

高位矿价拖累业绩，自有矿迎来收获期

2024 年 04 月 02 日

➤ **事件：公司发布 2023 年年报。** 2023 年实现营收 329.7 亿，同比-21.2%，归母净利润 49.5 亿元，同比-75.9%，扣非归母净利润 26.8 亿元，同比-86.6%；单季度来看，23Q4 实现营收 72.9 亿元，同比-48.7%，环比-3.3%，归母净利润-10.6 亿元，同比-118.6%，环比-765.8%，扣非归母净利润-16.8 亿元，同比-127.6%，环比-801.3%。

➤ **锂盐：量增价降，矿价高位导致单吨成本大幅抬升。** 2023 年，**1) 量：**公司锂产品产销 10.4、10.2 万吨 LCE，同比+7.3%、+4.6%，截至 2023 年底，锂盐产品库存 0.7 万吨 LCE，同比+0.2 万吨；**2) 价：**由于产业链去库存及供需格局的转变，锂价快速下跌，电碳均价（含税）25.6 万元/吨，同比-47.3%，电氢均价（含税）27.2 万元/吨，同比-41.9%，公司锂产品售价 24.0 万元/吨 LCE，同比-32.3%；**3) 本：**公司锂矿原料目前主要来自与 Marion、PLS 等澳矿企业签署的包销协议，2023 年澳矿定价多为 Q-1，定价机制调整滞后，精矿价格高位导致单位成本约 21.0 万元/吨 LCE，同比+34.8%；**4) 利：**锂盐价格大幅下降，而矿价高位，单吨毛利降至 3.0 万元，同比-84.9%。

➤ **锂电池：出货大幅增长，价格下降拖累板块业绩。** 2023 年公司动力储能电池产销 10.6、8.2GWh，同比+56.5%、+20.4%，截至 2023 年底，动力储能电池库存 3.3GWh，同比+2.4GWh；消费电子电池产销均 2.8 亿只，同比+71.5%、+53.8%，截至 2023 年底消费电子电池库存 0.3 亿只，同比基本持平。尽管出货大幅增长，但由于行业产能过剩，产品价格下降，拖累业绩增长幅度。

➤ **减值：**2023 年公司计提资产减值损失 16.4 亿元，同比+15.8 亿元，其中 23Q4 资产减值损失 6.9 亿元，主要由于锂价下跌，公司对锂盐、锂矿存货计提减值。

➤ **核心看点：自有资源迎来收获季，冶炼龙头正在向一体化龙头迈进。** **1) Marion 矿山：**扩产至 90 万吨锂精矿产能（60 万吨 SC6）2023 年 6 月投产，随着项目爬坡，2024 年产能将进一步释放；**2) C-O 盐湖：**一期 4 万吨碳酸锂产能 23H1 投产，二期不低于 2 万吨，2023 年产量约 6000 吨 LCE，目前爬坡中，2024 年产量贡献有望明显增加；**3) 蒙金云母矿：**一期 60 万吨采选产能已完成调试，2024 年将贡献锂矿原料增量；**4) 马里 Goulamina：**一期 50.6 万吨锂精矿产能建设中，计划 2024 年投产，二期规划扩建至 100 万吨锂精矿产能；**5) Mariana 盐湖：**规划 2 万吨氯化锂产能，计划 2024 年底投产。

➤ **投资建议：**公司布局的自有资源进入集中放量期，矿价机制调整，冶炼端盈利有望好转，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 19.4、34.3 和 54.9 亿元，对应 4 月 2 日收盘价的 PE 为 41、23 和 15 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锂价大幅下滑，扩产项目进度滞后，海外锂资源开发政策变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	32,972	20,767	25,028	32,235
增长率 (%)	-21.2	-37.0	20.5	28.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,947	1,940	3,428	5,490
增长率 (%)	-75.9	-60.8	76.7	60.2
每股收益 (元)	2.45	0.96	1.70	2.72
PE	16	41	23	15
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

39.62 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

目录

1 锂盐价格快速下跌，业绩承压下滑	3
2 经营分析：矿价调整滞后，冶炼端盈利大幅压缩	4
3 核心看点：自有矿迎来收获期，冶炼龙头正在向一体化龙头迈进	8
4 投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

