

# 天齐锂业 (002466)

证券研究报告

2018年02月12日

## 扩张中的低成本锂业龙头

**夯实上游，资源掌控能力强。**从上游看，公司持股 51% 的泰利森拥有全球最大的锂辉石矿格林布什，资源量 1.65 亿吨，折合碳酸锂当量 833 万吨，平均品位高达 2.4%，锂精矿（6%）成本在 190 美元左右（行业低位），目前 Greenbushes 的锂精矿产能为 74 万吨。泰利森正在启动进行扩产（在原来的技术上扩的预计 2019 年二季度竣工投产后，泰利森锂精矿产能 will 增加至 134 万吨/年，折合碳酸锂当量约 18 万吨/年，资源掌控力行业领先。

**做强中游、渗透下游，锂盐远景产能高达 11 万吨。**公司现有射洪和张家港两个生产基地，锂盐产能 3.4 万吨（其中氢氧化锂产能 5000 吨，碳酸锂产能 2.9 万吨），另有金属锂产能 600 吨（重庆天齐）。2018 年公司产能提升主要依赖四川射洪和江苏张家港两个生产基地的技改扩产，预计产能有望达到 4 万吨。至 2019 年底，随着天齐澳洲产能放量，公司境内外锂盐产能合计将达到 11 万吨/年，电池级碳酸锂和氢氧化锂产品各占 50% 左右。

**泰利森低成本锂精矿带来锂盐业务高毛利。**锂盐目前仍是行业中盈利性最高的环节之一，天齐锂业泰利森锂精矿远低于行业平均水平，锂盐吨毛利在 9 万元/吨左右，远高于行业平均。

**随着新能源汽车放量锂盐需求有望持续增长，18-19 锂盐或将继续维持紧平衡。**从需求看，锂的需求可能随着新能源汽车渗透率的提升而长期出现加速增长；从供给看，2018 年以后全球锂资源有望进入较快速放量期。由于锂资源开发的不确定性较强，从历史上看，锂资源的产量均低于当年产能，预计 18-19 年锂盐供需可能继续维持紧平衡状态。

**悲观预期已充分反映，新能源板块有望迎来估值回升。**2018 年电动车补贴政策迟迟未出台，下游企业采购暂缓，碳酸锂价格小幅回落，市场对新能源车的不确定性担忧加剧，主流锂、钴资源公司估值回到了 PE20 倍（2018E）的历史底部。而我们认为碳酸锂价格在基本面支撑下大幅下调的可能性不大，补贴政策落地后新能源上游板块有望迎来估值回升。

**盈利预测与投资建议：**因配股摊薄，我们调整 2017-2019 年的 EPS 分别至 2.05 元/股、2.74 元/股、4.76 元/股，对应 12 日收盘价 58.18 元，2017-2019 年 PE 分别为 28 倍、21 倍、12 倍。公司是国内锂资源龙头企业，资源掌控力强，锂盐生产成本位于行业低位，利润空间大，未来几年随着公司上、中游产能进一步放量公司业绩可期，维持“买入”评级。

**风险提示：**新能源汽车产销不及预期的风险、锂价下跌的风险、公司产能放量不及预期的风险。

### 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 58.18 元

目标价格 62.2 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 1,142.05

流通 A 股股本(百万股) 1,135.54

A 股总市值(百万元) 66,444.63

流通 A 股市值(百万元) 66,065.53

每股净资产(元) 6.76

资产负债率(%) 41.82

一年内最高/最低(元) 87.40/33.73

### 作者

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

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

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 联系人  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《天齐锂业-公司点评:配股在即 扩产资金有保障》 2017-12-17
- 2 《天齐锂业-公司点评:签署投资协议 遂宁项目有望加速》 2017-12-05
- 3 《天齐锂业-季报点评:业绩稳步增长,巩固锂业龙头地位》 2017-10-27

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	5,504.65	7,083.94	11,030.40
增长率(%)	31.25	109.15	40.98	28.69	55.71
EBITDA(百万元)	780.80	2,511.99	3,825.15	4,718.32	7,575.69
净利润(百万元)	247.86	1,512.05	2,346.41	3,127.47	5,439.48
增长率(%)	89.93	510.03	55.18	33.29	73.93
EPS(元/股)	0.22	1.32	2.05	2.74	4.76
市盈率(P/E)	268.07	43.94	28.32	21.25	12.22
市净率(P/B)	21.63	14.47	7.36	6.60	4.53
市销率(P/S)	35.59	17.02	12.07	9.38	6.02
EV/EBITDA	50.06	13.45	16.67	13.43	7.86

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资要点

### 核心观点

公司产业线遍布锂资源行业上、中、下游，上游泰利森拥有锂精矿产能 74 万吨，2019 年后将扩产至 134 万吨；中游锂盐产能现有 3.4 万吨，远景产能高达 11 万吨，另有金属锂产能 600 吨。在新能源持续放量、锂价高位的背景下公司毛利率高，同时产能不断扩张，未来业绩可期。

