

业绩亮眼，锂资源龙头重回扩张之路

2022 年 09 月 01 日

➤ **事件：8 月 31 日公司发布 2022 年半年报。**2022 上半年公司实现营收 142.95 亿元，同比增长 508%，归母净利润 103.27 亿元，去年同期为 0.86 亿元，扣非净利润 92.8 亿元，去年同期为 0.19 亿元。22Q2 公司实现营收 90.38 亿元，同比增长 525%，环比增长 72%；归母净利润 70.0 亿元，去年同期为 3.34 亿元，环比增长 110%；扣非归母净利润 64.47 亿元，去年同期为 1.78 亿元，环比增长 128%。最终业绩处于业绩预告中值。

➤ **分析与判断：坐拥全球顶级锂资源，深厚护城河为公司贡献可观利润，公司创造历史最佳半年度业绩。**(1) 量：公司上半年锂产品满产满销，控股公司泰利森锂精矿产量稳步增长。(2) 价：据亚洲金属网，上半年电池级碳酸锂价格由年初的 27 万元/吨上涨至 47.55 万元/吨，公司大幅受益于锂价上涨，上半年锂盐板块毛利率上涨至高达 87.54%。(3) 成本：公司旗下泰利森采用半年度定价模式，上半年锂精矿价格 1770 美元/吨，成本保持稳定。(4) 投资收益及非经常性损益：联营公司 SQM 上半年业绩同比大幅增长，为公司贡献投资收益 23.26 亿元；公司参股的 SES 公司贡献约 12.07 亿元投资收益；因领式期权交割处置部分 SQM B 类股产生的处置长期股权投资的投资收益 7.32 亿元。

➤ **TLEA：格林布什产量稳步增长，利润大幅释放。**(1) 量：22Q2 锂精矿产量 33.8 万吨，环比增加 6.8 万吨。(2) 价：Q2 销售均价 1770 美元/吨，Q3 销售均价指引 4187 美元/吨。(3) 成本：锂精矿生产成本 177.7 美元/吨，含权益金销售成本 431 美元/吨。(4) 指引：23 财年产量指引 135-145 万吨锂精矿，锂精矿成本指引 225-275 美元/吨。(5) 利润：二季度 TLEA 为 IGO 贡献 1.02 亿澳元，环比增加 4130 万澳元，据此测算 TLEA 为天齐贡献 4.88 亿元。

➤ **SQM：短期疫情扰动出货，上调全年销量指引至 14.5 万吨。**(1) 价：22Q2 锂盐售价进一步上涨至 5.4 万美元/吨，售价同比上涨 416%，环比上涨 42%。(2) 量：22Q2 年锂盐销量为 3.42 万吨，环比下跌 10%，原因为中国疫情扰动，但公司上调全年销量指引至 14.5 万吨，下半年业绩或将迎快速增长。

➤ **发布员工持股计划，产能建设有望加速。**公司拟回购股份合计 1.36-2 亿元用于员工持股，回购价格不超过 150 元/股。参与计划总人数不超 240 人，其中公司董监高共计 9 人，受让股票价格为 0 元/股，锁定期 3 年。公司业绩考核为截止 2024 年底锂化工产品产能合计达到 9 万吨 LCE。公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年，激励机制完善之下公司产能有望迎来快速扩张。

➤ **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 202.94、213.94、242.52 亿元，以 2022 年 9 月 1 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	38,312	44,138	51,507
增长率 (%)	136.6	399.9	15.2	16.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,079	20,294	21,394	24,252
增长率 (%)	213.4	876.2	5.4	13.4
每股收益 (元)	1.27	12.36	13.04	14.78
PE	85	9	8	7
PB	13.9	4.0	2.7	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 9 月 1 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

107.92 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiu zuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1.天齐锂业 (002466.SZ) 2021 年年报及 22Q1 季报点评：价量齐升业绩高增，锂资源巨头王者归来-2022/05/01

2.天齐锂业半年报业绩预告点评：业绩大幅增长，全球锂资源巨头迎来业绩加速释放期-2022/01/27

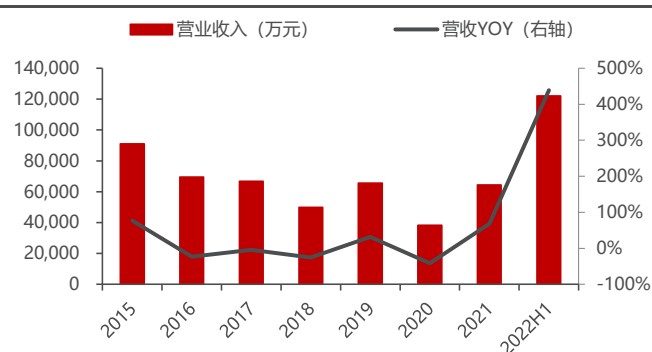
目录

1 事件：公司发布 2022 半年报	3
2 分析：下游需求旺盛，公司业绩大幅增长	4
2.1 2022H1 业绩核心增利点：锂行业景气，毛利同比大幅增加	4
2.2 毛利端拆解：量价齐增，业绩强劲	5
2.3 费用端：并购贷款偿还完成，财务费用大幅下降	6
2.4 经营：现金流大幅改善，资产负债率大幅降低	7
3 旗下两大世界级锂资源经营稳健，为公司贡献可观利润	9
3.1 TLEA：Greenbush 产量稳步增长，Kwinana 投产在即	9
3.2 SQM：锂业务继续向好，上调全年出货指引至 14.5 万吨	10
4 发布员工持股计划，产能建设有望加速	14
5 盈利预测与投资建议	15
6 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

