

## 公司研究

## Q1 业绩环比降幅低于行业平均，单季度毛利率创历史新高

## ——天齐锂业（002466.SZ）2023年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布2023年一季报，2023年Q1公司实现营业收入114.49亿元，同比+117.77%，公司实现归母净利润48.75亿元，同比+46.49%，环比-40.1%，Q1业绩环比降幅低于行业平均值-53%。

**点评：**2023年Q1单季毛利率创历史新高。公司业绩同比高增主要系（1）公司锂化合物及衍生品和锂矿的销售均价较上年同期分别增加40.47%和245.09%；（2）根据彭博社预计，公司联营公司SQM 2023年第一季度业绩同比将大幅增长，对应增厚投资收益。2023年国内Q1碳酸锂进口均价约为67393美元/吨，同比+297.8%。

**2027年锂盐产能指引达到30万吨，行业龙头地位凸显：**截至2022年底，公司锂化工产品的建成年产能达到6.88万吨，另外，公司正在建设四川安居2万吨电池级碳酸锂项目，并计划重启奎纳纳工厂二期2.4万吨电池级氢氧化锂项目，将公司中期锂化工产品产能进一步提升至超11万吨/年，根据公司未来5年战略规划，2027年力争达到30万吨LCE产能。资源端泰利森锂精矿建成产能达162万吨/年，2025年至化学级3号加工厂投入运营后，规划产能将超过210万吨/年。未来格林布什还计划将建设化学级4号加工厂以进一步扩大锂精矿生产能力。

**工碳价格近23周首次上涨，2023年内下游产量仍保持环比增长。**根据WIND数据，截至2023年4月27日，工业级碳酸锂价格为13.84万元/吨，环比上周上涨1.98%，为近23周首次上涨。2023年3月国内磷酸铁锂动力电池和三元动力电池产量分别32892MWh和18226.8MWh，分别环比提升22.7%和25.2%，保持年内环比正增长。

**绑定头部电池企业，完善产业链下游新布局。**公司与中创新航签署《战略合作协议》，双方决定共同携手，就电芯及电池材料、新材料、锂盐、锂矿等领域开展共同投资、合作研发等多领域的合作；公司全资子公司天齐创锂与北京卫蓝签署《合作协议》，以共同出资设立合资公司，共同从事预锂化制造设备产品的研发、生产和销售等相关业务。

**盈利预测与评级：**鉴于近期碳酸锂价格和氢氧化锂价格下跌，我们下调盈利预测，预计2023-2025年EPS分别为12.52元/10.99元/11.59元，分别下调7.8%/7.7%/0.2%，对应2023-2025PE为6X/6X/6X。鉴于公司全球行业龙头地位及资本结构的逐步改善，我们维持“增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；行业供给侧产能过快释放；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险；海外运营风险；技术路径变化风险等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,663	40,449	36,180	34,757	36,306
营业收入增长率	136.56%	427.82%	-10.55%	-3.93%	4.46%
净利润（百万元）	2,079	24,125	20,548	18,041	19,018
净利润增长率	-213.37%	1060.47%	-14.82%	-12.20%	5.42%
EPS（元）	1.41	14.70	12.52	10.99	11.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.29%	49.75%	32.05%	23.09%	20.34%
P/E	51	5	6	6	6
P/B	8.2	2.4	1.8	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-4-28

## 增持（维持）

当前价：71.26元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

联系人：马俊

majun@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	16.41
总市值(亿元)	1169.53
一年最低/最高(元)	66.09/148.57
近3月换手率	111.29%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.15	-22.41	-0.19
绝对	-4.41	-26.51	2.56

资料来源：Wind

表 1：天齐锂业单季度主要财务指标 ( 亿元 )

