

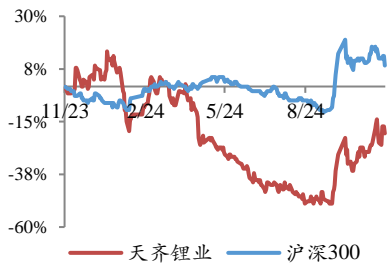
## 全球头部锂企，资源优势明显

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-12-11

收盘价(元)	37.16
近12个月最高/最低(元)	60.98/24.44
总股本(百万股)	1,641
流通股本(百万股)	1,476
流通股比例(%)	89.95
总市值(亿元)	610
流通市值(亿元)	549

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@hazq.com

### 分析师：牛义杰

执业证书号：S0010524050005

邮箱：niuyj@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 全球锂资源头部企业，坐拥优质锂矿与锂盐湖资源

公司战略性布局中国、澳大利亚和智利的锂资源，系全球极少数同时涉足优质锂矿山和盐湖卤水矿两种原材料资源的企业之一，坐拥2座锂矿以及2处锂盐湖，合计拥有资源量超5500万吨LCE，权益资源量超1400万吨LCE。其中，公司控股26%的格林布什矿是全球成本最低、品位最高、产能最大的锂辉石矿山，总矿产资源量约1600万吨LCE。公司控股22%的阿塔卡马盐湖是全球在产锂盐湖产量最高的项目，占2023年全球在产盐湖供给总量的42%。

#### ● 锂盐产能规模领先，多期项目稳步推进

公司在国内外布局5处锂化合物生产基地，规模领先、技术先进。其中四川射洪生产基地是公司最早的生产基地，综合锂化工产品年产能约2.4万吨；江苏张家港生产基地是目前全球仅有的在成熟运营中的全自动化电池级碳酸锂生产工厂，现有年产能2万吨；四川遂宁安居工厂年产2万吨电池级碳酸锂项目目前处于产能爬坡阶段。

#### ● 行业出清开启，公司资源优势明显

碳酸锂价格快速下行后，锂项目回报率大幅下降，行业扩产计划或将有所放缓。目前由于亏损压力，国内高成本云母矿及部分澳矿已经出现减产现象，行业出清信号明显。公司作为行业内拥有优质资源且自给率高的锂企，资源优势更为明显。

#### ● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为-48.62/26.29/44.71亿元，2025-2026年对应PE分别为24、14倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

新建产能不及预期；下游需求不及预期；新技术出现；不可控的全球地缘风险。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	40503	18335	20500	24000
收入同比(%)	0.1%	-54.7%	11.8%	17.1%
归属母公司净利润	7297	-4862	2629	4471
净利润同比(%)	-69.8%	-166.6%	154.1%	70.1%
毛利率(%)	85.0%	55.0%	58.8%	61.5%
ROE(%)	14.2%	-10.4%	5.3%	8.3%
每股收益(元)	4.45	-2.96	1.60	2.72
P/E	12.54	—	23.68	13.93
P/B	1.78	1.33	1.26	1.16
EV/EBITDA	2.75	6.89	5.32	4.17

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 全球锂资源头部公司.....	4
1.1 聚焦锂精矿与锂化合物产品领域.....	5
1.2 公司股权稳定集中，核心管理层经验丰富.....	8
2 从原料到客户，产能提速力争占优.....	9
2.1 原料端：坐拥全球优质锂矿与锂盐湖资源.....	9
2.2 生产端：拥有规模领先、技术先进的化工厂.....	10
2.3 客户端：与高潜、优质客户战略协同发展.....	11
3 盈利预测、估值及投资评级.....	12
3.1 关键假设与业绩预测.....	12
3.2 估值与投资评级.....	13
风险提示：.....	14
财务报表与盈利预测.....	15