1 事件：公司发布 2022 半年报

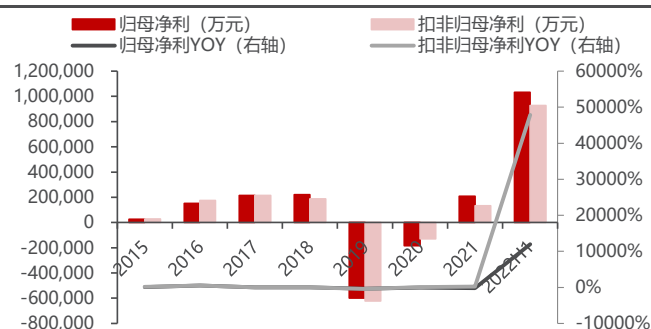
公司发布 2022 年半年报。2022 上半年公司实现营收 142.95 亿元，同比增长 508%，归母净利润 103.27 亿元，去年同期为 0.86 亿元，扣非净利润 92.8 亿元，去年同期为 0.19 亿元。22Q2 公司实现营收 90.38 亿元，同比增长 525%，环比增长 72%；归母净利润 70.0 亿元，去年同期为 3.34 亿元，环比增长 110%；扣非归母净利润 64.47 亿元，去年同期为 1.78 亿元，环比增长 128%。最终业绩处于业绩预告中值。

图1：2022H1 公司营收同比增加 508%



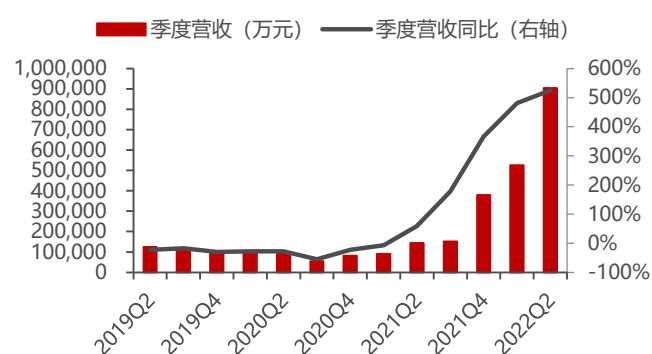
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1 公司归母净利润同比增加 11937%



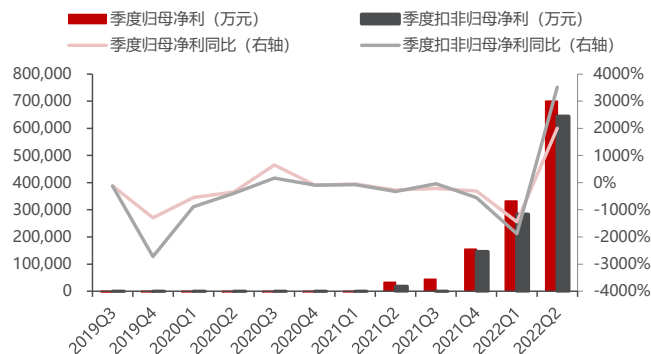
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2 公司营收同比增加 525%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2 公司归母净利润同比增加 1998%



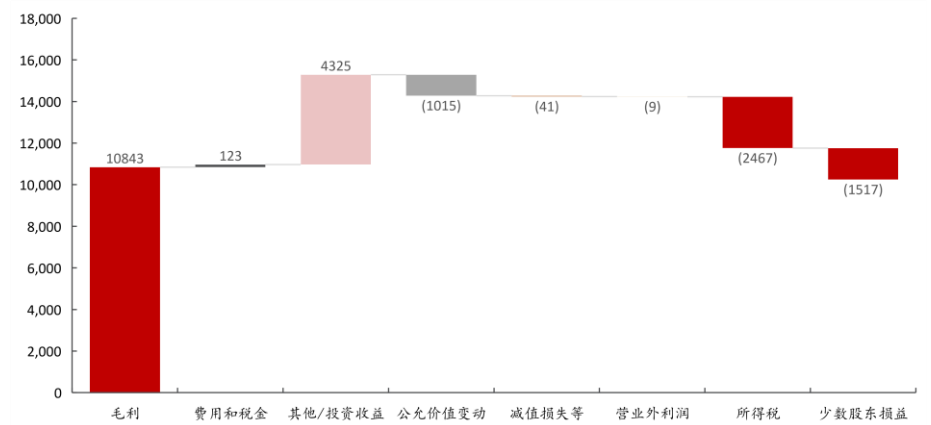
资料来源：wind，民生证券研究院

2 分析：下游需求旺盛，公司业绩大幅增长

2.1 2022H1 业绩核心增利点：锂行业景气，毛利同比大幅增加

2022H1 来看：公司上半年实现归母净利润 103.27 亿元，同比增加 102.42 亿元，核心的增利点主要在于毛利端（+108.43 亿元，主要受益于锂产品价格上涨以及销量上升）、其他/投资收益（+43.25 亿元，主要是联营公司 SQM 业绩大幅提升）以及费用和税金（+1.23 亿元）。同比减利点主要为企业所得税（-24.67 亿元）、少数股东权益（-15.17 亿元）、公允价值变动（-10.15 亿元）、减值损失（-0.41 亿元）以及营业外利润（-0.09 亿元）等其他科目。

图5：2022H1 年公司归母净利润同比增加 102.42 亿元（单位：百万元）

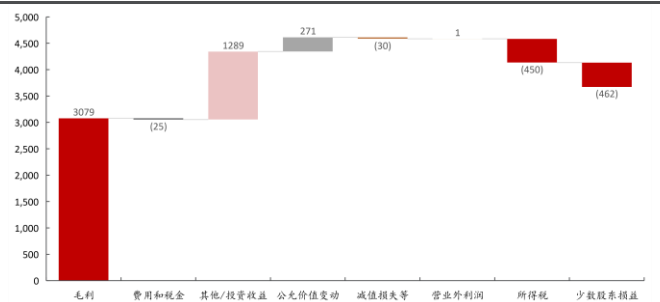


资料来源：公司公告，民生证券研究院

单季度同比来看：2022Q2 公司实现归母净利润 69.99 亿元，同比增加 66.65 亿元。业绩同比增利点主要为毛利（+67.71 亿元）、其他/投资收益（+27.97 亿元）以及费用和税金（+0.51 亿元）；主要减利点在所得税（-13.89 亿元）、少数股东权益（-9.75 亿元）、公允价值变动（-5.56 亿元）以及减值损失（-0.34 亿元）等其他科目。