单位：亿元	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
主营业务收入	14.47	15.22	37.91	52.57	90.38	103.50	158.03	114.49
同比增长率	-3%	178%	366%	481%	525%	580%	317%	118%
毛利	7.91	8.61	26.86	44.84	75.62	90.35	133.51	102.80
毛利率	54.66%	56.56%	70.85%	85.28%	83.67%	87.29%	84.48%	89.80%
销售费用	0.05	0.02	0.09	0.06	0.06	0.07	0.10	0.08
财务费用	3.93	7.24	2.12	2.43	3.28	-0.87	1.90	-0.81
管理费用	1.02	1.20	1.42	1.37	0.35	0.71	1.33	1.12
研发费用	0.02	0.07	0.04	0.06	0.06	0.07	0.08	0.08
期间费用率	34.68%	56.08%	9.69%	7.45%	4.15%	-0.01%	2.16%	0.41%
税前利润	6.05	6.84	28.19	50.51	96.35	105.00	147.15	117.56
归属母公司净利润	3.34	4.44	15.49	33.28	70.00	56.54	81.43	48.75
净利率	23.06%	29.18%	40.87%	63.30%	77.44%	54.62%	51.53%	42.58%
同比增长率	-35%	-209%	-312%	-1443%	1998%	1173%	426%	46%
扣非净利润	1.78	-1.41	14.56	28.34	64.47	56.39	81.39	48.36
期末净资产	72	168	182	225	289	469	531	557
年化 ROE	18.62%	10.57%	34.14%	59.16%	96.86%	48.23%	61.38%	34.98%
存货/销售收入	13.73%	14.94%	5.75%	5.28%	4.16%	5.15%	3.39%	6.89%
带息负债	300.1	211.2	210.3	184.7	169.1	72.0	87.1	90.3
货币资金	7.0	12.2	19.9	24.9	44.0	67.4	124.6	119.1
资产负债率	82.66%	60.59%	58.90%	51.85%	45.55%	25.53%	25.09%	25.73%
存货金额	7.9	9.1	8.7	11.1	15.0	21.3	21.4	31.6
自由现金流	0.8	3.9	3.6	36.4	28.4	42.2	78.7	42.1
最新总股本 ( 亿股 )	16.41	16.41	16.41	16.41	16.41	16.41	16.41	16.41
摊薄 EPS ( 元/股 )	0.203	0.271	0.944	2.028	4.265	3.445	4.962	2.970

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 2：锂行业 Q1 归母净利润以及同比环比 ( 亿元，% )

代码	上市公司	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	23 年 Q1 同比	23 年 Q1 环比
002466.SZ	天齐锂业	33.28	70.00	56.54	81.43	48.75	46.5%	-40.1%
002192.SZ	融捷股份	2.54	3.22	6.79	11.85	0.62	-75.6%	-94.8%
002460.SZ	赣锋锂业	35.25	37.28	75.41	57.09	23.97	-32.0%	-58.0%
002756.SZ	永兴材料	8.11	14.52	20.07	20.49	9.31	14.8%	-54.6%
002738.SZ	中矿资源	7.75	5.48	7.29	12.44	10.96	41.4%	-11.9%
000792.SZ	盐湖股份	34.97	56.61	29.25	34.82	22.25	-36.4%	-36.1%
000408.SZ	藏格矿业	8.14	15.82	17.69	14.89	9.21	13.1%	-38.2%
000762.SZ	西藏矿业	1.32	3.43	0.03	3.17	0.17	-86.8%	-94.5%
002497.SZ	雅化集团	10.22	12.40	12.82	9.94	5.93	-42.0%	-40.3%
002240.SZ	盛新锂能	10.70	19.49	13.31	12.03	4.64	-56.7%	-61.4%
	行业平均						-21.4%	-53.0%

资料来源：Wind、光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,663	40,449	36,180	34,757	36,306
营业成本	2,914	6,017	7,294	9,155	11,015
折旧和摊销	410	589	781	865	941
税金及附加	71	290	260	250	261
销售费用	20	29	26	25	26
管理费用	454	377	362	348	363
研发费用	19	27	24	23	24
财务费用	1,731	675	977	356	-34
投资收益	1,461	7,846	5,885	6,103	6,684
营业利润	3,989	39,911	33,180	30,721	31,357
利润总额	3,964	39,901	33,180	30,721	31,357
所得税	1,374	8,793	7,631	7,680	7,839
净利润	2,590	31,108	25,548	23,041	23,518
少数股东损益	511	6,984	5,000	5,000	4,500
归属母公司净利润	2,079	24,125	20,548	18,041	19,018
EPS(元)	1.41	14.70	12.52	10.99	11.59