### 关键假设（乐观&悲观）

**乐观预期：**锂盐需求随着新能源汽车渗透率快速提高，锂盐供给端，锂盐实际产量低于产能增速，供需维持偏紧，价格维持高位或继续上涨；公司新增产能顺利放量，主要产品量价齐升，业绩快速增长。

**悲观预期：**新能源汽车放量不及预期，或锂盐增产大幅超预期，锂盐价格回落；公司新产能放量速度不及预期等。

### 估值分析

因配股摊薄，我们调整 2017-2019 年的 EPS 分别至 2.05 元/股、2.74 元/股、4.76 元/股，对应 12 日收盘价 58.18 元，2017-2019 年 PE 分别为 28 倍、21 倍、12 倍。公司是国内锂资源龙头企业，资源掌控力强，锂盐生产成本位于行业低位，利润空间大，未来几年随着公司上、中游产能进一步放量公司业绩可期，维持“买入”评级。

### 与市场预期差

- 我们认为 18-19 年虽进入锂盐产能的快速放量期，但从历史上看，锂盐的产量增速明显低于产能，预计 18-19 年锂盐供需仍维持短缺状态，锂价有望快速上涨。
- 近期新能源汽车上游板块的回调主要源于 2018 年电动车补贴政策迟迟未出台，市场对于补贴政策的不确定性加剧。我们认为补贴政策的调整仍以引导行业健康有序发展为目标，且对锂盐的悲观预期目前已充分反映，板块有望迎来估值回升的机会。

### 股价催化剂

公司锂产品量价齐升，业绩增长；板块估值水平回升

## 公司简介

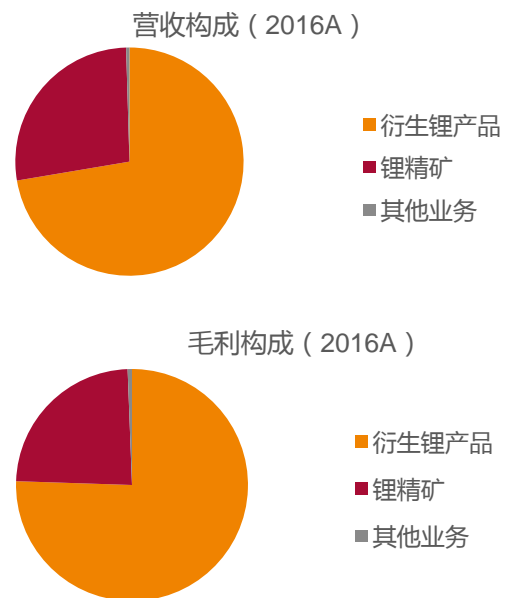
天齐锂业是国内最大的锂电新能源核心材料供应商，国内锂行业中技术领先、综合竞争力较强的龙头企业，全球最大的矿石提锂生产商。公司的实际控制人为蒋卫平，与一致行动人蒋安琪、张静合计持有天齐锂业 40.47% 股权。

公司自设立以来深耕锂行业多年，形成了上游资源、中游锂盐加工、下游金属锂、锂合金的完整产业链。

## 简要行业分析

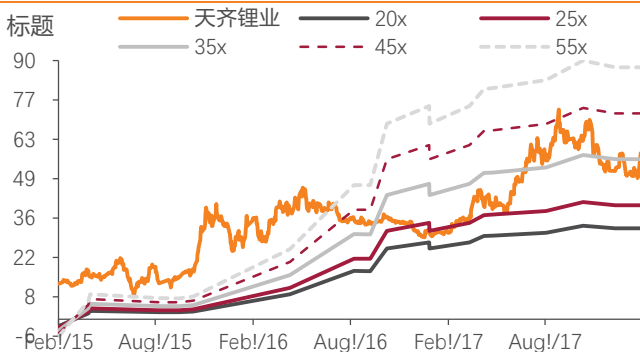
从需求看，锂的需求可能随着新能源汽车渗透率的提升而长期出现加速增长；从供给看，2018 年以后全球锂资源有望进入较快速放量期，但从历史上看，锂资源的放量均低于产能，预计 18-19 年锂盐供需可能继续维持紧平衡状态。

## 重要图表：公司收入、利润结构



## PE-Band

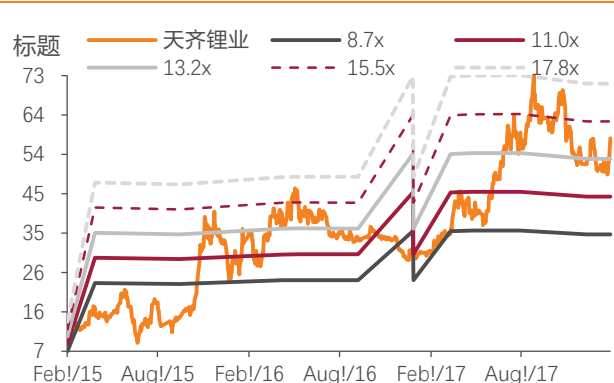
### 天齐锂业历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## PB-Band