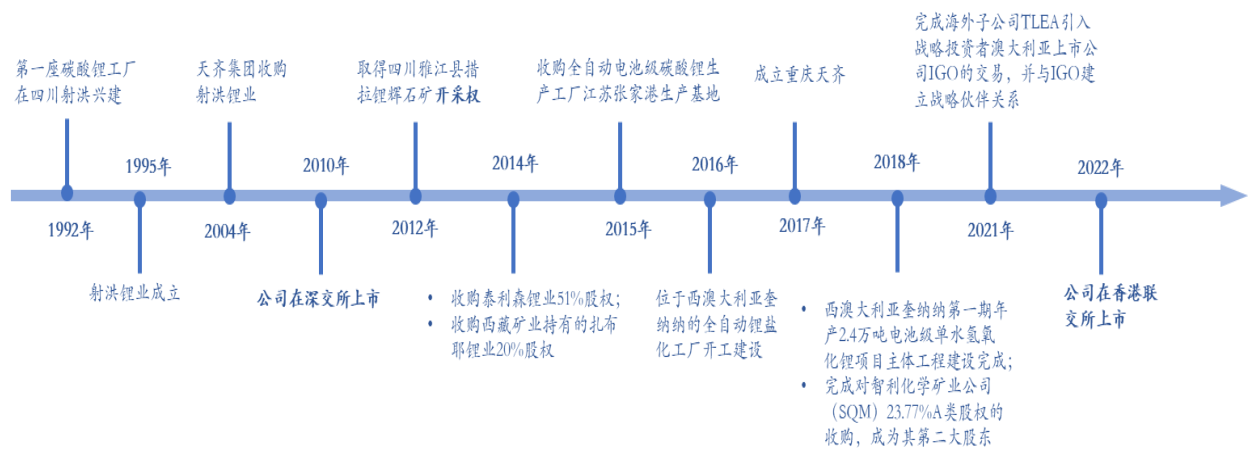
## 图表目录

图表 1 公司主要发展历程.....	4
图表 2 公司主要业务布局.....	5
图表 3 公司主要产品情况.....	5
图表 4 公司历年营收及增速.....	6
图表 5 公司历年归母净利润及增速.....	6
图表 6 公司内外销（百万元）营收及增速.....	6
图表 7 公司内外销营收占比.....	6
图表 8 公司历年毛利率及净利率（%）.....	7
图表 9 公司历年期间费用率（%）.....	7
图表 10 公司股权结构图.....	8
图表 11 公司核心管理层.....	8
图表 12 公司全球重要锂资源分布情况.....	9
图表 13 全球在产主要锂矿项目现金成本曲线.....	10
图表 14 公司各生产基地情况.....	11
图表 15 公司历年锂盐产品产销量及增速.....	11
图表 16 公司 2022 年 5 月以来新增供货与合作协议.....	12
图表 17 公司业务拆分.....	13

## 1 全球锂资源头部公司

天齐锂业是以锂为核心的新能源材料企业，深耕锂行业上游三十年。公司成立于1995年，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。2004年天齐集团收购射洪锂业；2010年公司在深交所上市，借力资本市场完善产业链布局；2012年公司取得四川雅江县措拉锂辉石矿开采权。2014-2018年，公司先后控股泰利森锂业、扎布耶锂业以及SQM。2021年，公司完成海外子公司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年公司在香港联交所上市，募资偿还SQM债务和扩张产能。

图表 1 公司主要发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**布局全球产能，上中游协同发展。**公司战略性布局中国、澳大利亚和智利的锂资源，上游方面，有2座锂矿及2处盐湖，合计拥有资源量超5500万吨LCE，权益资源量超1400万吨LCE。其中，公司控股26%的格林布什矿山是全球成本最低、品位最高、产能最大的锂辉石矿山，总矿产资源量约1600万吨LCE。公司控股22%的阿塔卡马盐湖是全球在产锂盐湖产量最高的项目，占2023年全球在产盐湖供给总量的42%。占2023年全球在产锂资源项目供给总量的16%。中游方面，公司锂化工产品建成产能合计8.88万吨/年，中期规划产能超过14万吨/年。公司锂矿开发主要由位于澳大利亚的控股子公司泰利森所拥有的格林布什矿以及全资拥有的中国四川雅江措拉矿进行；锂精矿的加工销售集中在控股子公司泰利森；锂化工产品的生产销售通过下属四川射洪、江苏张家港、重庆铜梁以及澳洲奎纳纳工厂进行。

图表 2 公司主要业务布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.1 聚焦锂精矿与锂化合物产品领域

公司持续聚焦锂精矿、锂化合物产品领域。受锂盐价格下行影响，2023 年公司业绩下滑，总营收、归母净利润分别 405.03/72.97 亿元，同比+0.13%/-69.75%，2018-2023 年营收/净利润 CAGR 分别为 36.56%/22.12%。伴随产能出清，终端新能源车与储能电池需求复苏，以及宏观政策对市场环境的支持，公司业绩有望恢复。

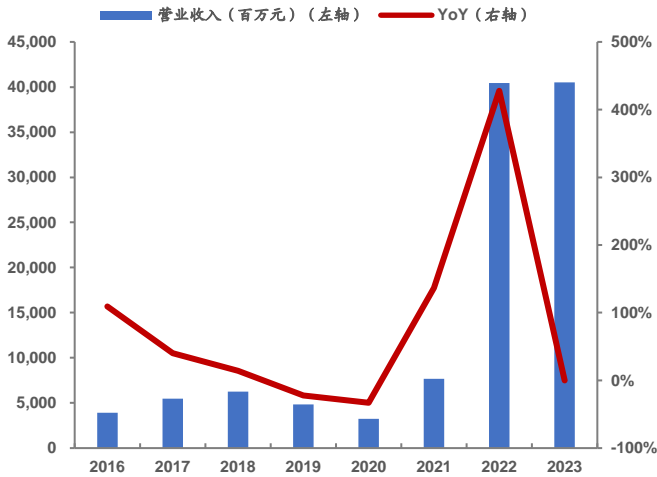
图表 3 公司主要产品情况

产品名称	类别	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	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	电池级单水氢氧化锂	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。
	工业级单水氢氧化锂	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	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。

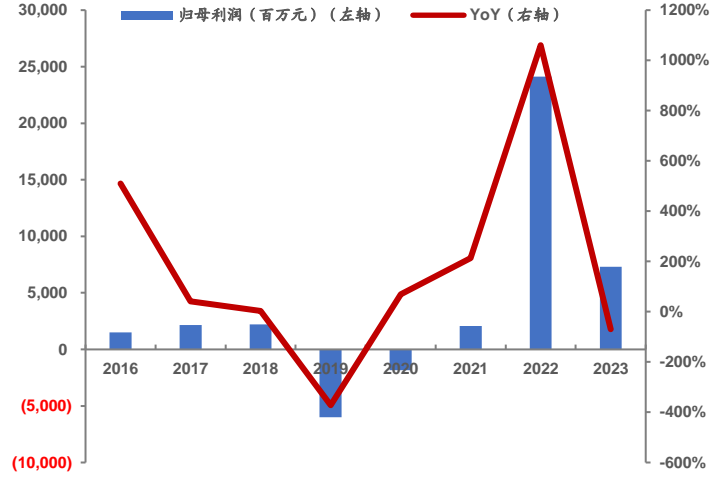
无水氯化锂	无水氯化锂	主要用于生产金属锂、电池电解液、聚苯硫醚，亦可用作铝的焊接剂、空调除湿剂以及特种水泥原料等。
-------	-------	--

