

天齐锂业 (002466.SZ)

产能扩张正当时

核心观点:

● 全球最大锂辉石供应商，继续扩产稳龙头

子公司泰利森（持股 51%）是全球最大锂辉石供应商，19 年将扩产至 134 万吨/年，稳固资源龙头地位。泰利森旗下格林布什锂矿储量大、品位高，现有锂精矿产能 74 万吨/年，2015 年占全球锂资源供应量 32%。目前公司已批准扩产项目，预计 2019 年第二季度开始试生产。扩产后公司将保持全球锂资源最大供应方，稳固资源龙头地位。

● 并购、技改、扩产齐发力，产量提升增利润

并购、技改、扩产同步发力：公司 17 年将收购昆瑜锂业年产能 600 吨金属锂资产；张家港基地技改完成后，17 年碳酸锂有效产能将从 1.1 万吨提升至 1.7 万吨；澳洲新建 2.4 万吨单水氢氧化锂项目有序推进中，预计 18 年完成。随着张家港基地技改和收购昆瑜锂业完成，公司 17 年锂盐产量有望提升，利润将增厚。

● 锂盐供需紧平衡，价格上行持续受益

需求方面，补贴政策落地，补贴目录重新确定，预计 17 年新能源汽车销量在 70 万辆左右（同比增长 38%），受下游拉动，碳酸锂需求依然强劲。供给方面，国内外多家企业均有扩产，但新增生产线需要调整，产量完全释放并对市场产生影响需要一个过程。电池级碳酸锂价格目前在 13 万元/吨，预计 17 年上半年供需紧平衡，未来锂盐价格或稳中有升，公司将持续受益。

● 维持“买入”评级

预计公司 17-19 年每股收益分别为 2.38、3.07、5.90 元，对应 PE 为 17 倍、13 倍、7 倍，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

新能源补贴政策低于预期；新项目建设低于预期；碳酸锂价格大幅下降。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1866.88	3904.56	5356.23	6941.57	11673.64
增长率(%)	31.25%	109.15%	37.18%	29.60%	68.17%
EBITDA(百万元)	834.02	2704.33	3663.34	4804.31	9072.34
净利润(百万元)	247.86	1512.05	2363.36	3057.14	5862.45
增长率(%)	89.93%	510.03%	56.30%	29.36%	91.76%
EPS(元/股)	0.95	1.52	2.38	3.07	5.90
市盈率(P/E)	148.48	21.34	17.26	13.35	6.96
市净率(P/B)	9.43	5.99	5.26	3.77	2.45
EV/EBITDA	46.22	12.65	11.15	8.06	3.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	50.80 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-14

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	994/986
流通 A 股市值(百万元)	50,517
每股净资产(元)	4.62
资产负债率(%)	48.29
一年内最高/最低(元)	197.00/32.38

相对市场表现



分析师： 巨国贤 S0260512050006

0755-82535901

juguoxian@gf.com.cn

分析师： 赵鑫 S0260515090002

02160759794

gzzhaoxin@gf.com.cn

相关研究:

广发有色新材料：天齐锂业 2017-03-28

(002466.SZ)：16 年量价齐

升，盈利增 5 倍

广发有色新材料：天齐锂业 2017-03-16

(002466.SZ)：泰利森计划

19 年产能大幅扩至 134 万吨

联系人： 姜永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

宫帅 010-59136627

gongshuai@gf.com.cn

目录索引

最大锂辉石供应商，扩产稳固龙头	3
三力齐发，锂盐产量持续提升	3
锂盐供需紧平衡，价格或将上行	4

图表索引

图 1：锂盐价格走势对比	4
表 1：公司锂资源情况	3
表 2：公司产能产量及扩产情况	3

最大锂辉石供应商，扩产稳固龙头

掌握全球最大锂辉石供应基地。公司现有4处锂资源，其中泰利森旗下格林布什锂矿储量550万吨、品位2.4%，现有锂精矿产能74万吨/年，2015年占全球锂资源供应量32%，为全球最大锂辉石供应基地。

泰利森扩产，稳固龙头。日前，公司同意泰利森启动“化学级锂精矿扩产项目”的建设工作，主要为建造第二个大型化学级锂精矿生产设施。本次扩产后产能将增至134万吨，折合碳酸锂当量约18万吨。项目预计2019年第二季度竣工，开始试生产。其他资源巨头除FMC新增产能折碳酸锂当量8000吨之外，其他均未有较大扩产计划，本次扩产后泰利森保持全球锂资源最大供应方地位。