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,094	20,298	21,622	10,966	17,319
净利润	2,079	24,125	20,548	18,041	19,018
折旧摊销	410	589	781	865	941
净营运资金增加	2,948	15,058	-2,337	6,772	887
其他	-3,343	-19,474	2,629	-14,711	-3,527
投资活动产生现金流	-138	744	4,517	4,935	5,541
净资本支出	-1,009	-1,716	-1,142	-1,142	-1,142
长期投资变化	873	-2,990	0	0	0
其他资产变化	-2	5,450	5,659	6,078	6,684
融资活动现金流	-1,132	-10,571	-4,202	-5,129	-3,042
股本变化	0	164	0	0	0
债务净变化	-9,582	-12,005	1,698	-729	571
无息负债变化	993	3,770	-396	-3,838	563
净现金流	784	10,524	21,936	10,773	19,819

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	62.0%	85.1%	79.8%	73.7%	69.7%
EBITDA 率	60.1%	84.9%	79.8%	74.4%	70.5%
EBIT 率	54.7%	83.4%	77.6%	71.9%	67.9%
税前净利润率	51.7%	98.6%	91.7%	88.4%	86.4%
归母净利润率	27.1%	59.6%	56.8%	51.9%	52.4%
ROA	5.9%	43.9%	27.5%	21.5%	18.3%
ROE (摊薄)	16.3%	49.7%	32.0%	23.1%	20.3%
经营性 ROIC	16.8%	77.6%	66.0%	47.1%	45.2%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	59%	25%	21%	14%	12%
流动比率	0.47	3.44	5.15	15.15	17.80
速动比率	0.41	3.16	4.87	14.70	17.33
归母权益/有息债务	0.62	5.75	6.33	8.31	9.37
有形资产/有息债务	1.98	7.79	8.64	10.85	12.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	44,165	70,846	92,773	107,204	128,209
货币资金	1,987	12,461	34,397	45,170	64,989
交易性金融资产	4	0	0	0	0
应收账款	648	7,377	6,560	6,812	7,116
应收票据	448	516	461	3,476	3,631
其他应收款 (合计)	181	81	75	713	745
存货	872	2,144	2,600	1,828	2,200
其他流动资产	2,311	3,333	3,200	3,156	3,204
流动资产合计	6,470	25,990	47,388	61,521	82,325
其他权益工具	696	1,953	1,953	1,953	1,953
长期股权投资	22,592	25,582	25,582	25,582	25,582
固定资产	4,031	8,133	8,783	9,276	9,630
在建工程	6,403	3,669	3,374	3,130	2,947
无形资产	3,096	3,579	3,650	3,572	3,500
商誉	416	416	416	416	416
其他非流动资产	93	77	79	79	79
非流动资产合计	37,695	44,857	45,385	45,683	45,884
总负债	26,014	17,779	19,081	14,514	15,648
短期借款	2,175	99	0	0	0
应付账款	910	2,526	3,061	2,289	2,754
应付票据	124	186	225	92	110
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	205	185	185	185	185
流动负债合计	13,760	7,555	9,199	4,061	4,624
长期借款	10,628	8,263	8,835	9,406	9,977
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	106	103	103	103	103
非流动负债合计	12,253	10,224	9,882	10,453	11,024
股东权益	18,152	53,068	73,692	92,689	112,560
股本	1,477	1,641	1,641	1,641	1,641
公积金	12,756	24,129	24,129	24,129	24,129
未分配利润	-722	23,038	38,662	52,660	68,030
归属母公司权益	12,761	48,494	64,119	78,116	93,487
少数股东权益	5,390	4,574	9,574	14,574	19,074

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.27%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
管理费用率	5.92%	0.93%	1.00%	1.00%	1.00%
财务费用率	22.59%	1.67%	2.70%	1.03%	-0.09%
研发费用率	0.25%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
所得税率	35%	22%	23%	25%	25%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.00	3.00	2.46	2.22	2.27
每股经营现金流	1.42	12.37	13.17	6.68	10.55
每股净资产	8.64	29.55	39.07	47.60	56.96
每股销售收入	5.19	24.65	22.04	21.18	22.12

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	51	5	6	6	6
PB	8.2	2.4	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	24.8	3.2	3.4	3.7	3.3
股息率	0.0%	4.2%	3.5%	3.1%	3.2%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

国投瑞银