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 公司历年营收及增速



图表 5 公司历年归母净利润及增速

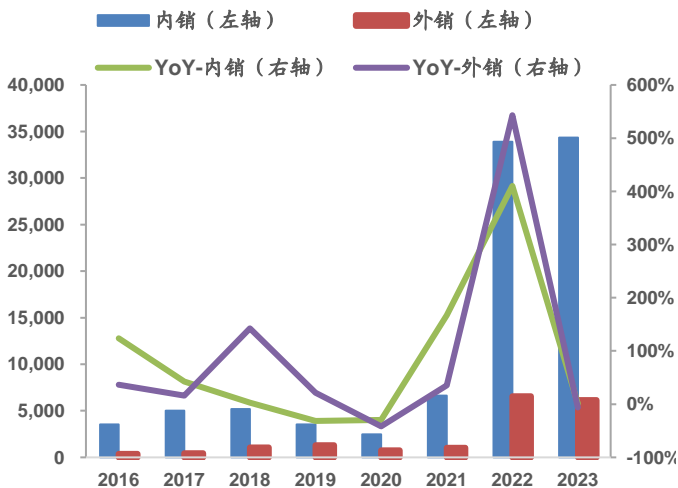


资料来源：wind，华安证券研究所

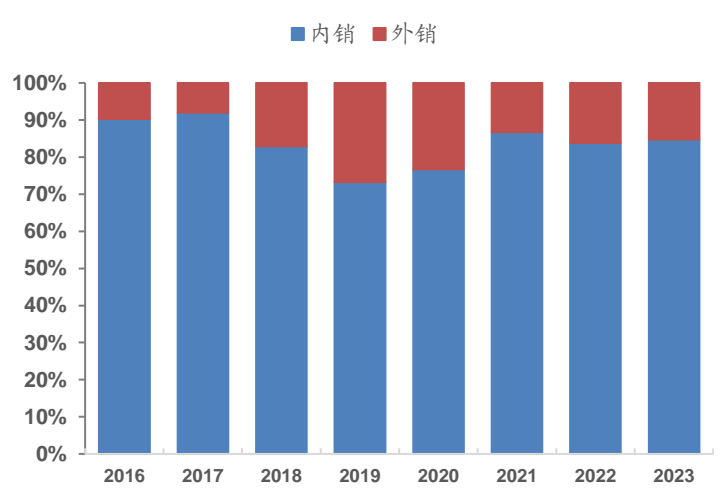
资料来源：wind，华安证券研究所

内销稳定，为主要营收来源。分区域来看，公司以内销为主，2023 年内销实现营收 343.39 亿元，占比 84.78%，同比+1.32%，外销营收 61.63 亿元，同比-5.99%。

图表 6 公司内外销 (百万元) 营收及增速



图表 7 公司内外销营收占比



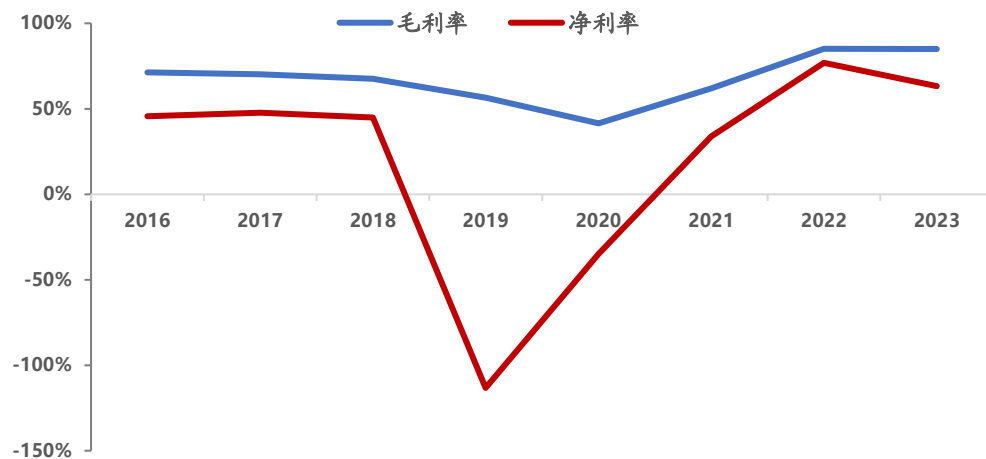
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

盈利波动主要受锂价下行以及举债并购 SQM 影响。2019-2020 年，由于行业周期调整、新冠疫情等因素，锂化工产品价格持续走低，降低整体毛利率。2018 年，公司增加 35 亿美元并购贷款购买世界领先的锂产品供应商 SQM 的股权，导致公司资产负债率大幅上升，财务费用大幅增加，对公司利润造成了较大影响。2021 年，