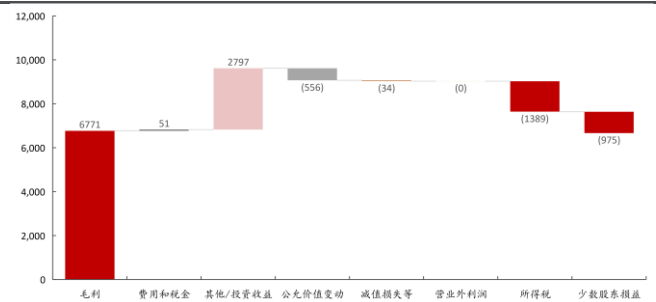
单季度环比来看：2022Q2 公司归母净利润环比增加 36.72 亿元。业绩环比增利点主要为毛利（+30.79 亿元）、其他/投资收益（+12.89 亿元）、公允价值变动（+2.71 亿元）以及营业外利润（+0.01 亿元）；主要减利点在少数股东权益（-4.62 亿元）、所得税（-4.5 亿元）、减值损失（-0.3 亿元）以及费用和税金（-0.25 亿元）等其他科目。

图6: 2022Q2 公司归母净利润环比增加 36.72 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 66.65 亿元 (单位: 百万元)

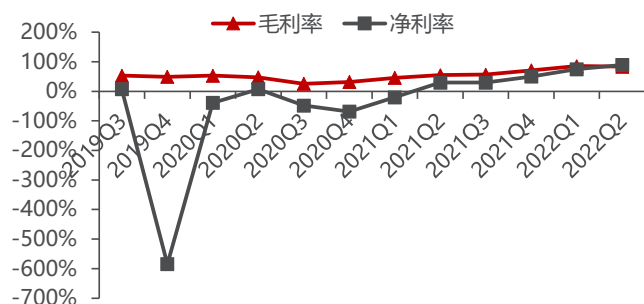


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 毛利端拆解: 量价齐增, 业绩强劲

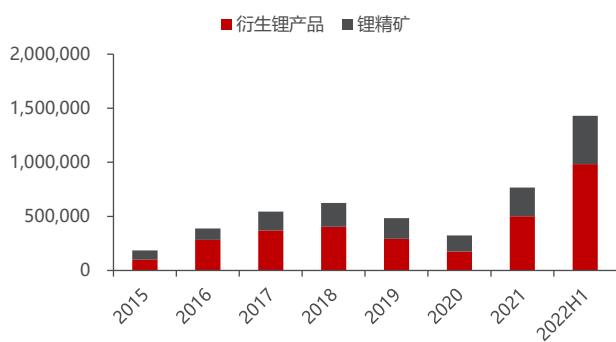
毛利率总体稳定, 毛利润大幅增长。2022 上半年公司实现毛利 120.46 亿元, 同比增加 108.43 亿元; 综合毛利率同比增加 33.11pct 至 84.26%。分季度看, 2022Q2 公司实现毛利 75.62 亿元, 同比增 67.71 亿元, 环比增加 30.79 亿元; 综合毛利率同比减少 29pct 至 83.7%, 环比减少 1.6pct。

图8: 2022Q2 公司净利率为 89.3%



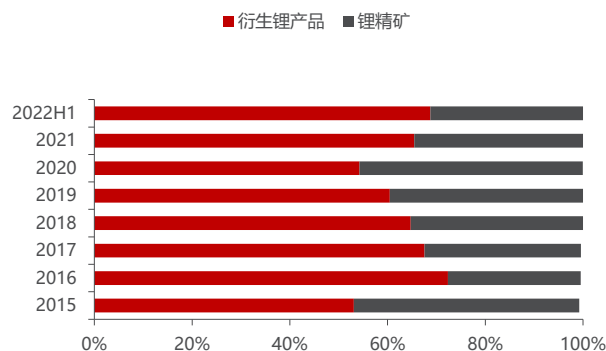
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2017-2022H1 公司分产品营收 (单位: 万元)

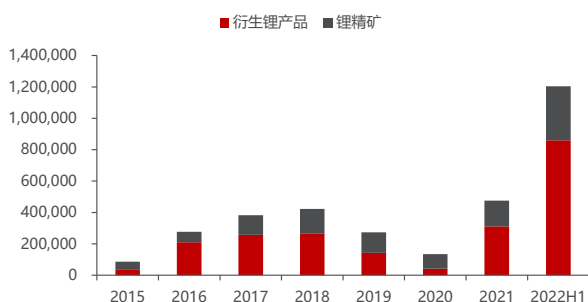


资料来源: wind, 民生证券研究院

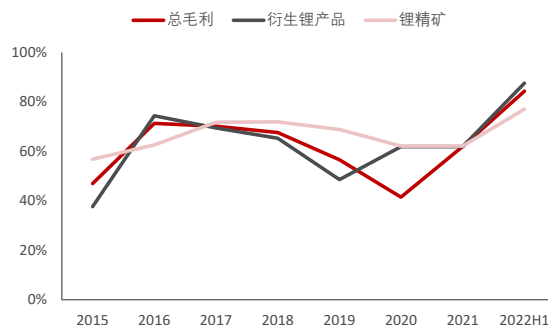
图10: 2022H1 锂盐营收占比达到 68.8%



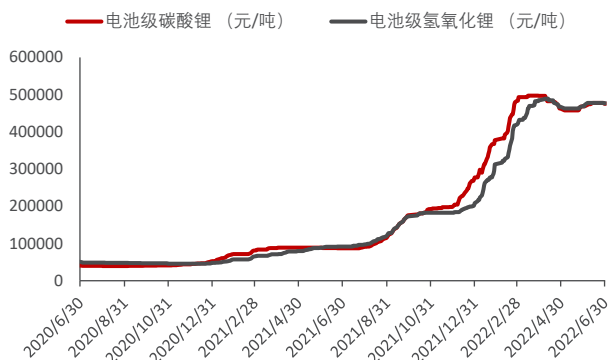
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022H1 公司毛利大幅提升 (单位: 万元)


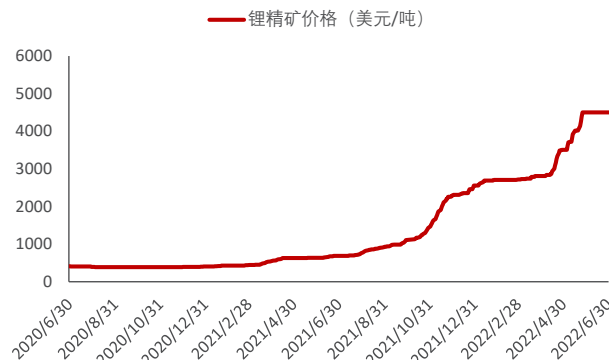
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2022H1 公司净利率为 89.3%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022Q2 锂盐价格维持高位


