



坐拥优质资源，完成降杠杆目标，锂资源巨头强者归来

投资要点

- 投资逻辑:** 1) 公司作为全球锂资源优质龙头，同时坐拥锂矿和盐湖资源，资源自给率达到 100%；2) 氢氧化锂产能持续扩容，预计 2022 年底年产能将达到 2.9 万吨，充分满足高镍化趋势下的新增需求，业绩有望持续释放；3) 上游锂资源快速扩张，格林布什锂精矿远期规划产能达 214 万吨/年，Atacama 盐湖 2022 年计划扩大碳酸锂产能到每年 18 万吨、氢氧化锂产能到 3 万吨/年，成长性可期。
- 全球锂资源巨头，量价齐升带动业绩持续高增。** 公司作为全球锂资源优质龙头，同时坐拥锂矿和盐湖资源，资源自给率达到 100%。受益于下游新能源汽车领域需求的爆发，锂价持续上涨，公司业绩自 2020 年开始持续攀升。2022 年上半年实现营业收入 143.0 亿元，同比增长 508.1%；实现归母净利润 103.3 亿元，同比增长 11937.3%。联营公司 SQM 2022 年半年度业绩同比大幅增长，公司在 2022 年上半年确认的对该联营公司的投资收益为 23.26 亿元，收益可观。
- 港股成功上市，全面完成降杠杆目标。** 2022 年 7 月，公司以每股 82 港元价格成功发行。通过港股 IPO 募集资金，积极偿还银行贷款，有效降低负债规模，加速推进在建项目的落地，优化资本结构。截至 2022 年 7 月末公司资产负债率降低至约 28%（未经审计），全面完成降杠杆目标。
- 变现优质泰利森锂矿，拥有潜在多元资源。** 公司控股泰利森，旗下格林布什锂辉石品质高达 2.4%，显著高于其他硬岩锂矿资源，掌控上游高品质的成熟矿山资源。(1) 公司将围绕格林布什持续扩产；(2) 雅江措拉锂矿具有供给释放潜力；(3) 参股扎布耶，布局西藏盐湖；(4) 公司拥有智利盐湖的勘探权，2022 年计划扩大碳酸锂产能到每年 18 万吨、氢氧化锂产能到 3 万吨/年。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 184.3 亿元、201.8 亿元、216.3 亿元，对应 EPS 分别为 11.23 元、12.29 元、13.18 元，未来三年归母净利润增长率分别为 786.70%、9.46%、7.22%。考虑到公司是全球锂资源优质龙头且产能持续释放，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 147.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 锂盐价格大幅波动、项目投产不达预期、新能源汽车销量不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7663.32	39346.48	40099.00	42686.87
增长率	136.56%	413.44%	1.91%	6.45%
归属母公司净利润(百万元)	2078.86	18433.23	20177.17	21634.45
增长率	213.37%	786.70%	9.46%	7.22%
每股收益 EPS(元)	1.27	11.23	12.29	13.18
净资产收益率 ROE	14.27%	55.14%	39.84%	31.33%
PE	87	10	9	8
PB	14.25	5.73	3.77	2.76

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 黄腾飞
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.41
流通 A 股(亿股)	14.75
52 周内股价区间(元)	59.41-148.0
总市值(亿元)	1,765.79
总资产(亿元)	426.55
每股净资产(元)	8.94

相关研究

目 录

1 公司概况：垂直一体化布局的锂行业巨头	1
1.1 垂直一体化产业链，盈利能力和抗风险能力较强.....	1
1.2 营收与净利大幅增长，经营规模扩张.....	2
1.3 投资项目有序推进，产能进一步扩张.....	4
2 上游资源持续扩容，加速布局锂电池领域	5
2.1 持续变现优质泰利森锂矿，同时坐拥多元资源.....	5
2.2 深耕锂业结构升级，提前布局锂电池产业.....	8
3 锂资源供需紧张，23年有望成为拐点	10
3.1 短期全球扩容有限，未来两年产能集中释放.....	10
3.2 新能源产业发展持续加速，锂产品需求超预期增长.....	13
3.3 供不应求局面难以改善，支撑锂价持续高位运行.....	14
4 盈利预测与估值	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 相对估值.....	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司股权架构图	2
图 2: 2022H1 公司营业收入 143.0 亿元	3
图 3: 2022H1 公司归母净利润 103.3 亿元	3
图 4: 2017-2022H1 公司主营业务收入拆分 (亿元)	3
图 5: 2017-2022H1 公司主营业务营收占比	3
图 6: 公司综合毛利率和净利率情况	4
图 7: 公司产品毛利率情况	4
图 8: 2017-2022H1 公司期间费用率情况	4
图 9: 2017-2022H1 公司资产负债率情况	4
图 10: 天齐锂业控股泰利森	5
图 11: 全球锂矿硬岩资源对比	5
图 12: 格林布什锂精矿产能预测 (万吨/年)	6
图 13: 智利七个盐湖的勘探权	8
图 14: 2021 年全球锂储量, 分国别	10
图 15: 2021 年全球锂供给结构	10
图 16: 2021 年锂需求结构	13
图 17: 全球与中国新能源汽车产量及同比	13
图 18: 中国动力电池装车量及同比	13
图 19: 全球智能手机出货量及同比	14
图 20: 全球平板电脑出货量及同比	14
图 21: 电池级碳酸锂价格 (万元/吨)	15
图 22: 氢氧化锂价格 (万元/吨)	15

表 目 录

表 1: 天齐锂业发展历程.....	1
表 2: 公司主要产品情况.....	2
表 3: 天齐锂业非股权投资情况.....	5
表 4: 格林布什锂精矿权益产能预测.....	6
表 5: 雅江措拉锂辉石矿资料.....	7
表 6: 西藏扎布耶盐湖资料.....	7
表 7: 碳酸锂产能预测.....	8
表 8: 氢氧化锂产能预测.....	9
表 9: 金属锂产能预测.....	9
表 10: 澳非锂矿 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE).....	10
表 11: 南美盐湖 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE).....	11
表 12: 国内锂矿及锂云母 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE).....	11
表 13: 国内盐湖 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE).....	12
表 14: 2021-2023 年全球锂供给拆分 (万吨 LCE).....	12
表 15: 2021-2023 年锂需求测算 (万吨 LCE).....	14
表 16: 2021-2023 年全球锂供需情况 (万吨 LCE).....	15
表 17: 分业务收入及毛利率.....	16
表 18: 可比公司估值 (截止至 9.6 收盘价).....	17
附表: 财务预测与估值.....	18

1 公司概况：垂直一体化布局的锂行业巨头

1.1 垂直一体化产业链，盈利能力和抗风险能力较强

天齐锂业股份有限公司成立于 1995 年 10 月 16 日。天齐锂业是中国和全球领先、以锂为核心的新能源材料企业，为深圳证券交易所和香港联合交易所两地上市公司，公司业务涵盖锂产业链的关键阶段，包括硬岩型锂矿资源的开发、锂精矿加工销售以及锂化工产品的生产销售。公司战略性布局中国、澳大利亚和智利的锂资源，并凭借垂直一体化的全球产业链优势与国际客户建立伙伴关系，共同助力电动汽车和储能产业实现锂离子电池技术的长期可持续发展。