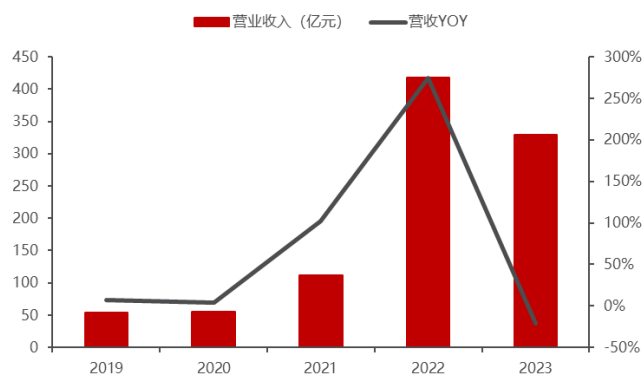
1 锂盐价格快速下跌，业绩承压下滑

公司发布 2023 年年报：2023 年公司实现营收 329.7 亿，同比-21.2%，归母净利润 49.5 亿元，同比-75.9%，扣非归母净利润 26.8 亿元，同比-86.6%，业绩大幅下滑主要由于锂盐价格快速下跌。

单季度来看，2023Q4 实现营收 72.9 亿元，同比-48.7%，环比-3.3%，实现归母净利润-10.6 亿元，同比-118.6%，环比-765.8%，扣非归母净利润-16.8 亿元，同比-127.6%，环比-801.3%。

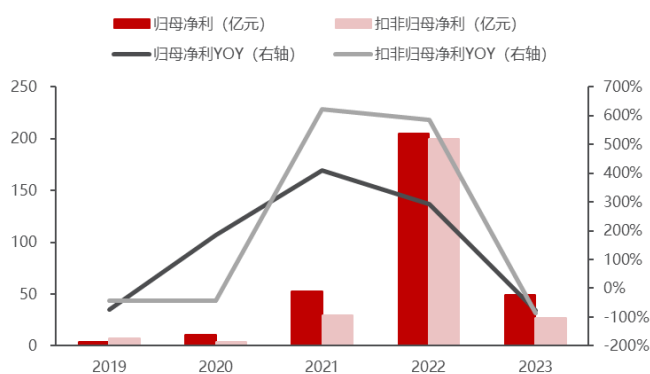
减值：2023 年公司计提资产减值损失 16.4 亿元，同比+15.8 亿元，其中 2023Q4 资产减值损失 6.9 亿元，主要由于锂价下跌，公司对锂盐锂矿存货计提减值。

图1：2023 年公司营收同比-21.2%至 329.7 亿元



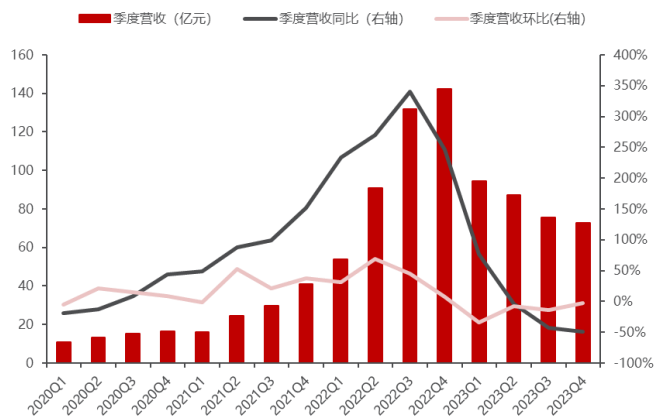
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年公司归母净利润同比-75.9%至 49.5 亿元



