

天齐锂业(002466.SZ)

锂价超跌造成业绩承压，矿冶齐量增目标仍坚挺

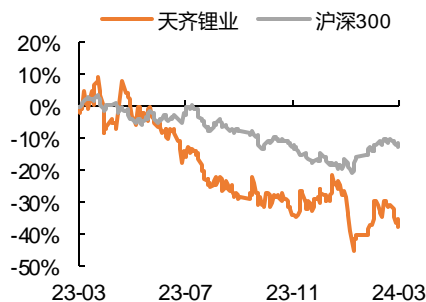
推荐（维持）

现价：47.66元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.tianqilithium.com
大股东/持股	成都天齐实业(集团)有限公司/25.37%
实际控制人	蒋卫平
总股本(百万股)	1,641
流通A股(百万股)	1,476
流通B/H股(百万股)	164
总市值(亿元)	758
流通A股市值(亿元)	704
每股净资产(元)	31.39
资产负债率(%)	25.94

行情走势图



相关研究报告

《天齐锂业(002466.SZ)公司首次覆盖报告：资源优质，增量释放，矿冶巨头轻装再上阵》2022-12-22

《天齐锂业(002466.SZ)2023年半年报点评-锂矿量增价坚挺，支撑营收高增速》2023-08-31

《天齐锂业(002466.SZ)2023年三季报点评-Q3锂产品量价承压，原料全自给支撑高毛利率》2023-10-27

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

研究助理

马书蕾 一般证券业务资格编号
S1060122070024
mashulei362@pingan.com.cn

事项：

公司发布2023年年报，全年营收405.03亿元，yoy+0.13%；实现归母净利润72.97亿元，yoy-69.75%；归母扣非净利润71.77亿元，yoy-68.88%；销售毛利率为84.99%。2023年利润分配预案：每10股派发现金红利13.5元（含税）。

平安观点：

■ **锂矿价格韧性相对强，矿端营收和毛利仍呈高增势。**2023年公司锂精矿业务营收达272.04亿元，yoy+76.2%，毛利率高达90.44%（2022年为83.95%），矿端营收和毛利占比提升至67.2%和71.5%（2022年为38.2%和37.6%）。**价格上**，一方面由于2023年矿企基本以“Q-1”（上季度均价为基准）签署长协，因此矿端价格下调滞后于锂盐价，但2024年开始海外头部矿企将定价期调整为“M+1”（按原料交付后的下月锂盐价为基准结算），矿冶两端价格的联动性将大幅提升；另一方面，锂优质资源仍具一定稀缺性，价格更具韧性。**产销量方面**，2023年公司控股的格林布什锂精矿总产量约152万吨，yoy+12.9%；总销量143.2万吨，外销量84.5万吨（出售给股东ALB为81万吨），yoy+11.3%。公司原料锂精矿全部来自于控股子公司泰利森的格林布什锂矿，因此整体毛利率维持高位水平，2023年销售毛利率和销售净利率仍高达84.99%和63.36%。

■ **2024年锂化合物新增项目将爬坡放量，量增规划不变。**2023年公司锂化学品售价下降，该业务营收132.9亿元，yoy-46.9%，毛利率降至73.85%（2022年为85.85%），毛利占比下降至28.5%。公司现有锂化学品产能8.88万吨/年，规划远期产能合计达14.38万吨/年。2024-2026年规划新增项目有望陆续放量：**1）**澳大利亚奎纳纳一期年产2.4万吨氢氧化锂项目已于2024年1月开始发货，目前处产能爬坡期；奎纳纳二期2.4万吨氢氧化锂项目计划重启，进入前期准备阶段；**2）**遂宁安居新建2万吨碳酸锂项目正处于产能爬坡阶段；**3）**23H2新启动张家港保税区建设年产3万吨电池级氢氧化锂项目，建设周期两年。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40449	40503	13181	15116	17658
YOY(%)	427.8	0.1	-67.5	14.7	16.8
归母净利润(百万元)	24125	7297	4477	5439	6512
YOY(%)	1,060.5	-69.8	-38.6	21.5	19.7
毛利率(%)	85.1	85.0	61.1	62.0	62.6
净利率(%)	59.6	18.0	34.0	36.0	36.9
ROE(%)	49.7	14.2	8.0	8.9	9.6
EPS(摊薄/元)	14.70	4.45	2.73	3.31	3.97
P/E(倍)	3.2	10.7	17.5	14.4	12.0
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

- **持股公司 SQM 对公司贡献近 30 亿元的投资收益。**2023 年，公司取得对 SQM 的投资收益 29.31 亿元（公司合计持股 SQM 22.16%，报告期内已收到其分红 22.76 亿元）。据 SQM 公司公告，2023 年 SQM-Atacama 盐湖碳酸锂季度均价下调至 3.275 万美元/吨，yoy-36.7%；全年销量约 17 万吨，yoy+8.42%；SQM 实现营收 74.7 亿美元，yoy-30.3%，净利润 20.1 亿美元，yoy-48.5%。SQM 对锂盐产能规划上仍保持原指引，预计 2024-2025 年产能合计达 24 万吨、26.5 万吨，目前锂价已处于较低点，且量上的增加有望弥补价格上的下跌，预期未来 SQM 将为公司持续带来较为丰厚的投资收益。
- **更新后格林布什锂矿品位不变、资源量和储量调增。**截至 2023 年底专业机构 AMC Consultants 评估后出具的报告，更新后的格林布什锂辉石矿总矿产资源量增至 4.47 亿吨，氧化锂平均品位为 1.5%，折碳酸锂当量约 1600 万吨（较 2022 年增 314 万吨）；更新后的证实和概略矿石储量合计增至 1.79 亿吨，氧化锂平均品位为 1.9%，折碳酸锂当量约 850 万吨（较 2022 年增加 26 万吨）。据格林布什扩产项目规划，CGP3 项目投产后，2025 年年中锂精矿年产能将增加 62 万吨至 214 万吨。
- **上调 2024 年与 ALB 的格林布什锂精矿预计销量上限。**据天齐锂业港股招股书披露，2022-2024 年 Albemarle 协议项下格林布什锂精矿交易量的年度预计上限为 70、74、74 万吨，但截至 2023 年底，公司与 ALB 进行的实际关联交易销量约为 81.17 万吨（向格林布什矿场采购锂精矿，对应的交易金额约为 261.74 亿元人民币），超过 2023 年预计上限 74 万吨，考虑到格林布什矿厂 2024 年的预期年产量和锂产品需求量的提高，假设 2024 年 Albemarle 选择将其采购格林布什锂精矿最多 50% 年产量的权利完全兑现，公司上修了 Albemarle 协议项下 2024 年预计交易上限至不超过 81 万吨（原上限为 74 万吨）。
- **积极推进雅江措拉锂辉石矿重启的准备工作。**2024 年 1 月 9 日，公司控股子公司盛合锂业取得雅江县发展和改革委员会关于措拉锂辉石矿特白沟尾矿库项目的备案；2024 年 3 月 18 日，公司与雅江县斯诺威矿业发展有限公司和雅江县惠绒矿业有限责任公司签署《共建共享甲基卡矿区 220kV 输变电项目合作协议》，三方拟共同出资设立一家合资公司，并由该三方合资公司投资建设 220kV 输变电项目，以满足各方的用电需求，公司主要是为了推进位于甲基卡矿区的措拉锂辉石矿采选工程建设。
- **投资建议：**行业层面来看，当前锂价已跌至 2021 年 9 月以来的最低水平，考虑到成本支撑，下行空间已相对有限；同时，外购矿冶炼厂因亏损而减停产，市场正逐步出清；此外，我们认为远期中小型南美盐湖锂项目、非洲绿地矿和我国云母锂矿的放量不确定较大，未来锂资源基本面或难如预期般大幅过剩。公司层面来看，控股全球最大在产锂矿格林布什，原料完全自给，成本端可合理把控，虽然锂价大幅下跌给公司业绩造成一定压力，但目前锂价已处低位、后续走势或相对稳定，矿冶两端齐量增将成为公司中长期业绩增长的主要动力。综上，预计公司 2024-2025 年实现归母净利润 44.8、54.4 亿元（原值为 112.0、119.5 亿元），由于矿冶产品均大幅下跌，加上矿端定价由 Q-1 调整为 M+1，价格联动性提高后的矿端价格跌幅再拉大，因此归母净利润的调减幅度较大），新增 2026 年归母净利润预计为 65.1 亿元，2024 年 3 月 28 日股价对应 PE 分别为 17.5 倍、14.4 倍、12.0 倍。公司资源禀赋优越，矿冶两端均有新增项目规划，项目投产后市占率有望再提升，同时考虑到目前锂价已处于相对低位，后续下方空间有限，而量增的确定性较高，因此维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 公司项目进度不及预期：若澳洲奎纳纳氢氧化锂项目和遂宁安居碳酸锂项目放量进程放缓，公司业绩或将不及预期；2) 终端需求增速不及预期：终端新能源汽车和储能市场需求增速回落，锂电产业链景气度下行，传导至锂盐需求量不及预期的风险；3) 后续全球锂资源产能大幅释放，可能出现过剩风险，供需格局扭转将导致锂价出现更大程度的回落；4) 海外加速推进锂资源国有化，政策收紧或将带来矿权竞争加剧的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19629	25283	33244	43504
现金	9589	16784	22310	29811
应收票据及应收账款	4463	5417	7455	9676
预付账款	182	361	414	484
其他应收款	85	217	248	290
存货	3151	2006	2248	2581
其他流动资产	2161	498	569	662
非流动资产	53599	48709	47129	46272
长期投资	26874	26874	26874	26874
固定资产	10350	9753	9134	8631
无形资产	3840	3200	2560	1920
其他非流动资产	12536	8883	8562	8848
资产总计	73228	73992	80373	89776
流动负债	6660	6057	6707	7667
短期借款	337	287	237	237
应付票据及应付账款	2520	2085	2337	2682
其他流动负债	3802	3685	4133	4748
非流动负债	12332	6642	4252	3337
长期借款	10667	4977	2587	1672
其他非流动负债	1665	1665	1665	1665
负债合计	18992	12699	10960	11004
少数股东权益	2717	5296	7978	10823
股本	1641	1641	1641	1641
资本公积	23737	23737	23737	23737
留存收益	26142	30619	36058	42570
归属母公司股东权益	51520	55997	61436	67948
负债和股东权益	73228	73992	80373	89776