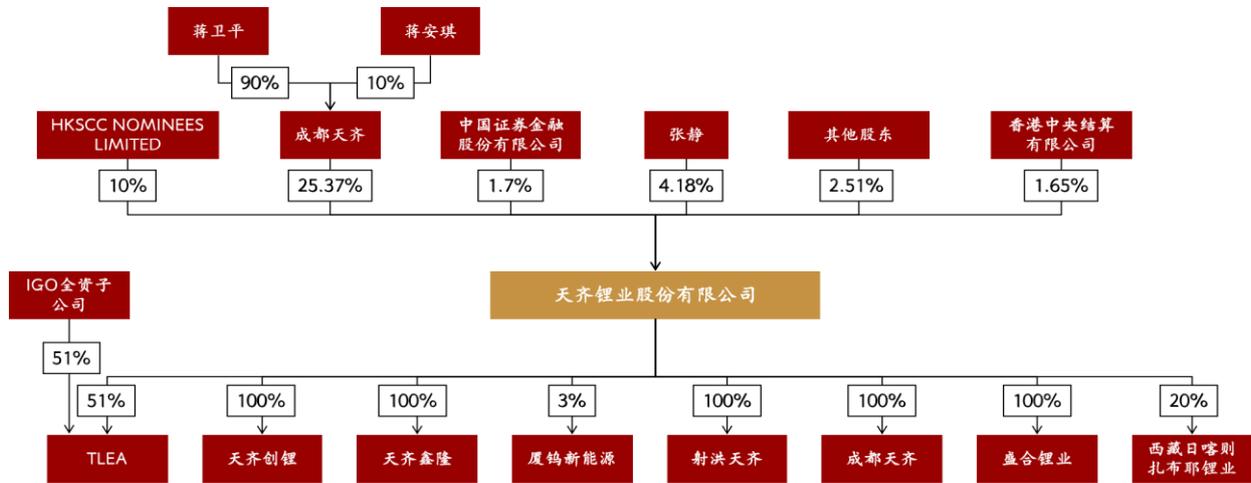
表 1：天齐锂业发展历程

时间	事件
1992 年	第一座碳酸锂工厂在四川射洪兴建，标志着天齐在锂行业的开端
2004 年	天齐锂业创始人、董事长蒋卫平先生通过天齐集团收购射洪锂业
2010 年	成功在深圳证券交易所上市
2012 年	取得四川雅江县措拉锂辉石矿开采权
2014 年 5 月	收购泰利森锂业 51% 股权，泰利森拥有位于西澳大利亚的全球品位最高、储量最大的固体锂辉石矿——格林布什锂辉石矿藏，从而为我们的锂资源提供了保障，垂直整合了我们的锂产业链
2014 年 8 月	收购西藏矿业持有的扎布耶锂业 20% 股权，实现对国内优质的盐湖锂资源的布局
2015 年	收购彼时全球唯一在运营的全自动电池级碳酸锂生产工厂——江苏张家港生产基地
2016 年	位于西澳大利亚奎纳纳的全自动锂盐化工厂开工建设，项目共分为两期，完全投产运营后每年将生产 4.8 万吨电池级单水氢氧化锂
2017 年	成立重庆天齐，在重庆铜梁新增金属锂产能
2018 年 12 月	完成了对智利化学矿业公司 (SQM) 23.77% A 类股权的收购，成为其第二大股东，进一步优化公司对优质盐湖锂资源的布局；位于西澳大利亚奎纳纳的第一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目主体工程建设完成，并启动阶段性调试工作
2021 年	完成海外子公司 TLEA 引入战略投资者澳大利亚上市公司 IGO 的交易，并与 IGO 建立战略合作伙伴关系
2022 年	成功在香港联合交易所上市

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司实际控制人蒋卫平及其一致行动人张静、蒋安琪实际控制公司股权的比例为 29.55%。成都天齐实业股份有限公司是最大控股股东，持有公司股份占比 25.37%。其中，公司实际控制人是蒋卫平，其持有成都天齐实业 90% 的股份。

公司参股控股公司 29 家，持股份额 100% 的子孙公司有 15 家。主要子公司及对公司净利润影响达 10% 以上的参股公司分别为江苏天齐、文菲尔德、射洪天齐、成都天齐、重庆天齐、天齐鑫隆、TLA、SQM。其中，公司对 SQM 的股权占比为 22.16%，在 SQM 股权收购完成后，公司可以战略性接触 Salar de Atacama 盐湖资源，实现对优质盐湖锂资源的战略布局，成为全球极少数同时布局优质锂矿山和盐湖卤水矿资源的企业之一。除此之外，子公司射洪天齐、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，公司上下游协同效应明显，盈利能力和抗风险能力较强。

图 1：公司股权架构图


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的主营业务包括锂精矿产品和锂化合物及其衍生物产品的生产和销售。主要产品有碳酸锂、氢氧化锂、金属锂和氯化锂。碳酸锂：（1）电池级碳酸锂是锂离子电池正极材料及电解质材料的基础原料，下游应用包括 3C 产品、电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等行业，也是核工业、特种玻璃等产品的基础原料。（2）工业级碳酸锂广泛用于锂的冶炼、特种玻璃、陶瓷、釉、电子等行业，也可转化为保护渣、氟化锂、溴化锂、单水氢氧化锂等系列锂化合物。氢氧化锂：（1）电池级氢氧化锂主要用于电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等高能动力锂离子电池的正极材料。（2）工业级氢氧化锂通常用作锂基润滑脂、碱性电池、耐腐蚀辛基染料等产品的重要添加剂，也可作为二氧化碳吸附剂。金属锂广泛应用于原子能、航空航天、合金材料、锂电池、受控核聚变反应堆、合成橡胶及制药等行业，更是下一代高能锂二次电池的首选负极材料。无水氯化锂主要用于生产金属锂、电池电解液、聚苯硫醚，亦可用于铝的焊接剂、空调除湿剂以及特种水泥原料等。

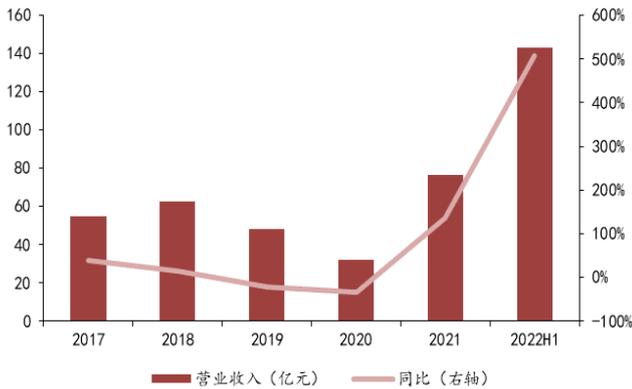
表 2：公司主要产品情况

产品名称	细分类别	下游应用
碳酸锂	电池级碳酸锂	下游应用包括 3C 产品、电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等行业，也是核工业、特种玻璃等产品的基础原料
	工业级碳酸锂	锂的冶炼、特种玻璃、陶瓷、釉、电子等行业，也可转化为保护渣、氟化锂、溴化锂、单水氢氧化锂等系列锂化合物
氢氧化锂	电池级氢氧化锂	主要用于电动汽车、电动自行车、电动工具、基站储能电源等高能动力锂离子电池的正极材料
	工业级氢氧化锂	通常用作锂基润滑脂、碱性电池、耐腐蚀辛基染料等产品的重要添加剂，也可作为二氧化碳吸附剂
金属锂	金属锂	应用于原子能、航空航天、合金材料、锂电池、受控核聚变反应堆、合成橡胶及制药等行业，更是下一代高能锂二次电池的首选负极材料
无水氯化锂	无水氯化锂	主要用于生产金属锂、电池电解液、聚苯硫醚，亦可用作铝的焊接剂、空调除湿剂以及特种水泥原料等。

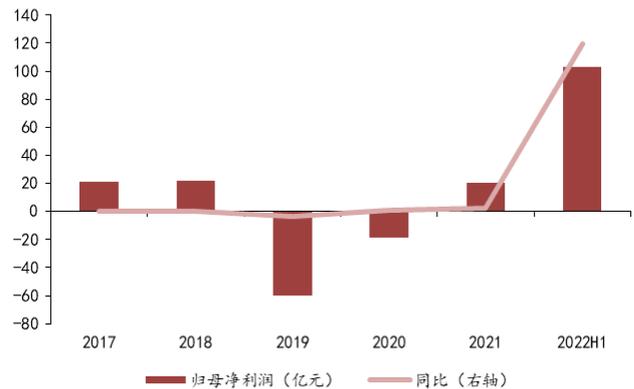
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 营收与净利大幅增长，经营规模扩张

营收大幅增长，量价齐升带动业绩。受益于下游新能源汽车领域需求的爆发，公司业绩自2020年开始持续攀升。2022年上半年，公司实现营业收入143.0亿元，同比增长508.1%；实现归母净利润103.3亿元，同比增长11937.3%。分季度来看，2022Q1/Q2公司分别实现营业收入52.6/90.4亿元，同比增长分别为481.4%/524.7%。上半年营收增长幅度较大主要原因：（1）锂产品销量和销售均价较上年同期明显增长。（2）联营公司SQM 2022年半年度业绩同比大幅增长，公司在本报告期确认的对该联营公司的投资收益为23.26亿元，较上年同期有较大幅度增长。

