

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

# 明确五年战略规划，全球锂业龙头持续扩张

## 股票数据

04月13日收盘价(元)	76.91
52周股价波动(元)	58.05-148.57
总股本/流通A股(百万股)	1641/1475
总市值/流通市值(百万元)	128819/128622

## 相关研究

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.9	-1.4	-9.3
相对涨幅(%)	-13.6	-7.6	-16.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 陈晓航

Tel: (021) 23154392

Email: cxh11840@haitong.com

证书: S0850519090003

分析师: 陈先龙

Tel: 02123219406

Email: cxl15082@haitong.com

证书: S0850522120002

分析师: 甘嘉尧

Tel: (021) 23154394

Email: gjy11909@haitong.com

证书: S0850520010002

联系人: 张恒浩

Tel: (021) 23219383

Email: zhh14696@haitong.com

## 投资要点:

- 全球锂矿巨头，资源储备丰厚。** 澳大利亚格林布什：全球最大开采锂矿，具备优质锂资源。根据公司2022半年报援引伍兹麦肯兹统计，格林布什矿场是全球最大的锂矿开采地，占2021年全球开采锂矿产量市场份额约38%；截至2021年12月31日，公司控股子公司泰利森所拥有的格林布什矿场的锂矿及矿物储量为1.68亿吨，氧化锂品位为2.04%。根据BDA报告，截至2021年12月31日，格林布什锂辉石矿的锂资源量约1310万吨LCE、锂储量约830万吨LCE。
- 2022年业绩亮眼，发布五年战略规划。** 天齐锂业2022年实现营业收入404.49亿元，同比增长427.82%；归母净利润241.25亿元，同比增长1060.47%。公司2022年锂矿产量134.9万吨，同比增长41.37%；锂盐产量4.7万吨，同比增长8.16%。公司将稳步落实基础锂盐产能扩张计划，力争到2027年达到30万吨左右碳酸锂当量的锂化工产品产能。
- 澳大利亚ESS：拟再收购澳洲锂矿，资源储备有望继续增厚。** 2023年1月8日，公司控股子公司TLEA与澳大利亚上市公司Essential Metals Limited(简称“ESS”)签订了《计划实施协议》，以每股0.50澳元，合计约1.36亿澳元的价格购买ESS的所有股份。ESS的锂矿石资源量为1120万吨，品位为1.16%，合计为12.90万吨氧化锂当量。
- 产能持续扩张，业绩前景可期。** 控股子公司泰利森开发的格林布什矿山建成产能达162万吨/年，规划产能超过210万吨/年。公司使用和销售的锂精矿来自于该矿山，主要产品为化学级锂精矿和技术级锂精矿。公司锂化工产品的建成产能达6.88万吨/年。另有澳洲奎纳纳二期年产2.4万吨氢氧化锂项目、遂宁安居年产2万吨碳酸锂项目和重庆铜梁有2000吨金属锂项目处于建设阶段，公司中期规划锂化工产品产能合计超过11万吨/年。
- 盈利预测与估值。** 公司是锂全产业链核心标的，拥有全球最优质锂矿山泰利森，通过参股SQM等方式控制全球顶级盐湖资源，矿山及锂盐产品成本处于领先地位。我们预计未来3年公司泰利森扩建项目、奎纳纳2期项目均顺利投产，预计2023-2025年EPS分别为9.15、9.34和10.23元/股。参考可比公司估值水平，给予2023年10-11倍PE估值，对应合理价值区间91.50-100.65元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 下游需求不及预期，全球锂矿供给增加。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	7663	40449	25067	26882	30877
(+/-)YoY(%)	136.6%	427.8%	-38.0%	7.2%	14.9%
净利润(百万元)	2079	24125	15018	15321	16785
(+/-)YoY(%)	213.4%	1060.5%	-37.7%	2.0%	9.6%
全面摊薄EPS(元)	1.27	14.70	9.15	9.34	10.23
毛利率(%)	62.0%	85.1%	74.4%	68.2%	66.1%
净资产收益率(%)	16.3%	49.7%	23.6%	19.4%	17.6%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 1. 全球锂矿巨头，资源储备丰厚