表1：公司锂资源情况

	权益	公司	资源	储量 (万吨)	权益储量 (万吨)	品位	设计产能
资源	100%	盛合锂业	雅江县措拉	63	63	1.30%	
	51%	文菲尔德	泰利森	550	255	2.40%	74 万吨
	20%	扎布耶	扎布耶	183	36.6	镁锂比 0.2	
	2.10%	SQM	Atacama	3168	66.5	0.15%	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

三力齐发，锂盐产量持续提升

并购、技改、扩产同步发力，锂盐产量持续提升，将增厚公司利润。16年公司锂盐产量合计达2.69万吨。其中，约有2万吨为碳酸锂和氢氧化锂，其余为氯化锂，射洪基地5000吨氢氧化锂产能接近满产。产量方面，17年的增量主要来自两点：一是并购昆瑜锂业，增加400-600吨金属锂产量；二是张家港完成技改，产能由1.1万吨增加至1.7万吨。此外，子公司天齐澳洲投资的2.4万吨氢氧化锂项目也在积极推进，预计18年年底完成。三力齐发，公司17年利润将明显增厚。

表2：公司产能产量及扩产情况

产品	产能 (吨)	产量			扩产情况
		2014	2015	2016	
碳酸锂	27500				张家港完成技改，产能由 1.1 万吨增至 1.7 万吨
氢氧化锂	6500		锂盐合计	锂盐合计	天齐澳洲 2.4 万吨项目积极推进，预计 18 年完成
无水氯化锂	3000		16974	26933	
金属锂	200				17 年将并购昆瑜锂业，增加 400-600 吨金属锂产量
锂精矿	74 万吨		437956	493813	

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

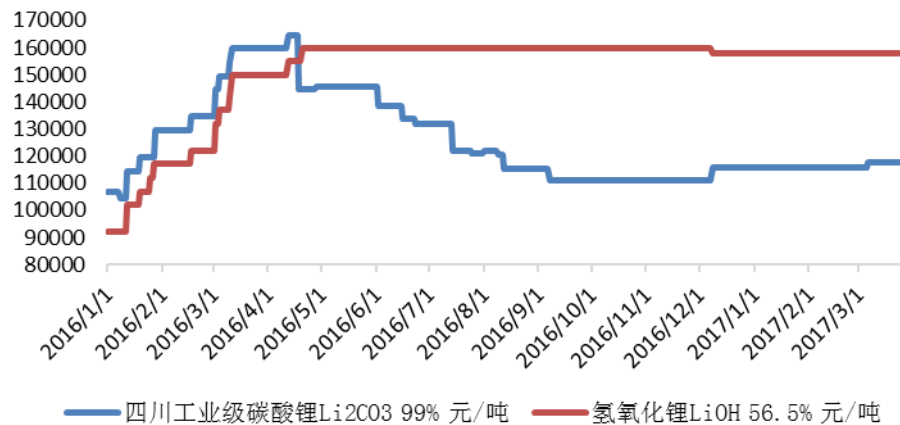
锂盐供需紧平衡，价格或将上行

受下游新能源汽车拉动，需求强劲，扩产产量释放需要过程。需求方面，政策调整完成后，新能源汽车销售逐步回暖，预计17年新能源汽车销量在70万辆左右。受下游需求拉动，碳酸锂需求依然强劲。供给方面，国内许多企业都有扩产计划，但新增生产线需要调整，产量完全释放并对市场产生影响需要一个过程，具体产量还要视各厂家具体的生产情况而定。

供给维持紧平衡，价格或上行。根据我们测算，2017年全球碳酸锂需求为22.78万吨左右，其中动力电池5.38万吨，消费电池6.4万吨，传统行业11万吨；2017年碳酸锂行业的供给总量约为24万吨，包括矿石提锂9.5万吨左右，加上国内盐湖2.5万吨以及国外盐湖12万吨，略高于需求22.48万吨。

考虑到企业实际扩产进展可能不及预期，新增生产线需要调整，产量完全释放并对市场产生影响需要一个过程，预计17年上半年碳酸锂行业维持紧平衡局面，价格中短期看涨。

图1：锂盐价格走势对比



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

盈利预测

预计公司17-19年每股收益分别为2.38、3.07、5.90元，对应PE为17倍、13倍、7倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