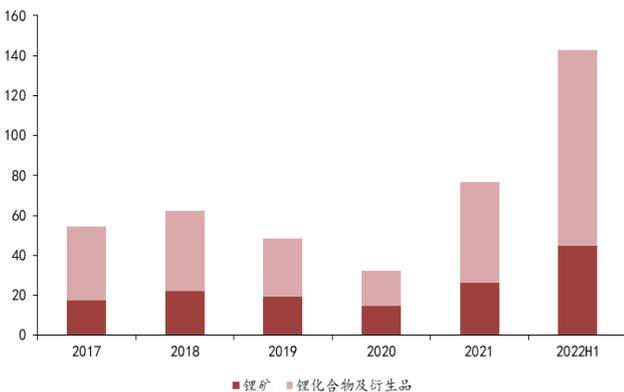
图 2：2022H1 公司营业收入 143.0 亿元


数据来源：wind，西南证券整理

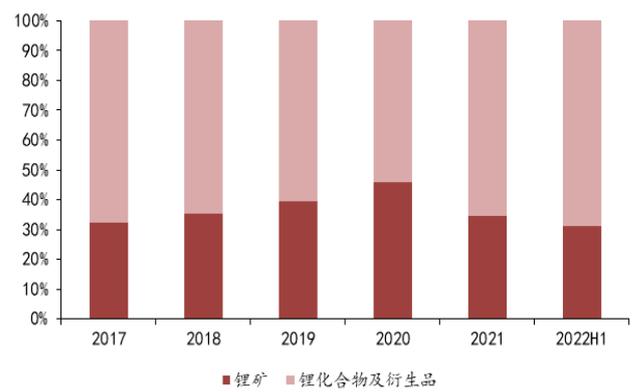
图 3：2022H1 公司归母净利润 103.3 亿元


数据来源：wind，西南证券整理

营收结构保持稳定，锂矿营收逐渐提高。公司营收主要以锂矿和中游锂化合物为主，2022年上半年，公司锂矿、锂化合物及衍生品营业收入分别为44.7亿元、98.3亿元，同比增长417.7%、560.7%。公司营收结构较为稳定，2022年上半年锂矿、锂化合物及衍生品营收占比分别31.2%、68.7%。

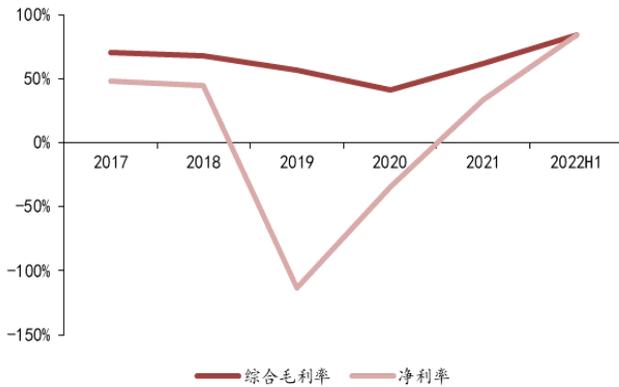
图 4：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分 (亿元)


数据来源：wind，西南证券整理

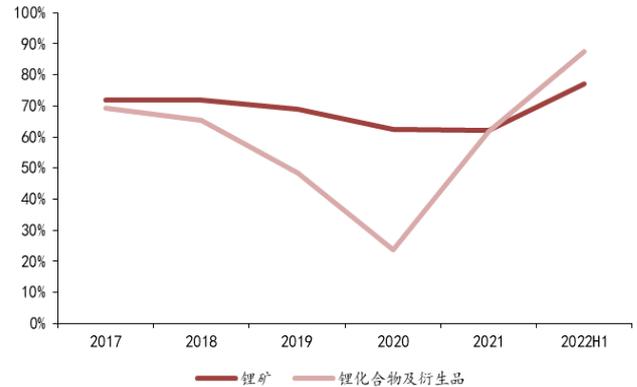
图 5：2017-2022H1 公司主营业务营收占比


数据来源：wind，西南证券整理

盈利能力不断提高，锂矿毛利率较为稳定。受益于新能源景气度的不断提高，自2020年开始，公司毛利率水平持续提升，2022年上半年公司综合毛利率为84.3%，较去年同期增长33.1pp；净利率为84.0%，较去年同期增长73.5pp，净利率增长幅度大于毛利率主要系公司三费费用大幅降低。锂精矿毛利率较为稳定，2022年上半年，锂精矿毛利率为77.1%，同比增长18.3%。

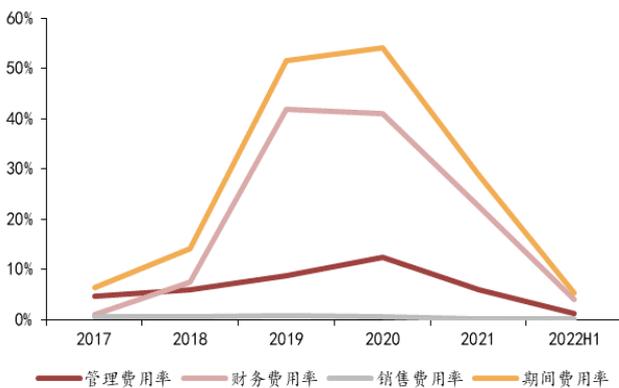
图 6：公司综合毛利率和净利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

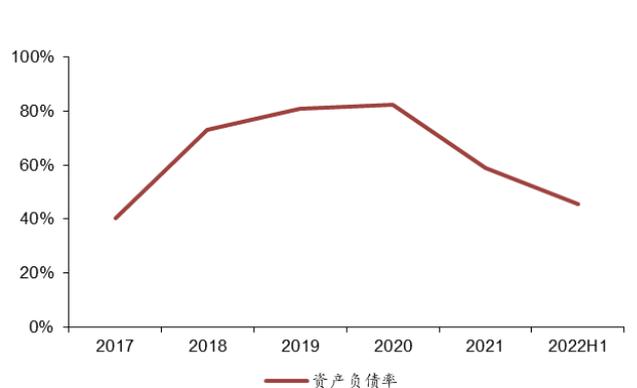
图 7：公司产品毛利率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

资产负债率大幅降低，降本增效成果显著。公司不断推进降本增效改革，2022 年上半年公司期间费用率为 5.3%，较去年同期下降 37.1pp。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.08%、1.20%、4.00%，较去年同期分别减少 0.31pp、6.95pp、29.80pp。2022 年上半年公司资产负债率降至 45.6%，公司通过自有资金及港股 IPO 募集资金等措施，积极偿还银行贷款，有效降低负债规模。截至 2022 年 7 月末资产负债率降低至约 28%，全面完成降杠杆目标。

图 8：2017-2022H1 公司期间费用率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 9：2017-2022H1 公司资产负债率情况


数据来源: wind, 西南证券整理

1.3 投资项目有序推进，产能进一步扩张

公司为实现扩产，先后布局化学级锂精矿扩产项目三期、第一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目、第二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目、遂宁安居年产 2 万吨碳酸锂工厂项目。截至报告期末，化学级锂精矿扩产项目三期、第一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目、第二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目、遂宁安居年产 2 万吨碳酸锂工厂项目进度分别为 21.2%、97.3%、50.0%、5.7%。一期氢氧化锂项目预计将于 2022 年达到预定可使用状态。

表 3: 天齐锂业非股权投资情况

项目名称	投资方式	本报告期投入金额 (元)	报告期末累计实际投入金额 (元)	资金来源	项目进度
化学级锂精矿扩产项目三期	自建	76511715.64	613796622.02	自筹	21.19%
第一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	自建	12745084.78	3458532784.41	募集、自筹	97.34%
第二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	自建	24856968.81	1161295775.37	自筹	50.00%
遂宁安居年产 2 万吨碳酸锂工厂项目	自建	17649491.05	83808264.31	自筹	5.65%
合计	--	131763260.28	5317433446.11	--	--

