

# 天齐锂业 (002466.SZ) 动力电池行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：171.41元

## 资源垄断利润加速释放，锂盐产能扩张提速

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	165.04
总市值(百万元)	44,818.40
年内股价最高最低(元)	176.65/37.80
沪深300指数	3174.90
深证成指	10151.76



### 相关报告

- 《锂价加速上涨，拥优质矿者得天下-动力电池行业报告》，2015.11.1
- 《拥矿为王，锂价上涨对盈利弹性加速释放-天齐锂业业绩点评》，2015.10.27

姚遥 分析师 SAC 执业编号：S1130512080001 (8621)60230214 yaoy@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号：S1130511030009 (8621)60230213 zhangshuai@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.504	0.948	6.840	9.329	12.100
每股净资产(元)	11.43	11.75	21.44	30.77	42.87
每股经营性现金流(元)	1.17	2.52	9.77	11.58	14.63
市盈率(倍)	80.09	180.82	25.06	18.37	14.17
行业优化市盈率(倍)	48.26	124.27	115.84	115.84	115.84
净利润增长率(%)	N/A	89.93%	621.52%	36.39%	29.70%
净资产收益率(%)	4.41%	8.07%	31.90%	30.32%	28.23%
总股本(百万股)	258.76	261.47	261.47	261.47	261.47

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 天齐锂业 2015 年收入 18.7 亿元，同比增长 31%，净利润 2.48 亿元，同比增长 90%；2016 年一季度收入 7.54 亿元，同比增长 111%，净利润 2.84 亿元，同比增长 855%（环比增 52%）。符合业绩预告范围，符合市场预期。
- 此外，公司公告拟启动锂产品扩能项目一期“年产 2 万吨电池级氢氧化锂”的可行性分析，预计项目总投资不超过 16 亿元人民币

### 经营分析

- 锂产品涨价对净利润的巨大弹性加速释放：**电池级碳酸锂价格 2015 全年上涨近 200%，年初以来又上涨了近 40%，由于公司拥有稳定的自有矿源供应，涨价充分体现为盈利弹性，公司综合毛利率由 2014 年 32% 提升至 2015 年 47%，2016Q1 进一步上升至 70%，净利率则体现了更大的弹性；
- 我们判断年内锂价维持目前高位是大概率事件，随着公司前期低价订单陆续执行完毕、以及江苏工厂锂盐产能爬坡逐步释放，盈利弹性将加速释放。
- 公司在全球优质锂资源布局和电池级锂盐加工领域的绝对龙头地位稳固：**
- 公司在 2014 年通过收购控股泰利森掌握了目前全球最大最优质最成熟的固体锂矿资源——格林布什锂辉石矿，在 2015 年又通过并购银河锂业江苏工厂具备了全球最大的电池级碳酸锂产能（锂盐总产能 3.4 万吨），已经稳坐全球优质锂资源和电池级锂盐加工领域的绝对龙头地位。
- 中期看，锂资源及其加工产业仍然是整个新能源汽车产业链中壁垒最高、竞争格局最优的环节：**
- 与传统有色金属业不同，锂产业具有需求持续快速增长、资源品质差异大、新增供给释放缓慢的独有特点，因此，尽管新能源汽车产业链中下游的锂电池及材料环节可能因需求增速放缓和新增产能集中释放而出现短期的结构性产能过剩，但上游优质锂资源及其加工环节仍将维持相对最高的景气度；
- 随着锂价的暴涨，全球锂资源开发热潮再起，然而目前已知的开发中项目，无一具有格林布什矿的高品质，且产能释放进度缓慢（我们预计，除格林布什产能进一步爬坡外，2016 年全球新增锂资源供给不超过 10%）；
- 此外，在产业链利润加速向高度集中的优质锂资源开采环节汇聚的背景下，中游的锂盐加工环节将不可避免地面临整合和代工化的命运；公司本次计划启动的 2 万吨氢氧化锂扩能项目无疑是对这一产业发展趋势的有力佐证。

### 盈利调整与投资建议

- 我们预测公司 2016~2018 年 EPS 分别为 6.84, 9.33, 12.1 元，公司目前股价对应 25 倍 2016PE，维持“买入”评级。

图表 1: 分产品销售预测

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>锂矿 (外销收入)</b>						
收入 (百万元)		920	861	1,117	1,317	1,538
YoY			-6%	30%	18%	17%
毛利率		42.35%	56.81%	65.80%	69.06%	69.06%
<b>锂盐</b>						
平均售价 (元/吨)	34,731	36,943	44,702	116,226	127,848	134,241
销售数量 (吨)	8,604	13,164	22,176	28,829	33,154	39,785
销售收入 (百万元)	299	486	991	3,351	4,239	5,341
YoY	4.70%	62.75%	104%	238.00%	26.50%	26.00%
毛利率	16.13%	10.99%	37.62%	74.81%	77.10%	78.19%
收入合计 (百万元)	<b>413</b>	<b>1,407</b>	<b>1,852</b>	<b>4,467</b>	<b>5,555</b>	<b>6,878</b>
YOY	5%	240%	32%	141%	24%	24%
综合毛利率	<b>15.01%</b>	<b>31.51%</b>	<b>46.54%</b>	<b>72.56%</b>	<b>75.19%</b>	<b>76.15%</b>

来源: 国金证券研究所

图表2：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	415	1,422	1,867	4,467	5,555	6,878
增长率		242.8%	31.2%	139.3%	24.4%	23.8%
主营业务成本	-353	-964	-991	-1,226	-1,378	-1,641
%销售收入	85.1%	67.8%	53.1%	27.4%	24.8%	23.9%
毛利	62	458	876	3,241	4,177	5,238
%销售收入	14.9%	32.2%	46.9%	72.6%	75.2%	76.1%
营业税金及附加	-1	-2	-7	-16	-19	-24
%销售收入	0.2%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-10	-21	-30	-63	-78	-96
%销售收入	2.4%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-138	-113	-172	-313	-378	-447
%销售收入	33.2%	8.0%	9.2%	7.0%	6.8%	6.5%
息税折旧摊销前利润 (EBIT)	-87	322	667	2,851	3,702	4,670
%销售收入	na	22.6%	35.7%	63.8%	66.6%	67.9%
财务费用	-27	-19	-99	-119	-95	-95
%销售收入	6.6%	1.3%	5.3%	2.7%	1.7%	1.4%
资产减值损失	-36	-13	-61	-39	-32	-33
公允价值变动收益	0	1	2	0	0	0
投资收益	1	2	6	5	5	5
%税前利润	-0.6%	0.7%	1.1%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	-149	293	515	2,698	3,580	4,548
营业利润率	na	20.6%	27.6%	60.4%	64.4%	66.1%
营业外收支	10	34	-1	0	0	0
税前利润	-139	328	513	2,698	3,580	4,548
利润率	na	23.0%	27.5%	60.4%	64.4%	66.1%
所得税	7	-46	-87	-674	-859	-1,046
所得税率	na	14.1%	17.0%	25.0%	24.0%	23.0%
净利润	-132	282	426	2,023	2,721	3,502
少数股东损益	0	151	178	235	282	338
归属于母公司的净利润	-132	131	248	1,788	2,439	3,164
净利率	na	9.2%	13.3%	40.0%	43.9%	46.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-132	282	426	2,023	2,721	3,502
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	64	134	228	240	263	293
非经营收益	19	66	7	140	90	90
营运资金变动	-78	-249	-74	151	-45	-60
经营活动现金净流	-128	233	586	2,554	3,029	3,825
资本开支	-55	-85	-105	235	-309	-310
投资	-336	-2,963	-454	-1	0	0
其他	0	-70	-11	5	5	5
投资活动现金净流	-390	-3,118	-571	239	-304	-305
股权募资	0	3,037	84	0	0	0
债权募资	100	-108	1,061	-1,019	0	0
其他	-33	-349	-1,123	626	-95	-95
筹资活动现金净流	67	2,581	22	-392	-95	-95
现金净流量	-451	-304	37	2,401	2,630	3,426

