

2022年09月01日

天齐锂业 (002466.SZ)

## 深化产业链合作, 优质资源加持下业绩持续兑现

■事件: 公司发布 2022 年半年报, 2022 年 H1 公司营业收入 142.96 亿元, 同比+508.1%; 归母净利润 108.3 亿元, 同比+11937%。其中 2022 年 Q2 公司营业收入 90.38 亿元, 同比+524.7%, 环比+71.9%; 归母净利润 70 亿元, 同比+1998%, 环比+110.3%。

■格林布什精矿大幅放量, 特许权使用费明显提升。(1) 量: 公司持有格林布什锂矿 26.01%控股权以及 51%的包销权, 2022 年 H1 格林布什精矿发货量为 60.8 万吨。(2) 价: 2022 年 Q2 精矿价格 1755 美元/吨 FOB (其中化学级 1770 美元/吨 FOB), 维持此前价格指引。IGO 预计 2023 财年化学级锂精矿售价提升至 4187 美元/吨 FOB, 技术级精矿价格持稳。(3) 成本: 据 IGO 公告, 2022 年 Q2 精矿成本 618 澳元/吨, 环比增加 142 澳元/吨; 其中生产成本 254 澳元/吨, 环比增加 19 澳元/吨, 特许权使用费 364 澳元/吨, 环比增加 123 澳元/吨; IGO 预计 2023 财年生产成本 (不含特许权使用费) 区间为 225-275 澳元/吨。

(4) 随着 CGP2 爬坡及 TRP 投产, IGO 预计 2023 财年格林布什精矿产量为 135-145 万吨。

■锂化合物及衍生品量价齐升。(1) 量: 公司现有合计约 4.48 万吨/年的锂化工产品产能, 据公告, 格林布什由公司包销的部分将优先供应奎纳纳工厂, 剩余量将满足公司国内工厂和代加工需求, 由于前端精矿包销量远超自有冶炼产能, 预计上半年及全年代加工将贡献部分锂盐产量。(2) 价: 2022 年 H1 碳酸锂、氢氧化锂含税均价依次为 44.7、42.5 万元/吨, 同比增幅可观。(3) 公司资源-冶炼一体化布局, 据我们测算, 2022 年 H1 矿端毛利、冶炼毛利分别为 7.1 万元/吨 LCE、27.8 万元/吨 LCE, 预计随着 2023 财年精矿价格提升到 4187 美元/吨, 或对公司部分利润产生影响。

■SQM 量价齐增, 公司作为 SQM 第二大股东, 相应投资收益可观。(1) 2022 年 H1 SQM 实现营业收入 46.17 亿美元、总毛利 24.61 亿美元, 实现净利润 108.32 亿元, 公司确认投资收益 23.26 亿元。(2) 产能方面, 2022 年 SQM 碳酸锂和氢氧化锂产能分别增加到 18 万吨和 3 万吨, 同时, SQM 宣布到 2023 年, 其将进一步提高碳酸锂和氢氧化锂产能, 分别达到 21 万吨和 4 万吨。(3) 产量方面, 2022 年 H1 锂盐产量 7.23 万吨, SQM 全年生产指引为 14.5 万吨, 较此前指引提升 0.5 万吨。(4) 价格方面, 2022 年 Q2 SQM 锂盐均价已达到 5.4 万美元/吨, 同环比增幅可观, 同时据 SQM 公告, 其在合同结构上已有 70%的产品锚定报价

## 公司动态分析

证券研究报告

稀有金属

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价: 145 元  
股价 (2022-08-31) 114.24 元

### 交易数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 总市值 (百万元)  | 180,587.18     |
| 流通市值 (百万元) | 168,456.78     |
| 总股本 (百万股)  | 1,641.22       |
| 流通股本 (百万股) | 1,474.59       |
| 12 个月价格区间  | 59.41/148.00 元 |

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M    |
|------|------|-------|--------|
| 相对收益 | 2.27 | 12.22 | -0.25  |
| 绝对收益 | 0.11 | 17.25 | -14.35 |

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001  
qinjj1@essence.com.cn

### 相关报告

|                                     |            |
|-------------------------------------|------------|
| 天齐锂业: 优质锂矿产能持续释放, 公司业绩或迎来收获期/雷慧华    | 2022-05-05 |
| 天齐锂业: 积极推进港股上市, 坐拥优质盐湖及锂矿业绩弹性可期/雷慧华 | 2022-02-28 |

■ **公司成功登陆港交所，并深化与产业链下游公司的合作。**公司最终以每股 82 港元发行（发行价格区间为每股 69 港元至 82 港元），合计募资 134.58 亿港元，并陆续将募得资金用于偿还银团并购贷款、奎纳纳二期、安居工厂等项目，未来公司资本结构或持续优化，同时或加速规划及在建项目落地。另外公司深化与产业链下游公司的合作，根据公司港股招股书，中创新航、中国太保、LG 化学、太平洋资管、德方纳米、四川能投（香港）及金山（香港）国际矿业 7 家基石投资者合计出资 49 亿港元认购 5979 万股 H 股股份，约占发行股份的 36.4%。与此同时，公司子公司与中创新航、德方纳米、LG 化学等多家客户签署了锂产品供应长期合同，有利于公司与核心客户建立长期战略合作关系，或提升公司未来经营的稳定性和可持续性。另外公司资源及冶炼优势明显，也积极参股下游公司厦钨新能、SES、北京卫蓝、航天电源等。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 467.91、479.01、495.91 亿元，实现净利润 244.29、247.79、251.07 亿元，对应 EPS 分别为 14.88、15.1、15.3 元/股，目前股价对应 PE 为 7.7、7.6、7.5 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 145 元/股。

■ **风险提示：**需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期

| (百万元)        | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入       | 3,239.5     | 7,663.3     | 46,790.6     | 47,900.6     | 49,590.7     |
| 净利润          | -1,833.8    | 2,078.9     | 24,428.6     | 24,778.8     | 25,107.4     |
| 每股收益(元)      | -1.12       | 1.27        | 14.88        | 15.10        | 15.30        |
| 每股净资产(元)     | 3.17        | 7.78        | 23.22        | 38.31        | 53.61        |
| <b>盈利和估值</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 市盈率(倍)       | -102.2      | 90.2        | 7.7          | 7.6          | 7.5          |
| 市净率(倍)       | 36.0        | 14.7        | 4.9          | 3.0          | 2.1          |
| 净利润率         | -56.6%      | 27.1%       | 52.2%        | 51.7%        | 50.6%        |
| 净资产收益率       | -35.2%      | 16.3%       | 64.1%        | 39.4%        | 28.5%        |
| 股息收益率        | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| ROIC         | 0.9%        | 10.5%       | 96.8%        | 83.0%        | 107.6%       |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