### 天齐锂业历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

1. “夯实上游、做强中游、渗透下游”的业务布局.....	4
1.1. 公司产业链遍布锂行业上、中、下游.....	4
1.2. 夯实上游，泰利森 19 年后锂精矿产能将达 134 万吨.....	4
1.3. 加工产能做强做大，远景锂盐产能将达 11 万吨.....	5
1.4. 泰利森低成本锂精矿带来锂盐业务高毛利.....	5
2. 新能源汽车放量引爆锂盐需求，供需有望继续维持紧平衡.....	6
2.1. 18-19 年锂盐供需可能继续维持紧平衡.....	6
2.2. 敏感性分析：随着新能源汽车渗透率提升锂盐需求有望大幅增长.....	8
3. 天齐无愧锂盐龙头公司.....	9
4. 盈利预测与投资建议.....	9
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1：公司实际控制人为蒋卫平，公司布局遍布锂行业的上、中、下游.....	4
图 2：历史上锂盐的产量均低于产能.....	7
图 3：公司龙头地位有望继续得到巩固.....	9
表 1：公司上游资源控制力强.....	5
表 2：公司围绕“夯实上游、做强中游、渗透下游”展开业务布局.....	5
表 3：一般矿石提锂企业电池级碳酸锂的成本在 7-8 万元.....	6
表 4：泰利森锂精矿成本低，公司碳酸锂吨毛利在 9 万元/吨左右.....	6
表 5：预计 2018 年以后全球锂资源将进入较快速放量期.....	7
表 6：锂需求大概率随着新能源汽车渗透率提升而加速增长.....	8
表 7：按照过去产能/产能推测 18-19 年锂盐供需仍可能维持紧平衡.....	8
表 8：锂盐需求有望随着新能源汽车渗透率大幅提升.....	8
表 9：公司无愧锂盐龙头公司.....	9
表 10：公司营收、毛利有望继续增长.....	10

## 1. “夯实上游、做强中游、渗透下游”的业务布局

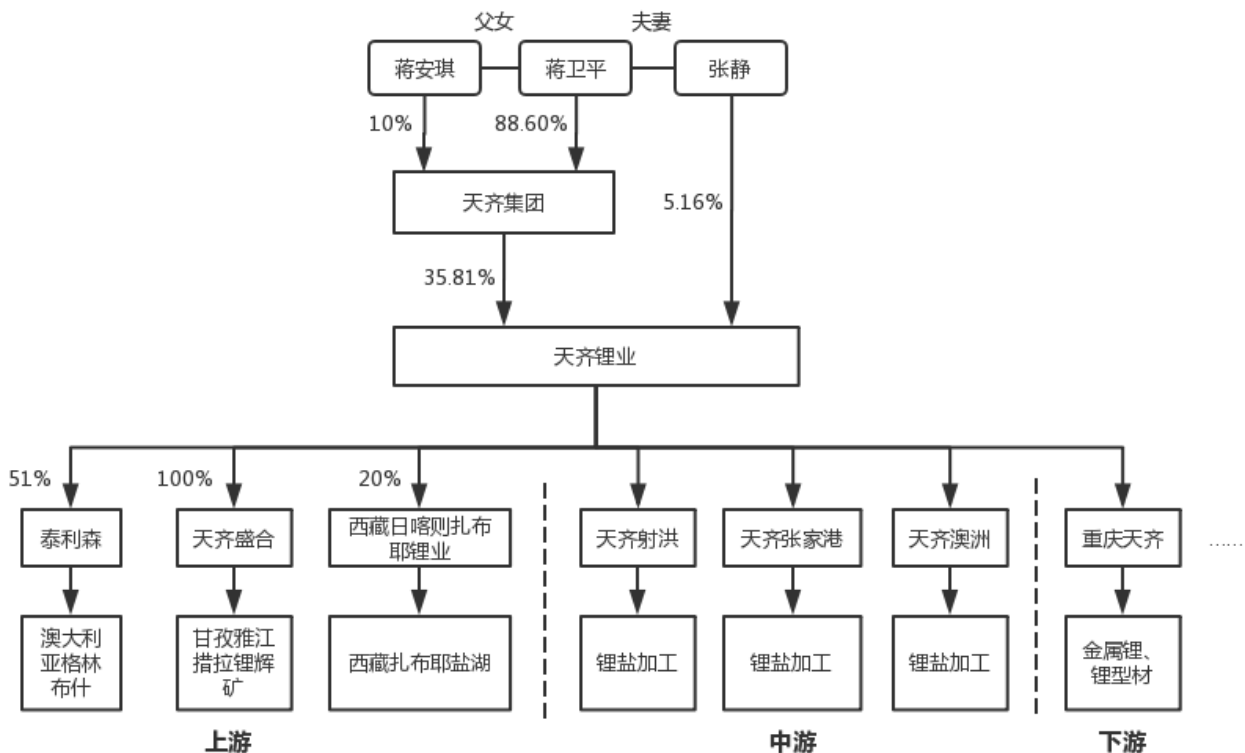
公司深耕锂资源行业，产业布局遍布上游资源（泰利森格林布什、甘孜雅江措拉锂辉石矿及西藏扎布耶盐湖）、中游锂盐加工（射洪、张家港及澳洲加工基地）及下游金属锂、锂合金（天齐重庆）等，同时公司锂资源、锂盐、包括金属锂产能不断扩张，远景锂盐产能超 11 万吨，电池级碳酸锂、氢氧化锂各占 50%。