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	48	436	576	2,977	5,607	9,032
应收款项	132	330	614	869	1,081	1,338
存货	323	511	400	504	566	674
其他流动资产	33	128	121	22	24	28
流动资产	536	1,405	1,711	4,372	7,278	11,073
%总资产	31.9%	22.9%	22.8%	46.0%	58.5%	68.1%
长期投资	85	548	535	506	475	445
固定资产	555	1,212	1,735	1,965	2,073	2,151
%总资产	33.1%	19.8%	23.1%	20.7%	16.7%	13.2%
无形资产	138	2,779	3,085	2,649	2,620	2,591
非流动资产	1,143	4,724	5,806	5,122	5,170	5,189
%总资产	68.1%	77.1%	77.2%	54.0%	41.5%	31.9%
资产总计	1,679	6,129	7,516	9,493	12,448	16,262
短期借款	400	681	868	0	0	0
应付款项	96	270	487	587	680	818
其他流动负债	111	170	290	610	749	924
流动负债	607	1,121	1,645	1,196	1,430	1,742
长期贷款	176	2	1,457	1,457	1,457	1,457
其他长期负债	31	261	343	0	0	0
负债	814	1,384	3,444	2,653	2,886	3,199
普通股股东权益	865	2,957	3,072	5,606	8,045	11,209
少数股东权益	0	1,787	1,000	1,235	1,516	1,855
负债股东权益合计	1,679	6,129	7,516	9,493	12,448	16,262

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	-0.900	0.504	0.948	6.840	9.329	12.100
每股净资产	5.888	11.428	11.751	21.440	30.768	42.868
每股经营现金净流	-0.872	1.168	2.522	9.769	11.584	14.630
每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-15.29%	4.41%	8.07%	31.90%	30.32%	28.23%
总资产收益率	-7.88%	2.13%	3.30%	18.84%	19.59%	19.45%
投入资本收益率	-5.75%	4.99%	8.40%	25.77%	25.54%	24.77%
增长率						
主营业务收入增长率	4.57%	242.76%	31.25%	139.29%	24.35%	23.82%
EBIT增长率	NA	-469.91%	107.19%	327.27%	29.88%	26.15%
净利润增长率	NA	NA	89.93%	621.52%	36.39%	29.70%
总资产增长率	7.04%	265.00%	22.64%	26.30%	31.12%	30.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.1	25.5	19.1	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	287.3	157.9	167.9	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	58.6	34.8	45.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	377.8	263.3	306.6	138.6	117.9	98.8
偿债能力						
净负债/股东权益	61.00%	5.22%	42.90%	-22.25%	-43.42%	-58.01%
EBIT利息保障倍数	-3.2	16.8	6.7	24.0	39.1	49.3
资产负债率	48.45%	22.58%	45.82%	27.95%	23.19%	19.67%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-10-27	买入	75.58	N/A

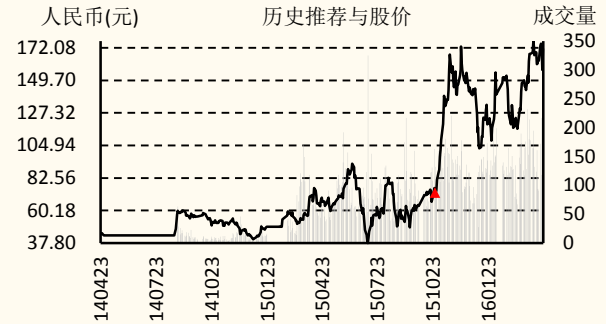
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD