

新能源行业

投资评级

看好

业绩继续承压，企业去库并放缓资本开支

——锂行业2023年报及2024年Q1财报点评



五矿证券研究所

分析师：张斯恺

登记编码：S0950523110002

邮箱：zhangsikai@wkzq.com.cn



中国五矿

五矿证券
MINMETALS SECURITIES

报告摘要

量：2023碳酸锂产销量同比增长，但价格下行周期多家企业累库现象严重

- ✓ 我们对10家锂上市公司锂盐产销量进行统计，2023年共计生产锂盐34.82万吨，同比增8.6%；销售锂盐34.48万吨，同比增2.8%。
- ✓ 赣锋、天齐、盛新和盐湖股份产能优势明显，产销量处于领先地位；永兴二期2万吨碳酸锂产能顺利爬坡、盐湖股份锂回收率提升，两者产销量增幅较大。

价格：锂盐平均售价随市场波动，海外氢氧化锂客户占比大的企业平均售价较高，价格下跌幅度较小

- ✓ 2023年碳酸锂市场价格同比下跌46.38%至25.87万元/吨，锂上市公司锂盐产品平均售价下跌40.50%至21.3万元/吨。
- ✓ 雅化、赣锋、天齐的平均售价较高，跌幅较小，主要系其海外氢氧化锂订单较多，其中售价最高的雅化集团，2023年海外前五大氢氧化锂客户营收占比达85%。

成本：原料变化的滞后性造成企业平均成本有不同成本的抬升，资源自给率高的企业锂盐成本相对较低

- ✓ 2023锂盐平均成本13.6万元/吨，同比增21.3%。由于锂资源价格变动具有一定的滞后性，8家锂盐企业2023年成本出现不同程度的抬升。
- ✓ 盐湖类企业及天齐锂业和永兴材料等资源自给率高的上市公司锂盐成本处于第一梯队（盐湖股份2023年成本同比提升主要系承担了矿业权出让金）

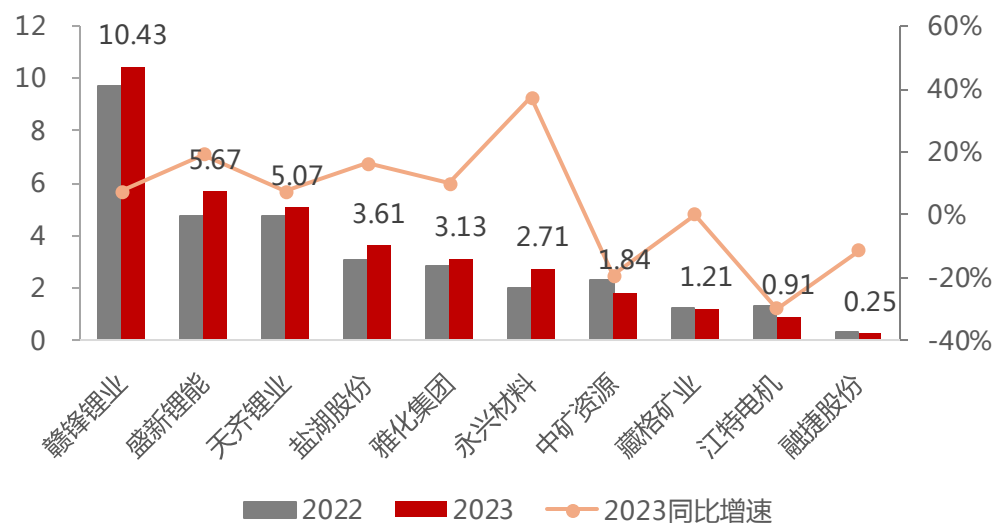
2024展望：伴随着锂盐价格企稳及上市公司高价库存消耗逐渐消耗和降本措施的推进，锂盐盈利或将持稳小幅提升

图1：2023年锂板块公司——锂盐业务数据对比

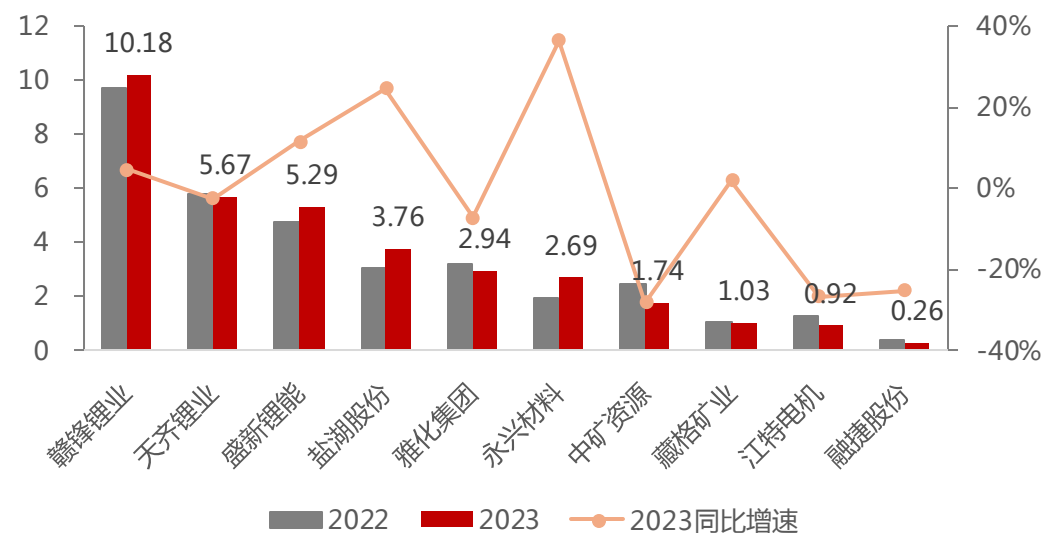
公司名称	锂盐产量(吨)		锂盐销量(吨)		锂盐库存量(吨)		单吨锂盐售价(万元/吨)		单吨锂盐成本(万元/吨)		单吨锂盐毛利(万元/吨)		毛利率	
	2023	YOY	2023	YOY	2023	YOY	2023	YOY	2023	YOY	2023	YOY	2023	YOY
赣锋锂业	104254	7.3%	101816	4.6%	7240	50.8%	24.0	-32.3%	21.0	34.8%	3.0	-84.9%	12.5%	-43.6%
天齐锂业	50714	7.3%	56654	-2.5%	13186	350.3%	23.5	-45.5%	6.1	0.7%	17.3	-53.1%	73.8%	-12.0%
中矿资源	18395	-19.5%	17407	-28.1%	1698	92.8%	24.4	-6.9%	10.3	-14.9%	14.1	0.0%	57.8%	4.0%
雅化集团	31261	9.9%	29397	-7.2%	8412	96.8%	28.2	-20.5%	26.6	47.7%	1.6	-90.9%	5.6%	-43.6%
盛新锂能	56726	19.0%	52906	11.5%	5450	234.3%	14.7	-41.9%	13.0	28.1%	1.8	-88.5%	11.9%	-48.2%
融捷股份	2524	-11.3%	2635	-25.3%	61	-25.8%	11.2	-68.5%	11.3	-61.9%	-0.1	-101.8%	-1.0%	-17.5%
永兴材料	27106	37.3%	26898	36.4%	433	92.4%	18.8	-56.7%	5.3	-4.2%	13.5	-64.4%	71.8%	-15.5%
江特电机	9083	-29.9%	9179	-26.7%	815	-10.5%	18.1	-57.3%	19.5	14.1%	-1.4	-105.3%	-7.5%	-67.2%
盐湖股份	36062	16.3%	37599	24.6%	2619	-37.0%	16.9	-55.5%	4.7	52.6%	12.3	-64.9%	72.5%	-19.5%
藏格矿业	12063	14.5%	10315	-8.7%	2253	346.1%	19.2	-51.3%	3.7	18.8%	15.5	-57.4%	80.5%	-11.5%
合计	348187	8.6%	344807	2.8%	42166	106.7%	21.3	-40.5%	13.6	21.3%	7.7	-68.8%	36.0%	-32.6%