### 1.1. 公司产业链遍布锂行业上、中、下游

天齐锂业是国内最大的锂电新能源核心材料供应商，国内锂行业中技术领先、综合竞争力较强的龙头企业，全球最大的矿石提锂生产商。公司的实际控制人为蒋卫平，与一致行动人蒋安琪、张静合计持有天齐锂业 40.47% 股权。

公司自设立以来深耕锂行业多年，形成了上游资源、中游锂盐加工、下游金属锂、锂合金的完整产业链。其中，控股子公司泰利森从事锂辉石精矿的开采与供应业务，全资子公司射洪天齐与江苏天齐主要从事锂化工产品的生产，全资子公司成都天齐主要从事锂化工产品的销售及技术级锂精矿在大中华地区的贸易业务，全资子公司盛合锂业目前主要从事甘孜州措拉锂辉石矿厂的建设工作，全资子公司天齐澳大利亚目前主要从事电池级单水氢氧化锂项目的建设。

图 1：公司实际控制人为蒋卫平，公司布局遍布锂行业上、中、下游



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 夯实上游，泰利森 19 年后锂精矿产能将达 134 万吨

公司持股 51% 的泰利森拥有全球最大的锂辉石矿 Greenbushes（格林布什），资源量 1.65 亿吨，折合碳酸锂当量 833 万吨，平均品位高达 2.4%，锂精矿（6%）成本在 180 美元左右（与澳元汇率相关）。目前 Greenbushes 的锂精矿产能为 74 万吨，泰利森正在启动第二个独立的、专用大型化学级锂精矿生产基地，预计 2019 年二季度竣工投产后，泰利森锂精矿产能将增加至 134 万吨/年，折合碳酸锂当量约 18 万吨/年。此外，泰利森还拥有 Salares 7 的 50% 股权（Salares 7 拥有智利的 7 个盐湖）。

公司拥有四川省甘孜州雅江措拉锂辉石矿，该矿处于甘孜—阿坝伟晶岩矿脉上，品位一般，目前尚未开发。

公司还参股扎布耶盐湖 20% 股权，扎布耶盐湖目前具有 60%-70% 碳酸锂原料 6000 吨的产能，折合碳酸锂当量 3600 吨左右。该盐湖为国内少有的碳酸型盐湖，镁离子含量低，目前采用太阳池工艺，60%-70% 碳酸锂原料的成本在 1 万元以下，但目前尚无扩产计划。

表 1：公司上游资源控制力强

单位：万吨	权益	资源量（万吨）	品位	折合碳酸锂当量（万吨）
格林布什锂辉石矿	51%	16510	2.40%	833
四川省甘孜州雅江县措拉锂辉石矿采矿权	100%	1971.4	1.2-1.3%	62
扎布耶盐湖	20%	184.1	镁锂比 0.02	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 加工产能做强做大，远景锂盐产能将达 11 万吨

公司现有射洪和张家港两个生产基地，锂盐产能 3.4 万吨（其中氢氧化锂产能 5000 吨，碳酸锂产能 2.9 万吨）。其中射洪基地拥有锂盐产能 1.7 万吨，是公司最初的生产基地。张家港基地拥有国内自动化程度最高的碳酸锂生产线，设计产能 1.7 万吨。2016 年公司锂盐销量 2.43 万吨，预计 17 年有望突破 3 万吨。

2018 年公司产能提升主要依赖四川射洪和江苏张家港两个生产基地的技改扩产，预计将完成近 4 万吨锂化工产品产量释放，其中电池级碳酸锂产品约占 80% 份额。同时公司金属锂产能将从此前 100 吨/年提升至 600 吨/年。公司正在扩充锂盐产能，天齐澳洲一期设计产能 2.4 万吨氢氧化锂，二期设计产能 2.4 万吨；公司还计划在遂宁建设一条年产 2 万吨的生产线。至 2019 年底，公司境内外锂盐产能有望达到 11 万吨/年，电池级碳酸锂和氢氧化锂产品各占 50%。

表 2：公司围绕“夯实上游、做强中游、渗透下游”展开业务布局

	项目规划	预计投产时间
夯实上游	泰利森启动第二个独立的、专用大型 60 万吨·年化学级锂精矿生产基地	2019Q2
	西澳一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	2018 年末
做强中游	西澳二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	2019H2
	遂宁一期 2 万吨碳酸锂生产线	2019H2 以后
渗透下游	昆瑜锂业铜梁工厂 400 吨金属锂及锂型材产能	2017H1

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.4. 泰利森低成本锂精矿带来锂盐业务高毛利

锂盐目前仍是行业中盈利性最高的环节之一，按照锂精矿市场价 950 美元/吨测算，矿石提锂企业电池级碳酸锂平均成本在 7-8 万元，按照目前锂价计算，毛利在 5 万元左右。



表 3：一般矿石提锂企业电池级碳酸锂的成本在 7-8 万元

原料	用量 (吨)	价格 (元/吨)	成本 (元/吨)	毛利 (元/吨)
锂精矿	8	7224.75	57798	
纯碱	1.6	2000	3200	
硫酸	2.3	390	897	
电量 (千瓦时)	2900	0.5	1450	
耗煤	6.8	500	3400	
其他成本	1	8000	8000	
工业级碳酸锂		135000	74745	51500.0
电池级加工费			8000	
电池级碳酸锂		145000	82745	53209.4
电池级氢氧化锂		145000	82745	53209.4