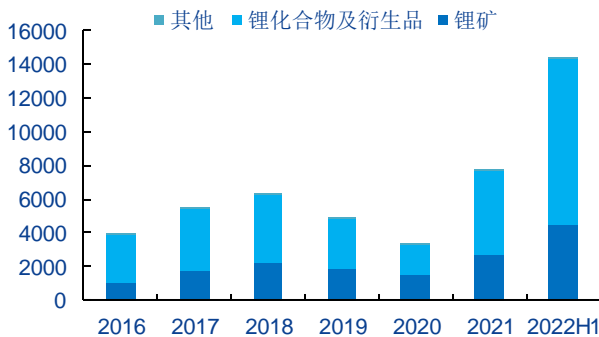
## 1. 事件：公司发布 2022 年半年度报告

公司发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司营业收入 142.96 亿元，同比+508.1%；归母净利润 108.3 亿元，同比+11937%。其中 2022 年 Q2 公司营业收入 90.38 亿元，同比+524.7%，环比+71.9%；归母净利润 70 亿元，同比+1998%，环比+110.3%。

## 2. 公司经营情况分析

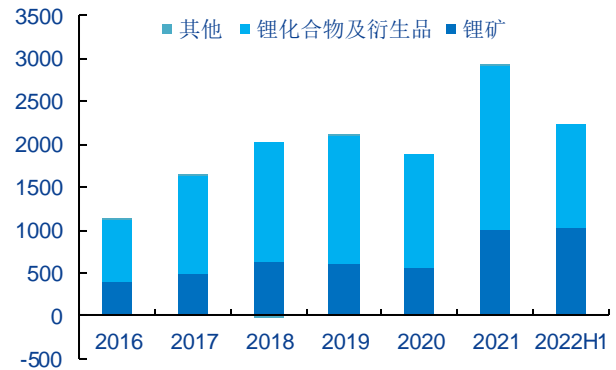
**锂矿、锂化合物及衍生品贡献主要营收及毛利。**2022 年 H1 锂矿、锂化合物及衍生品营收分别为 44.66、98.28 亿元，同比增加 417.7%、560.7%，占营业总收入比例依次为 31.2%、68.8%。2022 年 H1 锂矿、锂化合物及衍生品营业成本分别为 10.25、12.25 亿元，同比增加 188.5%、54.4%，占营业成本比例依次为 45.6%、54.4%。2022 年 H1 锂矿、锂化合物及衍生品毛利分别为 34.41、86.03 亿元，占总毛利比例依次为 28.6%、71.4%，毛利率依次为 77.1%、87.5%。

图 1：公司各业务收入构成（百万元）



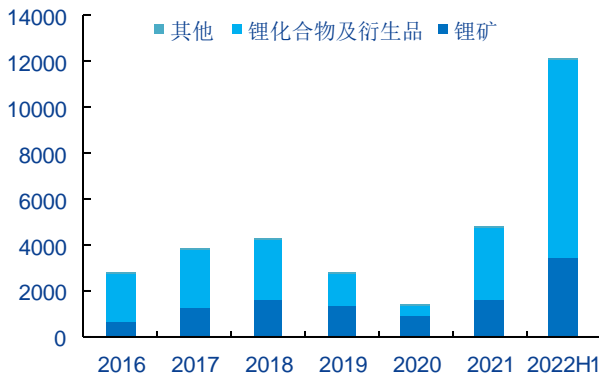
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：公司各业务成本构成（百万元）



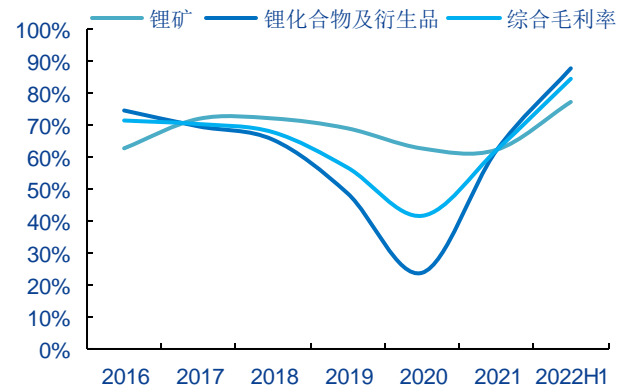
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：公司各业务毛利（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

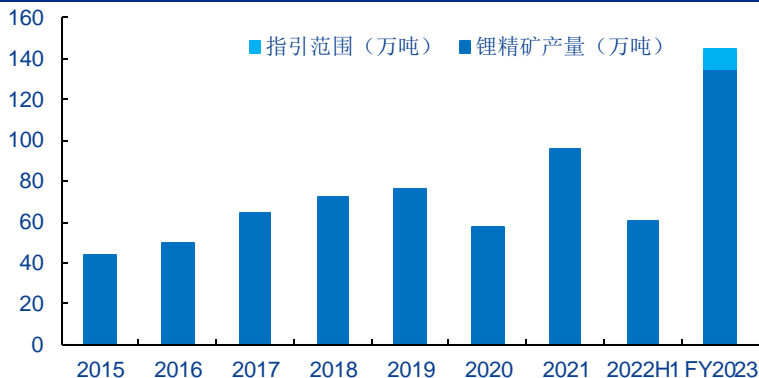
图 4：公司各业务毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

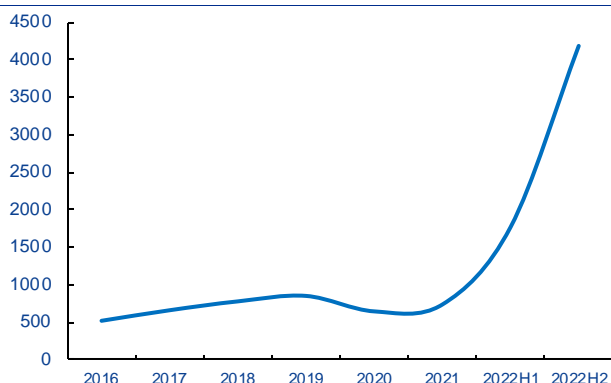
**格林布什精矿大幅放量，特许权使用费明显提升。**（1）量：公司持有格林布什锂矿 26.01% 控股权以及 51% 的包销权，2022 年 H1 格林布什精矿发货量为 60.8 万吨。（2）价：2022 年 Q2 精矿价格 1755 美元/吨 FOB（其中化学级 1770 美元/吨 FOB），维持此前价格指引。IGO 预计 2023 财年化学级锂精矿售价提升至 4187 美元/吨 FOB，技术级精矿价格持稳。（3）成本：据 IGO 公告，2022 年 Q2 精矿成本 618 澳元/吨，环比增加 142 澳元/吨；其中生产成本 254 澳元/吨，环比增加 19 澳元/吨，特许权使用费 364 澳元/吨，环比增加 123 澳元/吨；IGO 预计 2023 财年生产成本（不含特许权使用费）区间为 225-275 澳元/吨。（4）随着 CGP2 爬坡及 TRP 投产，IGO 预计 2023 财年格林布什精矿产量为 135-145 万吨。