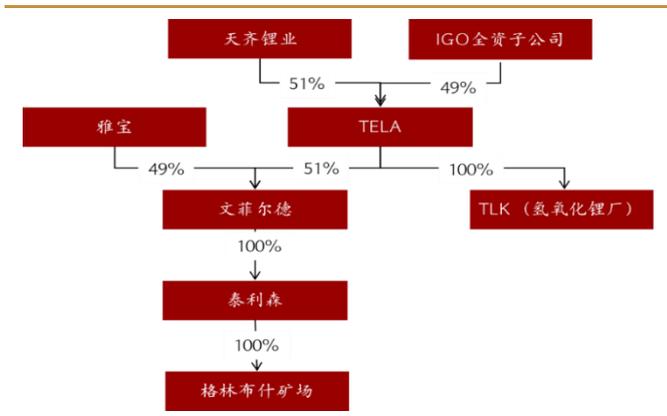
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 上游资源持续扩容, 加速布局锂电池领域

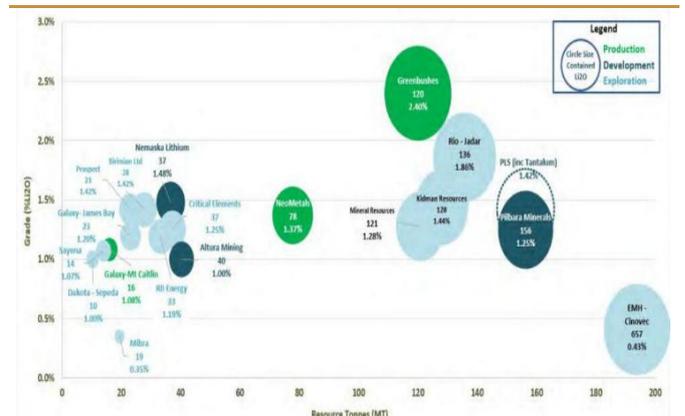
2.1 持续变现优质泰利森锂矿, 同时坐拥多元资源

公司控股泰利森, 掌控上游高品质的成熟矿山资源。2013 年, 公司控股股东成都天齐实业集团通过文菲尔德控股, 完成了对泰利森锂业的收购。2014 年, 天齐实业将持有的 51% 文菲尔德控股股份转让给上市公司。现公司通过控股子公司 TLEA 控股泰利森, 公司间接拥有澳大利亚格林布什锂辉石矿。根据泰利森与股东签署的化学级锂精矿《供货协议》, 泰利森生产的化学级锂精矿主要销售给天齐锂业和雅保, 天齐锂业化学级锂精矿承购权由 TLEA 承继, TELA 从泰利森购买的锂精矿优先满足 TLA 需求, 剩余量满足天齐锂业国内工厂和代加工需求。2020 年公司为了子公司 TLEA 引入 IGO 战投, 但 IGO 不享有锂精矿购买权。

矿石品位高, 开采优势明显。根据 BDA 报告, 截至 2021 年 12 月 31 日, 格林布什锂辉石矿的锂资源量约 1310 万吨 LCE (碳酸锂当量)、锂储量约 830 万吨 LCE, 格林布什锂辉石矿是世界上生产规模和储量规模最大的硬岩锂矿, 格林布什矿场是全球最大的锂矿开采地, 占 2020 年全球锂矿产量约 32%, 且格林布什矿由于成熟运营多年, 化学级锂精矿生产运营成本最低, 提供更高品质的矿石, 意味着更高的生产效率和更低的工艺成本。当产量不断放大时, 产生规模经济效应, 进一步降低公司毛利率水平。

图 10: 天齐锂业控股泰利森


数据来源: wind, IM, 西南证券整理

图 11: 全球锂矿硬岩资源对比


数据来源: wind, 西南证券整理

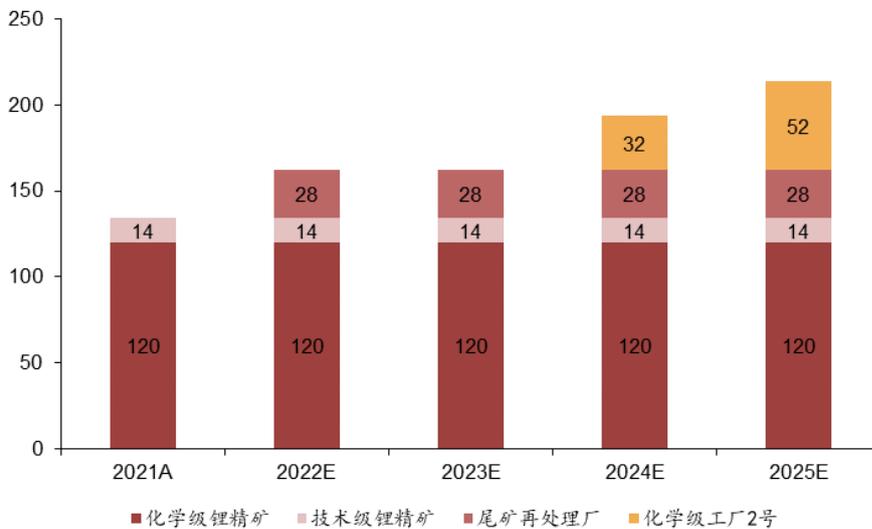
持续变现优质资源。围绕着优质资源，公司启动了一系列扩产计划。一方面，原料端产能进行扩张，2021年泰利森拥有134万吨/年锂精矿产能，其中年产120万吨化学级锂精矿、14万吨技术级锂精矿，同时尾矿处理工厂（TRP）28万吨/年锂精矿产能于2022年初建成并进入爬坡，目前公司在产包括1个技术级选矿厂和2个化学级选矿厂，CGP3完成后锂精矿产能将达到194万吨/年，远期规划产能达214万吨/年。另一方面，公司将围绕格林布什扩产，依托三大在产基地和澳洲奎纳纳年产4.8万吨氢氧化锂项目、遂宁在建锂化工项目中期规划锂化工产品产能合计超过11万吨/年，充分利用矿源的高品质优势。

表 4：格林布什锂精矿权益产能预测

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
设计产能（万吨/年）	134	162	162	194	214
其中：化学级锂精矿（万吨/年）	120	120	120	120	120
技术级锂精矿（万吨/年）	14	14	14	14	14
尾矿再处理（万吨/年）	-	28	28	28	28
化学级工厂2号（万吨/年）	-	-	-	32	52
权益比例（%）	26.01%	26.01%	26.01%	26.01%	26.01%
权益总产能（万吨/年）	34.85	42.14	42.14	42.14	55.66

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：格林布什锂精矿产能预测（万吨/年）



数据来源：公司公告，西南证券整理

雅江措拉锂矿具有供给释放潜力。2008年，公司全资子公司盛合锂业，拍得了四川雅江措拉锂辉石的20年探矿权，截止2021年12月31日，雅江措拉锂矿矿石资源量1971.4万吨，氧化锂资源量为25.57万吨，控制资源及推断资源的氧化锂品位为1.3%。目前雅江措拉锂矿作为公司资源储备，仍未能建成投产，但项目处于稳步推进状态。如果出现供给释放契机，公司有望加快建设速度，抓住释放窗口。

表 5：雅江措拉锂辉石矿资料

项目	内容
地点	四川省甘孜州雅江县
矿石储量	1971.4 万吨
折合氧化锂储量	25.5744 万吨
氧化锂品味	1.3%
矿石开采量	120 万吨/年
截止有效期	2032 年
矿区面积	2.07 平方公里

数据来源：公司公告，西南证券整理

参股西藏最优质的盐湖—扎布耶。公司参股西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司 20% 股权，西藏矿业为日喀则扎布耶的控股股东，比亚迪是第三大股东。日喀则扎布耶拥有扎布耶盐湖 100% 的开采权。西藏扎布耶盐湖是世界第三大、亚洲第一大锂矿盐湖，已探明的锂储量为 184.10 万吨，是富含锂、硼、钾固、液并存的特种综合性大型盐湖矿床，目前锂精矿产能每年约 5000 吨。

