

拟收购 SQM23.77%股权，加速成为 锂资源龙头

天齐锂业(002466.SZ)

报告起因：

2018年5月17日，天齐锂业和全资子公司天齐锂业智利与交易对方 Nutrien 及其3个全资子公司 Inversiones RAC Chile S.A.、Inversiones El Bolido Limitada 和 Inversiones PCS Chile Limitada 签署《协议》，拟以 65 美元/股的价格，以现金方式购买交易对方持有的 SQM 62,556,568 股 A 类股（约占 SQM 公司总股本的 23.77%）。购买完成后，加上公司现已持有的 2.1% B 类股，公司共计持有 SQM 的股权比例约为 25.86%，成为第二大股东。

◆ 投资策略：

公司拟收购 SQM23.77%的股权，合计持有 25.87%股权，叠加已有的 51% 泰利森股权，公司将成为同时拥有最好盐湖锂资源和锂辉石资源的企业。在全球新能源汽车加速发展，对上游资源的需求快速增加的时代，公司将持续受益。考虑到定增仍未落地，暂时不对公司业绩进行调整。我们预计公司 2018 年、2019 年和 2020 年的营业总收入为 65 亿元、89 亿元和 113 亿元，同比增长 19%、37%和 27%，每股收益分别为 2.496 元、3.511 元和 4.597 元。对应 8 月 13 日 40.83 元/股的收盘价，PE 分别为 16 倍、12 倍和 9 倍。考虑到公司锂行业龙头地位和未来业绩增速，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：

不能及时取得相关政府部门许可和备案的风险；交易暂停、取消或终止并支付分手费风险；资金筹措风险。

证券研究报告

公司研究
点评报告

买入

当前价位：40.83 元

目标价位：60 元

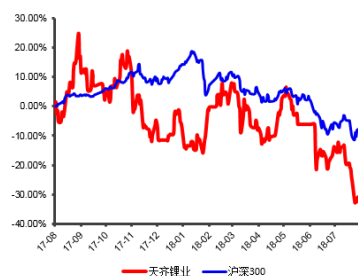
证券分析师：杨洁

0871-63555493

Yangjie1@hongtastock.com

S1200113050005

市场表现：（前复权 8/14）



重要数据：（最新数据）

总股本（亿股）	11.42
流通股（亿股）	11.35
每股净资产	8.09
资产负债率	40.52
市盈率	19.1
市净率	5.09
营业收入（亿）	16.69
EPS（2018Q1）	0.58
十大流通股股东 持股比例（%）	49.28