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	22640	9002	7376	8724
净利润	25663	7056	8121	9358
折旧摊销	800	2462	2688	2967
财务费用	16	235	201	117
投资损失	-3110	-2459	-2686	-2719
营运资金变动	361	989	-1735	-1798
其他经营现金流	-1089	719	787	800
投资活动现金流	-2023	4169	790	-191
资本支出	4470	5	1009	2010
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-6493	4164	-219	-2201
筹资活动现金流	-23438	-5975	-2640	-1032
短期借款	238	-50	-50	0
长期借款	2135	-5690	-2389	-915
其他筹资现金流	-25812	-235	-201	-117
现金净增加额	-3008	6444	5526	7501

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	40503	13181	15116	17658
营业成本	6082	5129	5748	6598
税金及附加	79	26	30	35
销售费用	34	9	11	12
管理费用	605	369	423	494
研发费用	30	8	8	7
财务费用	16	235	201	117
资产减值损失	-730	0	0	0
信用减值损失	79	26	0	0
其他收益	171	57	65	75
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	3110	2459	2686	2719
资产处置收益	8	8	8	8
营业利润	36296	9955	11455	13196
营业外收入	26	15	15	15
营业外支出	41	31	31	31
利润总额	36281	9938	11438	13180
所得税	10618	2882	3317	3822
净利润	25663	7056	8121	9358
少数股东损益	18366	2579	2682	2846
归属母公司净利润	7297	4477	5439	6512
EBITDA	37047	12635	14327	16264
EPS (元)	4.45	2.73	3.31	3.97

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	0.1	-67.5	14.7	16.8
营业利润(%)	-9.1	-72.6	15.1	15.2
归属于母公司净利润(%)	-69.8	-38.6	21.5	19.7
获利能力				
毛利率(%)	85.0	61.1	62.0	62.6
净利率(%)	18.0	34.0	36.0	36.9
ROE(%)	14.2	8.0	8.9	9.6
ROIC(%)	46.4	11.6	16.3	18.4
偿债能力				
资产负债率(%)	25.9	17.2	13.6	12.3
净负债比率(%)	2.6	-18.8	-28.1	-35.4
流动比率	2.9	4.2	5.0	5.7
速动比率	2.1	3.7	4.5	5.2
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	9.2	3.7	3.0	2.8
应付账款周转率	2.6	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	4.45	2.73	3.31	3.97
每股经营现金流(最新摊薄)	13.76	5.48	4.49	5.32
每股净资产(最新摊薄)	31.39	34.12	37.43	41.40
估值比率				
P/E	10.7	17.5	14.4	12.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.8	5.8	4.8	3.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层