表 6：西藏扎布耶盐湖资料

项目	内容
股权结构	西藏矿业 50.72%，天齐锂业 20%，比亚迪 18%，其他 11.28
地理位置	西藏日喀则仲巴县
海拔	4400 米
探明储量	184.1 万吨
碳酸锂产能	5000 吨/年

数据来源：公司公告，西南证券整理

拥有智利盐湖的勘探权。除了国内具有供给释放潜力的四川锂辉石矿和西藏盐湖，公司间接持有 SQM23.02% 股权。根据伍德麦肯兹统计，SQM 位于智利阿塔卡马地区的阿塔卡马盐湖作业拥有最大的卤水储量，为 4551 万吨 LCE，具有锂矿品位高、储量大及低成本综合处理能力。SQM 亦为世界上最大的卤水提锂生产商。其控股的 Salar de Atacama 盐湖具备高浓的锂卤水含量和优异的自然条件。2021 年底 SQM 的碳酸锂产能为 12 万吨/年，氢氧化锂为 2.15 万吨/年。2022 年计划扩大碳酸锂产能到 18 万吨/年、氢氧化锂产能到 3 万吨/年。

图 13: 智利七个盐湖的勘探权



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 深耕锂业结构升级, 提前布局锂电池产业

通过内生增长和外延并购, 公司碳酸锂产能不断扩大。截至 2021 年底, 公司碳酸锂产品合计产能约为 3.45 万吨/年。(1) 四川射洪基地是公司上市时的核心生产基地, 是公司产能内生增长的主要基地。截至 21 年底, 射洪基地拥有碳酸锂产能 1.45 万吨/年。(2) 2015 年上半年公司收购了银河锂业, 整改后成为公司的江苏张家港基地, 是目前世界领先的全自动电池级碳酸锂生产基地, 产能规模约 2 万吨/年。(3) 目前公司正在四川省遂宁安居建造第二座锂盐生产工厂, 并建设新的碳酸锂项目, 预计年产能达 2 万吨, 将于 2023 年下半年竣工调试。

表 7: 碳酸锂产能预测

产品	项目	权益比例	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	产能扩张计划
碳酸锂	张家港	100.00%	20000	20000	20000	20000	20000	
	射洪	100.00%	14500	14500	14500	14500	14500	
	安居	100.00%				20000	20000	2 万吨碳酸锂项目处于规划阶段, 计划 2023 年下半年竣工调试。
	权益产能 (吨/年)		34500	34500	34500	54500	54500	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

快速扩产实现产品升级, 补足氢氧化锂短板, 享受高镍化红利。过去, 中国氢氧化锂的需求不高。在高镍化趋势下, 氢氧化锂将受益需求结构性增长。公司非常注重电池级氢氧化锂的生产, 除射洪工厂生产氢氧化锂外, 公司位于澳大利亚奎纳纳的新工厂将只生产电池级氢氧化锂。西澳大利亚奎纳纳有两期共计年产 4.8 万吨电池级氢氧化锂生产线处于建设和调

试中，其中一期年产 2.4 万吨工程已进入试生产阶段，二期工程处于暂缓状态，预计将在 2023H1 重启建设工程。

目前公司氢氧化锂设计产能约 5000 吨/年，预计 2022 年底设计年产能将达到 2.9 万吨，权益年产能为 1.72 万吨。补足氢氧化锂短板，充分满足高镍化趋势下的新增需求。

表 8：氢氧化锂产能预测

产品	项目	权益比例 (%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	产能扩张计划
氢氧化	射洪	100.00%	5000	5000	5000	5000	5000	
	奎纳纳一期	51.00%		24000	24000	24000	24000	
	奎纳纳二期	51.00%					24000	二期项目 24000 吨氢氧化锂处于暂缓建设状态，预计将在 2023H1 重启建设工程。
	权益产能 (吨/年)		5000	17240	17240	17240	29480	

数据来源：公司公告，西南证券整理

扩大金属锂产能，提前布局固态电池产业。金属锂占整个锂市场的很小一部分，该元素用于聚合物和电池应用。若固态电池技术开始普及，则金属锂的需求可能会继续增加。天齐锂业除了参股下一代电池，也在积极布局金属锂的产能。公司控股子公司重庆天齐和全资子公司射洪天齐均拥有金属锂的生产线。公司上市募投项目投产后，射洪基地金属锂的设计产能为 200 吨/年。2017 年，公司完成对金属锂企业重庆昆瑜的整合，并设立重庆天齐，目前重庆铜梁 2000 吨/年金属锂项目处于规划建设阶段，预计一期年产 800 吨将于 2023 年建成运行并投产，二期年产 1200 吨将于 2025 年建成运行并投产，公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年。

表 9：金属锂产能预测

产品	项目	权益比例 (%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	产能扩张计划
金属锂	铜梁	86.38%	600	600	1400	1400	2600	2000 吨金属锂项目处于规划阶段（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。）
	射洪	100.00%	200	200	200	200	200	
	权益产能 (吨/年)		718	718	1409	1409	2446	

数据来源：公司公告，西南证券整理

参股四家锂电公司，把握固态电池技术最新动向。公司先后控股北京卫蓝新能源科技有限公司（持股比例 3.26%）、Solid Energy System Corp.（持股比例 7.49%）、上海航天电源技术有限责任公司（持股比例 9.91%）、厦门厦钨新能源材料股份有限公司（持股比例 2.25%）。公司通过加强与固态电池技术最新发展的联系，为金属锂业务方向提供指引。

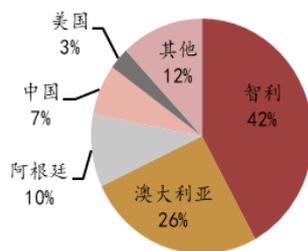
3 锂资源供需紧张，23 年有望成为拐点

3.1 短期全球扩容有限，未来两年产能集中释放

根据美国地质调查局 (USGS) 2021 年数据显示，全球已探明锂资源储量折合 11660 万吨碳酸锂当量。其中，智利锂资源储量占 42%，阿根廷占 10%，主要集中在智利、阿根廷、玻利维亚交界的“锂三角”地区，以盐湖形式存在。澳大利亚锂资源储量占 26%，主要以锂辉石形式存在。中国锂资源储量占 6.8%，包括盐湖（青海、西藏）、锂辉石（四川）、锂云母（江西宜春）。

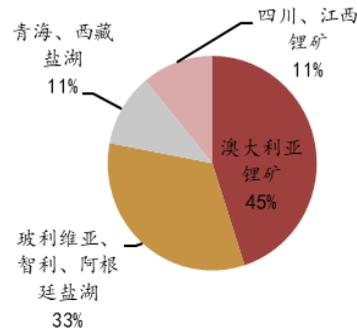
从锂供给结构上看，锂矿石为主要供给主体且主要集中在西澳，2021 年澳大利亚锂矿供给占据了全球 45% 的锂资源；南美洲“锂三角”地区的盐湖占据了全球 33% 的锂资源；我国锂资源供给占比 22%，在国内各大厂商积极布局海外机会及加速锂资源开采进程的背景下，我国锂资源供给占比有望进一步提升。

图 14：2021 年全球锂储量，分国别



数据来源：USGS，西南证券整理

图 15：2021 年全球锂供给结构



数据来源：USGS，西南证券整理

澳洲锂矿是全球锂资源供给主力军。2020 年疫情蔓延及锂盐价格大幅下跌影响，锂资源企业在 2020 年纷纷缩减资本开支、放缓项目扩张进度导致澳洲锂矿部分关停，目前只有四个矿山在产。随着锂盐价格回升，各地锂矿宣布恢复生产与建设，澳洲停产锂矿陆续宣布复产。2020 年破产的 Altura 被 Pilbara 收购，并计划于 2022 年中开始投产，锂精矿产能约为 18-20 万吨/年（约 2.7-3 万吨 LCE/年）；2019 年停产的 Wodgina 也宣布复产，力争在未来 2-5 年内锂精矿产能达到 50-75 万吨/年（约 7.4-11.1 万吨 LCE/年）。非洲矿山投产进程也开始加速，刚果 Manono 计划于 2022 年四季度逐步投产。根据各公司业绩公告及 2022 年产量指引，我们预计 2022-2023 年澳非锂矿供给量为 26.32/30.45 万吨 LCE。