2023年锂盐产销量承压增长

图表2：2023年10家上市公司锂盐产量34.82万吨，同比+8.6%



图表3：2023年10家上市公司锂盐销量34.48万吨，同比+2.8%



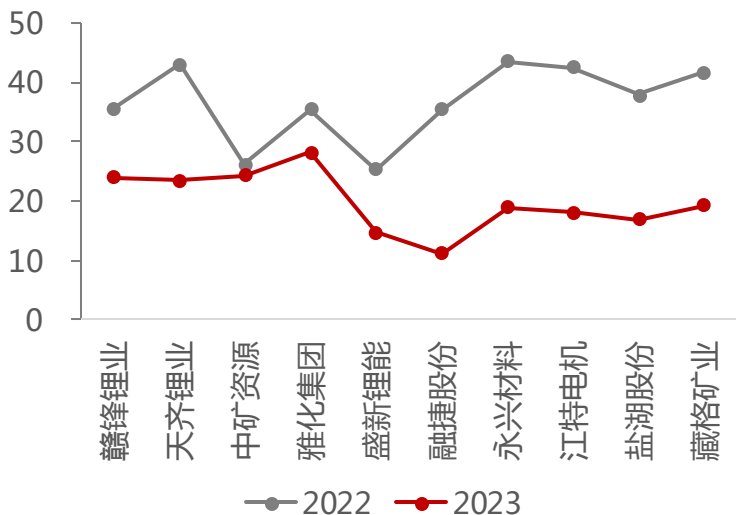
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

- 我们对10家锂上市公司锂盐产销量进行统计，2023年共计生产锂盐34.82万吨，同比增8.6%；销售锂盐34.48万吨，同比增2.8%；平均每家公司销售锂盐3.45万吨。
- 赣锋锂业、天齐锂业与盛新资源产销量始终维持在第一梯队，永兴材料、盛新锂能与盐湖股份产能利用率提升较多。
- 2024年赣锋锂业、盛新锂能与雅化集团锂盐产能提升。展望2024年锂盐产能增量，盛新锂能盛新金属一期5000吨产能于2023Q4投产、印尼6万吨锂盐项目预计24H1投产；丰城赣锋一期年产2.5万吨氢氧化锂项目2023年底建成投产；雅化雅安二期3万吨氢氧化锂于2023年顺利投产。板块内合计新增产能约12万吨LCE。

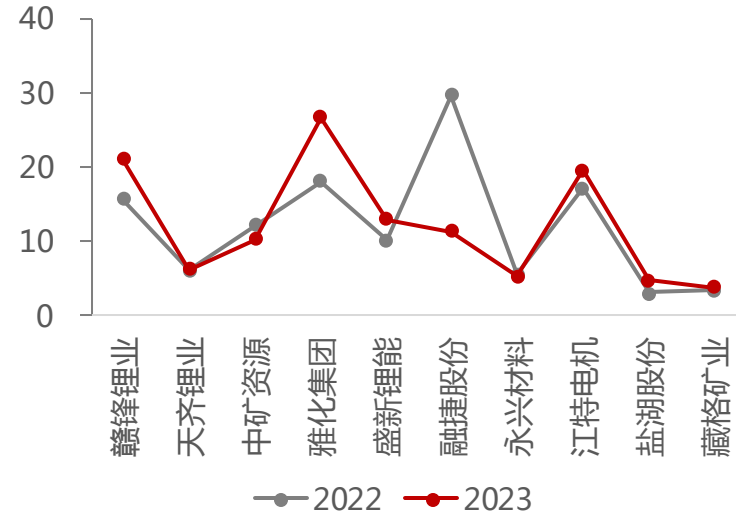
受碳酸锂价格下跌影响，2023年锂盐盈利能力大幅下降

图表4：2023锂盐平均价格21.3万元/吨，同比-40.48%



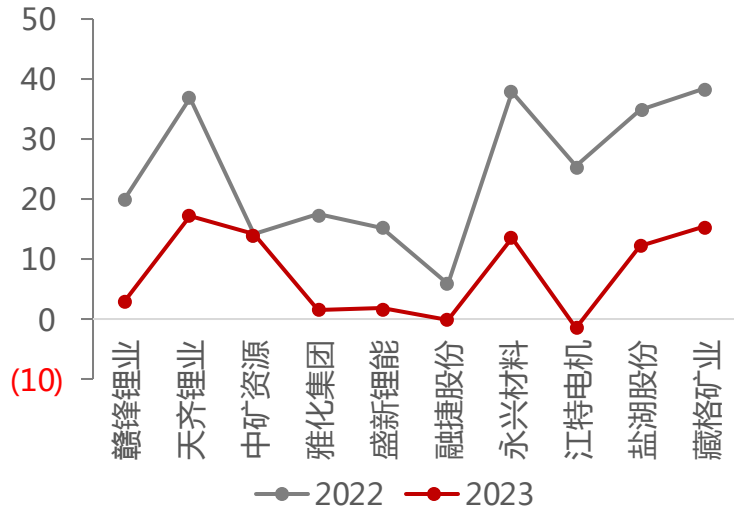
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表5：2023锂盐平均成本13.6万元/吨，同比+21.29%