受国家产业政策驱动，新能源汽车行业需求走高，公司扭亏为盈，毛利率、净利率提升。2023 年受行业产能过剩影响，公司毛利率及净利率出现下滑。

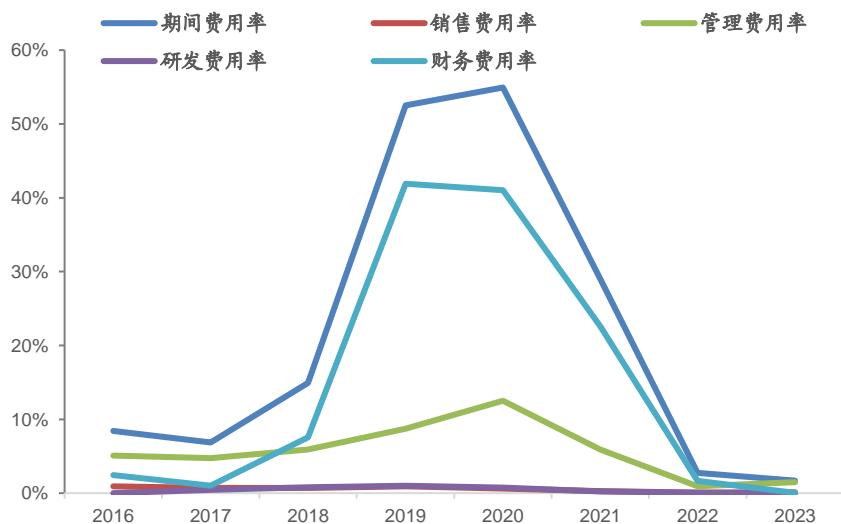
图表 8 公司历年毛利率及净利率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司期间费用率持续优化。2019-2020 年，公司因收购 SQM 股权造成 35 亿美元并购贷款，期间费用率与财务费用率持续走高。2022 年，公司在经营业绩好转的同时，顺利完成了 H 股发行并使用募集资金偿还了并购贷款，债务危机解除，财务费用率降低，自 2020 年的 41.04% 降至 2023 年的 0.04%。

图表 9 公司历年期间费用率 (%)

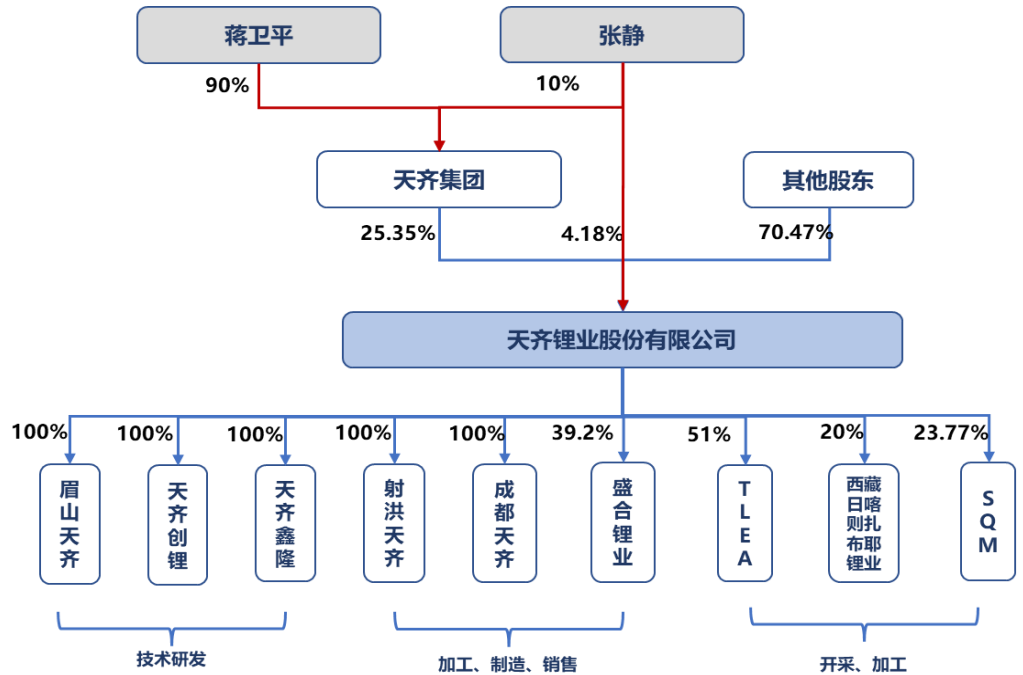


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 公司股权稳定集中，核心管理层经验丰富

公司股权稳定集中，绑定产业链上下游。董事长蒋卫平先生及其一致行动人张静女士通过持股天齐集团持有公司 25.35% 股权，张静女士直接持有 4.18% 股权。公司参股公司 40 家，持有 100% 股份子孙公司 10 家以上。主要子公司包括眉山天齐、天齐创锂、天齐鑫隆、射洪天齐、成都天齐、盛合锂业、华汇锂业、TLEA 等。公司通过持有西藏日喀则扎布耶锂业 20% 股份，SQM 23.77% 股份，实现对优质的盐湖锂资源布局。

图表 10 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司核心管理层具备多年行业经验。董事长蒋安琪女士于锂行业拥有近 10 年经验。公司内部高管如董事邹军先生、执行副总裁郭维先生，均拥有超过 10 年天齐任职经验，或在各自领域拥有超过 20 年管理经验。

