

天齐锂业 (002466)

证券研究报告

2017 年 06 月 20 日

三年扩产两倍，龙头地位再显

再度宣布扩产，天齐锂业计划宏大

6 月 19 日晚，天齐锂业公告启动澳大利亚二期 2.4 万吨/年单水氢氧化锂生产线建设，同时公告在射洪上马建设 2 万吨/年碳酸锂生产线，所需原料均来自于旗下澳洲塔里森矿山。塔里森也正在启动第二个独立专用的大型化学级锂精矿生产基地，预计 2019 年二季度竣工投产，届时锂精矿总产能折合碳酸锂当量将达约 18 万吨/年。

总产能将达 10 万吨，龙头地位再显

目前天齐锂业旗下拥有控股 51% 的塔里森锂辉石矿（现年产能 74 万吨锂精矿）；拥有射洪 5000 吨/年氢氧化锂、1 万吨/年碳酸锂两条生产线以及张家港 1.7 万吨/年碳酸锂生产线，合计 3.2 万吨年产能。此外，公司正在澳大利亚启动一期 2.4 万吨/单水氢氧化锂生产线，加上此次公告的新项目。预计两年后，公司总锂盐年产能将达到 5.3 万吨氢氧化锂、4.7 万吨碳酸锂，只考虑塔里森的情况下，其控制的锂精矿产能折合碳酸锂 9.18 万吨。考虑到氢氧化锂与碳酸锂的换算关系，公司的锂盐产能正好完全匹配其塔里森的产能。届时，公司产能将远超赣锋锂业、ALB（雅宝）、SQM、FMC 等其他同行企业。按照现有的各家扩产计划，至 2019 年全球锂资源总产能将累计达到 40 万吨碳酸锂当量，天齐一家占比达到 22.95%。而天齐目前的市占率约为 15%。

需求增速大于供给增速，锂价中期大幅下跌风险不大

2016 年全球锂资源产量约为 20 万吨碳酸锂当量，2019 年下半年预计总产能将达到 40 万吨碳酸锂当量。锂资源的放量可能会导致市场对于锂资源供给过剩的担忧，但我们经过长期对于供给和需求两端的实地调研，得出结论：锂资源的风险来自于供给不足而不是过剩。锂资源一旦长时间无法放量的情况下将极大限制新能源汽车产业的发展，目前我们统计的 2017-2018 年全球锂资源供给同比增速为 20%、21.6%，而需求端 2017 年全球动力电池产能增速为 127%，自 2010 年以来全球锂电池总产量年均增速在 25% 以上。根据最新出台的积分制度草案，国内新能源汽车年同比产销量将至少要达到 50% 左右，在下游迅速增加的情况下，锂价大幅下跌风险不大。

量的弹性远超市价的弹性

从长期来看，量对业绩的提升作用将逐步超过价格的作用。我们预计 2017 年-2019 年天齐锂业的碳酸锂产量分别为 3 万吨、3.4 万吨、6 万吨。上调 2017-2019 年每股收益预测至 2.26 元、2.55 元、4.21 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 21.7 倍、19.2 倍、11.6 倍，考虑到产品价格中期大幅下跌风险不大，而公司未来产量增速很高，给予 2017 年 30 倍估值合理，继续维持买入评级，上调目标价至 67.8 元。

风险提示：新能源汽车销量大幅下滑；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,866.88	3,904.56	5,466.39	6,013.03	12,026.06
增长率(%)	31.25	109.15	40.00	10.00	100.00
EBITDA(百万元)	780.80	2,511.99	3,668.13	3,870.93	5,887.99
净利润(百万元)	247.86	1,512.05	2,243.89	2,534.18	4,183.96
增长率(%)	89.93	510.03	48.40	12.94	65.10
EPS(元/股)	0.25	1.52	2.26	2.55	4.21
市盈率(P/E)	196.19	32.16	21.67	19.19	11.62
市净率(P/B)	15.83	10.59	6.65	5.20	3.77
市销率(P/S)	26.05	12.45	8.90	8.09	4.04
EV/EBITDA	50.06	13.45	12.98	11.84	7.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	48.90 元
目标价格	67.8 元
上次目标价	52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	994.42
流通 A 股股本(百万股)	985.86
A 股总市值(百万元)	48,627.25
流通 A 股市值(百万元)	48,208.41
每股净资产(元)	5.28
资产负债率(%)	44.68
一年内最高/最低(元)	51.94/31.20

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《天齐锂业-季报点评:期待增产 等待涨价》 2017-04-25
- 2 《天齐锂业-年报点评报告:量价齐升 业绩高增长，布局氢氧化锂续写龙头地位》 2017-03-28
- 3 《天齐锂业-公司点评:锂矿扩产近一倍，天齐资源再称王》 2017-03-16



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	575.94	1,502.28	1,674.30	3,919.70	5,447.58
应收账款	42.48	233.01	385.45	135.33	405.99
预付账款	16.90	39.98	33.84	58.26	222.77
存货	400.10	470.81	742.53	729.14	3,886.65
其他	675.25	1,668.06	853.85	1,992.58	3,354.21
流动资产合计	1,710.67	3,914.14	3,689.96	6,835.01	13,317.20
长期股权投资	527.66	556.03	556.03	556.03	556.03
固定资产	1,568.01	1,480.24	1,560.35	1,599.11	1,600.07
在建工程	167.47	357.14	250.28	198.17	148.90
无形资产	2,668.59	2,854.61	2,815.64	2,776.68	2,737.72
其他	873.93	2,043.79	1,901.56	1,969.50	1,971.62
非流动资产合计	5,805.66	7,291.80	7,083.86	7,099.49	7,014.33
资产总计	7,516.33	11,205.93	10,773.82	13,934.50	20,331.53
短期借款	797.26	1,363.69	0.00	0.00	0.00
应付账款	351.43	312.75	438.57	567.29	2,501.31
其他	496.06	1,292.33	613.82	1,020.41	1,325.95
流动负债合计	1,644.75	2,968.78	1,052.40	1,587.70	3,827.26
长期借款	1,456.68	1,335.86	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	598.31	199.44	265.92	354.56
其他	342.79	508.46	370.61	407.29	428.79
非流动负债合计	1,799.47	2,442.63	570.05	673.21	783.35
负债合计	3,444.22	5,411.41	1,622.45	2,260.90	4,610.60
少数股东权益	999.69	1,203.21	1,842.03	2,319.84	2,820.00
股本	261.47	994.42	994.40	994.40	994.40
资本公积	3,318.42	2,641.00	2,641.00	2,641.00	2,641.00
留存收益	3,640.11	4,396.31	6,314.94	8,359.36	11,906.53
其他	(4,147.58)	(3,440.41)	(2,641.00)	(2,641.00)	(2,641.00)
股东权益合计	4,072.11	5,794.53	9,151.37	11,673.60	15,720.93
负债和股东权益总	7,516.33	11,205.93	10,773.82	13,934.50	20,331.53

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	425.83	1,786.56	2,243.89	2,534.18	4,183.96
折旧摊销	166.88	199.92	125.71	132.31	137.27
财务费用	120.48	112.50	97.46	96.49	96.97
投资损失	(5.84)	(71.32)	(26.52)	(26.52)	(26.52)
营运资金变动	(151.28)	(177.04)	(109.84)	(399.90)	(2,706.60)
其它	103.48	(74.25)	636.78	478.44	500.42
经营活动现金流	659.55	1,776.37	2,967.47	2,815.00	2,185.51
资本支出	902.10	350.52	197.85	43.32	28.50
长期投资	(11.85)	28.37	0.00	0.00	0.00
其他	(1,461.02)	(2,433.29)	(227.26)	(98.06)	(52.50)
投资活动现金流	(570.77)	(2,054.41)	(29.41)	(54.73)	(24.00)
债权融资	2,324.49	3,441.66	299.35	370.67	470.71
股权融资	(232.02)	(9.62)	702.13	(96.22)	(96.61)
其他	(2,015.37)	(2,318.27)	(3,767.51)	(789.32)	(1,007.73)
筹资活动现金流	77.11	1,113.76	(2,766.04)	(514.86)	(633.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	165.89	835.72	172.03	2,245.40	1,527.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,866.88	3,904.56	5,466.39	6,013.03	12,026.06
营业成本	990.52	1,122.65	1,421.26	1,731.75	5,411.73
营业税金及附加	6.88	43.63	29.27	40.52	93.27
营业费用	30.45	35.89	60.33	58.59	96.12
管理费用	171.89	197.98	324.44	324.11	525.81
财务费用	99.41	95.51	97.46	96.49	96.97
资产减值损失	60.79	265.84	113.14	146.59	175.19
公允价值变动收益	1.73	2.18	(2.03)	0.63	0.26
投资净收益	5.84	71.32	26.52	26.52	26.52
其他	(15.14)	(147.00)	(48.98)	(54.30)	(53.56)
营业利润	514.51	2,216.56	3,444.97	3,642.13	5,653.75
营业外收入	7.25	16.50	19.69	14.48	16.89
营业外支出	8.71	74.37	28.02	37.03	46.48
利润总额	513.05	2,158.69	3,436.63	3,619.58	5,624.16
所得税	87.22	372.13	553.93	607.58	940.04
净利润	425.83	1,786.56	2,882.71	3,012.00	4,684.12
少数股东损益	177.96	274.51	638.82	477.81	500.16
归属于母公司净利润	247.86	1,512.05	2,243.89	2,534.18	4,183.96
每股收益（元）	0.25	1.52	2.26	2.55	4.21

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	31.25%	109.15%	40.00%	10.00%	100.00%
营业利润	75.33%	330.81%	55.42%	5.72%	55.23%
归属于母公司净利润	89.93%	510.03%	48.40%	12.94%	65.10%
获利能力					
毛利率	46.94%	71.25%	74.00%	71.20%	55.00%
净利率	13.28%	38.73%	41.05%	42.14%	34.79%
ROE	8.07%	32.93%	30.70%	27.09%	32.43%
ROIC	10.62%	35.69%	48.69%	49.47%	72.91%
偿债能力					
资产负债率	45.82%	48.29%	15.06%	16.23%	22.68%
净负债率	6.49%	9.38%	5.11%	-3.01%	-12.91%
流动比率	1.04	1.32	3.51	4.30	3.48
速动比率	0.80	1.16	2.80	3.85	2.46
营运能力					
应收账款周转率	16.95	28.35	17.68	23.09	44.43
存货周转率	4.10	8.97	9.01	8.17	5.21
总资产周转率	0.27	0.42	0.50	0.49	0.70
每股指标（元）					
每股收益	0.25	1.52	2.26	2.55	4.21
每股经营现金流	0.66	1.79	2.98	2.83	2.20
每股净资产	3.09	4.62	7.35	9.41	12.97
估值比率					
市盈率	196.19	32.16	21.67	19.19	11.62
市净率	15.83	10.59	6.65	5.20	3.77
EV/EBITDA	50.06	13.45	12.98	11.84	7.63
EV/EBIT	63.67	14.61	13.44	12.26	7.81

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com