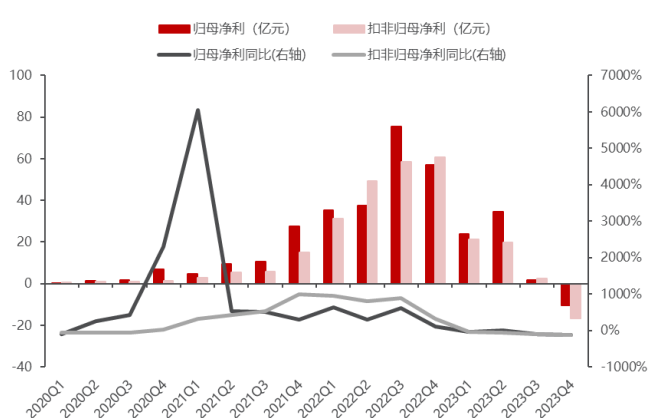
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：23Q4 营收环比-3.3%至 72.9 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：23Q4 归母净利润环比-765.6%至-10.6 亿元



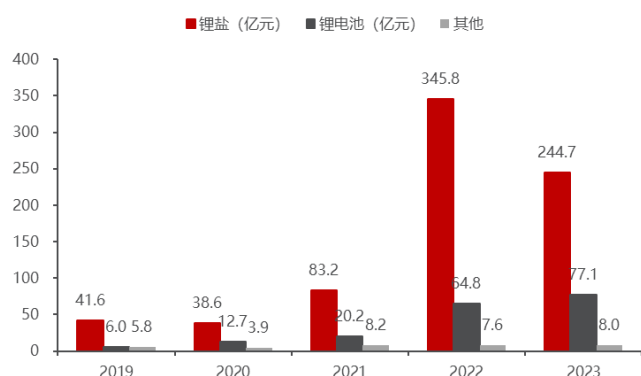
资料来源：ifind，民生证券研究院

2 经营分析：矿价调整滞后，冶炼端盈利大幅压缩

营收毛利来看：锂盐业务营收毛利大幅下降，电池业务营收毛利保持增长。

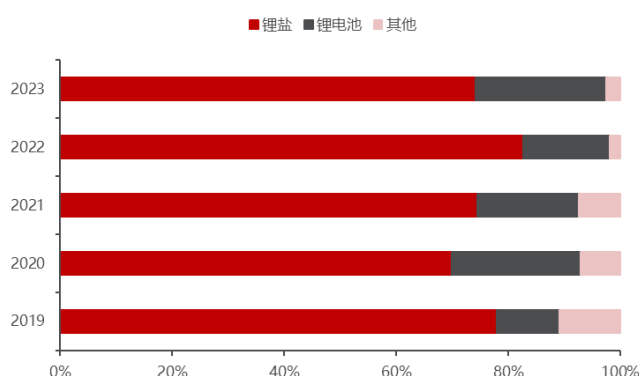
2023 年锂盐产品实现营收 244.7 亿元，同比-29.3%，主要由于锂盐价格下降，营收占比降至 74.2%。锂电池业务实现营收 77.1 亿元，同比+19.0%，营收占比提升至 23.4%；毛利方面，2023 年锂盐产品实现毛利 30.6 亿元，同比-84.2%，毛利占比降至 67.0%，毛利率下降 43.6pct 至 12.5%。锂电池实现毛利 13.8 亿元，同比+19.0%，毛利占比提升至 30.3%，毛利率提升 0.1pct 至 18.0%。

图5：2023 年锂盐产品营收同比-29.3%至 244.7 亿元



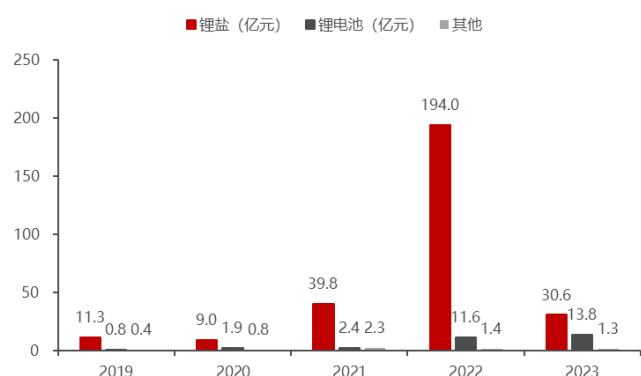
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2023 年锂盐产品营收占比降至 74.2%