图表 11 公司核心管理层

姓名	职务	主要履历
蒋安琪	董事长，董事	1987 年出生，西南财经大学工商管理硕士。2017 年 2 月起担任天齐锂业股份有限公司董事，2022 年 4 月起担任天齐锂业股份有限公司副董事长，2024 年 4 月担任天齐锂业股份有限公司董事长。自 2016 年 2 月及 2018 年 7 月起分别担任天齐集团副总经理及董事，于 2021 年 8 月起担任总经理，并于天齐集团及其附属公司担任多项职务。
夏浚诚	董事，总裁	1972 年出生，澳洲悉尼科技大学工程管理硕士，香港中文大学商学院 MBA/EMBA，奥地利因茨布魯克管理中心核心商业管理专业研究生；在读企业管理博士；2021 年 1 月 15 日起担任天齐锂业股份有限公司总裁，2021 年 2 月 1 日起担任天齐锂业股份有限公司董事。
邹军	董事，财务总监，执行副总裁	1973 年出生，会计学硕士，中国注册会计师。2007 年 12 月起担任天齐锂业股份有限公司董事兼财务总监，2021 年 2 月起兼任执行副总裁，2007 年 12 月加入天齐锂业担任董事兼总会计师。
张文宇	副总裁，董事会秘书	1978 年出生，在读博士。2021 年 12 月起担任天齐锂业股份有限公司董事会秘书及副总裁，2022 年 7 月兼任天齐锂业股份有限公司 H 股联席公司秘书。曾担任大家海外（香港）负责人及董事总经理、中国上海元达（MIE）律师事务所合伙人、香港罗兵咸永道（PwC）商务及税务经理以及更早前在其他有关国内外公司的相关职务。
李果	副总裁	1983 年出生，硕士学历。2015 年 6 月加入天齐锂业股份有限公司，先后担任战略发展经理、战略发展部经理、战略发展总监等职务。2021 年 1 月至 2022 年 4 月任天齐锂业股份有限公司战略发展部总监，2022 年 4 月至今任天齐锂业股份有限公司副总裁。
熊万渝	高级副总裁	1975 年出生，法国南特高等商学院硕士学位，持中国破产管理人资格证书，现任成都市十八届人大代表，十二届成都双流区政协委员，四川省慈善联合会第四届理事会副会长。2021 年 2 月起担任天齐锂业股份有限公司副总裁、工会主席。
郭维	执行副总裁	1970 年出生，大学学历。2022 年 4 月起担任天齐锂业股份有限公司执行副总裁。2004 年 9 月至 2006 年 11 月担任天齐锂业股份有限公司供应部部长，2006 年 11 月至 2009 年 5 月担任天齐锂业股份有限公司总经理助理，2009 年 5 月至 2021 年 2 月担任副总裁（副总经理）及 2021 年 2 月至 2022 年 4 月担任高级副总裁（副总经理）。

资料来源：公司公告，华安证券研究所



## 2 从原料到客户，产能提速力争占优

### 2.1 原料端：坐拥全球优质锂矿与锂盐湖资源

公司战略布局全球优质锂矿与锂盐湖资源，是全球少数同时布局优质锂矿山和盐湖卤水矿资源的企业之一。公司重要锂资源项目包括格林布什矿、四川雅江措拉锂矿、阿塔卡马盐湖、扎布耶盐湖。目前，公司已实现锂资源 100%自给自足，原料端成本、资源优势凸显。

图表 12 公司全球重要锂资源分布情况

公司全球重要锂资源分布情况				
锂资源项目	格林布什矿	措拉矿	阿塔卡马盐湖	扎布耶盐湖
资源种类	锂辉石矿	锂辉石矿	锂盐湖	锂盐湖
地理位置	澳洲	四川	智利	西藏
总资源量	1600 万吨碳酸锂当量	63.20 万吨碳酸锂当量	1080 万吨金属锂当量	179 万吨碳酸锂当量
运营状态	在产	筹备建设中	在产	在产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

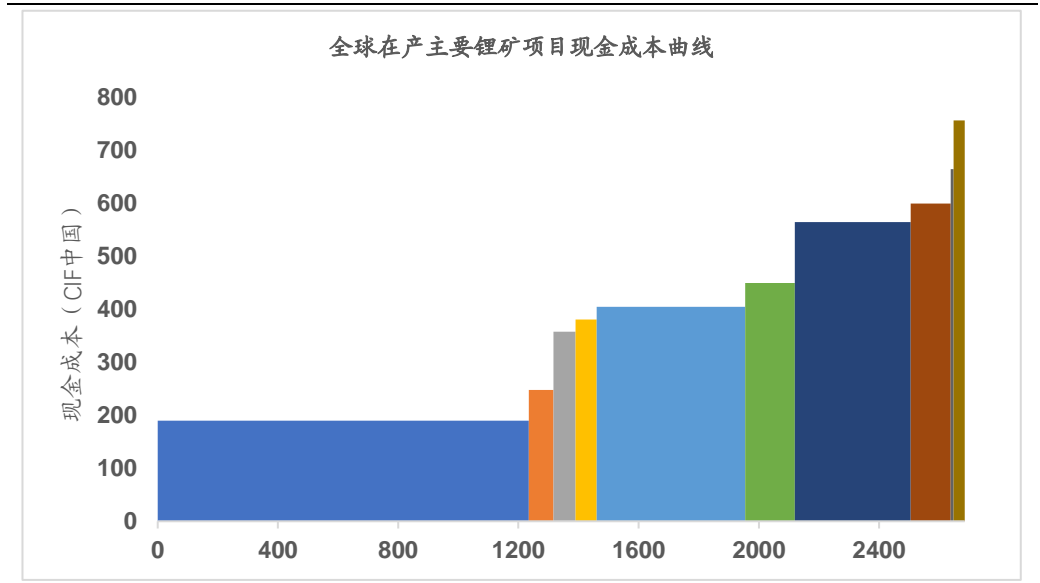
#### （1）澳大利亚格林布什矿

格林布什矿是全球探明储量最大、产量最高、品位最优的锂矿山。2023 年，随着对格林布什锂辉石矿中央矿脉区和卡潘加矿区不断深入勘探开发，其矿产资源总量得到进一步提升。截至 2023 年 12 月 31 日，格林布什锂辉石矿总矿产资源量 4.47 亿吨，氧化锂平均品位为 1.5%，折合碳酸锂当量约 1,600 万吨；格林布什锂辉石矿储量合计 1.79 亿吨，氧化锂平均品位为 1.9%，折合碳酸锂当量约 850 万吨。