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

天齐锂业泰利森锂精矿成本仅为 190 美元/吨左右(加上运输成本估计为 250 美元/吨左右，汇率按照 6.5 计算)，公司电池级碳酸锂的成本(含税)仅为 4 万元左右，远低于行业平均水平。毛利在 9 万元/吨左右，远高于行业平均，与全球成本最低的南美锂盐湖成本(3000-4000 美元/吨)相差不多。

表 4：泰利森锂精矿成本低，公司碳酸锂吨毛利在 9 万元/吨左右

原料	用量 (吨)	价格 (元/吨)	成本 (元/吨)	毛利 (元/吨)
锂精矿	8	1901.25	15210	
纯碱	1.6	2000	3200	
硫酸	2.3	390	897	
电量 (千瓦时)	2900	0.5	1450	
耗煤	6.8	500	3400	
其他成本	1	8000	8000	
工业级碳酸锂		135000	32157	87900.0
电池级加工费			8000	
电池级碳酸锂		145000	40157	89609.4
电池级氢氧化锂		145000	40157	89609.4

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

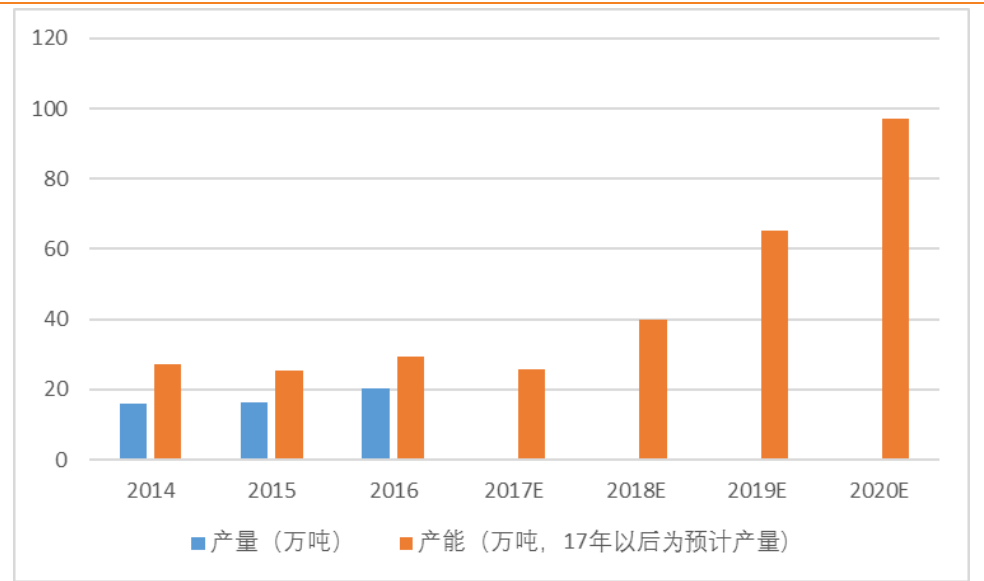
## 2. 新能源汽车放量引爆锂盐需求，供需有望继续维持紧平衡

从需求看，锂的需求可能随着新能源汽车渗透率的提升而长期出现加速增长；从供给看，2018 年以后全球锂资源有望进入较快速放量期，但从历史上看，锂资源的放量均低于产能，预计 18-19 年锂盐供需可能继续维持紧平衡状态。

### 2.1. 18-19 年锂盐供需可能继续维持紧平衡

2018 年全球新增锂资源仍然以锂矿石为主。预计 2018 年以后全球锂资源将进入较快速放量期，我们预计 2017-2019 年全球锂资源产能将分别达到 25 万吨、40 万吨和 65 万吨左右，预计 2020 年有望达到 100 万吨左右，年均增长超过 30%。锂资源已经进入快速放量期，但是由于矿业项目的特性，从历史上看，锂资源的放量均低于产能(矿业项目不确定性高，盐湖提锂靠天吃饭)。参考锂资源历史放量实际进度，我们按照 70%折算系数测算实际碳酸锂供应量。

图 2：历史上锂盐的产量均低于产能



资料来源：USGS，天风证券研究所

表 5：预计 2018 年以后全球锂资源将进入较快速放量期

单位：万吨	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>锂矿山</b>					
中国		4	9	20	22
澳大利亚		86	153.3	217.1	352.1
加拿大		0	6.5	26	61
其他地区		0.47	0.47	0.47	2.08
锂精矿总计		90.47	169.27	263.57	437.18
折合碳酸锂	6.3	11.31	21.16	32.95	54.65
增速		79.5%	87.1%	55.7%	65.9%
<b>锂盐湖</b>					
中国		2.56	2.86	5.96	6.66
南美		11.27	15.5	25.5	36.25
美国		0.5	0.5	0.5	0.5
盐湖小计	13.97	14.33	18.86	31.96	43.41
增速		2.58%	31.61%	69.46%	35.83%
<b>碳酸锂产能总计</b>	<b>20.27</b>	<b>25.64</b>	<b>40.02</b>	<b>64.91</b>	<b>98.06</b>
<b>增速</b>		<b>26.49%</b>	<b>56.09%</b>	<b>62.19%</b>	<b>51.08%</b>