**澳大利亚格林布什：全球最大开采锂矿，具备优质锂资源。**格林布什矿场是全球最大的锂矿开采地，占 2021 年全球开采锂矿产量市场份额约 38%。截止 2021 年底，公司控股子公司泰利森所拥有的格林布什矿场的锂矿及矿物储量为 1.68 亿吨，氧化锂品位为 2.04%。根据 BDA 报告，截至 2021 年 12 月 31 日，格林布什锂辉石矿的锂资源量约 1310 万吨 LCE、锂储量约 830 万吨 LCE。

**四川雅江措拉：川内重要资源储备，重启采选提上日程。**公司全资子公司盛合锂业拥有四川雅江县措拉锂辉石矿的采矿权，该矿区矿石量约 1971.4 万吨，折合氧化锂资源量约 25.57 万吨，平均品位 1.3%，锂资源量折合碳酸锂当量约 63 万吨。公司正在就重启雅江措拉锂辉石矿采选工程选厂进行可行性研究。

表 1 天齐锂业主要矿山资源储量

矿山	矿石量 (万吨)	品位 (%)	资源量 (万吨)
澳大利亚格林布什	16800	2.04	1310
四川雅江措拉	1971	1.3	63
合计	18771	-	1373

资料来源：天齐锂业投资者关系活动记录表，天齐锂业关于公司控股子公司拟购买澳大利亚 Essential Metals Limited 股权暨签署计划实施协议的公告，海通证券研究所整理

**澳大利亚 ESS：拟再收购澳洲锂矿，资源储备有望继续增厚。**2023 年 1 月 8 日，公司控股子公司 TLEA 与澳大利亚上市公司 Essential Metals Limited（简称“ESS”）签订了《计划实施协议》，以每股 0.50 澳元，合计约 1.36 亿澳元的价格购买 ESS 的所有股份。ESS 的锂矿石资源量为 1120 万吨，品位为 1.16%，合计为 12.90 万吨氧化锂当量。该交易尚需经 ESS 股东投票表决，同时需取得澳大利亚证券投资委员会、澳大利亚证券交易所及澳大利亚当地法院等有权部门的审核批准。

## 2. 产能持续扩张，业绩前景可期

天齐锂业 2022 年实现营业收入 404.49 亿元，同比增长 427.82%；归母净利润 241.25 亿元，同比增长 1060.47%。公司 2022 年锂矿产量 134.9 万吨，同比增长 41.37%；锂盐产量 4.7 万吨，同比增长 8.16%。公司将稳步落实基础锂盐产能扩张计划，力争到 2027 年达到 30 万吨左右碳酸锂当量的锂化工产品产能。

控股子公司泰利森开发的格林布什矿山建成产能达 162 万吨/年，规划产能超过 210 万吨/年。公司使用和销售的锂精矿来自于该矿山，主要产品为化学级锂精矿和技术级锂精矿。公司锂化工产品的建成产能为 6.88 万吨/年。另有澳洲奎纳纳二期年产 2.4 万吨氢氧化锂项目、遂宁安居年产 2 万吨碳酸锂项目和重庆铜梁有 2000 吨金属锂项目处于建设阶段，公司中期规划锂化工产品产能合计超过 11 万吨/年。

表 2 天齐锂业锂精矿及锂盐产能

类别	项目	现有产能 (万吨/年)	计划产能 (万吨/年)
锂精矿开采	澳大利亚格林布什	162	>210
	合计	162	>210
	澳大利亚奎纳纳	2.4	4.8
	四川射洪	2.42	2.42
锂化工产品	江苏张家港	2	2
	四川安居	0	2
	重庆铜梁	0.06	0.26
	合计	6.88	11.48

资料来源：天齐锂业 2022 年半年度报告，海通证券研究所整理

**锂精矿开采项目：泰利森持续扩充产能，为锂产品加工提供充足保障。**澳大利亚泰利森格林布什锂矿的现有锂精矿年产能为 162 万吨。目前正在建的化学级锂精矿三期扩产项目预计将于 2025 年竣工，届时，预计能够使泰利森锂精矿年产能达到 214 万吨。此外，泰利森化学级锂精矿四期扩产项目计划于 2025 年开始建设，预计于 2027 年前运营。

