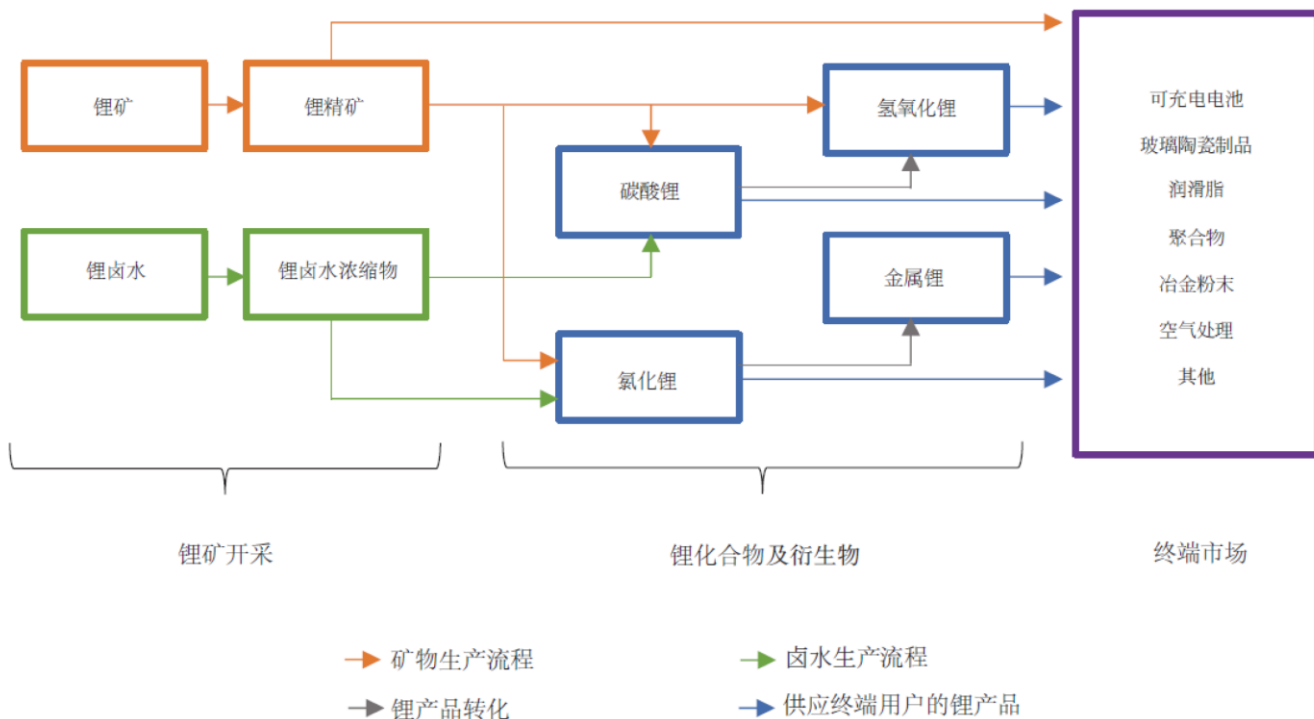
图 54：公司的锂资源和加工厂布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