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表6：2023锂盐单吨毛利7.67万元/吨，同比-68.76%



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

- ❑ 2023年碳酸锂售价下滑较多叠加锂资源变化滞后及锂盐企业库存数据扰动，单吨锂盐毛利由24.59万元下滑至7.67万元。据统计，10家上市公司中，2023年锂盐平均销售价格为21.30万元/吨，单吨成本为13.63万元，单吨毛利为7.67万元，同比变化分别为-40.48%/+21.29%/-68.76%。
- ❑ 盐湖类企业及天齐锂业、中矿资源和永兴材料等自给率高的上市公司锂盐盈利能力仍处于第一梯队。
- ❑ 2024年伴随着锂盐价格企稳及上市公司高价库存消耗殆尽和降本措施的推进，锂盐盈利或将持稳小幅提升。

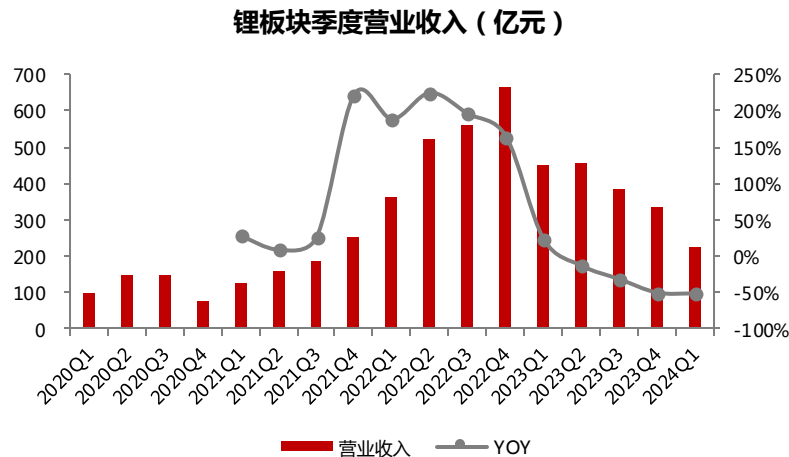
锂板块营业收入受锂价下跌影响持续下滑

2021~2024Q1锂板块营收

弹性主要受价格影响。锂价自2020年底不足5万元/吨的价格上涨至2022年Q4的近60万元/吨价格，价格上涨10倍，带动锂行业营业收入一路高涨至2022Q4。2023年锂价持续回落，板块营业收入同比跌23%至1633亿元。2024Q1受新能源传统淡季叠加价格持续低迷影响，营业收入同比跌51%、环比跌34%至223.18亿元。

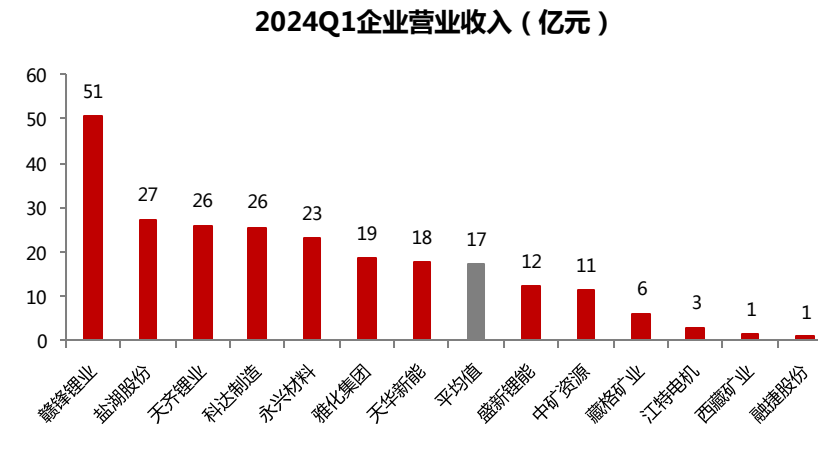
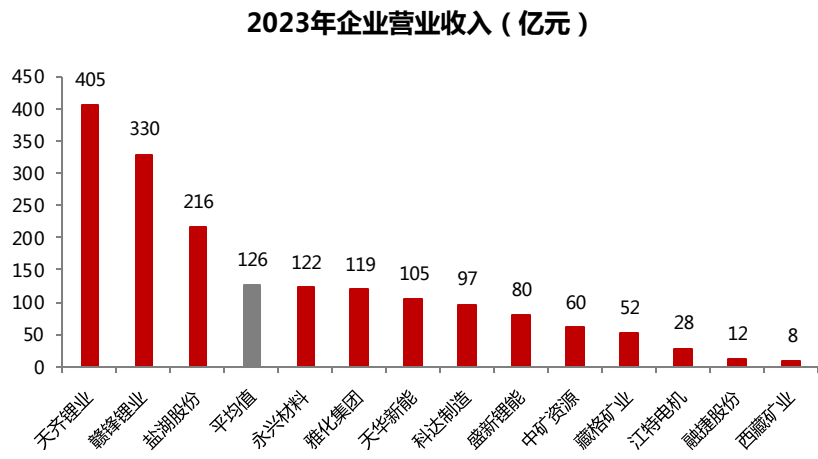
赣锋、天齐和盐湖股份凭借高产量和价格，营业收入高于行业平均值。

图表7：锂板块营业收入及同比变化



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表8：锂板块营业收入统计——分企业



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

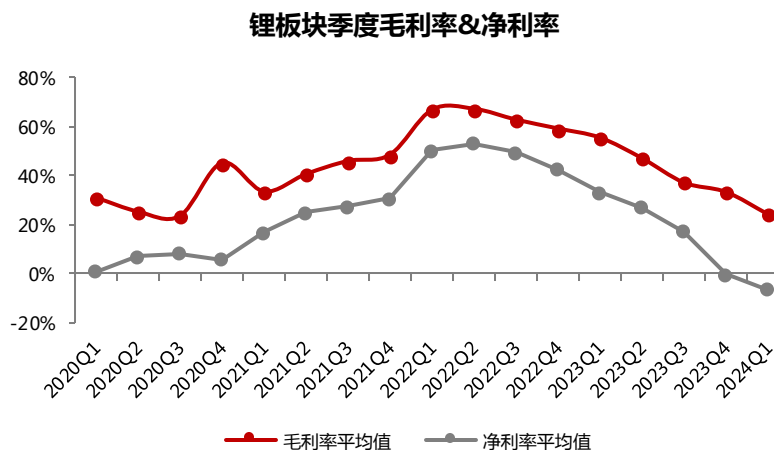
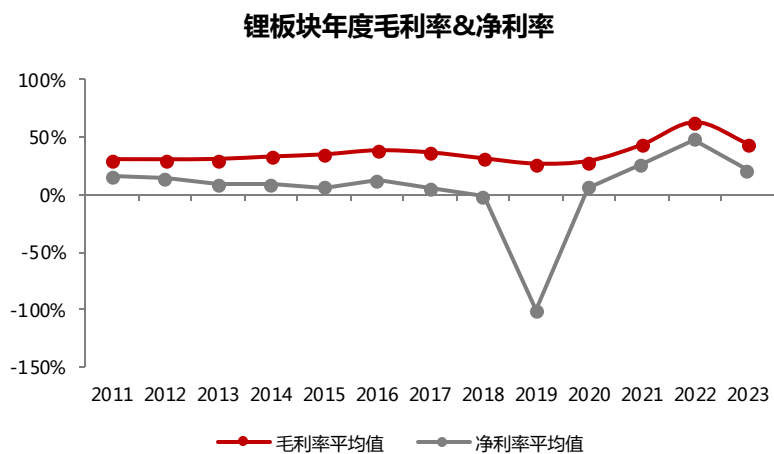
锂板块毛利率&净利率继续下降