资料来源: wind, 民生证券研究院

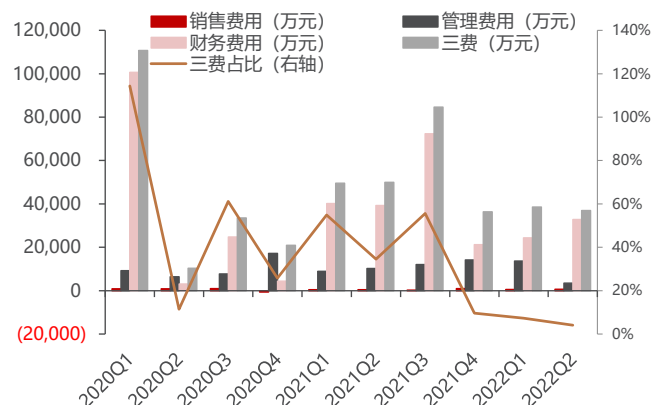
图14: 2022Q2 锂精矿价格继续上涨


资料来源: wind, 民生证券研究院

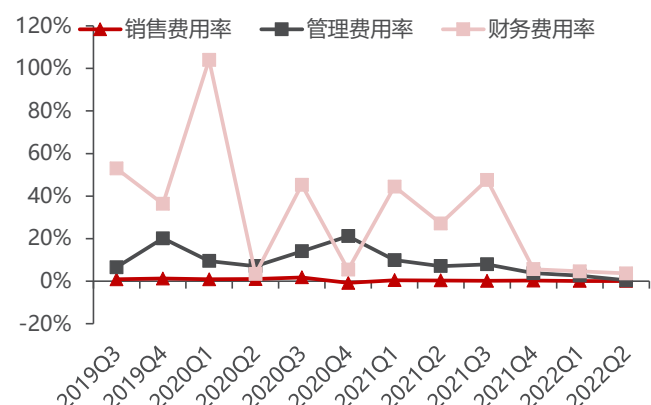
2.3 费用端: 并购贷款偿还完成, 财务费用大幅下降

从期间费用来看: 2022H1 公司期间同费用合计 7.56 亿元, 同比减少 2.3 亿元, 其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 0.12 亿元、1.72 亿元、5.71 亿元、0.11 亿元。2022 上半年同比来看: 销售费减少 0.02 亿元; 管理费用减少 0.19 亿元; 财务费用减少 2.2 亿元。研发费用增加 0.03 亿元。期间费用同比减少主要是因为上半年公司偿还中信银团并购债务, 负债率大幅低至 28%, 财务费用显著下降。

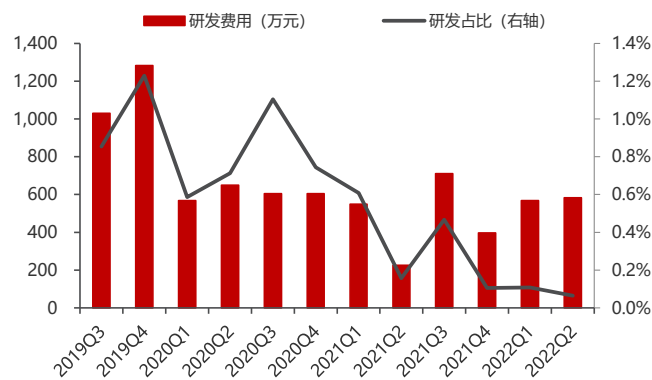
分季度看, 2022Q2 期间费用合计 3.69 亿元, 环比减少 0.16 亿元, 其中销售费用、管理费用、财务费用分别环比变化+45 万元、-1.02 亿元、+0.85 亿元。2022Q2 研发费用为 583 万元, 环比增加 14 万元。

图15: 2022Q2 公司三费占比为 4.09%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022Q2 公司财务费用率为 3.6%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2022Q2 公司研发费用为 583 万元


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.4 经营: 现金流大幅改善, 资产负债率大幅降低

截止到 2022H1, 公司存货价值量为 15.04 亿元, 同比上升 89%, 占总资产比重 3%。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 3.65 亿元, 在产品价值 4.87 亿元, 库存商品 1.83 亿元。

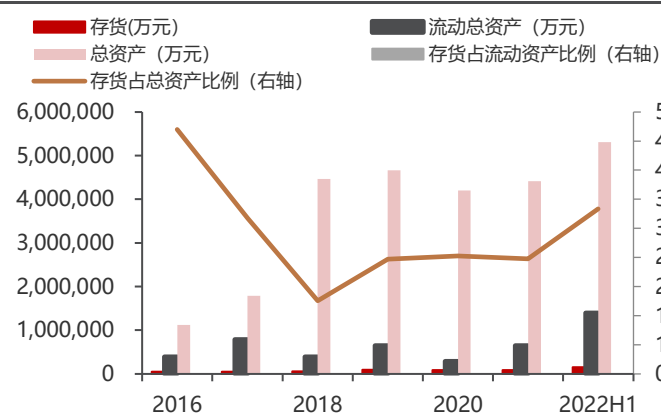
经营性现金流大幅增长, 经营质量大幅改善。2022 上半年年公司经营性现金流为 70.63 亿元, 占比营收提升 17pct 至 49%。经营活动现金流净额同比增加 835%, 主要是本年销售收入对应的回款及毛利较上年增加所致。

H 股发行完成、债务问题解决, 资产负债率大幅下降。公司已经完成赴香港联交所主板挂牌上市, 共发行 164,122,200 股 H 股, 募集资金 134.58 亿港元, 其中约 86.65 亿港元用于偿还 SQM 债务的未偿还余额。截至半年报, 公司已经偿还全部中信银团并购贷款及其他金融负债, 资产负债率大幅降低, 全面完成降杠杆目标。2021 年 12 月 31 日, 公司资产负债率为 58.9%, 截至 2022 年 7 月末资产负债率降低至约 28% (未经审计), 减少 30.9Pct。