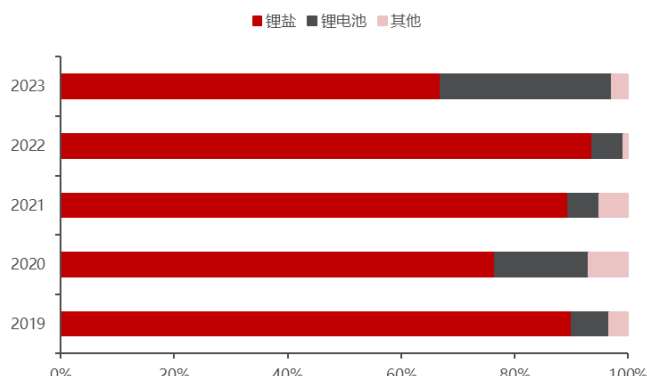
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023 年锂盐产品毛利同比-84.2%至 30.6 亿元



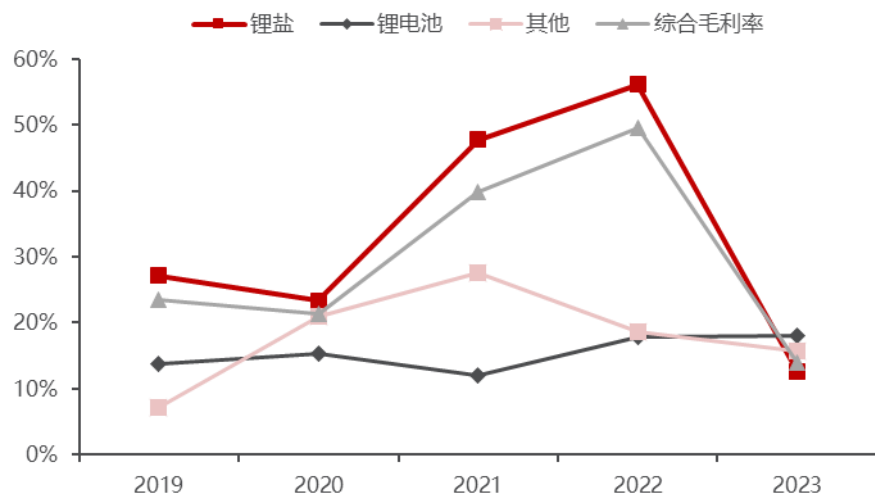
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2023 年锂盐产品毛利占比降至 67.0%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

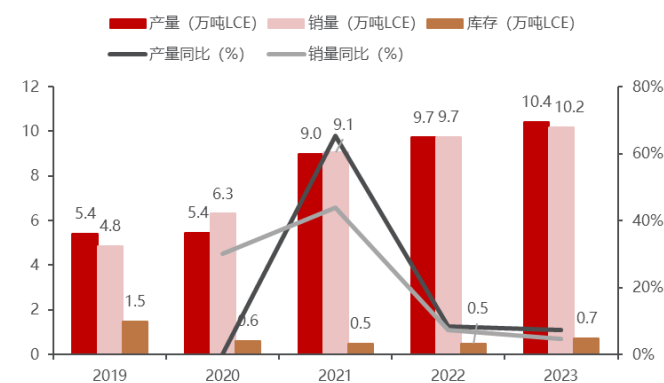
图9：2023 年锂盐、锂电池毛利率降至 12.5%、18.0%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

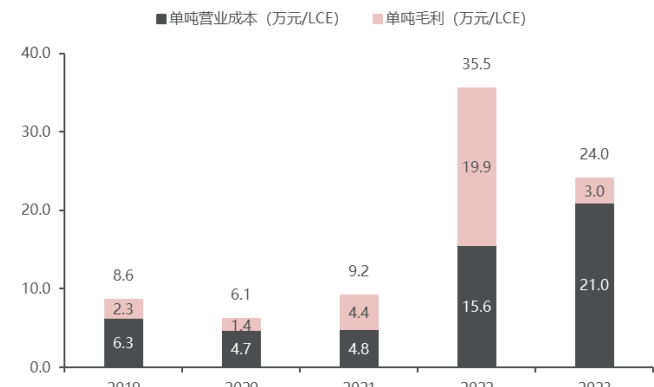
锂盐：量增价降，矿价高位导致单吨成本大幅提升。2023 年，**1) 量：**公司锂产品产销 10.4、10.2 万吨 LCE，同比+7.3%、+4.6%，截至 2023 年底，锂盐产品库存 0.7 万吨 LCE，同比+0.2 万吨；**2) 价：**由于产业链去库存及供需格局的转变，锂价快速下跌，电碳均价（含税）25.6 万元/吨，同比-47.3%，电氢均价（含税）27.2 万元/吨，同比-41.9%，公司锂产品售价 24.0 万元/吨 LCE，同比-32.3%；**3) 本：**公司锂矿原料目前主要来自与 Marion、PLS 等澳矿企业签署的包销协议，2023 年澳矿定价多为 Q-1，矿价定价机制调整滞后，精矿价格高位导致单位成本约 21.0 万元/吨 LCE，同比+34.8%；**4) 利：**锂盐价格大幅下降，而矿价高位，单吨毛利降至 3.0 万元，同比-84.9%。