表 10：澳非锂矿 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
澳洲矿山				
Mt Cattlin（锂精矿）	2.15	2.89	2.89	2.89
Mt Marion（锂精矿）	5.86	5.86	5.86	5.86
Mt Pilgangoora（锂精矿）	2.74	2.94	3.14	3.14
Pilgangoora-Altura（锂精矿）	-	-	2.57	2.57
Greenbushes（锂精矿）	7.86	7.86	7.86	7.86
总计	18.61	19.55	22.32	22.32

	2020	2021	2022E	2023E
非洲矿山				
MANONO			2.50	6.13
Arcadia	-	0.50	1.50	2.00
总计	-	0.50	4.00	8.13
锂供给总计	18.61	20.05	26.32	30.45

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

南美盐湖锂资源储量丰富, 开采潜力巨大。2020 年疫情蔓延及锂盐价格大幅下跌导致南美盐湖建设进度推后。随着 2021 年下游需求的快速增长带来的锂盐价格的回升, 南美盐湖加速了开采的进程。智利 Atacama-SQM 将现有碳酸锂产能从 12 万吨/年提升至 18 万吨/年; Atacama-ALB 盐湖 La Negra III/IV 约 4 万吨/年碳酸锂将于 2021 年 10 月投产并于 2022 年上半年出售; 阿根廷 Olaroz-Orocobre 盐湖 stage 2 约 2.5 万吨/年碳酸锂也将于 2022 年下半年开始投产。根据各公司业绩公告及 2022 年产量指引, 我们预计 2022-2023 年南美盐湖锂供给量为 21.08/32.55 万吨 LCE。

表 11: 南美盐湖 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE)

国家	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
智利	SQM	Atacama & Carmen	6.46	8.00	8.00	13.00
	ALB	Chile-Atacama	4.20	4.00	6.00	8.00
阿根廷	Livent	Hombre Muerto	1.95	2.50	2.50	2.50
	Orocobre	Olaroz-Orocobre	1.19	1.20	2.58	5.05
	赣锋/MRL	Cauchari-Olaroz	-	-	2.00	3.00
	Galaxy	Sal de Vida	-	-	-	1.00
锂供给总计			13.80	15.70	21.08	32.55
增速 (%)				13.77%	34.24%	54.45%

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

中国锂辉石资源主要集中在四川地区, 江西为锂云母资源的集中地。甘孜州甲基卡和阿坝州可尔因是两个主要矿区, 分布较为集中包括六座有采矿权的矿山, 资源储量达 1.6 亿吨, 其中甲基卡锂矿未来放量潜力巨大。相比于位于四川 3000 米海拔以上的锂辉石资源, 江西锂云母矿具备一定的自然条件优势。露天开采的锂云母矿在开采成本、难度、工期上均比锂辉石矿更占据优势。我们预计 2022-2023 年国内矿石锂供给量分别为 15.88/22.31 万吨 LCE。其中, 未来两年永兴材料锂云母矿产能释放最多。

表 12: 国内锂矿及锂云母 2021-2023 年锂供给预测 (万吨 LCE)

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
锂辉石						
四川	融捷股份	康定甲基卡锂辉石 (LCE)	1.00	1.28	2.85	7.14
	盛新锂能	业隆沟 (LCE)	-	1.00	1.00	1.00
	雅化集团/川能投	李家沟 (LCE)	-	-	2.00	2.00
	总计 (锂辉石矿)		1.00	2.28	5.85	10.14
锂云母						

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
江西	江特电机	茜坑矿	1.07	1.07	1.07	1.07
		狮子岭	0.86	0.86	0.86	0.86
		袁州区新坊钽铌矿	0.07	0.07	0.07	0.07
	永兴材料	化山瓷白石	0.71	0.71	1.43	2.14
		白水洞高岭土	0.18	0.18	0.89	1.61
	飞宇新能源	大港瓷土矿	1.07	1.07	1.07	1.07
	鼎兴矿业	东槽鼎兴瓷土矿	0.86	0.86	1.93	2.64
	奉新矿业	金峰硅矿	0.36	0.71	1.07	1.07
	宜春钽铌矿	宜春钽铌矿	1.64	1.64	1.64	1.64
	总计（锂云母原矿）			6.82	7.17	10.03
锂供给总计（LCE）			7.82	9.45	15.88	22.31

数据来源：各公司公告，安泰科，产业信息网，真锂研究，西南证券整理

中国盐湖集中在青海、西藏两地。青海盐湖锂浓度低、镁锂比高，禀赋较差，生产的碳酸锂多为工业级或准电池级，还没有在动力电池上商业化广泛应用，近年来随着技术的成熟，产能将逐步释放。西藏盐湖锂浓度高、多数盐湖镁锂比低，禀赋好，但西藏政府对企业开发盐湖的态度并不积极，受制于基础设施条件恶劣，电力能源一次投入成本大，且存在地方民族问题，投资开发盐湖困难重重。盐湖提锂未来供应量释放有限，我们预计 2022-2023 年国内盐湖锂供给量分别为 7.8/10.1 万吨 LCE。

表 13：国内盐湖 2021-2023 年锂供给预测（万吨 LCE）

地区	公司	项目	2020	2021	2022E	2023E
青海	蓝科锂业	察尔汗盐湖	1.4	2.2	3.0	4.0
	藏格锂业		0.4	0.8	1.0	1.0
	中信国安	西台吉乃尔	0.3	0.3	0.3	0.4
	恒信融		0.5	0.5	0.5	0.6
	青海锂资源	东台吉乃尔	0.9	1.0	1.5	2.0
	五矿盐湖	一里坪	0.8	1.0	1.0	1.5
	大华化工	大柴旦盐湖	0.1	0.1	0.1	0.2
西藏	西藏矿业	扎布耶盐湖	0.3	0.4	0.4	0.4
锂供给总计（LCE）			4.7	6.3	7.8	10.1

数据来源：各公司公告，真锂研究，西南证券整理

结合上述预测，2022-2023 年全球锂供给量分别为 71.08/95.41 万吨 LCE。

表 14：2021-2023 年全球锂供给拆分（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
海外矿山	18.61	20.05	26.32	30.45
中国矿山	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	13.80	15.70	21.08	32.55
中国盐湖	4.70	6.30	7.80	10.10

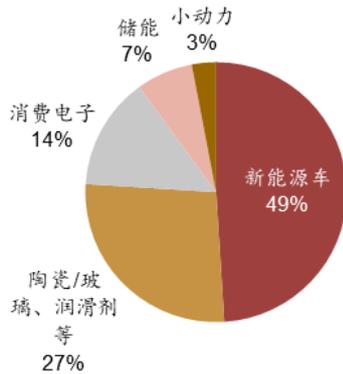
	2020	2021	2022E	2023E
锂云母	6.82	7.17	10.03	12.17
锂供给总计	44.93	51.50	71.08	95.41

数据来源：各公司公告，安泰科，真锂研究，西南证券整理

3.2 新能源产业发展持续加速，锂产品需求超预期增长

锂广泛应用于电池、陶瓷、玻璃、润滑剂、消费电子 3C 等行业。随着新能源和 5G 技术的不断发展，新能源车和消费电子已经成为锂重要的下游领域。此外，碳酸锂是陶瓷产业减能耗、环保的有效途径之一，对锂的需求量也将会提高。同时，锂在玻璃中的各种新作用也在不断被发现，玻璃行业对锂的需求仍将保持增长。因而，玻璃和陶瓷行业成为了锂的第二大消费领域。根据 Marklines 数据显示，2021 年新能源汽车锂需求占比最大，为 49%；陶瓷/玻璃、润滑剂占比 27%，消费电子和储能行业占比分别为 14%和 7%。

