

天齐锂业 (002466)

业绩猛增，上游稀缺标的长期受益 买入 (首次)

2017年03月30日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

0512-62938661

投资要点:

- **业绩增长超5倍，毛利率显著提升:** 公司发布2016年年报，实现营业收入39.05亿元，同比增长109.15%，净利润15.12亿元，同比增长510.03%，基本每股收益1.54元。其中，第4季度实现收入11.34亿元，同比增长102.5%，净利润3.09亿元，同比增长65.24%。另外，公司公布2016年权益分派方案，每10股派1.8元，合计派息1.79亿元。

其中，锂化工产品实现营业收入28.25亿元，同比增长184.94%，毛利率达到74.38%，同比提升36.76个百分点；锂精矿销售业务收入10.61亿元，同比增长23.26%，毛利率62.57%，同比提升5.76个百分点。

公司明确了2017年经营计划，首先公司计划力争启动研究院建设，推进质量精细化管理；其次，2017年力争使张家港工厂达到1.7万吨的设计产能，并对射洪工厂持续进行自动化改造，以提高生产效率；此外，公司将保持并巩固在锂电材料行业的市场地位，启动西澳2.4万吨氢氧化锂产品的市场拓展规划。

- **锂化工产品量价齐升，积极拓展产能建设:** 受新能源汽车市场增长的带动，公司锂化工产品量价齐升，业务毛利率大幅提升，占公司营收比重进一步提升到72.34%。

1) 公司与下游厂商中的领先企业建立长期稳定的战略合作关系，2016年碳酸锂销量同比增长31.46%；

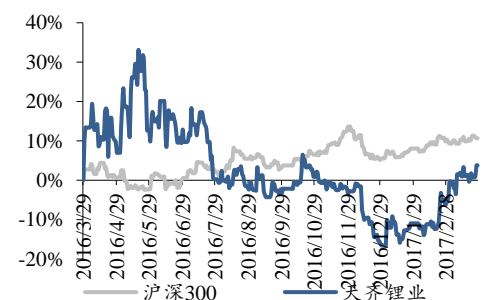
2) 受供需矛盾影响，产品销售价格较2015年度大幅增长，其中碳酸锂均价增加了147.02%，氢氧化锂均价增加了178.26%；

3) 公司已拥有超过3万吨的锂产品精深加工规模，同时顺利启动澳洲年产能规模达2.4万吨的电池级单水氢氧化锂项目；

- **精矿供给稳定，销售稳步增加:** 子公司泰利森是全球最大的锂精矿供应商，其稀缺性、产能优势为，子公司成都天齐也致力于技术级精矿大中华地区的业务拓展。2016年化学级锂精矿的需求大幅增加，销量达19.8万吨，同比增长22.89%；此外工业级碳酸锂价格上涨，使得部分玻璃陶瓷企业使用技术级锂精矿替代，后者销量增长20.58%，达11.56万吨。

- **产业链优势明显，受益新能源汽车行业发展迅速:** 2016年我国新能源汽车生产51.7万辆，同比增长36%，我们预计2017年有望达到75万辆以上，同比增长45%，将明显拉动对上游锂的需求。根据我们的测算，虽然2017年全球碳酸锂供需基本平衡，但国内碳酸锂仍然短缺，价格将居高不下，而公司拥有国内最多的碳酸锂产能，且具有龙头定价权；另外，随着高镍三元电池的普及，国内氢氧化锂的需求将显著提升，而氢氧化锂主要通过矿石提锂制备，公司控制着全球最大的锂矿资源，且在西澳新建氢氧化锂产能，具有前瞻性。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	40.35
一年最低/最高价	41.00/31.20
市净率 (倍)	8.7393
流通市值 (百万)	39779.33

基础数据

每股净资产 (元)	4.87
资本负债率 (%)	40.92%
总股本 (万元股)	944.4222
流通 A 股 (百万股)	985.8570

相关研究

- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 20.22、23.37、31.41 亿元，对应 EPS 分别为 2.03 元、2.35、3.16 元，业绩增速达 33.74%、15.58%、34.38%，对应 PE 分别为 19.84 倍、17.17、12.77 倍。给予公司 2017 年 25 倍 PE，对应目标价 50.75 元。首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**布局存在试错风险，推进或不达预期。