图10：2023 年锂盐产销小幅增长



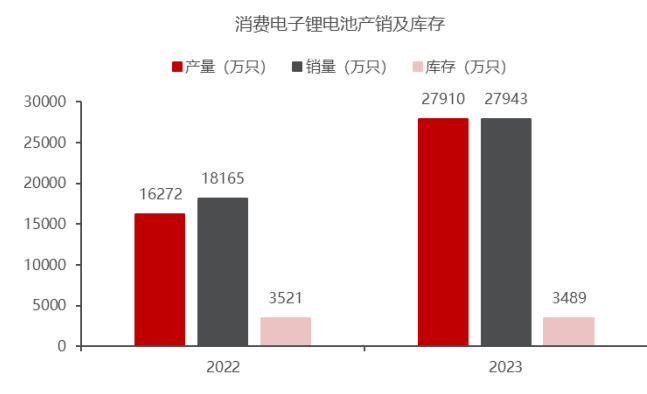
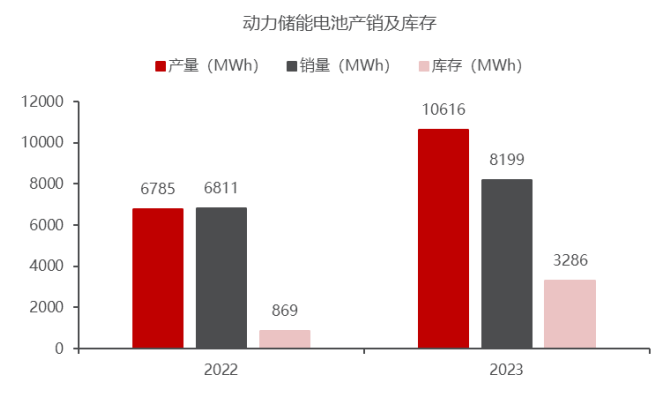
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023 年锂盐产品单位成本大幅提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

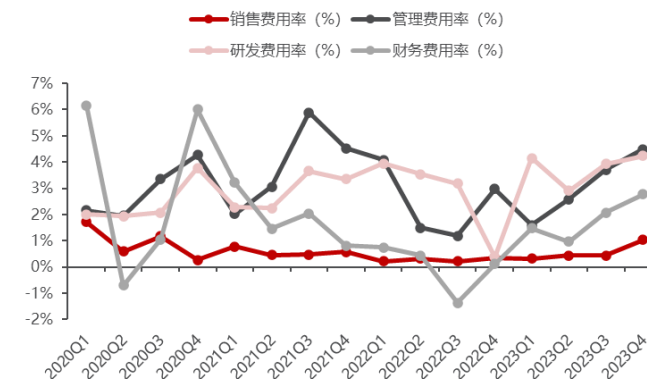
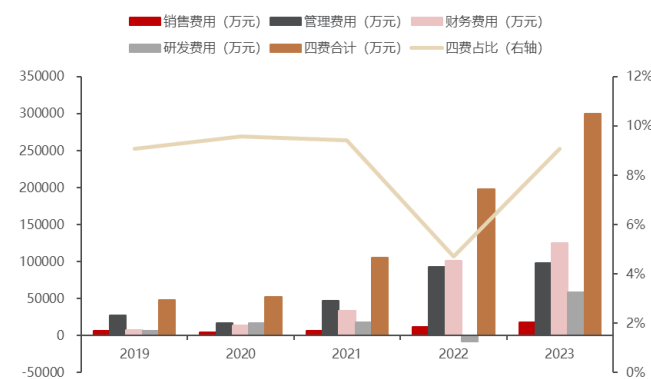
锂电池：出货大幅增长，价格下降拖累板块业绩。2023 年公司动力储能电池产销 10.6、8.2GWh，同比+56.5%、+20.4%，截至 2023 年底，动力储能电池库存 3.3GWh，同比+2.4GWh；消费电子电池产销均 2.8 亿只，同比+71.5%、+53.8%，截至 2023 年底消费电子电池库存 0.3 亿只，同比基本持平。尽管出货大幅增长，但由于行业产能过剩，产品价格下降，拖累业绩增长幅度。