图 5: 格林布什锂矿产量情况



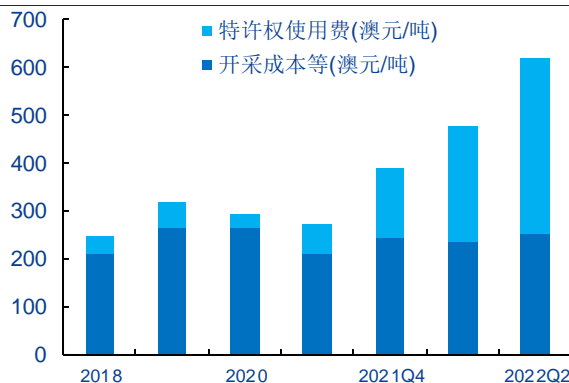
资料来源: 公司公告, IGO, 安信证券研究中心

图 6: 格林布什精矿外售价格 (美元/吨)



资料来源: 公司公告, IGO, 安信证券研究中心

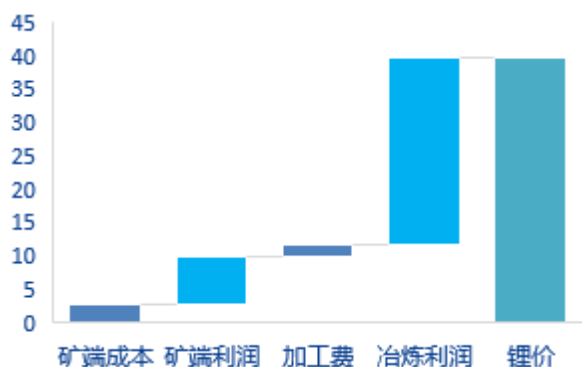
图 7: 格林布什精矿成本情况



资料来源: 公司公告, IGO, 安信证券研究中心

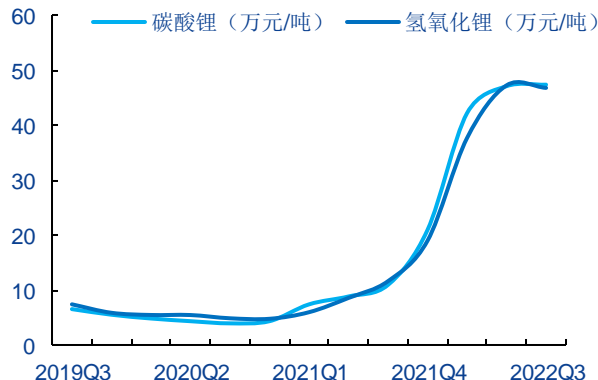
锂化合物及衍生品量价齐升。(1) 量: 公司现有合计约 4.48 万吨/年的锂化工产品产能, 据公告, 格林布什由公司包销的部分将优先供应奎纳纳工厂, 剩余量将满足公司国内工厂和代加工需求, 由于前端精矿包销量远超自有冶炼产能, 预计上半年及全年代加工将贡献部分锂盐产量。(2) 价: 2022 年 H1 碳酸锂、氢氧化锂含税均价依次为 44.7、42.5 万元/吨, 同比增幅可观。(3) 公司资源-冶炼一体化布局, 据我们测算, 2022 年 H1 矿端毛利、冶炼毛利分别为 7.1 万元/吨 LCE、27.8 万元/吨 LCE, 预计随着 2023 财年精矿价格提升到 4187 美元/吨, 或对公司部分利润产生影响。

图 8: 2022 年 H1 格林布什矿及冶炼利润拆解 (万元/吨 LCE)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

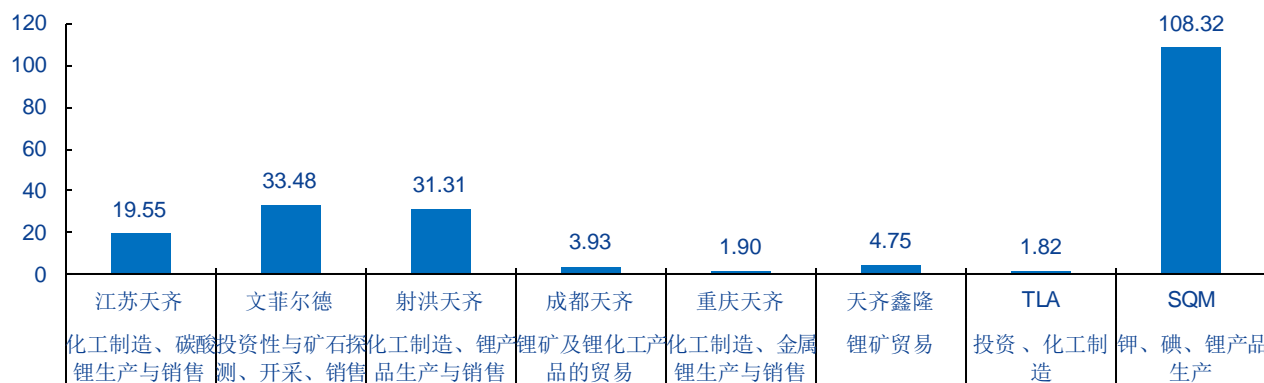
图 9: 锂盐季度市场价格



资料来源: SMM, 安信证券研究中心

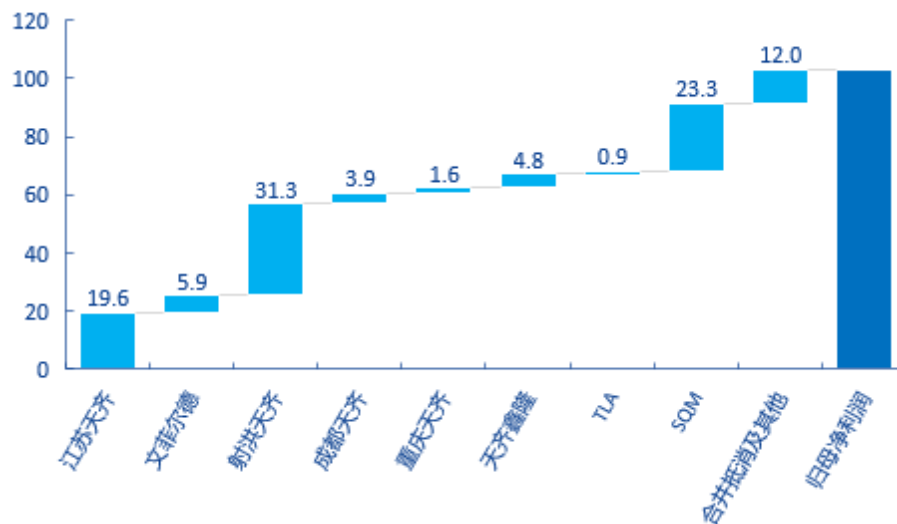
从参股及子公司层面来看, 参股公司 SQM、控股公司文菲尔德、全资子公司射洪天齐、全资子公司江苏天齐、全资子公司成都天齐利润居前, 依次为 108.32、33.48、31.31、19.55、3.93 亿元, 成都天齐净利润环比下滑 3.36 亿元, 其他主要参控股公司利润均有明显提升, 另外从合并报表层面来看, 考虑各公司权益利润后, 内部合并抵消及其他或约 12 亿元。