2023年锂板块毛利率同比下降19.13pct至44.09%；净利率同比下降27.53pct至20.72%。2024Q1毛利率与净利率继续下探，分别达到26.41%和-4.45%。

2024Q1板块净利率下调较多主要受天齐锂业计提SQM减值影响。

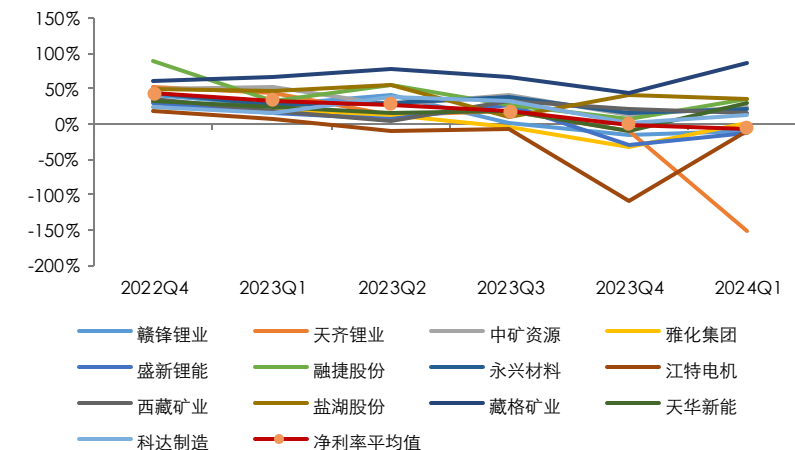
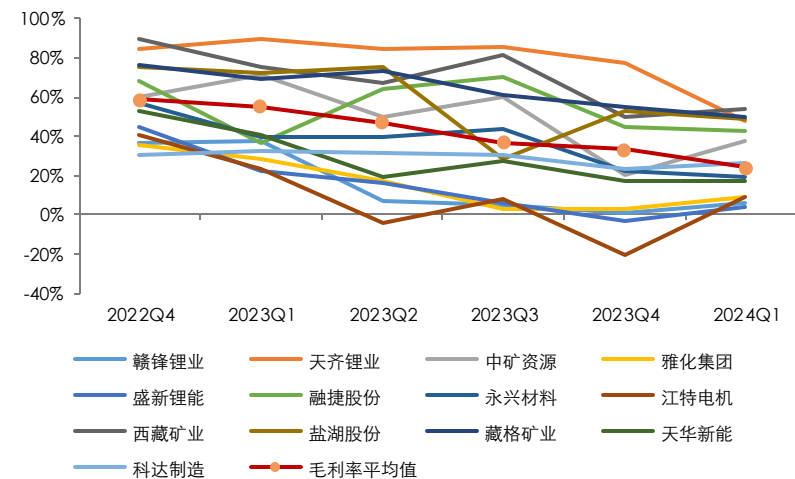
资源自给率高的企业抗波动风险较强。从各家营业情况看，自给资源率较高的企业普遍净利率高于外购矿比例高的企业。

图表9：锂板块毛利率&净利率



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表10：锂板块毛利率&净利率统计——分企业



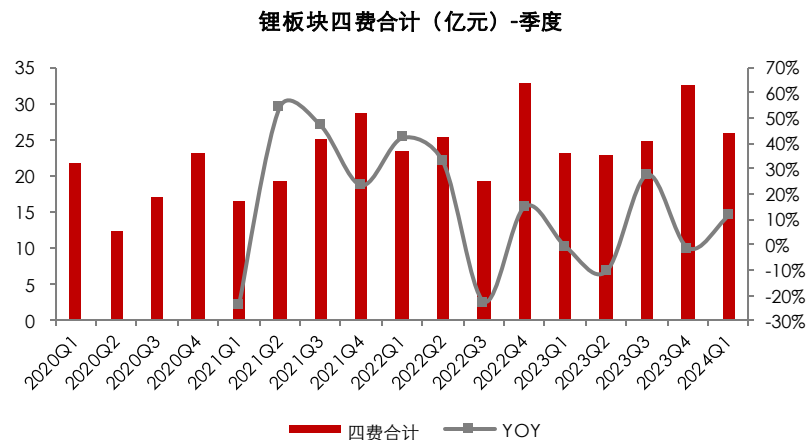
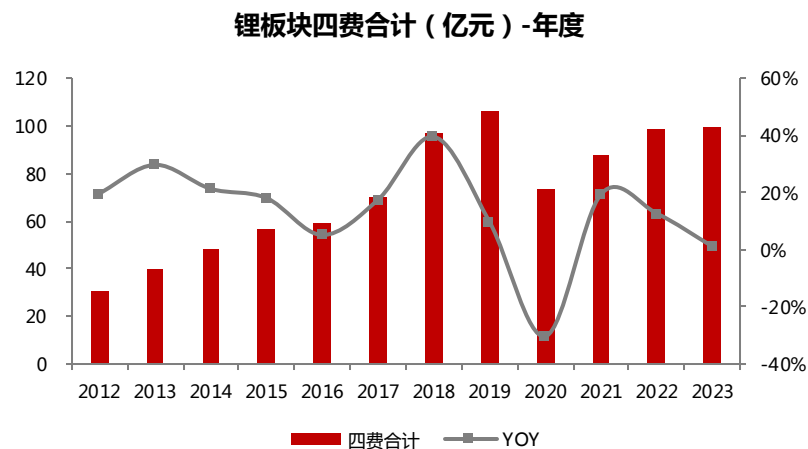
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