图12：2023 年储能动力电池销量同比+20.4%
图13：2023 年消费电子电池销量同比+53.8%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

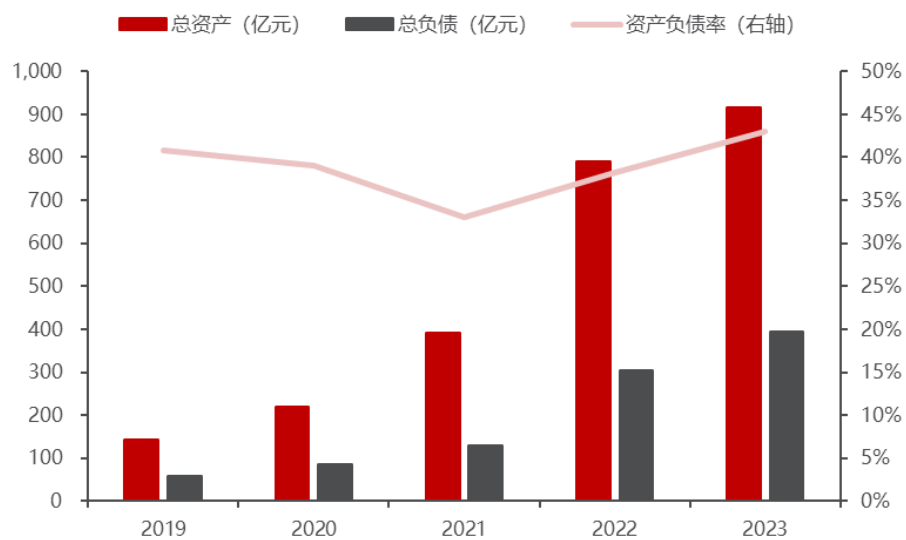
利息支出增加提升财务费用，研发投入持续增长。2023 年公司销售费用 1.8 亿元，同比+51.2%，主要由于加大市场开拓力度，管理费用 9.8 亿元，同比+5.3%，研发费用 12.5 亿元，同比+24.2%，保持稳定增长，财务费用 5.8 亿元，同比+797.4%，主要由于利息支出增加；单季度来看，2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率为 1.0%/4.5%/4.2%/2.8%，环比小幅提升。截至 2023 年底，公司资产负债率为 42.9%。

图14：2023 年财务费用大幅增加
图15：2023Q4 费用率环比小幅提升


资料来源：ifind，民生证券研究院

资料来源：ifind，民生证券研究院

图16: 截至 2023 年底公司资产负债率 42.9%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 核心看点: 自有矿迎来收获期, 冶炼龙头正在向一体化龙头迈进