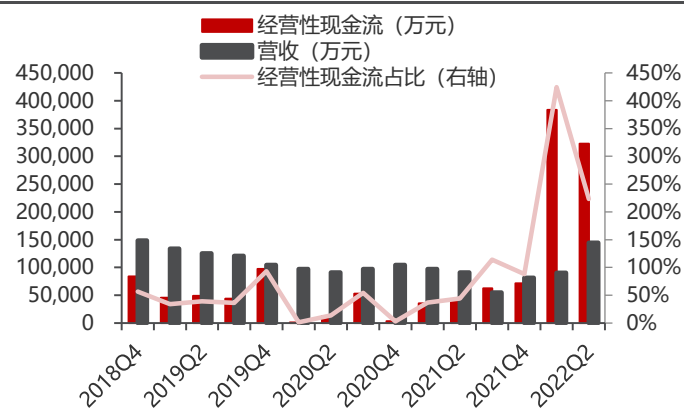
表1：截止到 2022H1，公司存货分类情况 (万元)

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	36525.2	-	36525.2	19690.4	-	19690.4
在产品	48676.7	-	48676.7	30202.9	-	30202.9
库存商品	18322.5	-	18322.5	12603.3	-	12603.3
发出商品	3612.4	-	3612.4	1144.0	-	1144.0
低值易耗品	26011.5	172.7	25838.8	19944.1	177.7	19766.5
委托加工物资	17444.2	-	17444.2	3768.5	-	3768.5
合计	150592.5	172.7	150419.8	87353.3	177.7	87175.6
原材料	36525.2	-	36525.2	19690.4	-	19690.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2022H1 公司存货占总资产比重为 3%


资料来源：wind，民生证券研究院

图19：2022H1 公司经营性净现金流占比 49%


资料来源：wind，民生证券研究院

3 旗下两大世界级锂资源经营稳健，为公司贡献可观利润

3.1 TLEA：Greenbush 产量稳步增长，Kwinana 投产在即

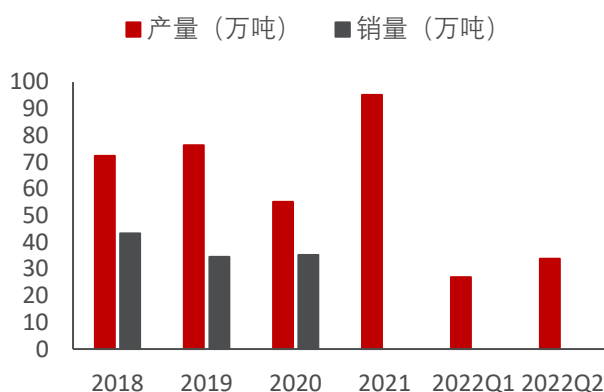
从产量来看：泰利森旗下格林布什锂精矿产量稳步增长。1) 22Q2 锂精矿产量 33.8 万吨，环比增加 6.8 万吨；2022 上半年泰利森生产锂精矿 60.8 万吨，其中销售给雅保的锂精矿总量为 30.48 万吨。22 财年总产量 113.5 万吨，符合原先 110-125 万吨的产量指引。2) 泰利森指引 2023 财年锂精矿产量指引为 135-145 万吨，下半年随着尾矿库的爬坡，产量将逐步释放。

从价格来看：上半年锂精矿价格稳定，天齐锂业成本优势凸显。泰利森销售给天齐锂业的锂精矿价格为半年度定价，Q2 销售均价 1770 美元/吨，但根据亚洲金属网，锂精矿现货价格由年初的 2505 美元/吨上涨至 4940 美元/吨，上半年锂精矿均价上涨至 3922 美元/吨，天齐锂业成本优势凸显。下半年泰利森售价指引为 4187 美元/吨，价格仍然远低于现货市场价，为锂盐业务利润释放留足空间。

从成本来看：生产成本维持低位，权益金随售价大幅提升。上半年泰利森锂精矿生产成本为 177.7 美元/吨，远低于其他澳矿成本水平。随着锂精矿价格的上涨，权益金也大幅提升，最终锂精矿的销售成本为 431 美元/吨。由于下游需求旺盛，锂精矿供不应求，泰利森也开始对较低品位的矿石进行开发，公司对 2023 年锂精矿生产成本指引 225-275 美元/吨，较上半年有所上升。

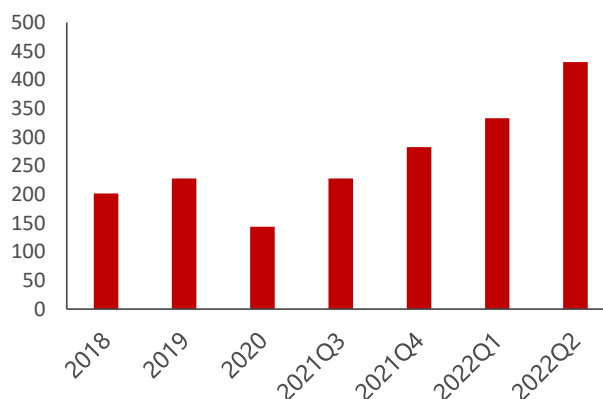
从利润来看：22Q2 天齐锂业和 IGO 的合资公司 TLEA 归属于 IGO 的利润为 1.02 亿澳元，环比增加 4130 万澳元。我们根据股权比例测算归属于天齐锂业的是 1.06 亿澳元，折合人民币 4.88 亿元。

图20：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21：Greenbushes 销售成本情况 (美元/吨)



资料来源：IGO 公司公告，天齐锂业公司公告，民生证券研究院

Kwinana 一期成功生产出首批电池级氢氧化锂产品，预计 22 年底达产。一期氢氧化锂项目经过反复调试和优化，首批约 10 吨氢氧化锂产品通过公司内部实验室取样检测，并于 2022 年 5 月 19 号确认所有参数达到电池级氢氧化锂标准。产品样品已送往第三方实验室等待独立检验结果。为实现该项目商业化生产，TLK 后续将提供产品给不同客户进行品质认证，这一流程预计需要 4-8 个月的时间。在此期间，公司和 TLK 将继续专注于实现和巩固工厂稳定、一致和可靠的运营。