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

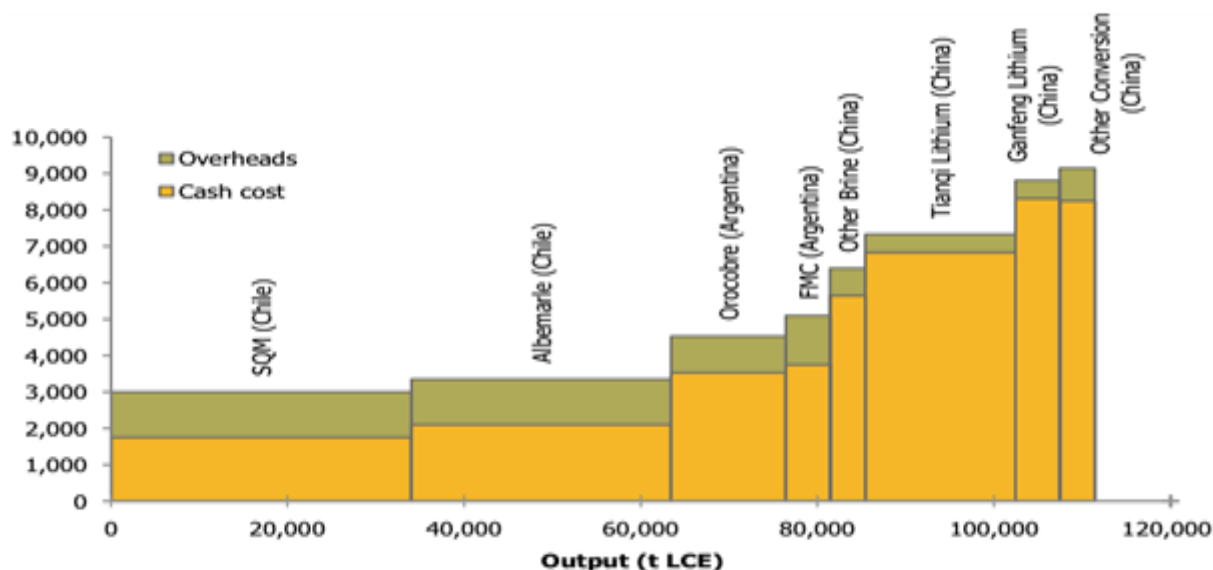
1、SQM 是全球最大的钾肥供应商：

SQM（智利化工矿业公司）是业内老牌的农业化学肥料及锂产品供应商之一，工业和农业用途的硝酸钠和硝酸钾产量均为全球第一，还是全球最大的碘生产厂商。拥有全球顶级的 Pedro de Valdivia 等五座优质硝酸盐矿山的 100%开采权，6 座大型专业化工厂和 1 座码头，SQM 持有的硝石矿位于全球最大的自然硝酸盐矿和碘矿商业开发区，此处生产的硝酸钾不含其它无效化学成分、盐类和氯离子等，施用后不会由于盐类的积聚而导致耕地土壤板结。2017 年硝酸钾销量 60.14 万吨，占全球的 54%。

2、Atacama 盐湖综合开采成本极低：

SQM 自 1997 年开始生产碳酸锂，2005 年开始生产氢氧化锂，凭借丰富的盐湖卤水提锂经验和不断进步的生产技术，成为全球领先的锂产品供应商之一。目前，碳酸锂产能为 4.8 万吨/年，2018 年计划扩大到 7 万吨/年，2019 年扩大到 10 万吨/年。氢氧化锂产能为 6000 吨/年，2018 年计划通过提高效率并新建 7000 吨的氢氧化锂项目，将产能提高至每年 13500 吨。SQM 从事开发的智利阿塔卡玛盐湖，含锂浓度高、储量大、开采条件成熟（锂在盐田中的回收率可达 80%）、经营成本低，是全球范围内禀赋十分优越的盐湖资源。这使得 SQM 成为全世界锂产品生产成本较低的生产商。

图表 1 全球各主要锂产品生产企业的碳酸锂提锂成本比较（单位：美元/吨 LCE）



资料来源：Roskill 2017

3、天齐国际化进程加速：

2014 年公司通过并购格林布什锂辉石矿的拥有者泰利森实现了纵向资源扩张；2015 年公司通过并购银河锂业江苏实现了横向产业扩张，已从单纯生产锂化工产品的加工企业，升级转型为掌握大量优质锂矿资源并拥有全球规模领先的电池级碳酸锂产能的锂业公司，是国际锂化工市场的重要参与者。2016 年度，公司在持续推进国内生产基地技改达产和自动化升级的基础上，启动了澳洲的“年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”的开工建设，

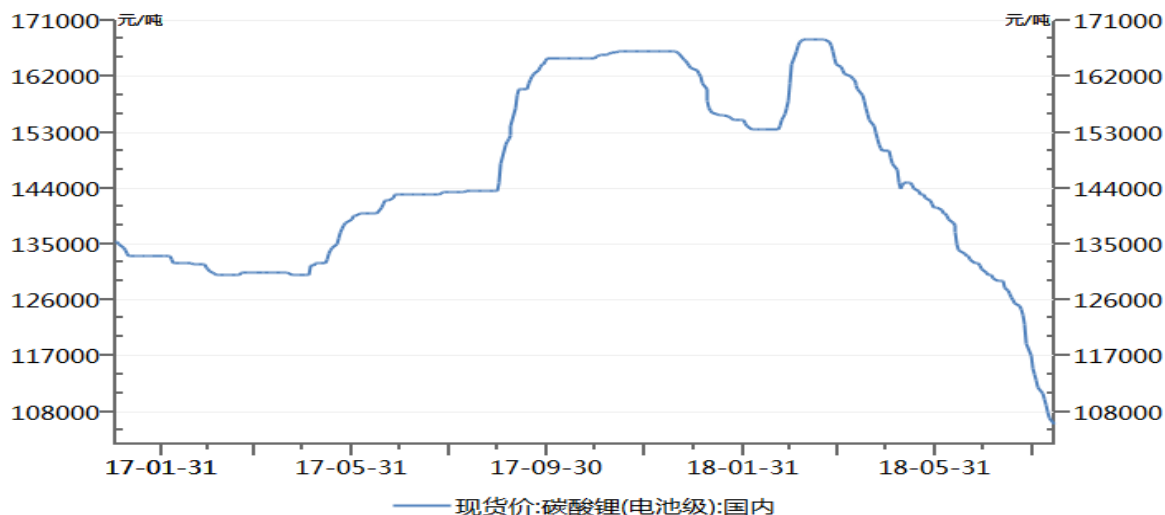
进一步提升公司的内在价值和行业地位。2017 年度，子公司泰利森启动了“化学级锂精矿扩产项目”，天齐澳大利亚启动了“第二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目”建设工作，公司产能持续提升。