国内外资源布局项目集中放量, 支撑业绩持续增长。公司前期布局的资源项目开始集中释放产能, 1) **Marion 矿山**: 公司持股 50%, 扩产至 90 万吨锂精矿产能 (60 万吨 SC6) 2023 年 6 月投产, 2023 年锂精矿产量 53.4 万吨, 随着项目爬坡, 2024 年产能进一步释放; 2) **C-O 盐湖**: 公司持股约 47%, 一期规划 4 万吨碳酸锂产能, 二期产能不低于 2 万吨, 一期 4 万吨产能 23H1 投产, 2023 年产量约 6000 吨 LCE, 目前爬坡中, 2024 年产量贡献有望明显增加; 3) **蒙金云母矿项目**: 公司持股 70%, 一期 60 万吨采选产能已完成调试, 2024 年将贡献锂矿原料增量; 4) **马里 Goulamina 项目**: 一期 50.6 万吨锂精矿产能建设中, 计划 2024 年投产, 二期规划扩建至 100 万吨锂精矿产能; 5) **Mariana 盐湖**: 公司持股 100%, 规划 2 万吨氯化锂产能, 2022 年 6 月开工, 计划 2024 年底投产。

图17: 公司上下游一体化布局



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表1：公司资源端项目及投产进度

资源类型	项目	位置	权益 (%)	资源量 (万吨 LCE)	产能规划及进度
锂辉石	Mount Marion	澳大利亚	50%	222.5	扩产至 90 万吨锂精矿产能 (60 万吨 SC6) 23 年 6 月投产
	Goulamina	马里	50%	714	一期 50.6 万吨锂精矿产能计划 2024 年投产, 二期规划扩建至 100 万吨锂精矿产能
	Pilgangoora	澳大利亚	5.76%	865.5	目前产能 58 万吨, P680 项目 24Q2 开始调试, P1000 项目计划 2025Q1 出矿
锂盐湖	Cauchari-Olaroz	阿根廷	46.67%	2458	一期 4 万吨碳酸锂产能 23H1 已投产, 二期产能不低于 2 万吨
	Mariana	阿根廷	100%	812.1	2 万吨氯化锂产能 24 年底投产
	PPG	阿根廷	100%	1106	建设工作还在前期准备阶段
	一里坪盐湖	中国青海	49%	165	目前碳酸锂产能 1.4 万吨
锂云母	蒙金矿业加不斯妮钽矿项目	中国内蒙	70%	111	一期 60 万吨采选产能已完成调试, 24 年释放产能
	上饶松树岗钽铌矿	中国江西	90%	149	探转采已完成, 建设中

资料来源：公司公告，民生证券研究院

矿价机制调整，冶炼端盈利能力改善。2023 年由于矿价高位，公司冶炼端盈利承压，2024 年随着矿价定价模式向 M+1 转变，冶炼端成本压力缓解，盈利有望边际好转。

4 投资建议

公司布局的自有资源进入集中放量期, 矿价机制调整, 冶炼端盈利有望好转, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 19.4、34.3 和 54.9 亿元, 对应 4 月 2 日收盘价的 PE 为 41、23 和 15 倍, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锂价大幅下滑。2024 年锂行业供需格局发生转变，澳矿、南美盐湖扩产项目逐步释放产能，若行业供给增速超预期、下游新能源车需求增速大幅放缓，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

2) 扩产项目进度滞后。公司多个扩产项目即将放量，若项目进度滞后，将影响公司锂盐板块业绩释放。

3) 海外锂资源开发政策变化。公司多个资源端项目在海外，若当地政府收紧锂资源开发项目，将影响公司原料供给。

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	32,972	20,767	25,028	32,235
营业成本	28,397	16,953	18,952	23,530
营业税金及附加	82	42	50	64
销售费用	177	145	150	161
管理费用	982	415	501	484
研发费用	1,251	727	626	484
EBIT	1,911	2,556	4,835	7,623
财务费用	581	371	377	387
资产减值损失	-1,639	0	0	0
投资收益	3,315	621	644	839
营业利润	5,218	2,808	5,104	8,076
营业外收支	40	37	37	37
利润总额	5,259	2,845	5,141	8,114
所得税	683	370	668	1,055
净利润	4,575	2,475	4,473	7,059
归属于母公司净利润	4,947	1,940	3,428	5,490
EBITDA	2,817	3,626	6,193	9,324