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

2017 年预计新增电池需求 2.2 万吨，新增正极及电池铺底库存 2000 吨，3C 以及传统需求增量 7000-8000 吨，全年有效需求为 3.2 万吨，加上 16 年通过消耗库存满足的供需缺口 5000 吨，全年碳酸锂供应仍可能存在一些缺口。总体来看，锂的需求可能随着新能源汽车渗透率的提升而长期出现加速增长。

表 6：锂需求大概率随着新能源汽车渗透率提升而加速增长

(万吨)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
新能源汽车	1.2	2.5	3.6	5.5	11.1	21.0
油电混动汽车	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
3C	2.4	2.6	2.8	3.1	3.4	3.8
电动工具及其他电池	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0	1.2
玻璃陶瓷及其他需求	10.4	11	11.6	12.0	12.0	12.0
<b>全球需求</b>	<b>15.5</b>	<b>17.7</b>	<b>20.6</b>	<b>23.6</b>	<b>30.2</b>	<b>41.6</b>
<b>需求增速</b>		<b>14.19%</b>	<b>16.38%</b>	<b>14.56%</b>	<b>27.97%</b>	<b>37.75%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 7：按照过去产能/产能推测 18-19 年锂盐供需仍可能维持紧平衡

		2016	2017E	2018E	2019E
产量 (万吨)	悲观	20.2	23.1	24.0	35.7
	中性	20.2	23.6	28.0	42.2
	乐观	20.2	24.1	32.0	48.7
需求 (万吨)	乐观	20.2	24.1	32.0	48.7
	中性	20.6	23.6	30.2	41.6

资料来源：公司网站，新浪财经，天风证券研究所

## 2.2. 敏感性分析：随着新能源汽车渗透率提升锂盐需求有望大幅增长

新能源汽车渗透率的提升对于锂需求的增长具有重大意义。17 年新能源汽车的全球渗透率仅有 1.5%左右，对应碳酸锂的需求占比则超过 20%；2017 年国内新能源汽车实现产量 79.4 万辆，较上年同期增长 54%，新能源汽车渗透率由 1.8%上升至 2.7%。随着新能源汽车的成本和售价进一步降低，续航里程进一步增加，渗透率有望出现大幅增长，从而带来锂盐需求的大幅增长。

表 8：锂盐需求有望随着新能源汽车渗透率大幅提升

新能源汽车渗透率	锂盐需求量 (万吨)					
	40	50	60	70	80	80
1%	3.2	4	4.8	5.6	6.4	6.4
5%	16	20	24	28	32	32
10%	32	40	48	56	64	64
15%	48	60	72	84	96	96
20%	64	80	96	112	128	128
25%	80	100	120	140	160	160
30%	96	120	144	168	192	192

资料来源：Wind，天风证券研究所



### 3. 天齐无愧锂盐龙头公司

对比现有资源情况、资源扩张潜力、现有锂盐加工产能、锂盐加工产能扩张能力，天齐锂业无愧于锂盐龙头公司。

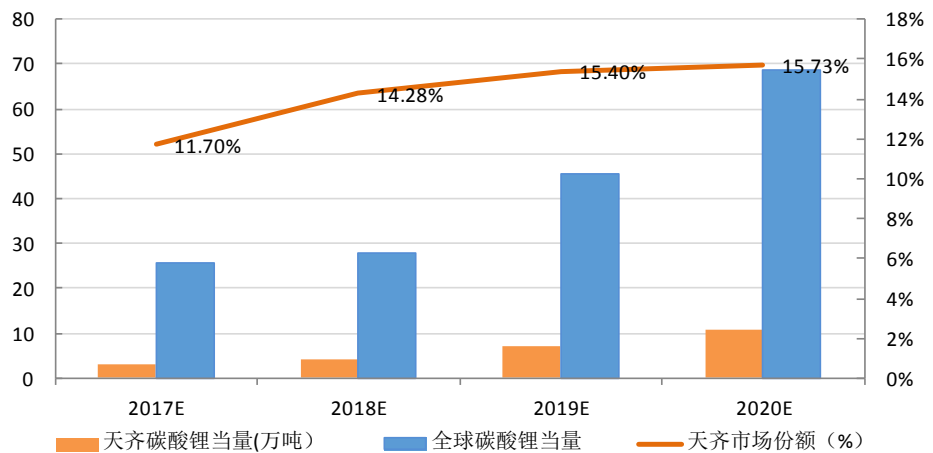
表 9：公司无愧锂盐龙头公司

主要公司	现有资源情况	资源扩张潜力	现有锂盐加工产能 (万吨)	锂盐加工产能扩张潜力 (万吨)
天齐锂业	持有格林布什锂矿 51% 股权，锂精矿设计产能 74 万吨，2016 年锂精矿产量 49.4 万吨。	正在启动第二个化学级锂精矿生产基地，预计与 2019 年二季度竣工投产，届时锂精矿产能将增加至 134 万吨/年，折合碳酸锂当量 18 万吨；拥有雅江拉错锂辉石矿；持有扎布耶盐湖 20% 股权	3.4	7.6
赣锋锂业	持有 Mt Marion 43.1% 股权，包销全部产品，现有产能 40 万吨（6%+4% 品位）	2018H2Mt Marion 产能将扩至 47 万吨（6%）。Pilbara 前 10 年包销 16 万吨（6%）精矿；美洲锂业包销 1 万吨碳酸锂。	4	3.75
雅化集团	2017 年公司包销银河资源锂精矿 8 万吨，相当于 1 万吨碳酸锂当量	达产后国理拥有的李家沟矿有望年产锂精矿 15.29 万吨，折合碳酸锂约 2 万吨，获得 CORE 公司产品的优先购买权	1.8 (权益产能 1.05)	4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