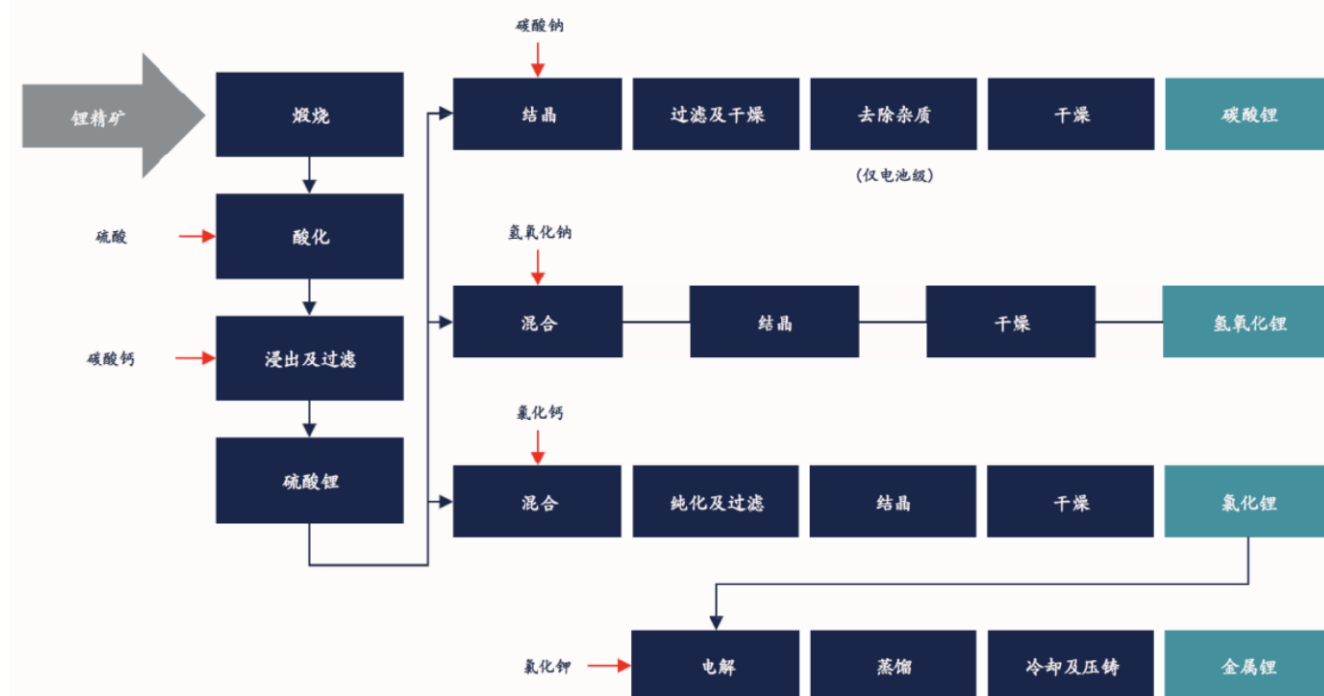
注：上图中锂精矿产能为截至 2021 年 12 月 31 日的数据。2022 年 3 月，泰利森尾矿库已建成投产，可增加锂精矿产能 28 万吨/年，截至本报告披露日，泰利森锂精矿建成产能合计为 162 万吨/年。

图 55：公司所处产业链的上下游流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 56：公司的主要锂化合物的工艺流程