锂板块四费费用维持稳定，受营业收入下滑影响费用率抬升

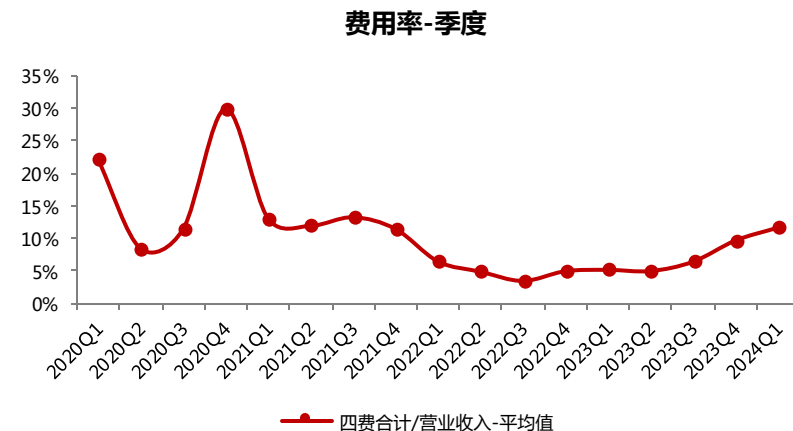
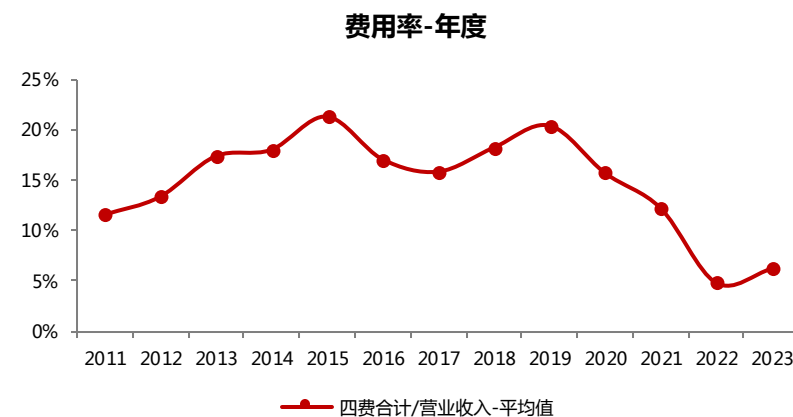
- 2023~2024Q1锂板块费用合计总值变化不大，费用率变化主要受营业收入影响。2023年锂板块“销售费用+管理费用+研发费用+财务费用”合计99.54亿元，同比增长0.70%；四费费用率为6.10%，同比增长1.42pct主要系板块营业收入下滑。

- 2024Q1受营业收入下滑影响，费用率继续抬升录得11.64%。

图表11：锂板块费用合计



图表12：锂板块费用率

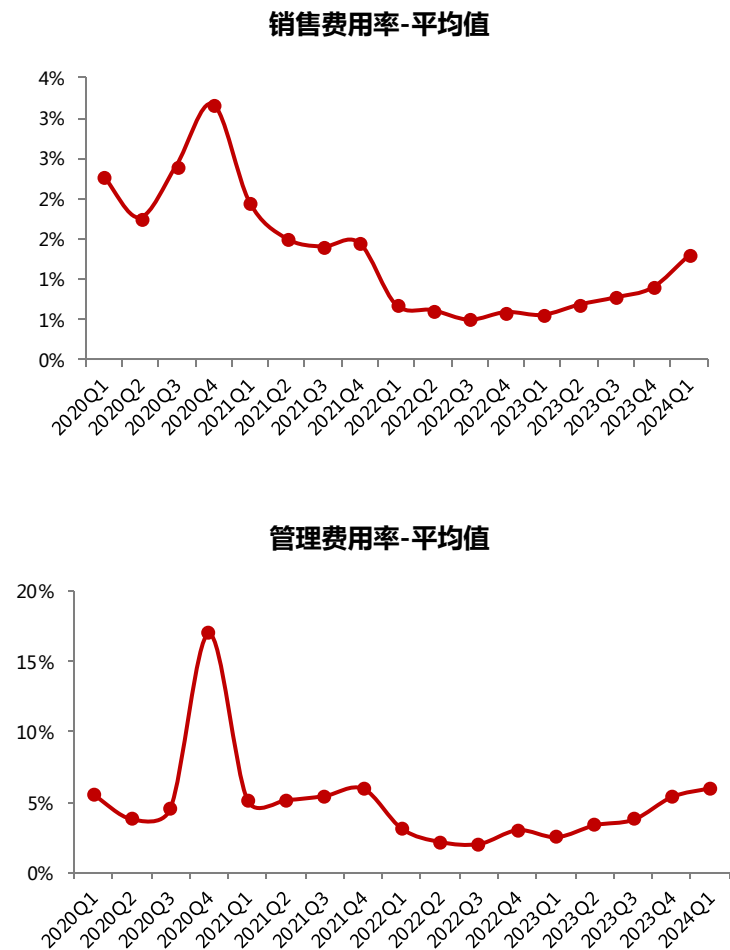


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

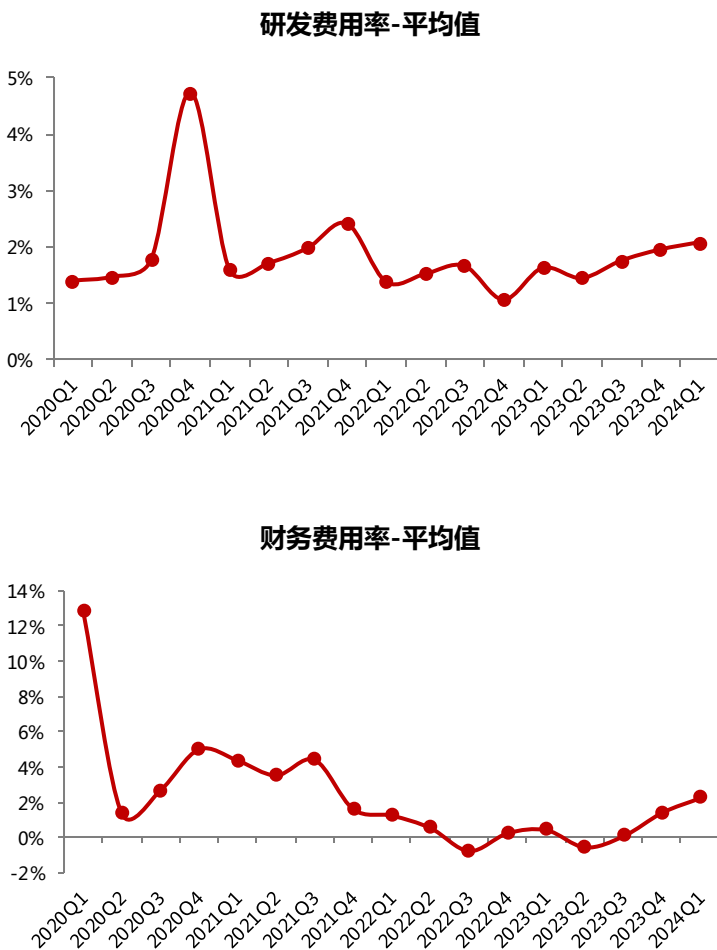
锂板块管理费用在四费中占比较高，2023~2024Q1永兴材料&雅化集团费用率控制较好