公司在 Kwinana 加工厂上已规划两期项目，一二期项目设计产能均为 24000 吨氢氧化锂/年。目前一期项目已与 4 家客户签约，其中 3 家韩国公司以及欧洲 Northvolt，合同定价周期为每年至少一次。二期项目即将重启，目前已经批准 1800 万澳元用于二期项目建设早期的火法冶金和浸出工作，预计将于 2022 年下半年对二期全面开工做最终投资决策。

图22：天齐锂业产能扩张情况



资料来源：天齐锂业公司 4 月 30 日公告，民生证券研究院

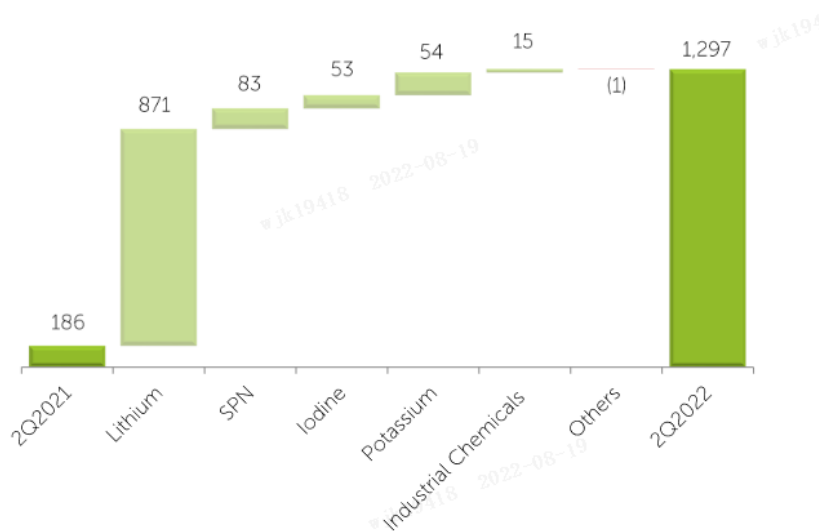
3.2 SQM：锂业务继续向好，上调全年出货指引至 14.5 万吨

受锂业务提振，公司 22Q2 业绩大幅增长。 (1) 22H1 公司营收为 46.19 亿美元，较去年同期的 11.16 亿美元增长了 413.8%；毛利为 24.62 亿美元，较去年同期的 3.23 亿美元增长了 762%；净利润为 16.55 亿美元，较去年同期的 1.58 亿美元实现了 1047% 的增长，单季度利润超出 2021 年全年利润。(2) 22Q2 公司实现营收 25.98 亿美元，同比增长 342%；实现毛利 12.97 亿美元，同比增长 598%；实现净利润 8.59 亿美元，同比增长 857%。(3) 公司业绩的增长主要来自于锂业务的量价齐升，从 22Q2 来看，毛利润同比大幅增长 11.11 亿美元，其中锂业务贡献了 8.71 亿美元的毛利润增量。

其余财务数据向好，公司业绩加速兑现。 (1) 费用率下降：2022H1 年不包含折旧摊销在内的销售成本为 20.4 亿美元，同比增长 197%；管理费用为 6690

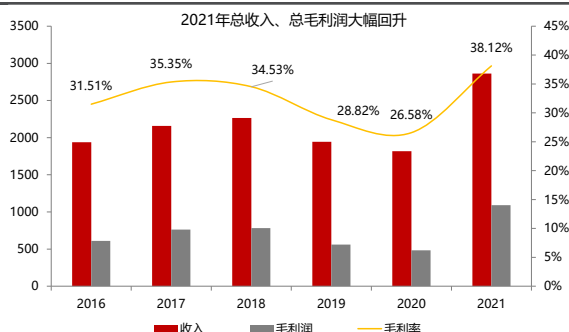
万美元 (收入占比 1.4%)，去年同期管理费用为 5390 万元 (收入占比 4.8%)，同比增长 24.2%；22Q1 年净财务费用为 3910 万美元，去年同期为 3740 万美元，净财务费用小幅提升。(2) EBITDA 数据向好：22H1 调整后的 EBITDA 为 25.1 亿美元，远高于去年同期 3.7 亿美元，同比增加 578%。22H1 调整后的 EBITDA 利润率为 54.4%，远高于去年同期为 33.6%，同比提升 20.8pct。22Q2 调整后 EBITDA 为 13.2 亿美元，远高于去年同期 2.1 亿美元，同比增加 528%。22Q2 调整后的 EBITDA 利润率为 51%，远高于去年同期 35.7%，同比提升 15.3pct，22Q1 调整后净利润率为 58.7%，环比回落 7.7pct。

图23: SQM 在 2022Q2 的毛利润变化情况，同比增量主要由锂业务贡献 (百万美元)



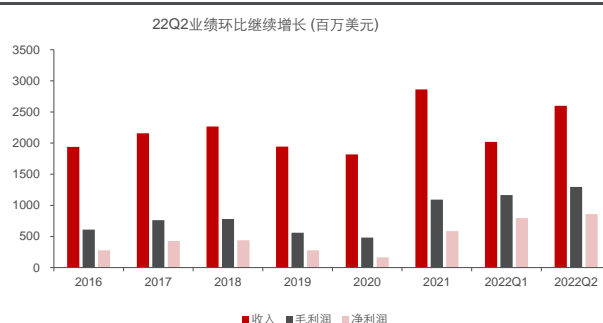
资料来源: SQM 公司公告, 民生证券研究院

图24: 2021 年总收入、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25: 22Q2 业绩环比持续增长 (百万美元)

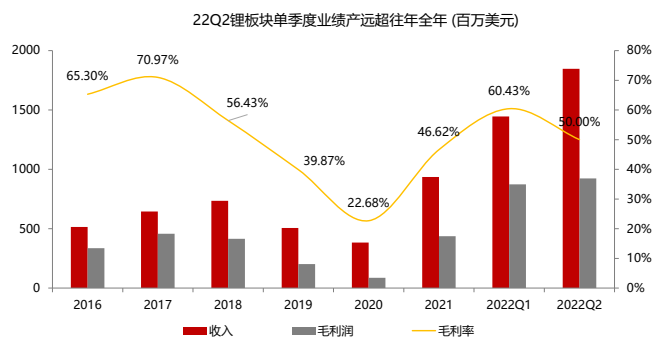


资料来源: SQM 公司公告, 民生证券研究院

锂业务迎来量价齐升，经营状况同比、环比大幅提升。(1) 22Q2 年锂业务营收为 18.47 亿美元，较去年同期的 1.63 亿美元大幅增长了 1033%，环比增长 27%。锂业务毛利率 50%，同比提升 14pct，环比下降 10pct，22H1 年锂盐业务板块的毛利约占 SQM 综合毛利的 73%。(2) 22Q2 销量为 3.42 万吨，环比下