新能源补贴政策低于预期；新项目建设低于预期；碳酸锂价格大幅下降。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019
流动资产	1,711	3,914	4,998	7,753	14,416
货币资金	576	1,502	1,678	3,535	7,944
应收及预付	631	1,491	2,511	3,253	5,435
存货	400	471	671	842	926
其他流动资产	104	450	137	125	111
非流动资产	5,806	7,292	7,540	7,924	8,197
长期股权投资	528	556	556	556	556
固定资产	1,568	1,480	2,080	2,280	2,440
在建工程	167	357	310	418	473
无形资产	3,085	3,271	3,311	3,424	3,501
其他长期资产	458	1,628	1,283	1,246	1,227
资产总计	7,516	11,206	12,538	15,677	22,613
流动负债	1,645	2,969	1,723	1,384	1,664
短期借款	797	1,364	67	0	0
应付及预收	771	950	1,141	1,075	1,509
其他流动负债	77	655	515	310	155
非流动负债	1,797	2,439	1,493	1,444	1,338
长期借款	1,457	1,336	539	539	539
应付债券	0	598	598	598	598
其他非流动负债	340	505	356	307	200
负债合计	3,442	5,408	3,217	2,829	3,002
股本	261	994	994	994	994
资本公积	3,318	2,641	2,641	2,641	2,641
留存收益	322	1,755	4,119	7,176	13,038
归属母公司股东权	3,074	4,595	6,695	8,947	11,339
少数股东权益	1,000	1,203	1,566	2,036	2,937
负债和股东权益	7,516	11,206	12,538	15,677	22,613

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1867	3905	5356	6942	11674
营业成本	991	1123	1361	1707	1878
营业税金及附加	7	44	11	14	23
销售费用	30	36	54	69	117
管理费用	172	198	268	347	584
财务费用	99	96	144	96	94
资产减值损失	61	266	18	42	65
公允价值变动收益	2	2	0	0	0
投资净收益	6	71	23	18	22
营业利润	515	2217	3525	4684	8936
营业外收入	7	16	12	14	13
营业外支出	9	74	42	58	50
利润总额	513	2159	3496	4641	8899
所得税	87	372	769	1114	2136
净利润	426	1787	2727	3527	6763
少数股东损益	178	275	363	470	901
归属母公司净利润	248	1512	2363	3057	5862
EBITDA	834	2704	3663	4804	9072
EPS (元)	0.95	1.52	2.38	3.07	5.90

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	660	1,776	1,702	2,741	5,069
净利润	426	1,787	2,727	3,527	6,763
折旧摊销	167	200	0	0	0
营运资金变动	-74	-552	-1,228	-964	-1,819
其它	141	342	203	179	125
投资活动现金流	-571	-2,054	-363	-489	-371
资本支出	-105	-261	-386	-507	-393
投资变动	-449	-1,759	23	18	22
其他	-17	-34	0	0	0
筹资活动现金流	22	1,201	-1,163	-396	-288
银行借款	2,601	3,450	-1,297	-67	0
债券融资	-1,540	-1,938	278	-233	-195
股权融资	84	18	0	0	0
其他	-1,123	-330	-144	-96	-94
现金净增加额	111	923	176	1,857	4,410
期初现金余额	436	576	1,502	1,678	3,535
期末现金余额	547	1,499	1,678	3,535	7,944

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	31.2%	109.1%	37.2%	29.6%	68.2%
营业利润增长	75.3%	330.8%	59.0%	32.9%	90.8%
归属母公司净利润增长	89.9%	510.0%	56.3%	29.4%	91.8%
获利能力(%)					
毛利率	46.9	71.2	72.5	46.9%	71.2%
净利率	22.8%	45.8%	50.9%	50.8%	57.9%
ROE	6.4%	28.0%	30.5%	28.3%	35.2%
ROIC	8.8%	29.0%	36.0%	39.2%	60.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	41.3%	45.1%	25.7%	18.0%	13.3%
净负债比率	35.6%	29.4%	0.4%	-16.3%	-33.9%
流动比率	1.04	1.32	2.90	5.60	8.66
速动比率	0.79	1.15	2.48	4.95	8.07
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.42	0.45	0.49	0.61
应收账款周转率	19.07	32.36	7.30	7.30	7.30
存货周转率	2.17	2.58	2.03	2.03	2.03
每股指标(元)					
每股收益	0.95	1.52	2.38	3.07	5.90
每股经营现金流	2.52	1.79	1.71	2.76	5.10
每股净资产	14.92	5.42	7.80	10.87	16.77
估值比率					
P/E	148.5	21.3	17.3	13.3	7.0
P/B	9.4	6.0	5.3	3.8	2.4
EV/EBITDA	46.2	12.6	11.1	8.1	3.8

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。

赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。