2017 年 SQM 实现归母净利 28.8 亿元人民币，锂产品销量 4.97 万吨 (LCE)，碳酸锂产量 4.5 万吨。通过投资 SQM 股权，公司可获取长期稳定的投资收益（按 2017 年 SQM 净利算，投资收益约 7.45 亿元，贡献每股收益 0.66 元），同时为开发盐湖锂资源奠定基础，公司将成为名副其实的全球锂资源龙头（2017 年泰利森与 Atacama 锂资源产量 (LCE) 合计占全球的 46%）。

4、寡头垄断保障锂资源价格稳定：

近年来全球锂资源勘探和开发的项目越来越多，不断有新的锂矿床被发现，全球探明的锂资源总量和储量也在不断增加。按照各锂产品供应商的产能规划，预计 2025 年全球锂产品产能将达到约 86 万吨。虽然新增锂盐产能逐步达产，但仍然需要时间认证。从目前全球锂资源产量情况上来看，碳酸锂主要集中在三湖一矿(企业代表：SQM、FMC、Rockwood、天齐)手中，这四家占比全球可量产化的锂资源高达 85%以上，我们认为未来锂资源行业的寡头现象将更加明显，拥有资源优势的寡头企业在产量和定价主导权方面将更强。我们判断，2018 年碳酸锂的价格存在下行压力，截至 8 月 13 日，国内电池级碳酸锂现货价 106000 元/吨，较年初高点 168000 元/吨下降 37%，预计 2018 年均价将保持在 130000 元/吨左右。从长期来看，在盐湖提锂技术发展缓慢的情况下，未来锂资源产品价格将会在一定范围内保持稳定。

图表 2 碳酸锂价格走势



资料来源：WIND

5、投资策略：

公司拟收购 SQM 23.77% 的股权，合计持有 25.87% 股权，叠加已有的 51% 泰利森股权，公司将成为同时拥有最好盐湖锂资源和锂辉石资源的企业。在全球新能源汽车加速发展，对上游资源的需求快速增加的时代，公司将持续受益。考虑到定增仍未落地，暂时不对公司业绩进行调整。我们预计公司 2018 年、2019 年和 2020 年的营业总收入为 65 亿元、89 亿元和 113 亿元，同比增长 19%、37% 和 27%，每股收益分别为 2.496 元、3.511 元和 4.597

元。对应 8 月 13 日 40.83 元/股的收盘价，PE 分别为 16 倍、12 倍和 9 倍。考虑到公司锂行业龙头地位和未来业绩增速，维持“买入”评级。

6、风险提示：

不能及时取得相关政府部门许可和备案的风险；交易暂停、取消或终止并支付分手费风险；资金筹措风险。

7、盈利预测：

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	5470.04	6514.91	8918.14	11300.28
增长率（%）	40.09%	19.10%	36.89%	26.71%
归属母公司净利润（百万元）	2153.02	2850.37	4009.86	5250.00
增长率（%）	42.39%	32.39%	40.68%	30.93%
EPS（元）	1.920	2.496	3.511	4.597
ROE（%）	23.74%	24.17%	25.67%	25.44%
P/E	21.66	16.36	11.63	8.88
PB	5.14	3.95	2.99	2.26
EV/EBITDA	12.18	8.85	6.06	4.28

资料来源 红塔证券

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内的公司股价的涨跌幅相对于同期基准指数的涨跌幅为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	相对基准指数涨幅在 15%以上
	持有	相对基准指数涨幅在 5%—15%之间
	减持	相对基准指数涨幅在-5%—5%之间
	回避	相对基准指数涨幅在-5%以下

注：上证 A 股的基准指数为上证综指；

深证主板股票的基准指数为深证成指；

深证中小板股票的基准指数为中小板指；

深证创业板股票的基准指数为创业板指

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因任何机构或个人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。但在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易；可能为这些公司提供或者争取提供保荐承销、财务顾问或者金融产品等相关服务；本公司的员工也可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。