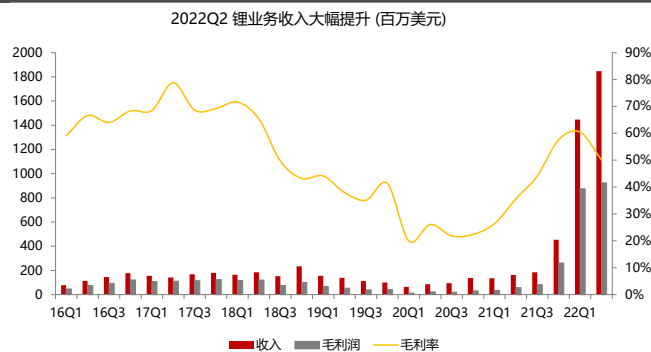
跌 10%。22Q2 锂盐售价进一步上涨至 5.4 万美元/吨，售价同比上涨 416%，环比上涨 42%。

图26：22Q2 年锂业务业绩超往年全年 (百万美元)



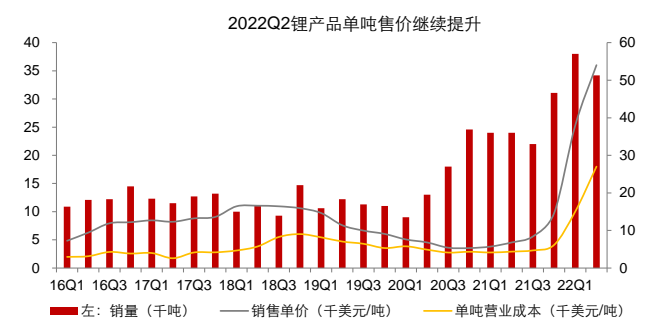
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图27：22Q2 锂业务毛利润占比高达 73% (百万美元)



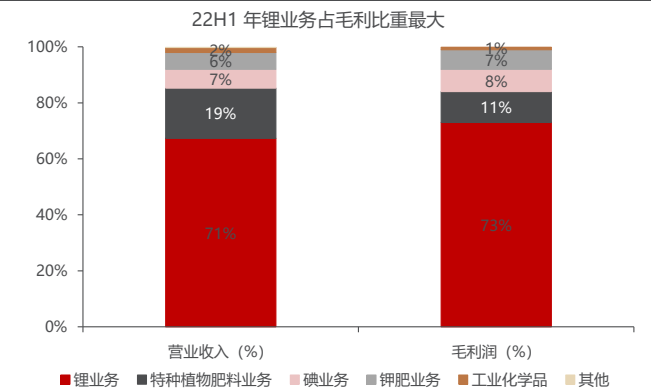
资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图28：22Q2 锂产品单吨售价继续上涨



资料来源：SQM 公司公告，民生证券研究院

图29：22H1 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，公司预计 2022 全年供需紧张，公司将迎来量价齐升。

(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 14.5 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 15%的销量将以固定价格或有特定上限的可变价格签约，而 70%的销量完全是与特定价格指数挂钩的可变价格，该可变价格延迟现货市场价格约 3 个月，剩余的 15%仍在开放销售中。(3) 二季度中国由于疫情原因对部分地区采取了管控措施，对公司的产品交易有部分影响，但公司判断此部分干扰不会干扰今年锂的总需求增长，预计在今年下半年需求将出现复苏。

上调锂盐产量目标至 14.5 万吨，新的扩建计划进行中。(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，最终实现锂盐产量 14.5 万吨，目前公司氢氧化锂产能已经达到 2.1 万吨。预计 9 月下旬开始，公司新增产能将达产，公司将以 18 万吨的产能进行生产。(2) 公司正推进澳大利亚工厂 5 万吨提升至 10 万吨达到产能计划，预计将在今年与 Westfarmer 一同公布此次计划最终方案。

受中国疫情扰动 Q2 业绩不及预期，指引下半年将迎快速增长。二季度公司利润率、产量下滑主要为二季度中国疫情导致公司出货受阻。由于生产成本先行计入而收入尚未确认，导致公司二季度利润率下滑。然而，公司在半年报中上调全年出货量由 14 万吨至 14.5 万吨，预计下半年产量将加速释放，业绩将在下半年有更好体现。

4 发布员工持股计划，产能建设有望加速

发布员工持股计划完善激励机制，未来产能建设有望加速。公司于 2022 年 8 月 31 日发布员工持股计划，具体内容包括：(1) 规模：拟回购股份合计 1.36-2 亿元用于员工持股，回购价格不超过 150 元/股。(2) 参与者：参与计划总人数不超 240 人，其中公司董监高共计 9 人。(3) 价格及锁定期：本计划的股份来源为公司回购专用账户回购的天齐锂业 A 股普通股股票。本次员工持股计划以“份”作为认购单位，每份份额为 1.00 元，本计划持有的份额上限为 20,000 万元，该计划受让股票价格为 0 元/股，锁定期 3 年。(4) 费用：股权支付费用为 1.2 亿元，预计回购股份占总股本 0.06%-0.08%。(5) 业绩考核：公司业绩考核为截止 2024 年底公司锂化工产品产能合计达到 9 万吨 LCE。据公司半年报，公司锂化工产品的建成年产能达到 6.88 万吨，按照 2021 年产量计，公司是全球第二大电池级碳酸锂供应商。公司在建或试生产项目包括澳洲奎纳纳年产 4.8 万吨氢氧化锂项目、遂宁安居年产 2 万吨碳酸锂项目、重庆铜梁有 2000 吨金属锂项目，公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年，本次员工持股计划有望加速公司产能建设。