图表13：锂板块销售费用率&管理费用率



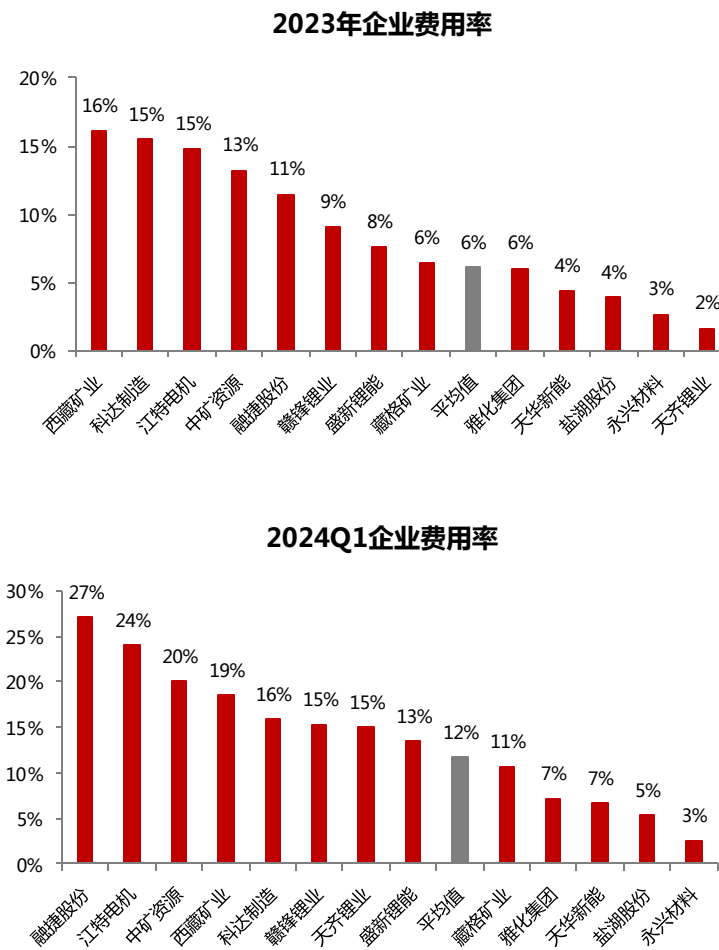
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表14：锂板块研发费用率&财务费用率



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表15：锂板块费用率-分企业

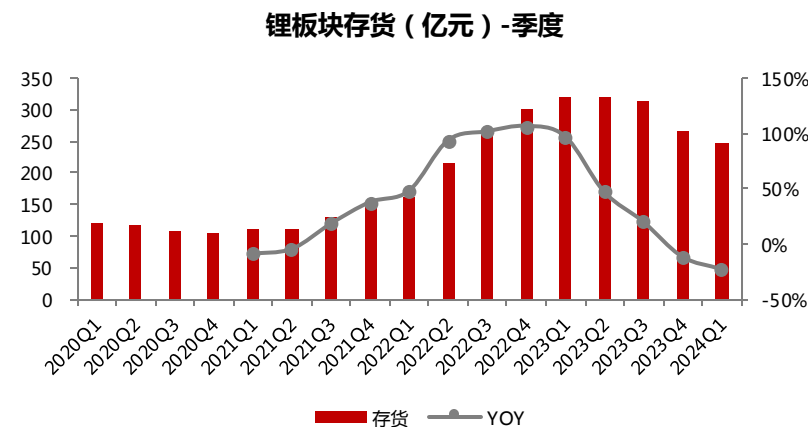
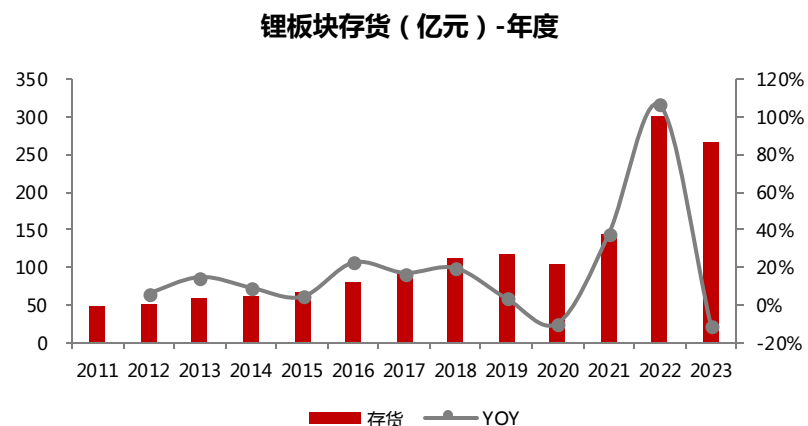