**澳洲奎纳纳项目：从试生产到商业化生产，锂产业迈出坚实一步。**一期“年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”于 2016 年 10 月启动，2021 年底工厂进入正式试生产阶段，2022 年 5 月 19 日公司内部实验室确认所有参数达到电池级氢氧化锂标准。2022 年 12 月 3 日，公司公告称项目产品样品已经过第三方产品认证机构 SGS 中国检验，产品样品符合 GB/T26008-2020 标准。公司判断一期氢氧化锂项目于 2022 年 11 月 30 日起达到商业化生产的能力。

“第二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”于 2017 年启动，其紧邻一期项目，两者共用部分公共设施，如水系统、电力系统、压缩空气系统等。2022 年 8 月 31 日，奎纳纳二期氢氧化锂项目主体工程已基本完成，公司将在有效验证一期项目成熟运营的基础上，综合论证和调整二期氢氧化锂项目建设计划。

**遂宁安居项目：**“天齐锂业遂宁安居区年产 2 万吨碳酸锂工厂项目”于 2018 年启动建设，总投资预计为 14.3 亿元。公司预计该项目将于 2023 年下半年完工。

**重庆铜梁：**公司重庆铜梁生产基地拟分两期扩建 2,000 吨金属锂项目，预计一期 800 吨将于 2023 年建成运行并投产，二期 1200 吨将于 2025 年建成运行并投产。

### 3. 盈利预测与估值

公司是锂全产业链核心标的，拥有全球最优质锂矿山泰利森，通过参股 SQM 等方式控制全球顶级盐湖资源，矿山及锂盐产品成本处于领先地位。

我们预计未来 3 年公司泰利森扩建项目、奎纳纳 2 期项目均顺利投产，预计 2023-2025 年公司锂盐产量分别为 6.08 万吨，8.76 万吨，10.80 万吨，预计碳酸锂 2023-2025 年均价为 22 万元/吨，20 万元/吨，20 万元/吨。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 9.15、9.34 和 10.23 元/股。参考可比公司估值水平，给予 2023 年 10-11 倍 PE 估值，对应合理价值区间 91.50-100.65 元，给予“优于大市”评级。

表 3 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
002460	赣锋锂业	1221	3.64	10.17	8.46	17.91	6.41	7.71	3.14	2.99
002497	雅化集团	232	0.81	4.17	4.41	24.81	4.82	4.56	1.94	2.27
300390	天华新能	311	1.56	10.28	8.99	31.12	4.72	5.40	1.83	2.65
002240	盛新锂能	307	0.98	6.09	6	34.41	5.54	5.62	2.55	2.42
	均值		1.75	7.68	6.97	27.06	5.37	5.82	2.37	2.58

注：收盘价为 2023 年 4 月 13 日价格，EPS 为 Wind 一致预期；  
资料来源：Wind，海通证券研究所

表 4 天齐锂业分业务盈利预测 (万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>锂精矿</b>				
销售收入	1543882	1168948	936094	927584
销售成本	247717	271850	293892	320342
毛利	1296166	897098	642203	607242
毛利率	84.0%	76.7%	68.6%	65.5%
<b>锂盐 (衍生锂产品)</b>				
销售收入	2500861	1337600	1752000	2160000
销售成本	353942	370420	560383	725427
毛利	2146919	967180	1191617	1434573
毛利率	85.8%	72.3%	68.0%	66.4%
<b>其他业务</b>				
销售收入	145	145	145	145
销售成本	64	64	64	64
毛利	81	81	81	81