按照 2017-2020 年公司锂盐产品产量 3/4/7/10.8 万吨测算，公司 2017 年全球市场占有率在 11.7%，2018-2020 年完全达产后公司产品市场占有率将进一步从 14.3% 提升至 15.7%，行业龙头地位进一步巩固。

图 3：公司龙头地位有望继续得到巩固



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4. 盈利预测与投资建议

公司的业绩提升分为两个维度：一是新能源放量背景下公司资源和加工产能双双增长，而公司资源掌控能力强，生产成本较低，利润有望持续增长；二是公司战略布局完善，锂金属等深加工品产量有望不断提升。

表 10：公司营收、毛利有望继续增长

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>锂盐</b>					
收入 (万元)	99,133.71	282,475.14	374,120.13	520,000.00	910,000.00
成本 (万元)	61,836.48	72,378.11	89,337.09	119,116.12	208,453.21
销量 (吨)	22,176.48	24,305.06	30,000.00	40,000.00	70,000.00
平均锂盐价格 (电池级, 元/吨, 不含税)	44,257.11	120,578.32	124,706.71	135,470.09	135,470.09
平均价格 (元/吨)	44,702.18	116,220.71	124,706.71	130,000.00	130,000.00
平均成本 (元/吨)	27,883.81	29,779.03	29,779.03	29,779.03	29,779.03
毛利率(%)	37.62	74.38	76.12	77.09	77.09
<b>锂精矿</b>					
收入 (万元)	86,111.46	106,144.84	155,010.81	141,561.08	135,091.89
成本 (万元)	37,195.71	39,732.53	44,632.94	40,760.30	38,897.60
产量 (吨)	437,956.96	493,813.00	555,000.00	592,000.00	780,000.00
销量 (吨)	256,997.33	313,617.29	352,297.30	321,729.73	307,027.03
平均价格 (元/吨)	3,350.68	3,384.53	4,400.00	4,400.00	4,400.00
平均成本 (元/吨)	1,447.32	1,266.91	1,266.91	1,266.91	1,266.91
毛利率(%)	56.81	62.57	71.21	71.21	71.21
<b>金属锂 (重庆天齐)</b>					
收入 (万元)			18,880.44	44,400.00	55,500.00
成本 (万元)			17,936.42	41,736.00	51,615.00
销量 (吨)			240.00	480.00	600.00
平均价格 (元/吨)			786,684.93	925,000.00	925,000.00
<b>其他业务</b>					
收入 (万元)	1,442.50	1,836.44	2,464.04	2,464.04	2,464.04
成本 (万元)	19.84	154.21	2.08	2.08	2.08
<b>总计</b>					
总营收 (万元)	186,687.67	390,456.42	550,475.42	708,425.12	1,103,055.93
YOY(%)		109.15	40.98	28.69	55.71
总成本 (万元)	99,052.03	112,264.85	151,908.53	201,614.50	298,967.89
毛利 (万元)	87,635.64	278,191.57	398,566.89	506,810.62	804,088.04
毛利率(%)	46.94	71.25	72.40	71.54	72.90

资料来源：公司公告，百川资讯，天风证券研究所

资源掌控力高的锂盐龙头，随着产能放量未来业绩可期，维持“买入”评级。因配股摊薄，我们调整 2017-2019 年的 EPS 分别至 2.05 元/股、2.74 元/股、4.76 元/股，对应 12 日收盘价 58.18 元，2017-2019 年 PE 分别为 28 倍、21 倍、12 倍。公司是国内锂资源龙头企业，资源掌控力强，锂盐生产成本位于行业低位，利润空间大，未来几年随着公司上、中游产能进一步放量公司业绩可期，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