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,482	9,179	8,717	9,531
应收账款及票据	4,948	3,607	4,347	5,599
预付款项	433	390	436	541
存货	8,264	6,553	7,326	9,095
其他流动资产	5,057	4,429	4,089	4,518
流动资产合计	28,184	24,158	24,915	29,285
长期股权投资	13,594	13,594	13,594	13,594
固定资产	12,288	17,111	22,076	27,218
无形资产	17,957	17,956	17,954	17,951
非流动资产合计	63,514	67,852	72,565	77,421
资产合计	91,698	92,010	97,480	106,706
短期借款	6,529	6,529	6,529	6,529
应付账款及票据	8,932	6,582	7,358	9,136
其他流动负债	4,810	5,492	5,875	6,603
流动负债合计	20,271	18,603	19,763	22,268
长期借款	15,616	15,616	15,616	15,616
其他长期负债	3,494	3,486	3,514	3,513
非流动负债合计	19,111	19,103	19,130	19,130
负债合计	39,382	37,706	38,893	41,398
股本	2,017	2,017	2,017	2,017
少数股东权益	5,282	5,817	6,863	8,431
股东权益合计	52,316	54,304	58,587	65,308
负债和股东权益合计	91,698	92,010	97,480	106,706

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-21.16	-37.02	20.52	28.80
EBIT 增长率	-89.55	33.75	89.18	57.65
净利润增长率	-75.87	-60.79	76.71	60.18
盈利能力 (%)				
毛利率	13.87	18.37	24.28	27.01
净利率	15.00	9.34	13.70	17.03
总资产收益率 ROA	5.39	2.11	3.52	5.15
净资产收益率 ROE	10.52	4.00	6.63	9.65
偿债能力				
流动比率	1.39	1.30	1.26	1.32
速动比率	0.81	0.76	0.74	0.77
现金比率	0.47	0.49	0.44	0.43
资产负债率 (%)	42.95	40.98	39.90	38.80
经营效率				
应收账款周转天数	54.78	63.97	63.97	63.97
存货周转天数	106.22	141.09	141.09	141.09
总资产周转率	0.39	0.23	0.26	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	2.45	0.96	1.70	2.72
每股净资产	23.32	24.04	25.64	28.20
每股经营现金流	0.07	2.90	2.68	3.84
每股股利	0.80	0.09	0.17	0.27
估值分析				
PE	16	41	23	15
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	33.96	26.38	15.45	10.26
股息收益率 (%)	2.02	0.24	0.42	0.68

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,575	2,475	4,473	7,059
折旧和摊销	906	1,070	1,358	1,701
营运资金变动	-4,042	2,023	-693	-1,101
经营活动现金流	146	5,852	5,405	7,744
资本开支	-8,642	-5,349	-6,002	-6,517
投资	-3,525	0	0	0
投资活动现金流	-10,183	-4,728	-4,764	-5,678
股权募资	440	0	0	0
债务募资	12,449	0	0	0
筹资活动现金流	10,218	-1,426	-1,103	-1,251
现金净流量	221	-303	-462	814

插图目录

图 1: 2023 年公司营收同比-21.2%至 329.7 亿元.....	3
图 2: 2023 年公司归母净利同比-75.9%至 49.5 亿元.....	3
图 3: 23Q4 营收环比-3.3%至 72.9 亿元.....	3
图 4: 23Q4 归母净利环比-765.6%至-10.6 亿元.....	3
图 5: 2023 年锂盐产品营收同比-29.3%至 244.7 亿元.....	4
图 6: 2023 年锂盐产品营收占比降至 74.2%.....	4
图 7: 2023 年锂盐产品毛利同比-84.2%至 30.6 亿元.....	4
图 8: 2023 年锂盐产品毛利占比降至 67.0%.....	4
图 9: 2023 年锂盐、锂电池毛利率降至 12.5%、18.0%.....	5
图 10: 2023 年锂盐产销小幅增长.....	5
图 11: 2023 年锂盐产品单位成本大幅提升.....	5
图 12: 2023 年储能动力电池销量同比+20.4%.....	6
图 13: 2023 年消费电子电池销量同比+53.8%.....	6
图 14: 2023 年财务费用大幅增加.....	6
图 15: 2023Q4 费用率环比小幅提升.....	6
图 16: 截至 2023 年底公司资产负债率 42.9%.....	7
图 17: 公司上下游一体化布局.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司资源端项目及投产进度.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	12

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
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