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 4. 风险提示

下游需求不及预期, 全球锂矿供给增加。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>40449</b>	<b>25067</b>	<b>26882</b>	<b>30877</b>
每股收益	14.70	9.15	9.34	10.23	营业成本	6017	6423	8543	10458
每股净资产	29.55	38.70	48.03	58.26	毛利率%	85.1%	74.4%	68.2%	66.1%
每股经营现金流	12.37	10.82	7.81	10.74	营业税金及附加	290	197	205	238
					营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	29	34	31	38
P/E	5.23	8.40	8.24	7.52	营业费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
P/B	2.60	1.99	1.60	1.32	管理费用	377	276	296	340
P/S	3.12	5.04	4.70	4.09	管理费用率%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%
EV/EBITDA	3.67	5.48	4.93	3.67	EBIT	33641	18126	17801	19794
					财务费用	675	178	-155	-369
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.7%	0.7%	-0.6%	-1.2%
毛利率	85.1%	74.4%	68.2%	66.1%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	59.6%	59.9%	57.0%	54.4%	投资收益	7846	4556	5056	5316
净资产收益率	49.7%	23.6%	19.4%	17.6%	<b>营业利润</b>	<b>39911</b>	<b>22504</b>	<b>23011</b>	<b>25479</b>
资产回报率	34.1%	17.2%	14.2%	13.2%	营业外收支	-10	0	0	0
投资回报率	42.5%	17.7%	14.2%	13.2%	<b>利润总额</b>	<b>39901</b>	<b>22504</b>	<b>23011</b>	<b>25479</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	34296	19364	19395	21638
营业收入增长率	427.8%	-38.0%	7.2%	14.9%	所得税	8793	4959	5071	5615
EBIT 增长率	704.5%	-46.1%	-1.8%	11.2%	有效所得税率%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	1060.5%	-37.7%	2.0%	9.6%	少数股东损益	6984	2526	2619	3079
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>24125</b>	<b>15018</b>	<b>15321</b>	<b>16785</b>
资产负债率	25.1%	19.0%	17.6%	14.6%					
流动比率	3.44	5.98	6.06	8.17	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	3.05	5.67	5.62	7.80	货币资金	12461	29223	39502	55533
现金比率	1.65	4.61	4.51	6.68	应收账款及应收票据	7893	3226	6715	5462
<b>经营效率指标</b>					存货	2144	1268	3185	2301
应收账款周转天数	35.71	70.00	58.57	62.38	其它流动资产	3492	4224	3679	4645
存货周转天数	90.21	95.61	93.81	94.41	流动资产合计	25990	37941	53081	67941
总资产周转率	0.70	0.32	0.28	0.26	长期股权投资	25582	27285	29416	31405
固定资产周转率	6.65	2.63	2.17	2.05	固定资产	8133	10939	13835	16253
					在建工程	3669	3175	2940	2699
					无形资产	3579	3842	4178	4490
					非流动资产合计	44857	49240	54450	59017
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>70846</b>	<b>87181</b>	<b>107531</b>	<b>126958</b>
净利润	24125	15018	15321	16785	短期借款	99	599	240	168
少数股东损益	6984	2526	2619	3079	应付票据及应付账款	2711	1465	4011	2724
非现金支出	755	1238	1595	1844	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-6898	-4129	-4626	-4895	其它流动负债	4745	4281	4503	5425
营运资金变动	-4668	3101	-2093	806	流动负债合计	7555	6345	8754	8317
<b>经营活动现金流</b>	<b>20298</b>	<b>17755</b>	<b>12816</b>	<b>17619</b>	长期借款	8263	8263	8263	8263
资产	-1716	-3920	-4673	-4422	其它长期负债	1960	1960	1960	1960
投资	-823	-1702	-2132	-1989	非流动负债合计	10224	10224	10224	10224
其他	3283	4556	5056	5316	<b>负债总计</b>	<b>17779</b>	<b>16569</b>	<b>18978</b>	<b>18541</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>744</b>	<b>-1066</b>	<b>-1749</b>	<b>-1094</b>	实收资本	1641	1641	1641	1641
债权募资	-12542	500	-359	-72	归属于母公司所有者权益	48494	63513	78834	95619
股权募资	11284	0	0	0	少数股东权益	4574	7100	9719	12798
其他	-9313	-427	-430	-421	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>70846</b>	<b>87181</b>	<b>107531</b>	<b>126958</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-10571</b>	<b>73</b>	<b>-789</b>	<b>-494</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>10524</b>	<b>16762</b>	<b>10278</b>	<b>16031</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

陈晓航 有色金属行业  
陈先龙 有色金属行业  
甘嘉尧 有色金属行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 神火股份,赤峰黄金,盛新锂能,紫金矿业,驰宏锌锗,华友钴业,洛阳钼业,山东黄金,盛达资源,银泰黄金

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	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%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。