新能源汽车产销不及预期的风险、锂价下跌的风险、公司产能释放不及预期的风险。

## 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	3,416.83	4,404.44	9,021.76
应收账款	42.48	233.01	389.78	159.43	337.07
预付账款	16.90	39.98	38.93	68.29	86.94
存货	400.10	470.81	826.21	887.09	1,662.50
其他	675.25	1,668.06	866.85	2,402.84	2,547.86
<b>流动资产合计</b>	<b>1,710.67</b>	<b>3,914.14</b>	<b>5,538.60</b>	<b>7,922.09</b>	<b>13,656.13</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,805.66</b>	<b>7,291.80</b>	<b>7,083.86</b>	<b>7,099.49</b>	<b>7,014.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,516.33</b>	<b>11,205.93</b>	<b>12,622.46</b>	<b>15,021.58</b>	<b>20,670.47</b>
短期借款	797.26	1,363.69	0.00	0.00	0.00
应付账款	351.43	312.75	490.39	680.62	1,014.36
其他	496.06	1,292.33	621.21	1,084.06	1,011.42
<b>流动负债合计</b>	<b>1,644.75</b>	<b>2,968.78</b>	<b>1,111.60</b>	<b>1,764.68</b>	<b>2,025.78</b>
长期借款	1,456.68	1,335.86	39.05	55.05	70.84
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,799.47</b>	<b>2,442.63</b>	<b>609.10</b>	<b>728.25</b>	<b>854.18</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,444.22</b>	<b>5,411.41</b>	<b>1,720.70</b>	<b>2,492.93</b>	<b>2,879.97</b>
少数股东权益	999.69	1,203.21	1,871.21	2,460.89	3,111.14
股本	261.47	994.42	1,142.12	1,142.12	1,142.12
资本公积	3,318.42	2,641.00	4,126.82	2,641.00	2,641.00
留存收益	3,640.11	4,396.31	7,888.43	8,925.64	13,537.24
其他	(4,147.58)	(3,440.41)	(4,126.82)	(2,641.00)	(2,641.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,072.11</b>	<b>5,794.53</b>	<b>10,901.76</b>	<b>12,528.65</b>	<b>17,790.50</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,516.33</b>	<b>11,205.93</b>	<b>12,622.46</b>	<b>15,021.58</b>	<b>20,670.47</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	425.83	1,786.56	2,346.41	3,127.47	5,439.48
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)	(156.75)	(778.35)	(847.47)
其它	103.48	(74.25)	665.97	590.30	650.51
<b>经营活动现金流</b>	<b>659.55</b>	<b>1,776.37</b>	<b>3,052.27</b>	<b>3,141.70</b>	<b>5,450.24</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(570.77)</b>	<b>(2,054.41)</b>	<b>(29.41)</b>	<b>(54.73)</b>	<b>(24.00)</b>
债权融资	2,324.49	3,441.66	338.39	425.72	541.55
股权融资	(232.02)	(9.62)	2,335.68	(1,582.04)	(96.61)
其他	(2,015.37)	(2,318.27)	(3,782.37)	(943.03)	(1,253.86)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>77.11</b>	<b>1,113.76</b>	<b>(1,108.31)</b>	<b>(2,099.35)</b>	<b>(808.93)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>165.89</b>	<b>835.72</b>	<b>1,914.55</b>	<b>987.62</b>	<b>4,617.32</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>1,866.88</b>	<b>3,904.56</b>	<b>5,504.65</b>	<b>7,083.94</b>	<b>11,030.40</b>
营业成本	990.52	1,122.65	1,519.28	2,016.09	2,989.24
营业税金及附加	6.88	43.63	29.48	47.73	85.55
营业费用	30.45	35.89	60.76	69.02	88.16
管理费用	171.89	197.98	220.19	283.36	330.91
财务费用	99.41	95.51	97.46	96.49	96.97
资产减值损失	60.79	265.84	0.00	108.88	124.91
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)
<b>营业利润</b>	<b>514.51</b>	<b>2,216.56</b>	<b>3,601.98</b>	<b>4,489.52</b>	<b>7,341.44</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>513.05</b>	<b>2,158.69</b>	<b>3,593.65</b>	<b>4,466.97</b>	<b>7,311.85</b>
所得税	87.22	372.13	579.24	749.83	1,222.12
<b>净利润</b>	<b>425.83</b>	<b>1,786.56</b>	<b>3,014.41</b>	<b>3,717.14</b>	<b>6,089.73</b>
少数股东损益	177.96	274.51	668.00	589.67	650.25
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>247.86</b>	<b>1,512.05</b>	<b>2,346.41</b>	<b>3,127.47</b>	<b>5,439.48</b>
每股收益(元)	0.22	1.32	2.05	2.74	4.76

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.25%	109.15%	40.98%	28.69%	55.71%
营业利润	75.33%	330.81%	62.50%	24.64%	63.52%
归属于母公司净利润	89.93%	510.03%	55.18%	33.29%	73.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.94%	71.25%	72.40%	71.54%	72.90%
净利率	13.28%	38.73%	42.63%	44.15%	49.31%
ROE	8.07%	32.93%	25.98%	31.06%	37.06%
ROIC	10.62%	35.69%	50.85%	60.23%	88.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.82%	48.29%	13.63%	16.60%	13.93%
净负债率	6.49%	9.38%	4.29%	-16.24%	-13.14%
流动比率	1.04	1.32	4.98	4.49	6.74
速动比率	0.80	1.16	4.24	3.99	5.92
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.95	28.35	17.68	25.80	44.43
存货周转率	4.10	8.97	8.49	8.27	8.65
总资产周转率	0.27	0.42	0.46	0.51	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.22	1.32	2.05	2.74	4.76
每股经营现金流	0.58	1.56	2.67	2.75	4.77
每股净资产	2.69	4.02	7.91	8.81	12.85
<b>估值比率</b>					
市盈率	268.07	43.94	28.32	21.25	12.22
市净率	21.63	14.47	7.36	6.60	4.53
EV/EBITDA	50.06	13.45	16.67	13.43	7.86
EV/EBIT	63.67	14.61	17.23	13.82	8.00

### 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