图30：公司员工持股计划详情

持有人		职务	持有份额上限 (万份)	占本计划的比例上限
1	夏浚诚	董事/总裁	190	0.95%
2	邹军	董事/执行副总裁/财务总监	161	0.81%
3	郭维	执行副总裁/首席运营官	161	0.81%
4	刘莹	执行副总裁/首席战略整合官	161	0.81%
5	阎冬	高级副总裁	137	0.69%
6	熊万渝	副总裁	99	0.50%
7	张文宇	董事会秘书/副总裁/香港联席公司秘书	24	0.12%
8	李果	副总裁	84	0.42%
9	胡轶	职工代表监事/审计总监	57	0.29%
10	公司其他人员 (不超过 231 人)		11,432	57.16%
	小计		12,506	62.53%
	预留		7,494	37.47%
	合计		20,000	100.00%

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，公司锂资源和冶炼扩产持续推进，公司未来成长可期。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 202.94、213.94、242.52 亿元，以 2022 年 9 月 1 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	38,312	44,138	51,507
营业成本	2,914	5,633	7,034	8,330
营业税金及附加	71	359	414	510
销售费用	20	230	265	258
管理费用	454	3,065	2,648	3,090
研发费用	19	287	265	258
EBIT	4,185	28,737	33,512	39,061
财务费用	1,731	1,136	711	159
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1,461	4,826	5,392	5,258
营业利润	3,989	32,435	38,202	44,171
营业外收支	-25	11	5	1
利润总额	3,964	32,446	38,207	44,172
所得税	1,374	6,489	7,641	8,834
净利润	2,590	25,957	30,566	35,337
归属于母公司净利润	2,079	20,294	21,394	24,252
EBITDA	4,649	29,268	34,243	39,821

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,987	32,535	60,319	92,513
应收账款及票据	1,096	6,599	7,657	9,034
预付款项	20	36	44	54
存货	872	2,224	2,680	2,984
其他流动资产	2,495	6,337	7,914	11,059
流动资产合计	6,470	47,730	78,615	115,644
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	86,586	117,855	155,041
短期借款	2,175	2,175	2,175	2,175
应付账款及票据	1,033	3,262	3,455	3,956
其他流动负债	10,552	13,425	13,935	15,283
流动负债合计	13,760	18,862	19,565	21,414
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	31,115	31,818	33,667
股本	1,477	1,641	1,641	1,641
少数股东权益	5,390	11,054	20,225	31,311
股东权益合计	18,152	55,471	86,037	121,374
负债和股东权益合计	44,165	86,586	117,855	155,041

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	399.94	15.21	16.69
EBIT 增长率	382.68	586.71	16.61	16.56
净利润增长率	213.37	876.19	5.42	13.36
盈利能力 (%)				
毛利率	61.97	85.30	84.06	83.83
净利润率	33.80	67.75	69.25	68.61
总资产收益率 ROA	4.71	23.44	18.15	15.64
净资产收益率 ROE	16.29	45.69	32.51	26.93
偿债能力				
流动比率	0.47	2.53	4.02	5.40
速动比率	0.41	2.41	3.88	5.26
现金比率	0.14	1.72	3.08	4.32
资产负债率 (%)	58.90	35.94	27.00	21.72
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	0.44	0.37	0.33
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	12.36	13.04	14.78
每股净资产	7.78	27.06	40.10	54.88
每股经营现金流	1.28	10.39	14.91	17.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	85	9	8	7
PB	13.9	4.0	2.7	2.0
EV/EBITDA	42.11	5.65	4.01	2.64
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	25,957	30,566	35,337
折旧和摊销	464	530	731	759
营运资金变动	-1,765	-5,759	-2,545	-3,027
经营活动现金流	2,094	17,048	24,468	28,718
资本开支	-1,009	-1,676	-1,106	-909
投资	73	22	22	13
投资活动现金流	-138	3,172	4,307	4,362
股权募资	8,994	11,363	0	0
债务募资	-8,190	126	126	28
筹资活动现金流	-1,132	10,327	-991	-886
现金净流量	784	30,548	27,784	32,194

插图目录

图 1: 2022H1 公司营收同比增加 508%.....	3
图 2: 2022H1 公司归母净利润同比增加 11937%	3
图 3: 2022Q2 公司营收同比增加 525%.....	3
图 4: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 1998%.....	3
图 5: 2022H1 年公司归母净利润同比增加 102.42 亿元 (单位: 百万元)	4
图 6: 2022Q2 公司归母净利润环比增加 36.72 亿元 (单位: 百万元)	5
图 7: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 66.65 亿元 (单位: 百万元)	5
图 8: 2022Q2 公司净利率为 89.3%.....	5
图 9: 2017-2022H1 公司分产品营收 (单位: 万元)	5
图 10: 2022H1 锂盐营收占比达到 68.8%	5
图 11: 2022H1 公司毛利大幅提升 (单位: 万元)	6
图 12: 2022H1 公司净利率为 89.3%.....	6
图 13: 2022Q2 锂盐价格维持高位	6
图 14: 2022Q2 锂精矿价格继续上涨.....	6
图 15: 2022Q2 公司三费占比为 4.09%	7
图 16: 2022Q2 公司财务费用率为 3.6%.....	7
图 17: 2022Q2 公司研发费用为 583 万元.....	7
图 18: 2022H1 公司存货占总资产比重为 3%.....	8
图 19: 2022H1 公司经营性净现金流占比 49%	8
图 20: Greenbushes 产销量情况	9
图 21: Greenbushes 销售成本情况 (美元/吨)	9
图 22: 天齐锂业产能扩张情况.....	10
图 23: SQM 在 2022Q2 的毛利润变化情况, 同比增量主要由锂业务贡献 (百万美元)	11
图 24: 2021 年总收入、毛利润大幅回升 (百万美元)	11
图 25: 22Q2 业绩环比持续增长 (百万美元)	11
图 26: 22Q2 年锂业务业绩超往年全年 (百万美元).....	12
图 27: 22Q2 锂业务毛利润占比高达 73% (百万美元)	12
图 28: 22Q2 锂产品单吨售价继续上涨.....	12
图 29: 22H1 年锂业务占营收、毛利比重最大	12
图 30: 公司员工持股计划详情.....	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 截止到 2022H1, 公司存货分类情况 (万元)	8
公司财务报表数据预测汇总.....	17

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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026