图 10: 2022 年 H1 参控股公司利润情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

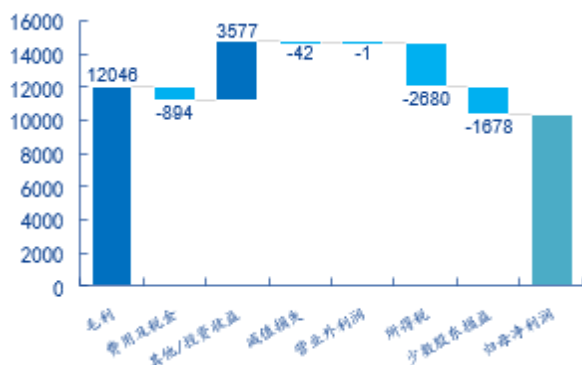
图 11: 2022 年 H1 合并利润拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

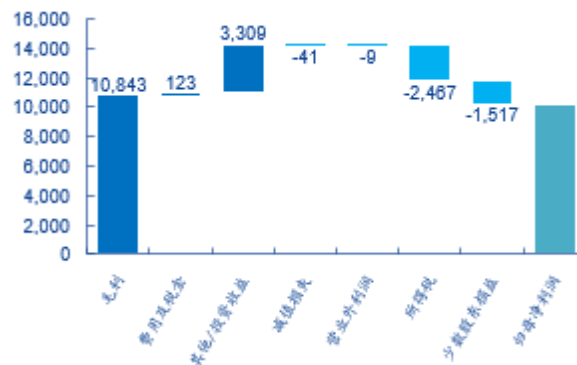
2022 年 H1 毛利 (+108.4 亿元)、投资收益 (+33.1 亿元) 构成了公司主要的利润增项, 所得税 (-24.7 亿元)、少数股东损益 (-15.2 亿元)。值得注意的是, 由于债务问题的解决、财务费用的下滑(-4.23 亿元), 费用及税金项目同比贡献了正向的当期损益变动(+1.23 亿元)。

图 12: 2022 年 H1 归母利润拆分 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

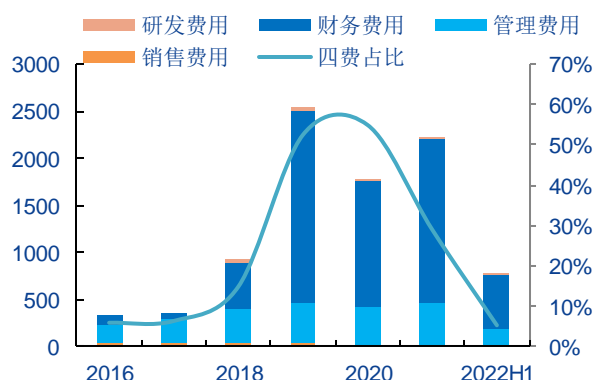
图 13: 2022 年 H1 利润表各项目同比变动 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

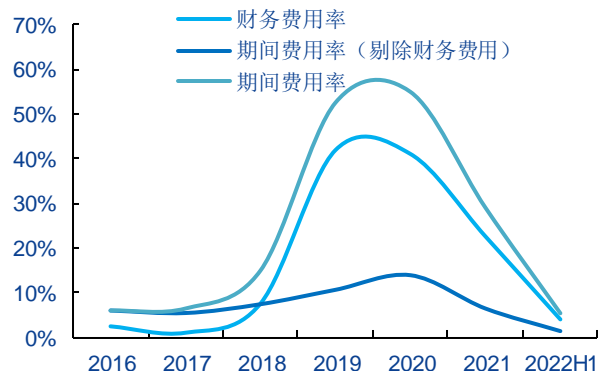


图 14: 公司四费及占比 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

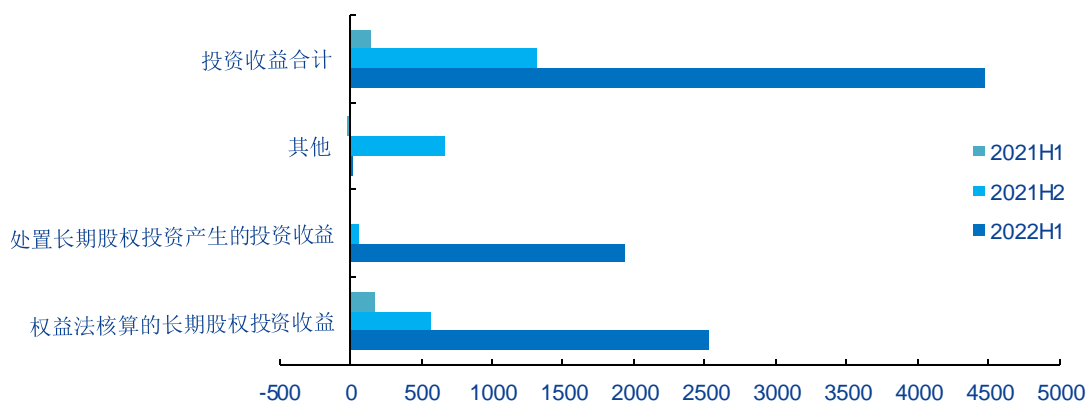
图 15: 期间费用率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

**2022 年投资收益合计 44.76 亿元。**其中权益法核算的长期股权投资收益 25.24 亿元，由于联营公司 SQM 2022 年 H1 业绩放量，公司确认相应投资收益为 23.26 亿元，其中 Q2 确认 17 亿元（包括了 Q1 少确认的 6.2 亿元）。另外 2022 年 H1，处置长期股权投资产生的投资收益 19.4 亿元，主要由两部分构成：(1) 公司完成领式期权合约的全部交割，实际交割 SQM 的 B 类股 452.7 万股。根据《企业会计准则》的相关规定，公司将处置长期股权投资取得的价款与所处置投资账面价值的差额确认了 7.33 亿元的投资收益。(2) 公司所持有 SES 的股份因被动稀释导致公司对其不再具有重大影响，因此终止确认长期股权投资，上述合计影响投资收益 12.07 亿元。