资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

锂板块持续去库

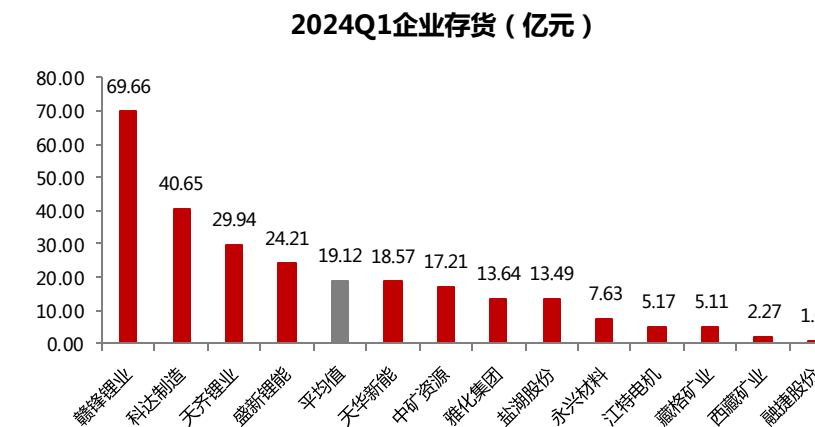
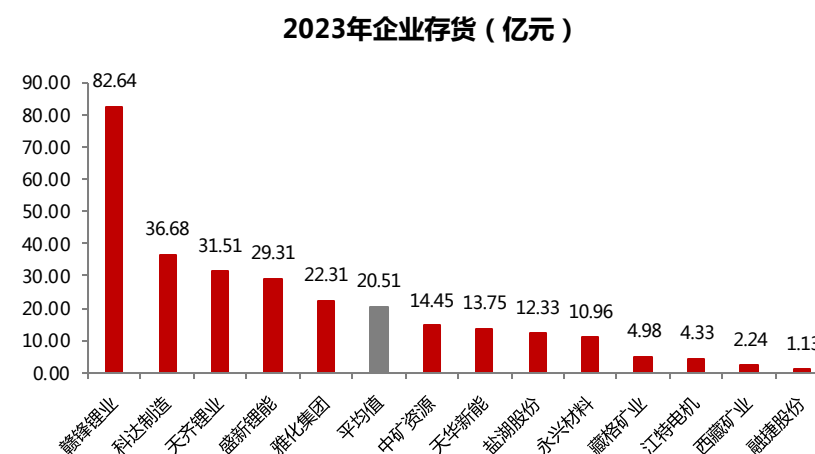
- 伴随着锂价2023年的下跌，企业纷纷去库。2023年锂板块存货同比下降11%至266.62亿元，2024Q1存货同比下降22%至248.57亿元。
- 产销量高的企业普遍存货较高。2023~2024Q1赣锋存货较高，远高于平均值水平。盐湖股份存货管理水平较好，在产销量高于平均值的同时有效控制存货水平在平均值之下。

图表16：锂板块存货及同比变化



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表17：锂板块存货统计——分企业



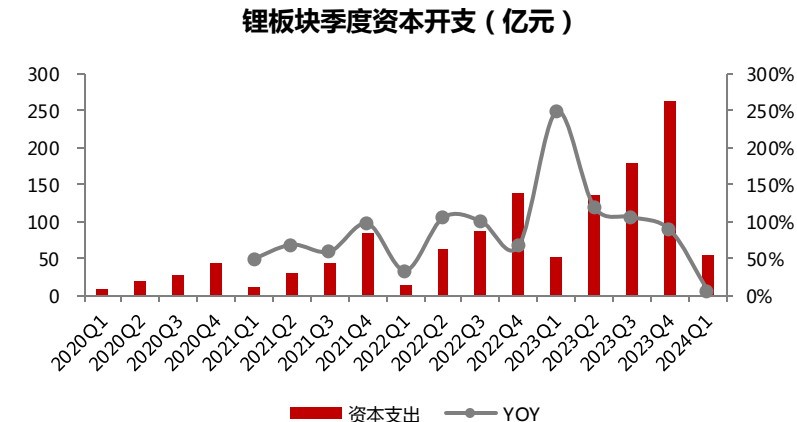
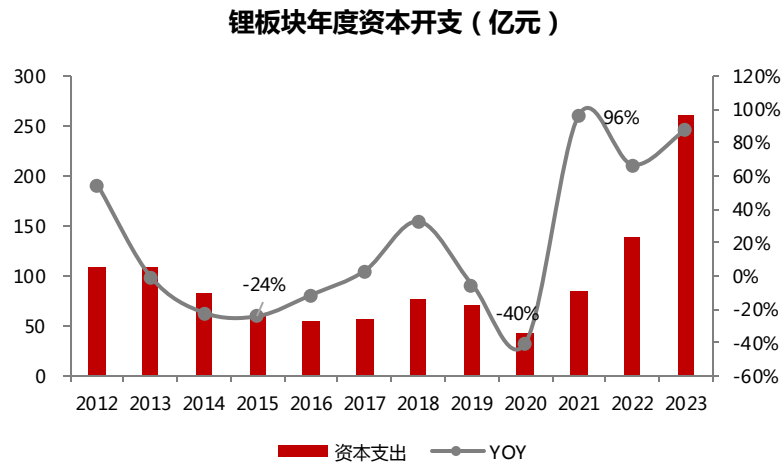
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

锂板块资本开支同比增速放缓

□ 锂板块上一资本开支周期持续6年。2015~2020锂板块经历了一轮完整的资本开支周期，本次伴随着锂价下跌，2024Q1的企业资本开支增速已经下降至5%。假设本轮资本开支周期与前轮一致，则锂板块企业将在24、25年继续缩减资本开支，等待价格回调。

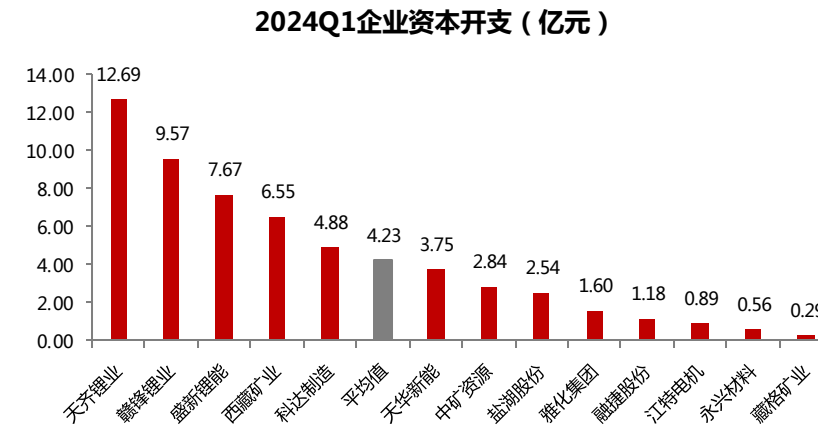
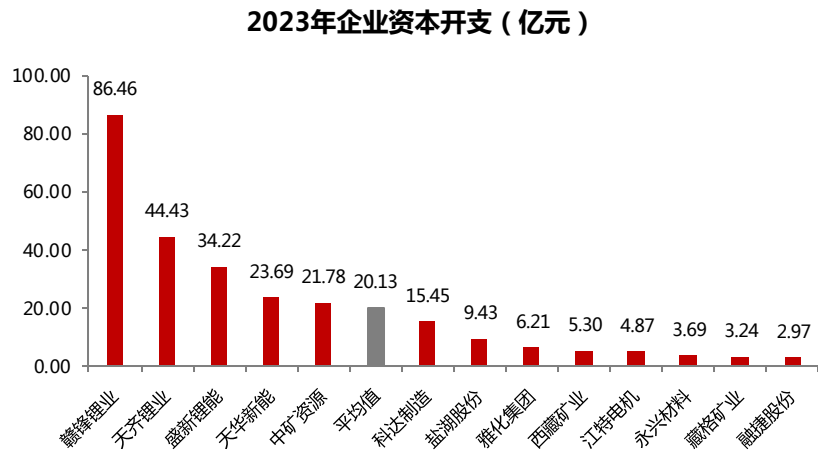
□ 分版块来看，赣锋、天齐、盛新资本开支始终高于平均水平，2024Q1西藏矿业建设扎布耶盐湖万吨级电池级碳酸锂项目，资本开支提升较多。