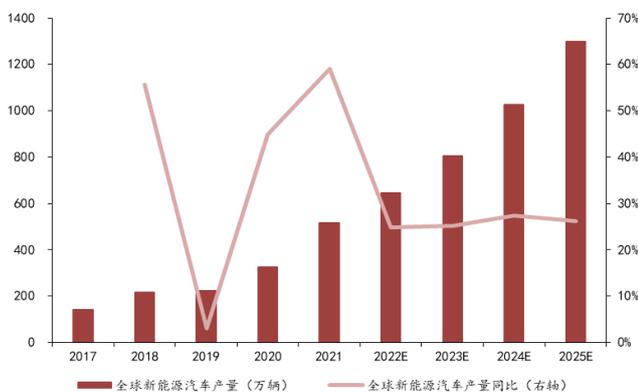
图 16：2021 年锂需求结构



数据来源：Marklines，西南证券整理

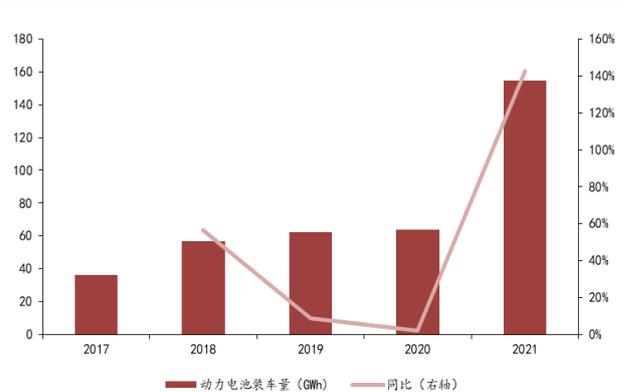
锂金属由于质量轻、燃烧温度高，被广泛应用于新能源汽车动力电池的制造。2021 年全球锂需求结构中，新能源汽车约占 49%，是最大的需求端。此外，2021 年全球新能源汽车产量为 516 万辆，同比增长 59.06%，2021 年中国动力电池装车量为 154.50GWh，同比增长 142.77%。

图 17：全球与中国新能源汽车产量及同比



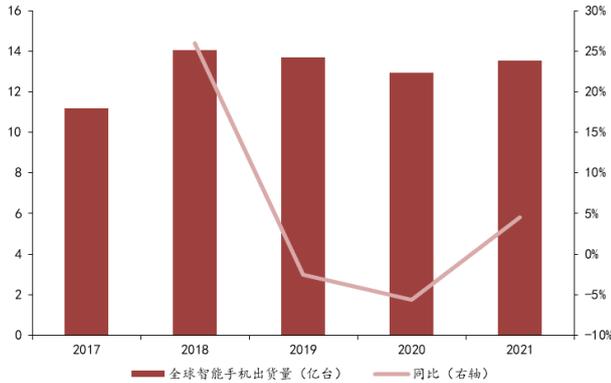
数据来源：国家统计局，Ev-volumes，西南证券整理

图 18：中国动力电池装车量及同比

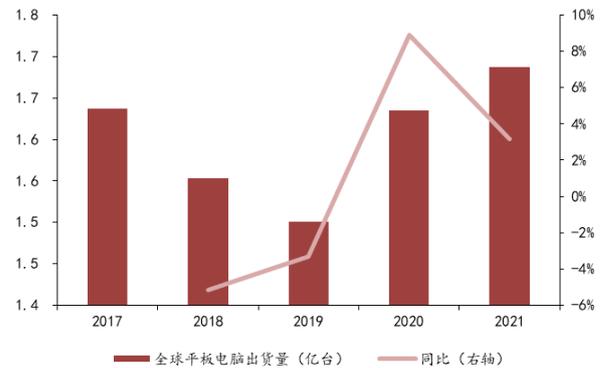


数据来源：wind，西南证券整理

在动力电池普及之前，消费电子电池是锂电池的主要需求端。5G、新兴消费电子的兴起扭转了锂电池在传统消费领域的颓势，带来了新的增长空间。2021 年全球智能手机出货量为 13.52 亿台，同比增长 4.53%；平板电脑出货量为 1.69 亿台，同比增长 3.18%。随着消费者对消费电子续航里程需求的提高，预计未来消费电子锂资源需求将保持稳步增长。

图 19：全球智能手机出货量及同比


数据来源：IDC，西南证券整理

图 20：全球平板电脑出货量及同比


数据来源：wind，西南证券整理

根据新能源汽车以及储能系统行业的蓬勃发展，我们预测 2021-2023 年全球锂需求总量为 59.43/75.81/97.77 万吨 LCE。其中，新能源车 2021-2023 锂需求分别为 25.94/36.03/50.04 万吨 LCE；储能 2021-2023 锂需求分别为 3.02/4.18/5.35 万吨 LCE；消费电子 2021-2023 年锂需求分别为 6.05/6.27/6.49 万吨 LCE。

表 15：2021-2023 年锂需求测算（万吨 LCE）

	2020	2021	2022E	2023E
全球新能源车锂需求	11.61	25.94	36.03	50.04
储能锂需求	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子锂需求	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.48	9.98	14.17	19.97
需求总计	36.53	59.43	75.81	97.77

数据来源：CBEA，安泰科，GGII，乘联会，西南证券整理

3.3 供不应求局面难以改善，支撑锂价持续高位运行

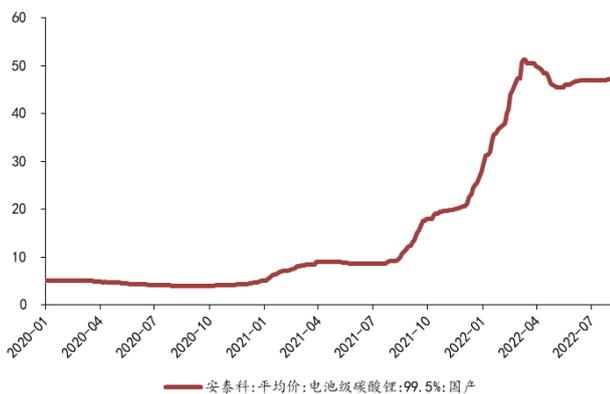
供应端来看，受疫情影响南美盐湖新增产能投产不及预期，澳矿短期内停产项目难以复产，短期内锂资源供应增量有限。需求端来看，锂需求结构已经从过去以陶瓷、玻璃为主的传统行业转变为如今新能源等成长行业，伴随着新能源汽车需求超预期增长以及储能行业的蓬勃发展，锂的需求将持续增加。我们预计 2022-2023 年锂行业出现 4.73、2.36 万吨 LCE 的供给缺口，短期内供不应求局面难以改善。

表 16: 2021-2023 年全球锂供需情况 (万吨 LCE)

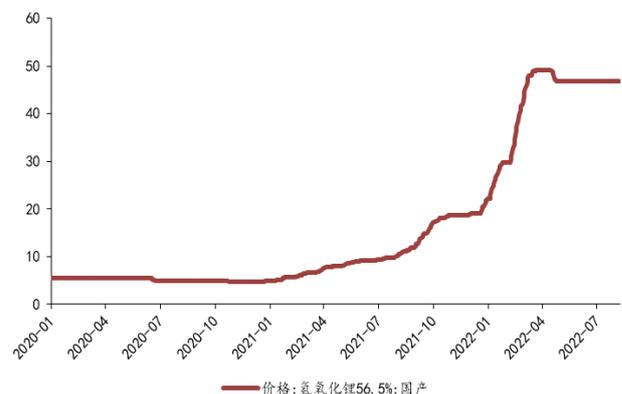
	2020	2021	2022E	2023E
供给端				
澳非矿山	18.61	20.05	26.32	30.45
中国矿山	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	13.80	15.70	21.08	32.55
国内盐湖	4.70	6.30	7.80	10.10
锂云母	6.82	7.17	10.03	12.17
供给总计	44.93	51.50	71.08	95.41
需求端				
全球新能源车锂需求	11.61	25.94	36.03	50.04
储能锂需求	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子锂需求	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.48	9.98	14.17	19.97
需求总计	36.53	59.43	75.81	97.77
供需缺口/过剩 (-/+)	8.40	-7.93	-4.73	-2.36

数据来源: CBEA, 安泰科, GGII, 乘联会, SMM, 西南证券整理

2020 年受疫情蔓延影响, 上游锂矿供给有所收缩, 锂价在 2020 年见底。由于新能源汽车下游需求的超预期增长, 2021 年锂价开启大幅上涨, 截至 2022 年 8 月 8 日, 电池级碳酸锂报价 47.40 万元/吨, 同比增长 415.22%; 氢氧化锂报价 46.75 万元/吨, 同比增长 336.92%。短期锂资源供不应求的局面仍将继续, 支撑锂价持续高位运行。