图 16: 公司投资收益情况 (百万元)

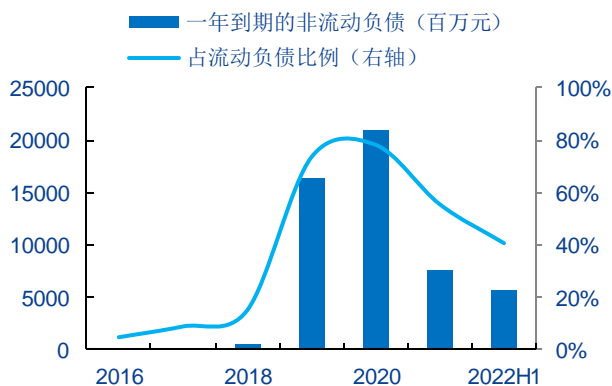


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**2022 年 H1 公允价值变动损益-9.01 亿元**，主要系受 SQM 股票价格大幅上涨、Libor 利率波动等因素影响下，领式期权与电力远期合约在持有期间产生的公允价值变动损失。

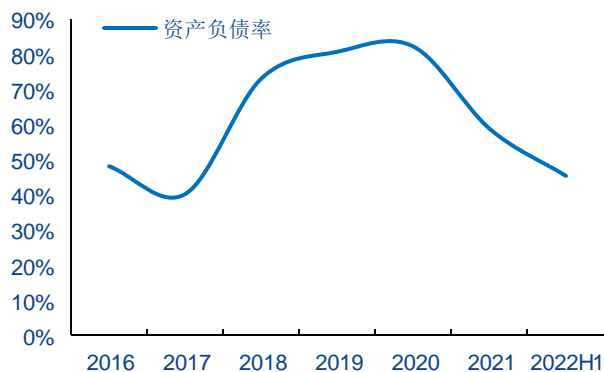
**公司短期债务明显下滑，资本结构持续改善。**截至 2022 年 H1，公司一年到期的非流动负债为 57.99 亿元，占流动负债比例降至 40.7%，短期债务压力明显缓释，另外，2022 年 H1 资产负债率为 45.55%，自高点下降 36.77pct。具体到银团贷款来看，截至 2022 年 8 月份，公司已经使用 H 股发行的募集资金偿还全部 SQM 并购银团贷款及约 14.71 亿元国内贷款。

图 17: 公司短债持续下滑



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 公司资产结构持续改善



资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 3. 资源优势明显, 或保障冶炼产能加速释放

参控股优质资源格林布什锂矿及 SQM, 权益资源量约 1337 万吨 LCE。据公告, 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, 目前格林布什锂辉石矿已建成的锂精矿产能确保公司能获得稳定的低成本优质原料, 同时公司正在就重启雅江措拉锂辉石矿采选一期工程选厂进行可行性研究, 该项目建成后, 或与格林布什矿山一起成为公司现有及未来规划锂化合物产能的双重资源保障。公司参股 SQM, 依托 Atacama 优质资源, 2022 年、2023 年 SQM 盐湖碳酸锂产能将达到 18 万吨/年、21 万吨/年, 以及参股扎布耶锂业, 其万吨级盐湖碳酸锂项目预计于 2023 年底建成。

表 1: 公司资源情况 (截至 2022 年 H1)

| 资源                 | 权益     | 资源量 (万吨 LCE) | 品位          | 产能情况   |
|--------------------|--------|--------------|-------------|--|
| 锂矿-泰利森-Greenbushes | 26.01% | 878          | Li2O 2.0%   | 2022 年建成产能 162 万吨/年 (TGP14+CGP1 60+CGP2 60), 2024 年底建成 214 万吨产能 (新增 CGP3 52) |
| 锂矿-四川甘孜州雅江措拉       | 100%   | 63.2         | Li2O 1.3%   | 精矿产能 10.69 万吨, 计划在未来重启   |
| 盐湖-扎布耶             | 20%    | 178.76       | -           | 万吨锂盐产能预计将于 2023 年底建成   |
| 盐湖-SQM Atacama     | 22.16% | 4555         | 1835mg/L    | 2022 年或将达到 18 万吨碳酸锂、3 万吨氢氧化锂产能   |
| <b>权益资源量</b>       |        | <b>1337</b>  | <b>产能情况</b> | <b>2022 年资源权益产能 9.5 万吨 LCE</b>   |

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 注: B 类股完全交割后持有 SQM21.9% 股权

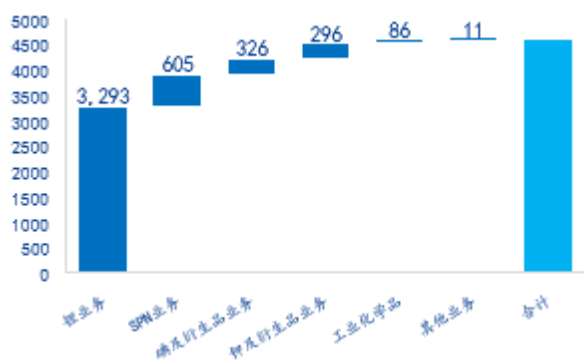
**SQM 量价齐增, 公司作为 SQM 第二大股东, 相应投资收益可观。**(1) 2022 年 H1 SQM 实现营业收入 46.17 亿美元、总毛利 24.61 亿美元, 实现净利润 108.32 亿元, 公司确认投资收益 23.26 亿元。(2) 产能方面, 2022 年 SQM 碳酸锂和氢氧化锂产能分别增加到 18 万吨和 3 万吨, 同时, SQM 宣布到 2023 年, 其将进一步提高碳酸锂和氢氧化锂产能, 分别达到 21 万吨和 4 万吨。(3) 产量方面, 2022 年 H1 锂盐产量 7.23 万吨, SQM 全年生产指引为 14.5 万吨, 较此前指引提升 0.5 万吨。(4) 价格方面, 2022 年 Q2 SQM 锂盐均价已达到 5.4 万美元/吨, 同环比增幅可观, 同时据 SQM 公告, 其在合同结构上已有 70% 的产品锚定报价平台的可变价格制定。

表 2: SQM 产能规划

| 产品名称              | 碳酸锂(万吨)   | 氢氧化锂(万吨) |
|-------------------|-----------|----------|
| 2021 年有效产能        | 12        | 2.15     |
| 2022 年新增产能        | 6         | 0.85     |
| 2023 年新增产能        | 3         | 1        |
| <b>2023 年有效产能</b> | <b>21</b> | <b>4</b> |

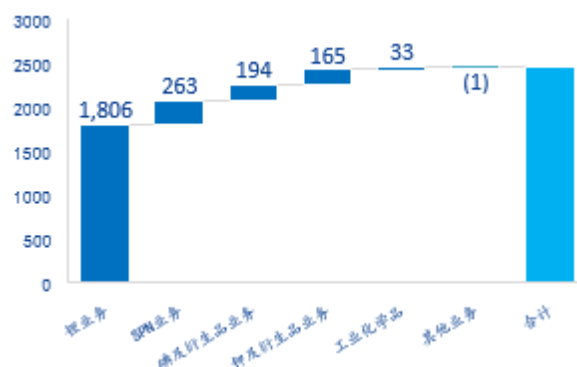
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 19: 2022 年 H1 SQM 营业收入结构 (百万美元)



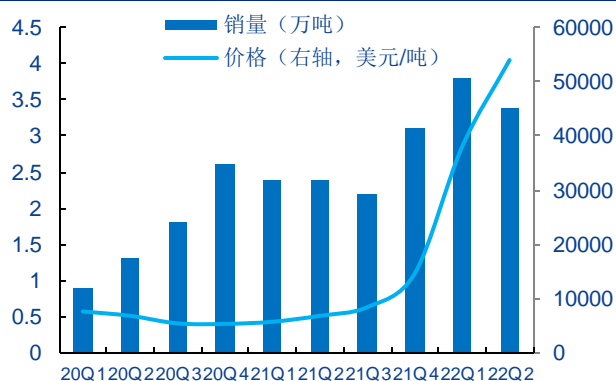
资料来源: SQM 公告, 安信证券研究中心

图 20: 2022 年 H1 SQM 毛利结构 (百万美元)



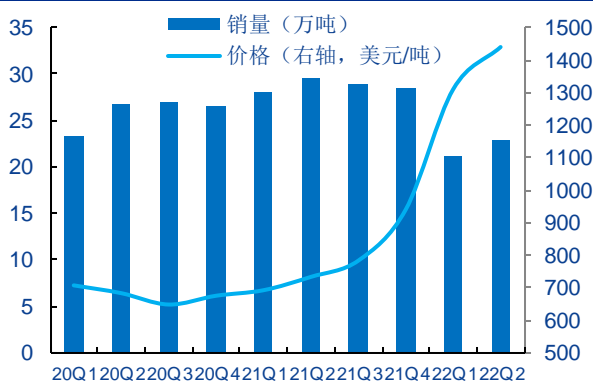
资料来源: SQM 公告, 安信证券研究中心

图 21: SQM 锂业务量价情况



资料来源: SQM 公告, 安信证券研究中心

图 22: SQM SPN 业务量价情况



资料来源: SQM 公告, 安信证券研究中心

公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年, 目前精矿权益量充裕, 公司披露部分以代加工的方式消化。据公告, 公司拥有合计约 4.48 万吨/年的锂化工产品产能, 其中 3.45 万吨/年碳酸锂产能、0.5 万吨/年氢氧化锂产能、0.45 万吨氯化锂产能以及 800 吨金属锂产能。奎纳纳、安居等重点项目持续推进中。

- ✓ 奎纳纳一期 2.4 万吨氢氧化锂产能已达到电池级氢氧化锂标准, 2022 年 Q2 已产出 88 吨氢氧化锂 (其中电池级 34 吨), 2022 年 5 月已送样, 预计需要 4-8 个月的产品认证, 并且预计于 2022 年 H2 实现首次销售。
- ✓ 奎纳纳二期 2.4 万吨氢氧化锂产能预计将在 2022 年 H2 重启建设工程 (此前预计在 2023 年 H1)。
- ✓ 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, 2022 年 7 月, 公司管理层对该项目的进度、预算以及土建招标工作开展进行了评审, 同意将该项目预算增加至 14.8 亿元, 项目预计将在 2023 年下半年完工。
- ✓ 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。



**表 3：公司具备强大的锂精矿保障能力**

| 产品                    | 基地    | 产能 (实物吨)     | 备注                           | 产量 (实物吨)     |              |              |              |
|-----------------------|-------|--------------|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       |       |              |                              | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 碳酸锂                   | 张家港基地 | 20000        | 投产                           | 20000        | 20000        | 20000        | 20000        |
|                       | 射洪基地  | 14500        | 投产                           | 14500        | 14500        | 14500        | 14500        |
|                       | 安居基地  | 20000        | 在建                           |              |              | 5000         | 20000        |
|                       | 合计    | <b>54500</b> | -                            | <b>34500</b> | <b>34500</b> | <b>39500</b> | <b>54500</b> |
| 氢氧化锂                  | 射洪基地  | 5000         | 投产                           | 5000         | 5000         | 5000         | 5000         |
|                       | 奎纳纳一期 | 24000        | 已进入试生产阶段，计划于 2022 年 H2 实现销售。 | 7000         | 20000        | 24000        | 24000        |
|                       | 奎纳纳二期 | 24000        | 暂缓状态                         |              |              | 6000         | 16000        |
|                       | 合计    | <b>53000</b> | -                            | <b>12000</b> | <b>25000</b> | <b>35000</b> | <b>45000</b> |
| 金属锂                   | 铜梁基地  | 2000         | 已投产 600 吨                    | 240          | 312          | 406          | 527          |
|                       | 射洪基地  | 200          | 投产                           | 80           | 104          | 135          | 176          |
|                       | 合计    | <b>2200</b>  | -                            | <b>320</b>   | <b>416</b>   | <b>541</b>   | <b>703</b>   |
| 氯化锂                   | 射洪基地  | 4500         | 投产                           | 1954         | 2541         | 3303         | 4294         |
| 锂资源需求量 (万吨 LCE)       |       |              |                              | 46768        | 58724        | 73192        | 97860        |
| 锂资源供给量 (万吨 LCE)       |       |              |                              | 76500        | 94225        | 108350       | 115363       |
| 其中：锂矿-泰利森-Greenbushes |       |              |                              | 76500        | 87975        | 94988        | 102000       |
| 锂矿-四川甘孜州雅江措拉          |       |              |                              | -            | 6250         | 13363        | 13363        |
| 锂资源供需差 (+资源充足/-资源短缺)  |       |              |                              | <b>29732</b> | <b>35501</b> | <b>35158</b> | <b>17503</b> |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 成功登陆港交所，轻装上阵布局产业链合作

公司成功登陆港交所，并以发行价格区间上限首发。公司最终以每股 82 港元发行（发行价格区间为每股 69 港元至 82 港元），合计募资 134.58 亿港元，并陆续将募得资金用于偿还银团并购贷款、奎纳纳二期、安居工厂等项目，未来公司资本结构或持续优化，同时或加速规划及在建项目落地。

公司深化与产业链下游公司的合作。根据公司港股招股书，中创新航、中国太保、LG 化学、太平洋资管、德方纳米、四川能投（香港）及金山（香港）国际矿业 7 家基石投资者合计出资 49 亿港元认购 5979 万股 H 股股份，约占发行股份的 36.4%。与此同时，公司子公司与中创新航、德方纳米、LG 化学等多家客户签署了锂产品供应长期合同，有利于公司与核心客户建立长期战略合作关系，或提升公司未来经营的稳定性和可持续性。另外公司资源及冶炼优势明显，也积极参股下游公司厦钨新能、SES、北京卫蓝、航天电源等。