一、国内碳酸锂供给放量有限，关注氢氧化锂

碳酸锂：国内盐湖提锂产能释放较慢，仅青海产量有小幅增长；因锂矿紧缺，多数国内矿石提锂企业较难生存，产量增长主要来自于天齐锂业和赣锋锂业，总体供给依然有限。

图表 1：国内碳酸锂产能及供需情况

	相关公司	2015 年产量	现有产能	新增产能	2016 年产量	2017 年产量	2018 年产量
国内盐湖提锂	赣锋锂业	6,000	7,000	0	7,000	7,000	7,000
	西藏矿业	2,113	8,000	5,000	2,850	3,500	5,000
	西部矿业	3,000	10,000	0	5,000	7,000	8,000
	盐湖股份	3,705	10,000	30,000	5,000	7,000	9,000
	西藏城投	0	5000 (一期)	10000 (二期)	0	1,000	3,000
国内矿石提锂	天齐锂业	15,000	27,000		22,500	26,000	27,000
	赣锋锂业	0	6,000	17,500	0	3,000	8,000
	江特电机	200	2,000	6,000	1,500	4,000	6,000
	众和股份	2,000	12,000		5,000	7,000	9,000
	融捷股份	0	0	10,000	0	2,000	4,000
	其他	32,500			33,000	33,000	33,500
国内产量小计		65,518			82,850	100,500	119,500
国外碳酸锂	SQM	38,700	48,000		36,000	38,500	39,000
	FMC	18,000	32000 (所有锂盐)		18,000	18,000	18,000
	雅宝	25,000	53000 (所有锂盐)		25,000	25,000	32,000
	Orocobre	1,726	15,000		7,000	9,000	11,000
	RB Enery	1,500	17,500		2,000	3,500	5,000
	Nemaska Lithium	0	10,000		0	1,000	2,000
	其他	17,000			17,000	17,000	17,000
国外产量小计		101,926			105,000	112,000	124,000

资料来源：东吴证券研究所

氢氧化锂：国内氢氧化锂产能非常集中，天齐锂业已有 5000 吨，将建 2.4 万吨，赣锋锂业已有 1.5 万吨，将建 2 万吨，目前基本都是供应海外锂电企业。

供需方面，国内碳酸锂仍然供不应求，全球逐步进入供需平衡，但 2017 年供需仍偏紧；另外，因高镍锂电中普遍采用氢氧化锂作为原材料，全球需求量将明显提升，后续应重点关注。

