

矿价调整滞后拖累业绩，SQM 投资收益大幅下滑

2024 年 03 月 31 日

事件：2024 年 3 月 27 日，公司发布 2023 年年报。 1) 2023 年实现营收 405.0 亿，同比+0.1%，归母净利润 73.0 亿元，同比-69.8%，扣非归母净利润 71.8 亿元，同比-68.9%。单季度看，2023Q4 实现营收 71.0 亿元，同环比-55.0%、-17.2%，归母净利润-8.0 亿元，同环比-109.8%、-148.7%，扣非归母净利润-8.1 亿元，同环比-109.9%、-151.3%。2) 拟派发现金红利 22.2 亿元。

锂盐价格快速下跌，矿价高位拖累冶炼端利润。 1) **价：**由于产业链去库存及供需格局的转变，2023 年锂价快速下跌，电碳均价 25.6 万元/吨，同比-47.3%，电氢均价 27.2 万元/吨，同比-41.9%；2) **锂精矿产销及库存：**2023 年 Greenbushes 锂精矿产量 152.2 万吨（技术级 7.5 万吨），同比+12.9%，公司穿透持有 Greenbushes 26% 股权，2023 年权益产量 39.8 万吨，外售锂精矿 84.5 万吨（销售给雅宝 81 万吨），同比+11.3%，截至 2023 年底库存 40.9 万吨，同比+11.3 万吨，我们预计 2023 年公司冶炼端消耗化学级锂精矿约 52.4 万吨；3) **锂盐产销及库存：**2023 年锂盐自有产线产量 5.1 万吨，同比+7.3%，主要由于四川遂宁安居项目 2 万吨产能 23Q4 投产，销量 5.7 万吨，同比-2.5%，截至 2023 年底库存 1.3 万吨，同比+1.0 万吨。4) **矿价下跌滞后拖累业绩：**2023 年 Greenbushes 锂精矿定价模式为 Q-1，23Q4 锂精矿 FOB 价格高达 3016 美元/吨，公司包销 Greenbushes 的锂精矿高于其权益量，锂盐价格快速下跌而矿价下跌滞后，成本压力导致冶炼端利润受损。

SQM 投资收益大幅下滑，Q4 投资收益为负主要由于 Q3 投资收益高估，Q4 进行调减。 2023 年 SQM 锂盐销量 17 万吨，同比+8%，由于锂盐价格快速下跌，净利润 141.4 亿元，同比-48%，公司拥有 SQM 22.16% 股权，2023 年贡献投资收益 31.3 亿元。**单季度来看，** 23Q4 SQM 锂盐销量 5.1 万吨，净利润约 14.2 亿元，理论上应贡献投资收益约 3.1 亿元。由于 SQM 季报发布时间晚于公司，公司季报中采用彭博社对 SQM 业绩的预测估算投资收益，由于 Q3 高估投资收益（Q3 SQM 实际投资收益约 7.4 亿元），公司 Q4 进行调减导致单季度投资收益合计约-0.2 亿元。

存货减值：2023 年计提资产减值损失 7.3 亿元，同比+7.3 亿元，其中 Q4 减值 6.4 亿元，主要由于锂价快速下跌，公司对锂盐锂矿存货计提减值。

核心看点：1) 控股全球第一大低成本锂辉石矿，参股全球第一大盐湖提锂企业 SQM，矿端产能持续扩张：Greenbushes 锂精矿成本优势显著，目前产能产能 162 万吨，52 万吨建设中，预计 25 年年中投产，52 吨产能规划中。SQM 盐湖提锂产能全球第一，扩产项目稳步推进，有望持续贡献投资收益；2) **锂盐扩产项目稳步推进：**四川安居项目 23 年 10 月试生产，目前公司锂化合物产能 8.9 万吨，奎纳纳二期 2.4 万吨项目规划中，江苏张家港 3 万吨项目 23H1 已启动，计划 2025 年投产；3) **精矿定价机制调整为 M-1，冶炼端盈利有望边际改善：**2024 年开始，Greenbushes 锂精矿定价模式由 Q-1 调整为 M-1，虽然仍具有滞后性，但锂精矿 CIF 市场价已大幅下跌至 1000 美金/吨左右，矿价机制调整，矿价与锂盐价格更加同步，冶炼端盈利有望边际好转。