**表 4：天齐锂业下游布局情况**

| 公司   | 股权关系          | 合作方式   |
|------|---------------|--|
| 厦钨新能 | 天齐持有 2.25% 股权 | 2021 年厦钨新能及其子公司系天齐锂业第 2 大客户，占比 15.98%。   |
| SES  | 天齐持有 7.97% 股权 | -  |
| 北京卫蓝 | 天齐持有 3.26% 股权 | 天齐锂业旗下全资子公司天齐创锂与北京卫蓝签署完成了《合作协议》，双方计划共同出资设立合资公司，涉及预锂化负极材料及回收、金属锂负极等               |
| 航天电源 | 天齐持有 9.91% 股权 | -  |
| 中创新航 | 持有天齐 0.3% 股权  | 天齐锂业与中创新航签署了《战略合作伙伴协议》，双方将结成深度的战略合作伙伴关系，就电芯及电池材料、新材料、锂盐、锂矿等领域开展共同投资、合作研发等多领域的合作。 |
| 德方纳米 | 持有天齐 0.9% 股权  | 德方纳米拟认购天齐锂业港股 IPO 股权，同时签署碳酸锂销售合同   |
| LG   | 持有天齐 0.9% 股权  | LG 拟认购天齐锂业港股 IPO 股权，同时签署氢氧化锂销售合同   |

资料来源：wind，公司公告，安信证券研究中心

**投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 467.91、479.01、495.91 亿元，实现净利润 244.29、247.79、251.07 亿元，对应 EPS 分别为 14.88、15.1、15.3 元/股，目前股价对应 PE 为 7.7、7.6、7.5 倍。维持“买入-A”评级，6 个月目标价 145 元/股。

**风险提示：**需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |             |             |              |              |              | 财务指标         |         |         |         |        |        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| (百万元)        | 2020        | 2021        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | (百万元)        | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| <b>营业收入</b>  | 3,239.5     | 7,663.3     | 46,790.6     | 47,900.6     | 49,590.7     | <b>成长性</b>   |         |         |         |        |        |
| 减:营业成本       | 1,895.3     | 2,914.4     | 6,501.7      | 8,386.2      | 9,035.0      | 营业收入增长率      | -33.1%  | 136.6%  | 510.6%  | 2.4%   | 3.5%   |
| 营业税费         | 27.0        | 70.9        | 432.8        | 443.1        | 458.7        | 营业利润增长率      | -77.5%  | -490.2% | 945.7%  | 0.3%   | 4.2%   |
| 销售费用         | 20.5        | 20.5        | 125.1        | 128.1        | 132.6        | 净利润增长率       | -69.4%  | -213.4% | 1075.1% | 1.4%   | 1.3%   |
| 管理费用         | 405.4       | 454.0       | 2,105.6      | 1,916.0      | 1,983.6      | EBITDA 增长率   | -90.9%  | 698.1%  | 607.2%  | 0.3%   | 3.6%   |
| 研发费用         | 24.3        | 18.8        | 117.0        | 119.8        | 124.0        | EBIT 增长率     | -94.7%  | 1244.6% | 644.9%  | -0.1%  | 3.4%   |
| 财务费用         | 1,329.6     | 1,730.8     | 921.0        | 736.8        | 442.1        | NOPLAT 增长率   | -110.7% | 1037.5% | 818.4%  | -0.1%  | 2.9%   |
| 资产减值损失       | -54.9       | -           | -27.5        | -13.7        | -20.6        | 投资资本增长率      | -5.2%   | 0.0%    | 16.5%   | -20.7% | 17.7%  |
| 加:公允价值变动收益   | -644.1      | 77.0        | -727.7       | -125.2       | -140.6       | 净资产增长率       | -16.6%  | 144.2%  | 190.1%  | 63.9%  | 40.4%  |
| 投资和汇兑收益      | 147.8       | 1,461.4     | 5,826.8      | 5,786.3      | 6,293.5      |              |         |         |         |        |        |
| <b>营业利润</b>  | -1,022.3    | 3,989.1     | 41,713.9     | 41,845.4     | 43,588.1     | <b>利润率</b>   |         |         |         |        |        |
| 加:营业外净收支     | -31.8       | -25.5       | 0.2          | -19.0        | -14.8        | 毛利率          | 41.5%   | 62.0%   | 86.1%   | 82.5%  | 81.8%  |
| <b>利润总额</b>  | -1,054.1    | 3,963.7     | 41,714.1     | 41,826.4     | 43,573.4     | 营业利润率        | -31.6%  | 52.1%   | 89.2%   | 87.4%  | 87.9%  |
| 减:所得税        | 73.2        | 1,373.6     | 8,129.8      | 8,160.3      | 8,682.5      | 净利润率         | -56.6%  | 27.1%   | 52.2%   | 51.7%  | 50.6%  |
| <b>净利润</b>   | -1,833.8    | 2,078.9     | 24,428.6     | 24,778.8     | 25,107.4     | EBITDA/营业收入  | 23.7%   | 80.0%   | 92.7%   | 90.8%  | 90.9%  |
|              |             |             |              |              |              | EBIT/营业收入    | 13.1%   | 74.7%   | 91.1%   | 88.9%  | 88.8%  |
|              |             |             |              |              |              | <b>运营效率</b>  |         |         |         |        |        |
| <b>资产负债表</b> |             |             |              |              |              | 固定资产周转天数     | 466     | 193     | 46      | 65     | 71     |
|              | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 流动营业资本周转天数   | -114    | -17     | 25      | 12     | 2      |
| 货币资金         | 994.1       | 1,987.1     | 17,763.9     | 59,074.4     | 87,320.8     | 流动资产周转天数     | 517     | 219     | 150     | 362    | 591    |
| 交易性金融资产      | -           | 4.1         | 4.1          | 4.1          | 4.1          | 应收帐款周转天数     | 36      | 25      | 25      | 25     | 25     |
| 应收帐款         | 257.6       | 786.8       | 5,589.7      | 938.0        | 5,820.0      | 存货周转天数       | 98      | 40      | 15      | 19     | 19     |
| 应收票据         | 443.6       | 448.2       | 4,997.0      | 577.4        | 829.3        | 总资产周转天数      | 4,925   | 2,025   | 440     | 647    | 866    |
| 预付帐款         | 10.9        | 19.9        | 48.8         | 39.8         | 55.6         | 投资资本周转天数     | 4,048   | 1,665   | 295     | 278    | 259    |
| 存货           | 851.0       | 871.8       | 2,971.7      | 1,985.8      | 3,355.2      |              |         |         |         |        |        |
| 其他流动资产       | 297.1       | 2,352.7     | 1,097.4      | 1,249.1      | 1,566.4      | <b>投资回报率</b> |         |         |         |        |        |
| 可供出售金融资产     | -           | -           | -            | -            | -            | ROE          | -35.2%  | 16.3%   | 64.1%   | 39.4%  | 28.5%  |
| 持有至到期投资      | -           | -           | -            | -            | -            | ROA          | -2.7%   | 5.9%    | 47.8%   | 33.1%  | 25.5%  |
| 长期股权投资       | 23,465.1    | 22,591.8    | 22,591.8     | 22,591.8     | 22,591.8     | ROIC         | 0.9%    | 10.5%   | 96.8%   | 83.0%  | 107.6% |
| 投资性房地产       | -           | -           | -            | -            | -            | <b>费用率</b>   |         |         |         |        |        |
| 固定资产         | 4,205.5     | 4,031.1     | 7,841.5      | 9,413.1      | 10,045.4     | 销售费用率        | 0.6%    | 0.3%    | 0.3%    | 0.3%   | 0.3%   |
| 在建工程         | 6,810.7     | 6,403.4     | 2,961.3      | 1,584.5      | 1,033.8      | 管理费用率        | 12.5%   | 5.9%    | 4.5%    | 4.0%   | 4.0%   |
| 无形资产         | 3,273.4     | 3,095.6     | 2,989.7      | 2,883.7      | 2,777.7      | 研发费用率        | 0.7%    | 0.2%    | 0.3%    | 0.3%   | 0.3%   |
| 其他非流动资产      | 1,426.5     | 1,573.0     | 1,450.7      | 1,480.5      | 1,499.7      | 财务费用率        | 41.0%   | 22.6%   | 2.0%    | 1.5%   | 0.9%   |
| <b>资产总额</b>  | 42,035.6    | 44,165.3    | 70,307.5     | 101,822.2    | 136,899.7    | 四费/营业收入      | 54.9%   | 29.0%   | 7.0%    | 6.1%   | 5.4%   |
| 短期债务         | 2,736.8     | 2,174.8     | -            | -            | -            | <b>偿债能力</b>  |         |         |         |        |        |
| 应付帐款         | 1,510.5     | 2,090.3     | 4,044.9      | 4,762.2      | 4,963.6      | 资产负债率        | 82.3%   | 58.9%   | 25.1%   | 15.2%  | 11.5%  |
| 应付票据         | 205.6       | 123.5       | 1,839.5      | 468.4        | 1,609.9      | 负债权益比        | 465.6%  | 143.3%  | 33.5%   | 18.0%  | 12.9%  |
| 其他流动负债       | 22,359.6    | 9,371.6     | 9,065.4      | 7,696.9      | 6,815.7      | 流动比率         | 0.11    | 0.47    | 2.17    | 4.94   | 7.39   |
| 长期借款         | 4,386.1     | 10,628.3    | -            | -            | -            | 速动比率         | 0.07    | 0.41    | 1.97    | 4.79   | 7.14   |
| 其他非流动负债      | 3,404.4     | 1,625.1     | 2,708.6      | 2,579.4      | 2,304.3      | 利息保障倍数       | 0.32    | 3.31    | 46.29   | 57.79  | 99.59  |
| <b>负债总额</b>  | 34,603.0    | 26,013.6    | 17,658.3     | 15,506.9     | 15,693.5     | <b>分红指标</b>  |         |         |         |        |        |
| 少数股东权益       | 2,226.4     | 5,390.4     | 14,546.1     | 23,433.5     | 33,216.9     | DPS(元)       | -       | -       | -       | -      | -      |
| 股本           | 1,477.1     | 1,477.1     | 1,641.2      | 1,641.2      | 1,641.2      | 分红比率         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   |
| 留存收益         | 4,439.6     | 12,033.3    | 36,461.9     | 61,240.7     | 86,348.1     | 股息收益率        | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>股东权益</b>  | 7,432.5     | 18,151.7    | 52,649.2     | 86,315.4     | 121,206.2    |              |         |         |         |        |        |

## 现金流量表

| 现金流量表             |          |          |           |          |          | 业绩和估值指标   |         |        |         |         |        |
|-------------------|----------|----------|-----------|----------|----------|-----------|---------|--------|---------|---------|--------|
|                   | 2020     | 2021     | 2022E     | 2023E    | 2024E    |           | 2020    | 2021   | 2022E   | 2023E   | 2024E  |
| 净利润               | -1,127.4 | 2,590.0  | 24,428.6  | 24,778.8 | 25,107.4 | EPS(元)    | -1.12   | 1.27   | 14.88   | 15.10   | 15.30  |
| 加:折旧和摊销           | 343.7    | 413.3    | 737.6     | 911.2    | 1,024.4  | BVPS(元)   | 3.17    | 7.78   | 23.22   | 38.31   | 53.61  |
| 资产减值准备            | 51.3     | 10.4     | -         | -        | -        | PE(X)     | -102.2  | 90.2   | 7.7     | 7.6     | 7.5    |
| 公允价值变动损失          | 644.1    | -77.0    | -727.7    | -125.2   | -140.6   | PB(X)     | 36.0    | 14.7   | 4.9     | 3.0     | 2.1    |
| 财务费用              | 1,337.1  | 1,712.9  | 921.0     | 736.8    | 442.1    | P/FCF     | -49.5   | -25.0  | 33.6    | 5.8     | 10.1   |
| 投资损失              | -147.8   | -1,461.4 | -5,826.8  | -5,786.3 | -6,293.5 | P/S       | 57.9    | 24.5   | 4.0     | 3.9     | 3.8    |
| 少数股东损益            | 706.4    | 511.2    | 9,155.7   | 8,887.4  | 9,783.5  | EV/EBITDA | 114.8   | 29.5   | 4.4     | 3.6     | 3.1    |
| 营运资金的变动           | 352.3    | -3,301.4 | -5,438.1  | 8,513.9  | -5,795.2 | CAGR(%)   | -410.2% | 137.9% | -283.0% | -410.2% | 137.9% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 696.4    | 2,094.4  | 23,250.3  | 37,916.5 | 24,128.1 | PEG       | 0.2     | 0.7    | -0.0    | -0.0    | 0.1    |
| 投资活动产生现金流量        | -504.9   | -137.6   | 5,526.8   | 4,986.3  | 5,393.5  | ROIC/WACC | 0.1     | 1.0    | 9.2     | 7.9     | 10.2   |
| 融资活动产生现金流量        | -3,522.2 | -1,131.7 | -13,000.3 | -1,592.3 | -1,275.2 | REP       | 29.9    | 5.1    | 0.5     | 0.6     | 0.4    |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034