锂环节投资价值较好：兼具中期的成长性和估值低的优点，龙头企业具有资源壁垒优势，关注天齐锂业、赣锋锂业。

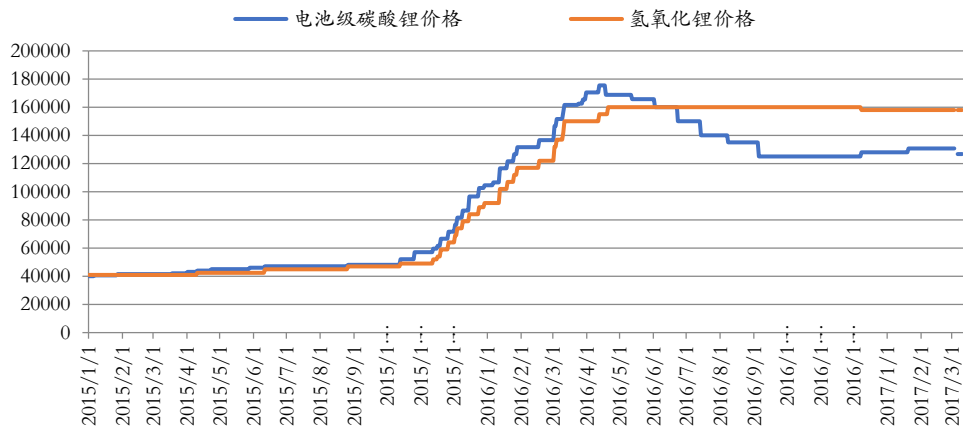
图表 2：国内碳酸锂产能及供需情况

	相关公司	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
国内 碳酸锂 供需	新能源汽车(万辆)	37.90	51.7	74.9	103.1	143.1	199.9
	动力电池(GWh)	15.89	29.37	37.82	49.53	67.26	94.08
	电池总计(GWh)	45.69	62.78	76.23	94.75	122.12	160.94
	电池级碳酸锂(万吨)	3.39	4.49	5.37	6.53	8.14	10.26
	工业级碳酸锂(万吨)	4.51	4.87	5.26	5.68	6.13	6.62
	碳酸锂合计(万吨)	7.90	9.36	10.63	12.21	14.27	16.88
	国内产量(万吨)	6.55	8.29	10.05	11.95	14.05	16.75
	国内供需缺口(万吨)	-1.35	-1.07	-0.58	-0.26	-0.22	-0.13
全球 碳酸锂 供需	新能源汽车(万辆)	54.90	75.00	108.00	150.00	210.00	300.00
	动力电池(GWh)	24.71	36.00	54.00	76.50	109.20	159.00
	电池总计(GWh)	86.71	103.00	129.24	161.22	204.84	267.27
	电池级碳酸锂(万吨)	5.99	6.93	8.34	9.81	11.84	14.32
	工业级碳酸锂(万吨)	11.01	11.89	12.85	13.87	14.98	16.18
	碳酸锂合计(万吨)	17.00	18.83	21.19	23.68	26.82	30.50
	全球产量(万吨)	16.74	18.79	21.25	24.35	27.55	31.35
	全球供需缺口(万吨)	-0.26	-0.04	0.06	0.67	0.73	0.85

资料来源：东吴证券研究所

价格：去年底起锂价坚挺，海外也涨到了10万，碳酸锂维持在13万元/吨，氢氧化锂在16万元/吨。

图表3：碳酸锂及氢氧化锂价格走势（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

二、全球资源霸主，深耕产业链上游

1、锂资源储量

天齐锂业通过收购泰利森一举成为全球锂资源霸主，并且深耕上游锂矿及锂产品，具备话语权和定价权，目前所拥有锂资源量如下：

泰利森（控股），拥有位于西澳的格林布什锂辉石矿，总资源量为12,060万吨，锂矿储量合计为6,150万吨，折合碳酸锂当量430万吨，目前泰利森锂精矿产能为70万吨/年，折合碳酸锂近10万吨/年，2019年扩产到134万吨/年；

盛合锂业（全资），拥有四川省甘孜州雅江县措拉锂辉石矿采矿权，该矿区查明的矿石量1,971.4万吨，氧化锂255,744吨，氧化锂平均品位1.3%，折合碳酸锂63.24万吨；

日喀则扎布耶（参股20%），拥有扎布耶盐湖，该盐湖属富锂碳酸型盐湖，锂资源量183万吨（以碳酸锂计），镁锂比为0.02，是国内资源禀赋最好的盐湖锂资源；

收购SQM股权事宜未完成，Pampa出单方面终止。

2、产能情况

图表4：天齐锂业各产品的产能产量情况

产品	产能	2016年产量	新产能	目前单价
碳酸锂				
氢氧化锂				

①锂精矿（泰利森）	70 万吨	50 万吨	扩产到 134 万吨，预计 2019 年二季度投产	澳洲 600 多美金/吨
②碳酸锂				国内 13 万/吨
射洪基地	1 万吨	1 万吨		
张家港基地	1.7 万吨	1.4~1.5 万吨		
③氢氧化锂	5000 吨	3000 吨	澳洲 2.4 万吨项目，预计 2018 年 10 月投产	国内 15.8 万/吨
④金属锂	600 吨	未知		80-90 万/吨