投资建议：公司拥有全球优质锂矿、盐湖资源，随着矿价机制调整，冶炼端盈利有望改善，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 21.3、33.7 和 45.4 亿元，对应 3 月 29 日收盘价的 PE 为 37、23 和 17 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：锂价超预期下跌，国内外扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	40,503	12,082	14,984	19,256
增长率 (%)	0.1	-70.2	24.0	28.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,297	2,131	3,366	4,538
增长率 (%)	-69.8	-70.8	58.0	34.8
每股收益 (元)	4.45	1.30	2.05	2.76
PE	11	37	23	17
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
47.97 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 天齐锂业(002466.SZ) 2022 年年报点评：锂资源龙头业绩高增，2027 年战略规划凸显战略雄心-2023/04/02
- 天齐锂业 (002466.SZ) 2022 年半年度业绩点评：业绩亮眼，锂资源龙头重回扩张之路-2022/09/01
- 天齐锂业 (002466.SZ) 2021 年年报及 22 Q1 季报点评：价量齐升业绩高增，锂资源巨头王者归来-2022/05/01

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	40,503	12,082	14,984	19,256
营业成本	6,082	7,592	9,280	11,526
营业税金及附加	79	36	30	29
销售费用	34	24	22	29
管理费用	605	483	524	616
研发费用	30	36	45	58
EBIT	33,194	4,079	5,247	7,153
财务费用	16	156	153	148
资产减值损失	-730	0	0	0
投资收益	3,110	1,212	1,411	1,557
营业利润	36,296	5,136	6,505	8,561
营业外收支	-15	-15	0	3
利润总额	36,281	5,121	6,505	8,564
所得税	10,618	1,127	1,431	1,884
净利润	25,663	3,994	5,074	6,680
归属于母公司净利润	7,297	2,131	3,366	4,538
EBITDA	34,042	5,028	6,415	8,557

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,589	9,825	10,239	11,393
应收账款及票据	4,382	2,383	2,956	3,798
预付款项	85	94	115	143
存货	3,151	3,246	3,968	4,929
其他流动资产	2,423	3,043	3,255	3,567
流动资产合计	19,629	18,592	20,534	23,831
长期股权投资	26,874	28,086	29,497	31,054
固定资产	9,080	12,414	15,834	19,436
无形资产	3,840	3,833	3,824	3,814
非流动资产合计	53,599	56,911	60,803	65,123
资产合计	73,228	75,504	81,337	88,953
短期借款	337	337	337	337
应付账款及票据	2,520	3,129	3,824	4,750
其他流动负债	3,802	2,963	3,462	4,159
流动负债合计	6,660	6,429	7,623	9,247
长期借款	9,545	9,545	9,545	9,545
其他长期负债	2,787	2,788	2,788	2,788
非流动负债合计	12,332	12,332	12,332	12,332
负债合计	18,992	18,762	19,956	21,579
股本	1,641	1,641	1,641	1,641
少数股东权益	2,717	4,580	6,288	8,430
股东权益合计	54,237	56,742	61,381	67,374
负债和股东权益合计	73,228	75,504	81,337	88,953

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.13	-70.17	24.02	28.51
EBIT 增长率	-1.33	-87.71	28.63	36.31
净利润增长率	-69.75	-70.80	57.97	34.80
盈利能力 (%)				
毛利率	84.99	37.17	38.07	40.15
净利率	18.02	17.64	22.47	23.57
总资产收益率 ROA	9.97	2.82	4.14	5.10
净资产收益率 ROE	14.16	4.09	6.11	7.70
偿债能力				
流动比率	2.95	2.89	2.69	2.58
速动比率	2.14	2.04	1.88	1.80
现金比率	1.44	1.53	1.34	1.23
资产负债率 (%)	25.94	24.85	24.53	24.26
经营效率				
应收账款周转天数	38.90	67.00	67.00	67.00
存货周转天数	189.09	156.09	156.09	156.09
总资产周转率	0.56	0.16	0.19	0.23
每股指标 (元)				
每股收益	4.45	1.30	2.05	2.76
每股净资产	31.39	31.78	33.57	35.91
每股经营现金流	13.82	3.20	3.03	3.95
每股股利	1.35	0.26	0.42	0.56
估值分析				
PE	11	37	23	17
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	2.38	16.09	12.61	9.45
股息收益率 (%)	2.81	0.55	0.87	1.18

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	25,663	3,994	5,074	6,680
折旧和摊销	848	948	1,167	1,404
营运资金变动	388	1,043	-333	-520
经营活动现金流	22,688	5,259	4,968	6,476
资本开支	-4,429	-2,965	-3,551	-4,066
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,023	-2,965	-3,551	-4,066
股权募资	550	0	0	0
债务募资	1,983	0	0	0
筹资活动现金流	-23,438	-2,058	-1,004	-1,256
现金净流量	-2,959	237	414	1,154

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

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。本报告清晰准确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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026