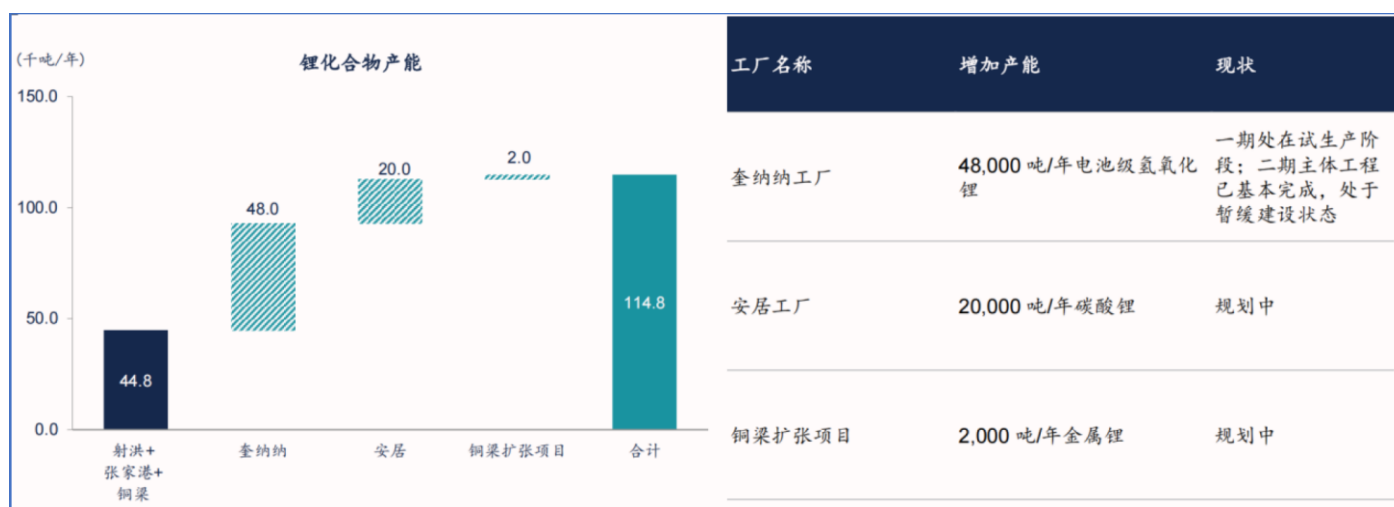


资料来源：公司公告，民生证券研究院

港股发行在即，债务问题有望得到解决。公司因收购 SQM 产生的巨额并购贷款、叠加行业低谷，巨额的利息费用导致公司在 2019-2020 年面临亏损，同时因为资金问题，众多在建冶炼产能处于停滞状态。公司 2021 年完成引入战略投资者 IGO 公司解决了部分债务问题，同时重启港股上市计划，我们认为有望于 2022 年完成发行、一次性解决公司的债务问题。

冶炼产能将迎快速扩张，公司成长进入快车道，公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年。公司目前在建冶炼产能主要为四川遂宁安居项目、重庆铜梁金属锂工厂及澳大利亚奎纳纳氢氧化锂工厂。（1）**四川遂宁安居 2 万吨电池级碳酸锂项目**目前正逐步恢复建设节奏，尽快推进基础试桩及施工图设计及后续施工工作，公司预计该项目将于 2023 年下半年竣工进入调试阶段。经估算，公司预计本项目总投资不变（14.31 亿人民币），项目税后财务内部收益率为 41%，资本金投资回收期约 2.23 年。（2）**公司重庆铜梁生产基地**拟分两期扩建 2000 吨金属锂项目，预计一期 800 吨将于 2023 年建成运行并投产，二期 1200 吨将于 2025 年建成运行并投产。（3）**奎纳纳一期氢氧化锂项目**调试工作按既定计划正常推进中，目前已完成公用工程、火法区的回转窑、酸化窑，湿法区的压榨工段、净化除杂和蒸发结晶、干燥等工艺段的负荷调试，已贯通全流程，并正式投入试运行。公司预计有望在 2022 年底达到设计产能的目标。（4）**澳洲奎纳纳第二期**于 2017 年启动建设，年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目主体工程已基本完成，目前仍处于暂缓建设状态。鉴于二期氢氧化锂项目与一期氢氧化锂项目具有极强关联性，公司将在有效验证一期项目成熟运营的基础上，结合市场需求、公司流动性等情况综合论证和调整二期氢氧化锂项目建设计划。

图 57：公司锂化合物产能扩张图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

与下游优质客户深度绑定,未来发展可期。公司在目前已与全球和中国的许多卓越的锂终端用户建立长期关系。公司拥有稳定的优质客户群,主要包括全球顶级电池制造商、电池材料生产商、跨国电子公司和玻璃生产商。按 2020 年市场份额计,公司的产品供应给世界五大大型锂离子电池制造商中的三家制造商,以及世界十大正极材料制造商中的六家。与公司签订长期供货合同的全球顶级电池制造商包括 SK、EcoPro、LG Chem 和 Northvolt 等。

表 3：公司与全球头部电池客户签署的合同详情

合同标的	对方当事人	合计已履行金额	本报告期履行金额	是否正常履行	合同未正常履行的说明
氢氧化锂	SK Innovat ion Co., Ltd.	44,015.62	25,250.65	是	
氢氧化锂	EcoPro BM Co., Ltd.			否	尚未开始履行
氢氧化锂	LG Chem, Ltd.			否	尚未开始履行
氢氧化锂	Northvolt ETT AB	542.83	542.83	是	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：下游需求高速增长下锂价有望维持高位，公司港股上市在即，债务问题有望解决，公司锂资源和冶炼扩产有望在港股上市完成后持续推进，公司未来成长可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 132.30、148.12、161.84 亿元，以 2022 年 4 月 29 日收盘价为基准，对应 PE 分别为 9X、8X、7X，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 需求不及预期。公司未来产能大幅扩张，如果下游需求不及预期，公司产品销售将受到影响，公司业绩将会受到不利影响。

2) 锂价大幅下跌。公司盈利大部分来自于锂盐价格的高位，如果锂价格大幅下跌，则公司利润会大幅下降。

3) 自身项目不及预期。公司在建项目较多，如果产能不能按时投放，则公司未来成长性将会大幅下降，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,663	29,229	36,170	38,900
营业成本	2,914	3,234	4,048	4,473
营业税金及附加	71	335	339	385
销售费用	20	215	217	194
管理费用	454	2,338	3,255	3,112
研发费用	19	219	217	194
EBIT	4,182	22,886	28,093	30,540
财务费用	1,731	1,136	927	458
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1,461	2,286	2,772	3,279
营业利润	3,989	24,041	29,946	33,370
营业外收支	-25	11	5	1
利润总额	3,964	24,053	29,950	33,370
所得税	1,374	5,292	5,990	7,341
净利润	2,590	18,761	23,960	26,029
归属于母公司净利润	2,079	13,230	14,812	16,184
EBITDA	4,646	23,416	28,824	31,300

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,987	15,234	36,439	60,600
应收账款及票据	1,096	5,035	6,275	6,823
预付款项	20	21	26	29
存货	872	1,277	1,542	1,603
其他流动资产	2,495	4,926	6,572	8,494
流动资产合计	6,470	26,492	50,853	77,549
长期股权投资	22,592	22,592	22,592	22,592
固定资产	4,031	5,337	7,710	8,709
无形资产	3,096	3,109	3,107	3,052
非流动资产合计	37,695	38,856	39,240	39,397
资产合计	44,165	65,348	90,093	116,946
短期借款	2,175	2,175	2,175	2,175
应付账款及票据	1,033	1,873	1,988	2,125
其他流动负债	10,552	12,135	12,803	13,491
流动负债合计	13,760	16,182	16,967	17,791
长期借款	10,628	10,628	10,628	10,628
其他长期负债	1,625	1,625	1,625	1,625
非流动负债合计	12,253	12,253	12,253	12,253
负债合计	26,014	28,436	29,220	30,044
股本	1,477	1,477	1,477	1,477
少数股东权益	5,390	10,922	20,070	29,915
股东权益合计	18,152	36,913	60,873	86,902
负债和股东权益合计	44,165	65,348	90,093	116,946

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	136.56	281.41	23.75	7.55
EBIT 增长率	378.27	447.29	22.75	8.71
净利润增长率	213.37	536.40	11.96	9.27
盈利能力 (%)				
毛利率	61.97	88.93	88.81	88.50
净利润率	33.80	64.19	66.24	66.91
总资产收益率 ROA	4.71	20.25	16.44	13.84
净资产收益率 ROE	16.29	50.90	36.30	28.40
偿债能力				
流动比率	0.47	1.64	3.00	4.36
速动比率	0.41	1.56	2.90	4.27
现金比率	0.14	0.94	2.15	3.41
资产负债率 (%)	58.90	43.51	32.43	25.69
经营效率				
应收账款周转天数	30.86	27.87	28.32	29.02
存货周转天数	109.18	144.09	139.06	130.78
总资产周转率	0.17	0.45	0.40	0.33
每股指标 (元)				
每股收益	1.41	8.96	10.03	10.96
每股净资产	8.64	17.60	27.62	38.58
每股经营现金流	1.42	9.24	13.88	15.34
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	54	9	8	7
PB	8.8	4.3	2.8	2.0
EV/EBITDA	28.32	5.05	3.37	2.33
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,590	18,761	23,960	26,029
折旧和摊销	464	530	731	759
营运资金变动	-1,765	-4,501	-2,519	-1,752
经营活动现金流	2,094	13,652	20,509	22,666
资本开支	-1,009	-1,677	-1,107	-911
投资	73	22	22	13
投资活动现金流	-138	631	1,687	2,382
股权募资	8,994	0	0	0
债务募资	-8,190	126	126	28
筹资活动现金流	-1,132	-1,035	-991	-886
现金净流量	784	13,247	21,205	24,162