图表18：锂板块资本开支及同比变化



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表19：锂板块资本开支统计——分企业



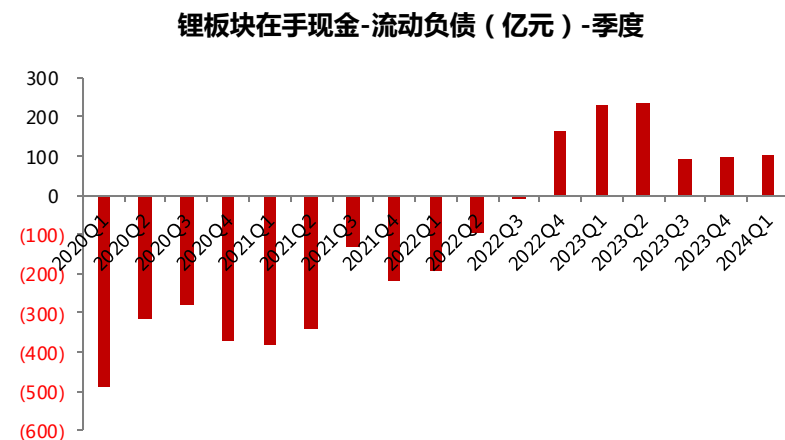
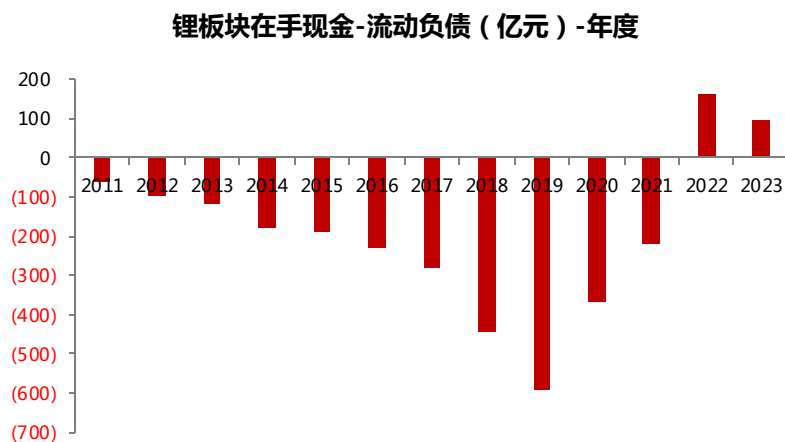
资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

锂板块在手现金减少，企业偿债能力差异较大

□ 2023年“在手现金-流动负债”指标同比下降40.43%至96.44亿元，在手现金及流动负债均下降。

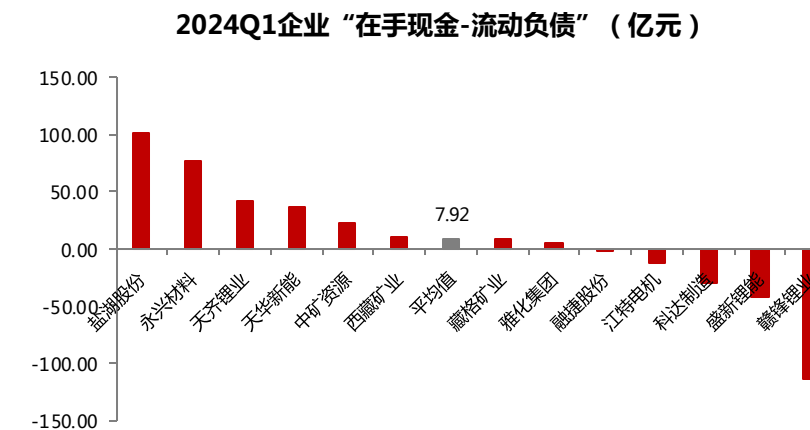
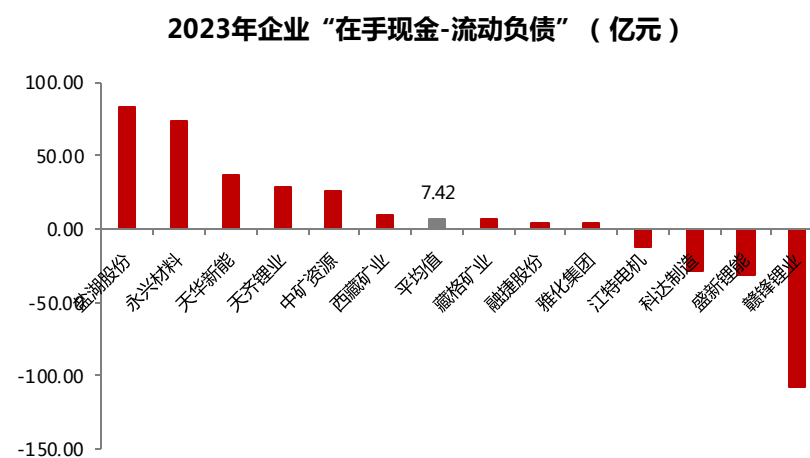
□ 分版块来看，各家现金流情况差距较大。盐湖股份与永兴材料的在手现金与流动负债的差值遥遥领先，在资本开支投放与项目并购等事件上灵活性或更高。

图表20：锂板块“在手现金-流动负债”



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表21：锂板块“在手现金-流动负债”统计——分企业



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

风险提示

- 地缘政治风险：贸易保护主义及各国战略资源政策变化可能对全球锂资源开采及中方企业在外海的矿产资源稳定性带来负面影响；
- 新能源汽车需求不及预期风险：全球新能源汽车销量增速放缓叠加美国关税法案冲击，可能导致新能源汽车需求不及预期；
- 碳酸锂期货价格波动风险：中国碳酸锂期货价格波动影响产业链对价格的预期。

Thankyou



五矿证券研究所

上海

上海市浦东新区富城路99号震旦国际大厦30楼
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
邮编：518035

北京

海淀区首体南路9号，4号楼603
邮编：100037

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资建议的评级标准

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

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、价值及投资收入或将产生波动；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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知知情范围内，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。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别申明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。