资料来源：东吴证券研究所

目前国内锂价稳定向好，国内外价格区间在不断缩小，当前均价比 16 年一季度高一些；

虽然 2017 年全球碳酸锂供需基本平衡，但国内碳酸锂仍然短缺，价格将居高不下，而公司拥有国内最多的碳酸锂产能，具有龙头定价权，预计业绩继续保持高增长；

随着高镍三元电池的普及，国内氢氧化锂的需求将显著提升，而氢氧化锂主要通过矿石提锂制备，公司控制着全球最大的锂矿资源，而在新建氢氧化锂产能，具有前瞻性。

图表 5: 天齐锂业三大财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3914.14	4388.84	5864.53	9165.56	营业收入	3904.56	4872.00	5480.00	7430.00
现金	1502.28	1846.13	2931.62	5131.08	营业成本	1122.65	1651.94	2070.45	3046.30
应收账款	208.91	243.60	274.00	371.50	营业税金及附加	43.63	48.72	54.80	74.30
其它应收款	24.11	24.61	30.19	44.11	营业费用	35.89	38.98	43.84	55.73
预付账款	39.98	32.12	29.67	33.92	管理费用	197.98	224.11	252.08	297.20
存货	470.81	677.30	828.18	1188.06	财务费用	95.51	100.44	26.74	-15.48
其他	1668.06	1565.08	1770.88	2396.88	资产减值损失	265.84	100.00	15.00	5.00
非流动资产	7291.80	6686.20	7300.81	7778.04	公允价值变动收益	2.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	556.03	556.03	556.03	556.03	投资净收益	71.32	80.00	100.00	120.00
固定资产	1480.24	1588.88	1758.73	1981.69	营业利润	2216.56	2787.81	3117.09	4086.95
无形资产	2854.61	2965.12	3077.03	3188.60	营业外收入	16.50	20.00	30.00	40.00
其他	2400.93	1576.17	1909.02	2051.72	营业外支出	74.37	10.00	15.00	20.00
资产总计	11205.93	11075.04	13165.34	16943.60	利润总额	2158.69	2797.81	3132.09	4106.95
流动负债	2968.78	1449.95	1653.81	2345.87	所得税	372.13	475.63	469.81	616.04
短期借款	1363.69	0.00	0.00	0.00	净利润	1786.56	2322.19	2662.28	3490.91
应付账款	226.20	389.76	493.20	743.00	少数股东损益	274.51	300.00	325.00	350.00
其他	1378.89	1060.19	1160.61	1602.87	归属母公司净利润	1512.05	2022.19	2337.28	3140.91
非流动负债	2442.63	1605.91	1009.06	783.35	EBITDA	2483.35	3051.03	3338.30	4303.73
长期借款	1335.86	1035.86	335.86	0.01	EPS (摊薄)	1.52	2.03	2.35	3.16
其他	1106.78	570.05	673.21	783.35					
负债合计	5411.41	3055.86	2662.87	3129.22	主要财务比率				
少数股东权益	1203.21	1503.21	1828.21	2178.21	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	4591.31	6515.98	8674.26	11636.17	成长能力				
负债和股东权益	11205.93	11075.04	13165.34	16943.60	营业收入增长率	109.15%	24.78%	12.48%	35.58%
					营业利润增长率	330.81%	25.77%	11.81%	31.11%
					归属于母公司净利润增长率	510.03%	33.74%	15.58%	34.38%
					获利能力				
					毛利率	71.25%	66.09%	62.22%	59.00%
现金流量表					净利率	45.76%	47.66%	48.58%	46.98%
单位: 百万元					ROE	30.65%	29.28%	25.24%	25.83%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	25.37%	31.19%	29.22%	29.35%
经营活动现金流	1776.37	2222.00	2587.90	3189.68	偿债能力				
净利润	1786.56	2322.19	2662.28	3490.91	资产负债率	48.29%	27.59%	20.23%	18.47%
折旧摊销	199.92	172.26	201.39	241.98	净负债比率	52.54%	37.17%	16.55%	3.71%
财务费用	95.51	100.44	26.74	-15.48	流动比率	1.32	3.03	3.55	3.91
投资损失	-71.32	-80.00	-100.00	-120.00	速动比率	1.16	2.56	3.05	3.40
营运资金变动	-551.91	-212.33	-47.39	-56.23	营运能力				
其它	317.60	-80.56	-155.11	-351.50	总资产周转率	0.42	0.44	0.45	0.49
投资活动现金流	-2054.41	433.10	-669.78	-591.97	应收账款周转率	32.36	21.53	21.17	23.02
资本支出	-262.19	-250.76	-499.49	-400.08	应付账款周转率	6.26	5.36	4.69	4.93
长期投资	1805.44	725.82	-120.80	-161.41	每股指标 (元)				
其他	-3597.66	-41.96	-49.49	-30.48	每股收益(最新摊薄)	1.52	2.03	2.35	3.16
筹资活动现金流	1113.76	-2311.24	-832.64	-398.24	每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	2.23	2.60	3.21
短期借款	566.44	-1363.69	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	4.62	6.55	8.72	11.70
长期借款	-120.82	-300.00	-700.00	-335.85	估值比率				
其他	668.15	-647.54	-132.64	-62.39	P/E	26.54	19.84	17.17	12.77
现金净增加额	835.72	343.86	1085.48	2199.47	P/B	8.74	6.16	4.63	3.45
					EV/EBITDA	4.53	13.41	11.82	8.67

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