格林布什锂辉石矿是 2023 年锂精矿产量最高的锂矿项目，占 2023 年全球在产硬岩锂矿总产量的 30%，占 2023 年全球在产锂资源项目供给总量的 18%；2024 年上半年，其锂精矿总产量实现 612,019 吨，其中化学级产品产量共计 590,989 吨，技术级产品产量共计 21,030 吨。

此外，格林布什锂辉石矿折算碳酸锂的单吨现金成本在所有在产硬岩锂矿项目中处于较低水平；在西澳大利亚地区人力资源成本不断上升的背景下，格林布什锂辉石矿以较高的矿石品位、成熟的矿石采选技术以及先进的管理体系，始终保持较低生产成本的优势。

图表 13 全球在产主要锂矿项目现金成本曲线



资料来源: Fastmarkets, 公司公告, 华安证券研究所

### (2) 四川雅江措拉锂矿

措拉锂辉石矿山是亚洲最大的硬岩锂甲基卡矿田的一部分, 目前拥有 63.2 万吨 LCE, 资源品位为 1.3%。

公司于 2012 年获得雅江措拉锂辉石矿的采矿权。2023 年 5 月, 公司原全资子公司盛合锂业引入紫金矿业作为措拉锂辉石矿项目的战略投资者, 以优化股权结构, 充分发挥公司的资源优势和紫金矿业在矿产开发与建设方面的优势。

### (3) 阿塔卡马盐湖

目前, 公司的参股公司 SQM 运营着全球储量最大的锂盐湖阿塔卡马盐湖。阿塔卡马盐湖作为全球最优质的锂盐湖资源之一, 拥有极高的锂离子浓度、极低的镁锂比。根据 Fastmarkets 2024 年第二季度最新统计数据, 阿塔卡马盐湖是 2023 年全球在产锂盐湖产量最高的项目, 占 2023 年全球在产盐湖供给总量的 42%, 占 2023 年全球在产锂资源项目供给总量的 16%。同时, 阿塔卡马盐湖生产成本在全球锂盐湖项目中也处于较低的水平。

### (4) 扎布耶盐湖

西藏扎布耶盐湖是世界第三大、亚洲第一大锂矿盐湖, 含锂品位居世界第二。公司于 2014 年收购日喀则扎布耶 20% 股权。西藏扎布耶盐湖主矿产碳酸锂保有资源量为 179 万吨, 具有碳酸锂储量规模较大、品位高、镁锂比低等优势。

## 2.2 生产端: 拥有规模领先、技术先进的化工厂

公司在国内外共建有五个锂化合物生产基地, 分别位于中国四川射洪、四川遂宁安居、重庆铜梁、江苏张家港以及澳大利亚奎纳纳。

其中, 四川射洪生产基地是公司最早的生产基地, 产品种类丰富且运营管理成熟, 综合锂化工产品年产能约 2.4 万吨; 同时, 江苏张家港生产基地是目前全球仅有的在成熟运营中的全自动化电池级碳酸锂生产工厂, 现有年产能 2 万吨; 重庆铜

梁生产基地作为公司金属锂生产工厂，对公司在固态电池领域布局具有重要意义，目前年产能 600 吨；四川遂宁安居工厂年产 2 万吨电池级碳酸锂项目于 2023 年 10 月 26 日正式竣工，目前项目处于产能爬坡阶段。

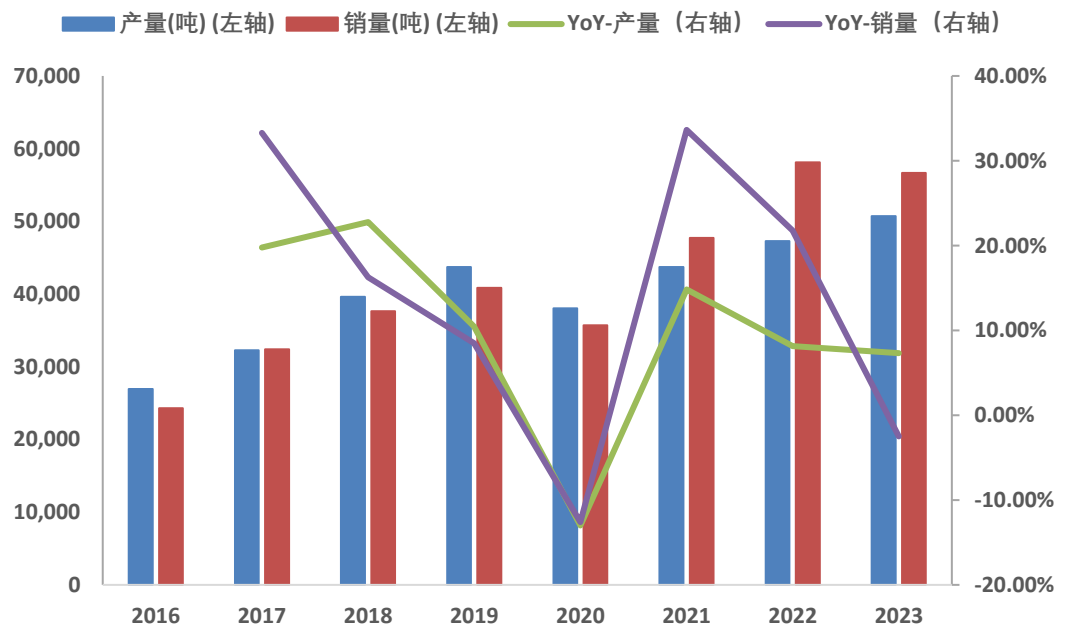
图表 14 公司各生产基地情况

生产基地	四川射洪生产基地	江苏张家港生产基地	重庆铜梁生产基地	澳大利亚奎纳纳工厂	四川遂宁安居工厂	四川绵阳盐亭工厂
权益比例	100%	100%	86.38%	51%	100%	100%
运营状态	在产	在产	在产	在产	在产	在产
产品	碳酸锂、氢氧化锂、氧化锂、金属锂	电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂	金属锂	电池级氢氧化锂	电池级碳酸锂	硅铝微粉
建成产能	2.40万吨/年	2.00万吨/年	600吨/年	2.40万吨/年	2.00万吨/年	3.00万吨/年
在建/规划产能	/	3.00万吨/年	1000吨/年	2.40万吨/年	/	/
未来产能合计	2.40万吨/年	5.00万吨/年	1600吨/年	4.80万吨/年	2.00万吨/年	3.00万吨/年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司产能稳步提升。根据公告，2023 年公司实现锂精矿产量 152.23 万吨，同比增加 12.88%。锂盐产量 5.07 万吨，同比增加 7.30%。

图表 15 公司历年锂盐产品产销量及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 2.3 客户端：与高潜、优质客户战略协同发展

公司拥有优质客户群，积极推进产业链上下游合作。公司下游行业客户包括全

球顶级电池制造商、电池材料生产商、新能源整车企业、跨国电子公司和玻璃生产商。此外，公司战略投资上海航天电源、SES、北京卫蓝及厦钨新能源等公司，与中创新航、北京卫蓝等公司签署战略合作伙伴协议或合作协议，以及与奔驰签署谅解备忘录、与吉利签署战略合作协议，加深与产业链下游合作，发挥产业链协同效应，增强公司业务稳定性和长期可持续性。

图表 16 公司 2022 年 5 月以来新增供货与合作协议

客户	合作情况
中创新航	签署《战略合作伙伴协议》、《碳酸锂供应框架协议》
LG 化学	签署《氢氧化锂长期供货合同》
德方纳米	签署《碳酸锂长期供货合同》
吉利控股	签署战略合作协议
梅赛德斯-奔驰	签署谅解备忘录

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3 盈利预测、估值及投资评级

### 3.1 关键假设与业绩预测

**销量假设：**假设澳洲格林布什矿产能逐渐释放，在满足公司生产的情况下外售部分锂精矿；公司传统锂盐基地满产满销；四川射洪生产基地综合锂化工产品年产能约 2.4 万吨；江苏张家港生产基地现有年产能 2 万吨；重庆铜梁生产基地目前年产能 600 吨；四川遂宁安居工厂年产 2 万吨电池级碳酸锂项目于 2023 年 10 月 26 日正式竣工，目前项目处于产能爬坡阶段。我们预测 2024-2026 年公司锂精矿销量为 92/100/110 万吨，锂盐总销量为 7.5/8.5/9 万吨。

**价格预测：**2024 年供给大于需求，锂价保持低位。目前海外供给端减产信息频现，澳大利亚目前已有四座矿山宣布计划停产，整个行业减产或停产的信号还会继续出现。从碳酸锂行业的整体发展节奏看，产能深度整合已经开始。我们预计 25 年锂价或企稳回升。预计公司 2024-2026 年锂盐产品价格为 8.5/10/12 万元/吨。锂精矿价格折算至人民币为 1.3/1.2/1.2 万元/吨。

**毛利率预测：**公司锂精矿开采基础成本不变，锂盐制作所需要的锂精矿全部来源于格林布什矿。我们参考 24 年上半年毛利率情况，考虑到 25 年之后，锂价或企稳回升，毛利率修复。我们分别给予公司 2024-2026 年锂精矿业务毛利率为 55%/65%/75%，锂盐产品业务毛利率为 45%/50%/55%。

**图表 17 公司业务拆分**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
业务总收入 (亿元)	76.62	404.48	405.04	183.35	205	240
毛利率 (%)	61.97%	85.13%	84.98%	55.00%	58.78%	61.50%
锂盐产品收入(亿元)	50.18	250.09	132.90	63.75	85	108
销量 (万吨)	4.77	5.81	5.67	7.50	8.50	9.00
单价 (万元/吨)	10.52	43.04	23.44	8.5	10	12
毛利率 (%)	61.89%	85.85%	73.85%	45%	50%	55%
锂精矿收入 (亿元)	26.44	154.39	272.04	119.6	120	132
销量 (万吨)	55.12	75.90	84.47	92.00	100	110
单价 (万元/吨)	0.48	2.03	3.22	1.3	1.2	1.2
毛利率 (%)	62.10%	83.96%	90.44%	55%	65%	75%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.2 估值与投资评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 -48.62/26.29/44.71 亿元，2025-2026 年对应 PE 分别为 24、14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示：

- 1) 新建产能不及预期。若公司参/控股矿山及锂盐扩产进度不及预期，或影响公司未来产能释放。
- 2) 下游需求不及预期。若国内外新能源汽车产销表现不及预期，则可能导致锂盐需求不及预期，同时导致锂盐价格超预期下跌，均可能影响公司主要产品售价及销量。
- 3) 新技术出现：若新能源等下游应用出现技术革新，如钠电池对锂电池的替代超预期导致碳酸锂、氢氧化锂等公司主要产品需求大幅减量，同时导致锂盐价格超预期下跌，均可能影响公司主要产品售价及销量。
- 4) 不可控制的全球地缘风险。公司海外项目较多，澳洲、智利等地政策具有一定不确定性，若地缘政治冲突导致政策变化较大，或将影响项目进展。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	19629	18440	23237	29246	<b>营业收入</b>	40503	18335	20500	24000
现金	9589	11047	15453	20823	营业成本	6082	8251	8450	9240
应收账款	4316	3536	3681	3985	营业税金及附加	79	92	103	72
其他应收款	182	15	31	27	销售费用	34	733	615	1200
预付账款	85	4	4	5	管理费用	605	825	1025	1440
存货	3151	1150	1178	1286	财务费用	16	239	230	189
其他流动资产	2307	2687	2891	3121	资产减值损失	-730	10	0	-30
<b>非流动资产</b>	53599	54623	55253	55505	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26874	26864	26844	26794	投资净收益	3110	-1834	-2050	-2400
固定资产	9080	10247	11043	11483	<b>营业利润</b>	36296	6448	8088	9614
无形资产	3840	3840	3840	3840	营业外收入	26	5	5	5
其他非流动资产	13806	13673	13527	13389	营业外支出	41	4	3	3
<b>资产总计</b>	73228	73063	78490	84751	<b>利润总额</b>	36281	6449	8090	9616
<b>流动负债</b>	6660	3074	3176	3408	所得税	10618	3095	2831	3654
短期借款	337	437	487	537	<b>净利润</b>	25663	3353	5258	5962
应付账款	2311	1130	1158	1266	少数股东损益	18366	8216	2629	1490
其他流动负债	4011	1506	1531	1605	<b>归属母公司净利润</b>	7297	-4862	2629	4471
<b>非流动负债</b>	12332	12384	12436	12488	EBITDA	34042	9162	11057	12833
长期借款	9545	9595	9645	9695	EPS (元)	4.45	-2.96	1.60	2.72
其他非流动负债	2787	2789	2791	2793					
<b>负债合计</b>	18992	15458	15612	15896					
少数股东权益	2717	10933	13562	15052					
股本	1641	1641	1641	1641					
资本公积	23737	23737	23737	23737					
留存收益	26142	21294	23938	28425					
归属母公司股东权益	51520	46672	49316	53803					
<b>负债和股东权益</b>	73228	73063	78490	84751					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	22688	5377	8285	9307	<b>成长能力</b>				
净利润	7297	-4862	2629	4471	营业收入	0.1%	-54.7%	11.8%	17.1%
折旧摊销	848	783	852	905	营业利润	-9.1%	-82.2%	25.4%	18.9%
财务费用	362	336	341	344	归属于母公司净利	-69.8%	-166.6%	154.1%	70.1%
投资损失	-3110	1834	2050	2400	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	388	-878	-154	-267	毛利率(%)	85.0%	55.0%	58.8%	61.5%
其他经营现金流	23812	4181	5350	6192	净利率(%)	18.0%	-26.5%	12.8%	18.6%
<b>投资活动现金流</b>	-2023	-3750	-3655	-3710	ROE(%)	14.2%	-10.4%	5.3%	8.3%
资本支出	-4429	-1804	-1503	-1203	ROIC(%)	35.6%	6.3%	8.9%	9.1%
长期投资	0	-100	-90	-95	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	2406	-1846	-2062	-2412	资产负债率(%)	25.9%	21.2%	19.9%	18.8%
<b>筹资活动现金流</b>	-23438	-184	-239	-242	净负债比率(%)	35.0%	26.8%	24.8%	23.1%
短期借款	238	100	50	50	流动比率	2.95	6.00	7.32	8.58
长期借款	1281	50	50	50	速动比率	2.46	5.62	6.94	8.19
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	440	0	0	0	总资产周转率	0.55	0.25	0.26	0.28
其他筹资现金流	-25398	-334	-339	-342	应收账款周转率	9.38	5.18	5.57	6.02
<b>现金净增加额</b>	-2959	1458	4406	5370	应付账款周转率	2.63	7.30	7.30	7.30
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	4.45	-2.96	1.60	2.72
					每股经营现金流薄)	13.82	3.28	5.05	5.67
					每股净资产	31.39	28.44	30.05	32.78
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.54	—	23.68	13.93
					P/B	1.78	1.33	1.26	1.16
					EV/EBITDA	2.75	6.89	5.32	4.17

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**许勇其：华安证券金属新材料行业首席分析师。**毕业于中南大学，历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监，拥有16年产业（江铜套保）及金属期货行业投研经历，2020年加入华安证券研究所。

**牛义杰：华安证券金属新材料分析师。**新南威尔士大学经济与金融硕士，曾任职于银行总行授信审批部，3年行业研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。