插图目录

图 1：2021 年公司营收同比增加 136.56%.....	3
图 2：2021 年公司归母净利润同比增加 213.37%.....	3
图 3：2021Q4 公司营收同比增加 566.44%.....	3
图 4：2021Q4 公司归母净利润同比增加 312%.....	3
图 5：2021 年公司归母净利润环比增加 39.12 亿元（单位：百万元）.....	4
图 6：2021Q4 公司归母净利润环比增加 11.05 亿元（单位：百万元）.....	4
图 7：2021Q4 公司归母净利润同比增加 22.79 亿元（单位：百万元）.....	4
图 8：2021 年公司综合毛利率为 61.97%.....	5
图 9：2021Q4 公司净利率为 49.9%.....	5
图 10：2017-2021 年公司分产品营收（单位：百万元）.....	5
图 11：锂盐板块毛利快速增长（单位：万元）.....	5
图 12：2021 年公司锂盐营收占比为 65.5%.....	5
图 13：2021 年公司锂盐毛利占比为 65.4%.....	5
图 14：2021 年公司锂精矿情况（单位：吨）.....	6
图 15：2021 年公司锂盐板块情况（单位：吨）.....	6
图 16：2021 年公司锂精矿情况（单位：美元/吨）.....	6
图 17：2021 年公司锂盐情况（单位：元/吨）.....	6
图 18：2021Q4 公司三费占比为 9.6%.....	7
图 19：2021Q4 公司管理费用率为 3.7%.....	7
图 20：2021Q4 公司研发费用为 397 万元.....	7
图 21：2021 年公司存货占总资产 1.97%.....	8
图 22：2021Q4 公司经营净现金流占比 18.8%.....	8
图 23：2021Q4 公司存货价值量为 8.72 亿元.....	8
图 24：2022Q1，公司归母净利润环比增加 17.78 亿元（单位：百万元）.....	10
图 25：2022Q1，公司归母净利润同比增加 35.75 亿元（单位：百万元）.....	10
图 26：2022Q1 公司三费占比为 7.3%.....	10
图 27：2022Q1 公司销售费用率为 0.1%.....	10
图 28：2022Q1，公司研发费用为 568 万元.....	10
图 29：2022Q1，公司净利率为 74.86%.....	10
图 30：天齐锂业发展历程回顾，收购泰利森、SQM 是公司发展史的里程碑.....	11
图 31：公司的全球锂资源和加工厂布局.....	12
图 32：公司的锂资源及锂冶炼产能详情.....	12
图 33：公司的主要锂矿资源详情.....	13
图 34：泰利森旗下格林布什锂辉石矿山的布局图，地理位置便利、基础设施成熟.....	14
图 35：Greenbushes 兼具资源禀赋和资源量.....	15
图 36：Greenbushes 矿山产能规划示意图.....	15
图 37：格林布什锂辉石矿山远期化学级锂精矿产能有望达到 250 万吨/年以上.....	15
图 38：Greenbushes 产销量情况.....	16
图 39：Greenbushes 现金成本情况.....	16
图 40：锂矿产量的全球市场份额（2020 年）.....	17
图 41：格林布什锂矿现金成本处于全球低位（2020 年）.....	17
图 42：阿塔卡玛盐湖兼具锂资源储量大、品位高的特点，资源禀赋优异.....	18
图 43：Salar de Atacama 盐湖位于 Antofagsta 以东 208 公里处，是 SQM 最重要的锂资源.....	18
图 44：锂是提钾副产品，Salar del Carmen 工厂是公司锂化合物产品主要生产基地.....	19
图 45：SQM 在 2021Q4 的毛利润变化情况，同比增量主要由锂业务贡献（百万美元）.....	20
图 46：2021 年总收入、总毛利润大幅回升（百万美元）.....	20
图 47：2021 年 SQM 总利润大幅回升（百万美元）.....	20
图 48：2021 年锂业务业绩大幅回升（百万美元）.....	21
图 49：2021Q4 锂业务毛利率大幅回升（百万美元）.....	21
图 50：2021Q4 锂产品单吨售价大幅回升.....	21
图 51：2021 年锂业务占营收、毛利比重最大.....	21
图 52：SQM 公司现有产能及未来的产能扩张计划.....	22
图 53：全球锂化合物市场份额概览.....	23
图 54：公司的锂资源和加工厂布局.....	23

图 55：公司所处产业链的上下游流程图	24
图 56：公司的主要锂化合物的工艺流程	24
图 57：公司锂化合物产能扩张图	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2021 年底公司存货分类情况（单位：万元）	8
表 2：公司历年产成品库存销售均价情况	9
表 3：公司与全球头部电池客户签署的合同详情	26
公司财务报表数据预测汇总	29

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001