图 21: 电池级碳酸锂价格 (万元/吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 22: 氢氧化锂价格 (万元/吨)


数据来源: wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

锂精矿：根据公司锂精矿产能规划以及自用资源增加，考虑到锂价格今年上涨趋势和未来可能降价趋势，预计 2022-2024 年公司外销锂精矿销量分别为 355999/294551/301681 吨，单位售价分别提高 400%/5%/-11%。考虑到公司生产成本逐步下降，预计 2022-2024 年单位成本分别提高 42%/-17%/-3%，对应毛利率分别为 91.1%/91.5%/91.0%。

锂化合物：根据公司锂盐产品产能规划，考虑到锂价格今年上涨趋势以及未来可能降价趋势，预计 2022-2024 年公司锂化合物销量分别为 55633/62479/83706 吨，单位售价分别提高 310%/-5%/-13%。考虑到公司生产成本逐步下降，预计 2022-2024 年单位成本分别提高 17%/0%/-5%，对应毛利率分别为 81.9%/81.7%/79.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 17：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
锂精矿	收入	2644.1	16019.9	13917.5	12670.6
	增速	78.5%	505.9%	-13.1%	-9.0%
	毛利率	62.1%	91.1%	91.5%	91.0%
锂化合物	收入	5017.7	23324.9	26179.8	30014.6
	增速	185.6%	364.9%	12.2%	14.6%
	毛利率	61.9%	81.9%	81.7%	79.8%
其他业务	收入	1.6	1.6	1.6	1.7
	增速	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	39.2%	-19.3%
合计	收入	7663	39346	40099	42687
	增速	136.6%	413.4%	1.9%	6.5%
	毛利率	62.0%	85.6%	85.1%	83.1%

数据来源：wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与天齐锂业业务最为相近的四家公司赣锋锂业、盛新锂能、雅化集团、永兴材料，2022-2024 年平均 PE 为 10/8/7 倍。天齐锂业未来最大的看点有两个：1) 公司作为全球锂资源优质龙头，坐拥最优质的锂矿和盐湖资源，资源自给率达到 100%；2) 公司锂矿和锂产品产能持续释放，下游行业高景气，成长性可期。结合对标公司的估值和目前天齐锂业产能释放节奏，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 147.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值（截止至 9.6 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000708.SZ	赣锋锂业	83.57	3.64	7.35	8.84	10.50	15.23	11.37	9.45	7.96
002478.SZ	盛新锂能	53.49	0.98	5.82	6.66	7.84	12.93	9.20	8.03	6.82
603878.SH	雅化集团	28.63	0.81	3.61	4.17	4.70	11.50	7.92	6.86	6.09
600399.SH	永兴材料	135.10	2.19	13.52	16.08	17.71	19.67	9.99	8.40	7.63
平均值							14.84	9.62	8.19	7.12
002318.SZ	天齐锂业	110.77	1.27	11.23	12.29	13.18	87.45	9.86	9.01	8.40

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

锂盐价格大幅波动，项目投产不达预期，新能源汽车销量不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7663.32	39346.48	40099.00	42686.87	净利润	2590.03	22965.80	25138.57	26954.17
营业成本	2914.36	5655.81	5964.05	7200.31	折旧与摊销	413.26	607.91	607.91	607.91
营业税金及附加	70.89	325.30	345.17	367.17	财务费用	1730.81	1220.58	746.50	565.62
销售费用	20.49	157.39	168.42	192.09	资产减值损失	0.00	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	453.95	3378.14	3349.50	3425.92	经营营运资本变动	-1790.50	-7033.02	1365.15	102.43
财务费用	1730.81	1220.58	746.50	565.62	其他	-849.15	-4232.78	-5423.53	-5520.53
资产减值损失	0.00	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	2094.45	13518.49	22424.61	22699.60
投资收益	1461.40	4378.17	5582.60	5637.31	资本支出	371.77	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	77.02	-135.04	-149.19	-106.77	其他	-509.35	4244.50	5432.95	5530.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-137.58	4264.50	5432.95	5530.68
营业利润	3989.13	32862.40	34968.77	36476.28	短期借款	-562.03	-2154.75	0.00	0.00
其他非经营损益	-25.46	-54.11	-54.09	-51.72	长期借款	6242.22	50.00	50.00	50.00
利润总额	3963.67	32808.29	34914.68	36424.56	股权融资	5519.25	200.00	0.00	0.00
所得税	1373.63	9842.49	9776.11	9470.39	支付股利	0.00	-415.77	-3686.65	-4035.43
净利润	2590.03	22965.80	25138.57	26954.17	其他	-12331.18	6919.92	-1184.34	-2677.52
少数股东损益	511.17	4532.57	4961.40	5319.73	筹资活动现金流净额	-1131.75	4599.40	-4820.99	-6662.95
归属母公司股东净利润	2078.86	18433.23	20177.17	21634.45	现金流量净额	784.09	22382.39	23036.57	21567.33
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1987.08	24369.47	47406.04	68973.37	成长能力				
应收和预付款项	1254.85	6947.78	6811.31	7421.73	销售收入增长率	136.56%	413.44%	1.91%	6.45%
存货	871.76	1693.11	1785.63	2156.17	营业利润增长率	490.20%	723.80%	6.41%	4.31%
其他流动资产	2356.75	1632.44	1708.87	1865.48	净利润增长率	329.74%	786.70%	9.46%	7.22%
长期股权投资	22591.82	22591.82	22591.82	22591.82	EBITDA 增长率	842.25%	465.62%	4.71%	3.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10434.48	10175.16	9915.84	9656.52	毛利率	61.97%	85.63%	85.13%	83.13%
无形资产和开发支出	3511.72	3143.58	2795.44	2447.30	三费率	28.78%	12.09%	10.63%	9.80%
其他非流动资产	1156.88	1156.42	1155.97	1155.52	净利率	33.80%	58.37%	62.69%	63.14%
资产总计	44165.33	71709.78	94170.91	116267.91	ROE	14.27%	55.14%	39.84%	31.33%
短期借款	2174.75	20.00	20.00	20.00	ROA	5.86%	32.03%	26.69%	23.18%
应付和预收款项	2004.54	2705.86	3983.61	5199.06	ROIC	28.82%	129.69%	115.81%	130.53%
长期借款	10628.31	10678.31	10728.31	10778.31	EBITDA/销售收入	80.03%	88.17%	90.58%	88.20%
其他负债	11206.04	16654.77	16336.21	14249.04	营运能力				
负债合计	26013.64	30058.93	31068.13	30246.40	总资产周转率	0.18	0.68	0.48	0.41
股本	1477.10	1641.22	1641.22	1641.22	固定资产周转率	1.86	10.09	11.01	12.62
资本公积	12288.52	12324.40	12324.40	12324.40	应收账款周转率	17.40	21.10	12.80	12.95
留存收益	-255.21	17762.25	34252.78	51851.79	存货周转率	3.38	4.40	3.42	3.65
归属母公司股东权益	12761.28	31727.87	48218.40	65817.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	68.12%	—	—	—
少数股东权益	5390.40	9922.98	14884.37	20204.10	资本结构				
股东权益合计	18151.68	41650.85	63102.77	86021.51	资产负债率	58.90%	41.92%	32.99%	26.01%
负债和股东权益合计	44165.33	71709.78	94170.91	116267.91	带息债务/总负债	49.22%	35.59%	34.60%	35.70%
					流动比率	0.47	1.95	3.09	4.53
					速动比率	0.41	1.86	3.00	4.41
					股利支付率	0.00%	2.26%	18.27%	18.65%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	6133.20	34690.89	36323.18	37649.81	每股收益	1.27	11.23	12.29	13.18
PE	87.45	9.86	9.01	8.40	每股净资产	7.78	19.33	29.38	40.10
PB	14.25	5.73	3.77	2.76	每股经营现金	1.28	8.24	13.66	13.83
PS	23.72	4.62	4.53	4.26	每股股利	0.00	0.25	2.25	2.46
EV/EBITDA	29.50	5.25	4.36	3.58					
股息率	0.00%	0.23%	2.03%	2.22%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn