

# 天齐锂业 (002466)

证券研究报告

2019年04月04日

## 财务阴霾将散 产量驱动未来

**财务阴霾将散，产量驱动未来。**市场一直担心天齐收购 SQM 所产生的收购费用和债务产生的利息影响公司利润。从年报上看，收购费用已经在 18 年四季度完成了计提；公司拟发行的港股和可转债有望解决超过百亿元的债务问题；公司从 SQM 获得的投资收益与其余债务的利息费用相差不大，不会对公司后续利润产生大的影响。公司已经进入新一轮的产量增长期，海外销售策略有望带来更加稳定的盈利，剩余部分贷款有望通过经营性现金流偿还。

**收购的相关费用已经在 18 年年报中体现。**公司 18 年年报现金流量表-筹资活动产生的现金流-支付其他与筹资活动有关的现金一共 13.71 亿元。我们认为收购的相关费用已经全部在 18 年年报中计提是大概率事件，影响 19 年利润的可能性不大。

**港股和可转债有望处理近半债务。**根据公司年报，收购 SQM 的 34.33 亿美元借款对应 235.64 亿元。公司发行港股已经获得证监会核准，可以发行不超过 3.28 亿股，按照公司近一月交易均价 37.32 元的 6 折保守估算，发行港股有望融资 73 亿元；公司可转换债券已经通过股东大会，预计可发行不超过 50 亿元。发行港股与可转债有望偿还 120 亿元债务，剩余 115.64 亿元债务需要偿还。

**SQM 投资收益有望覆盖剩余债务利息。**根据公司 2018 年年报，收购 SQM 借款的利率为 5%-6.57%；剩余 115.64 亿元产生的年息为 5.78 亿元-7.59 亿元。如前所述这部分利率前低后高，这里保守按照中值计算年息为 6.69 亿元。SQM2017 和 2018 年的净利润分别为 4.27 亿美元和 4.39 亿美元。公司阿塔卡玛盐湖资源品质较高，海外碳酸锂销售以长单为主，价格较为稳定，预计未来几年 SQM 的总体利润水平有望维持在 4 亿美元左右。公司持有 SQM25.86% 股权的投资收益有望维持在 1 亿美元左右，按照目前人民币兑美元汇率 6.7:1 计算，投收益在 6.7 亿元左右。公司对 SQM 的投资收益就有望覆盖剩余的利息。

**经营利润有望偿还剩余贷款。**公司近年经营性现金流不断增长，随着泰利森扩产逐步完成，奎纳纳项目建设完工，经营性现金流有望稳中有升，剩余贷款有望通过经营性现金流偿还。同时也不排除公司通过其他渠道进行融资偿还剩余贷款的可能。

**盈利预测与评级：**鉴于目前锂价较低，我们将公司 2019-2020 年的 EPS 预测 1.98 元和 2.43 元下调分别至 2019-2021 年的 1.94 元，2.27 元和 2.90 元，对应 4 月 3 日收盘价 37.25 元，公司的动态 P/E 分别为 19 倍，16 倍和 13 倍。市场前期一直担心收购 SQM 的费用和利息会影响公司利润，费用已经计入 18 年年报，在港股和可转债发行后，剩余贷款的利息可以被 SQM 投资收益覆盖，市场对公司业绩的预期有望上升，因此我们继续维持公司的“买入”评级。

**风险提示：**锂行业竞争加剧的风险，锂市场价格波动的风险，环境健康及安全风险，汇率波动的风险，财务风险，海外运营风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,470.04	6,244.42	6,926.85	7,881.38	9,935.38
增长率(%)	40.09	14.16	10.93	13.78	26.06
EBITDA(百万元)	3,731.22	4,376.14	4,506.84	4,914.20	5,972.83
净利润(百万元)	2,145.04	2,200.11	2,214.50	2,597.10	3,308.33
增长率(%)	41.86	2.57	0.65	17.28	27.39
EPS(元/股)	1.88	1.93	1.94	2.27	2.90
市盈率(P/E)	19.83	19.34	19.21	16.38	12.86
市净率(P/B)	4.69	4.20	3.21	2.68	2.22
市销率(P/S)	7.78	6.81	6.14	5.40	4.28
EV/EBITDA	15.91	14.41	15.32	13.32	10.47

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 37.25 元

目标价格 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) 1,135.96

A 股总市值(百万元) 42,541.47

流通 A 股市值(百万元) 42,314.51

每股净资产(元) 8.88

资产负债率(%) 73.26

一年内最高/最低(元) 63.23/26.75

### 作者

杨诚笑 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517020002

yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师

SAC 执业证书编号：S1110516110003

sunliang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《天齐锂业-公司点评:业绩略超预期扩产有序进行》 2019-02-28
- 《天齐锂业-季报点评:SQM 收购渐近费用增长不掩靓丽现金流》 2018-10-24
- 《天齐锂业-半年报点评:向锂辉石和锂盐湖双料巨头迈进》 2018-08-30



## 投资要点

### 核心观点

财务阴霾将散，产量驱动未来。市场一直担心天齐收购 SQM 所产生的收购费用和债务产生的利息影响公司利润。从年报上看，收购费用已经在 18 年四季度完成了计提；公司拟发行的港股和可转债有望解决超过百亿的债务问题；公司从 SQM 获得的投资收益与其余债务的利息费用相差不多，不会对公司后续利润产生大的影响。公司已经进入新一轮的产量增长期，海外销售策略有望带来更加稳定的盈利，剩余部分贷款有望通过经营性现金流偿还。

### 关键假设

公司产能顺利投放

### 估值分析

鉴于目前锂价较低，我们将公司 2019-2020 年的 EPS 预测 1.98 元和 2.43 元下调分别至 2019-2021 年的 1.94 元，2.27 元和 2.90 元。市场前期一直担心收购 SQM 的费用和利息会影响公司利润，费用已经计入 18 年年报，在港股和可转债发行后，剩余贷款的利息可以被 SQM 投资收益覆盖，市场对公司业绩的预期有望上升，因此我们继续维持公司的“买入”评级。

### 与市场预期差

市场一直担心 SQM 收购相关费用和贷款利息影响利润，我们通过对公司财务报表和投资标的的研究，发现收购产生的费用已经计入报表，SQM 产生的投资收益有望覆盖贷款利息。公司已经进入产量增长期，海外销售策略有望带来更为稳定的盈利，中长期利润有望超出市场预期。

### 股价催化剂

港股和可转债成功发行后公司业绩回升

### 公司简介

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 10 万吨，电池级碳酸锂、氢氧化锂各占 50%。

公司 18 年收购盐湖锂业巨头 SQM23.77% 股权（加上之前公司持有 2.1% 的 B 股，目前持有 SQM25.86% 的股权）。SQM 拥有阿塔卡玛盐湖 220 万吨采矿许可，计划在 2021 年将产能扩至 18 万吨/年；还拥有澳大利亚 MT Holland 50% 股权，MT Holland 设计产能 4 万吨预计将于 2021 年达产。

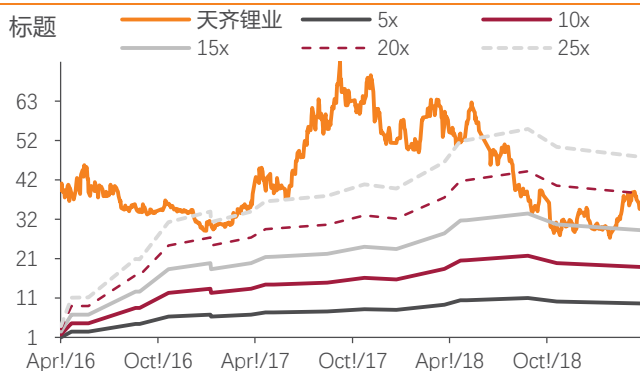
### 分产品毛利

单位：亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
锂精矿	6.64	12.57	15.83	21.42	19.60
锂盐	25.66	26.37	18.68	21.94	25.34
其他	0.15	0.01	0.01	0.01	0.01

数据来源：公司公告，天风证券研究所

### 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. 矿石+盐湖 双料锂业巨头.....	4
1.1. 上游锂资源布局完整.....	4
1.2. 中游锂加工产能有望达到 10 万吨.....	5
1.3. 收购 SQM 股权 迈入盐湖提锂巨头领域.....	5
1.4. 公司产量提升在即.....	6
2. 收购 SQM 的债务对利润影响较少.....	6
2.1. 市场担心负债和收购费用.....	6
2.2. 收购费用已经计提.....	6
2.3. 港股和可转债正在推进.....	7
2.4. 投资收益 VS 剩余利息.....	7
3. 海外战略 稳定盈利 经营性现金流有望偿还其余贷款.....	7
3.1. 海外长单初显成效 利润更为稳定.....	7
3.2. 经营收益有望偿还剩余贷款.....	8
4. 估值与评级.....	9
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

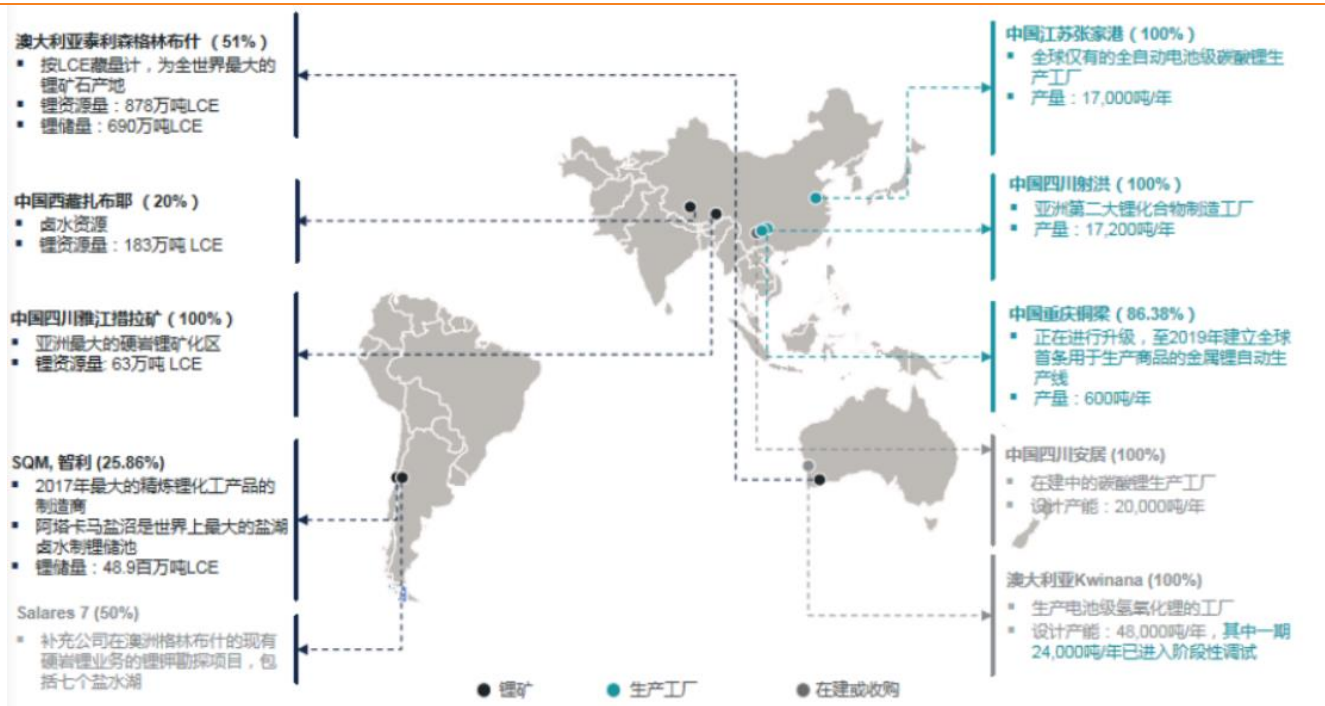
图 1: 公司上游锂资源, 中游锂加工全球布局初步完成.....	4
图 2: SQM 锂盐销售价较为稳定.....	8
图 3: 公司海外销售额逐年增加.....	8
表 1: 公司锂矿石和锂盐湖资源布局完整.....	5
表 2: 公司锂加工产能有望达到 10 万吨.....	5
表 3: SQM 在锂、钾肥和硝酸盐产量较大.....	5
表 4: 公司 35 亿美元贷款期限分布.....	6
表 5: 公司收购 SQM 相关费用已经计提.....	7
表 6: 剩余贷款有望通过经营偿还.....	9
表 7: 公司在建工程投资完成额接近六成.....	9
表 8: 公司锂精矿和锂盐产能有望持续增长.....	9

## 1. 矿石+盐湖 双料锂业巨头

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10万吨，电池级碳酸锂、氢氧化锂各占50%。

公司18年收购盐湖锂业巨头SQM 23.77%股权（加上之前公司持有2.1%的B股，目前持有SQM 25.86%的股权）。SQM拥有阿塔卡马盐湖220万吨采矿许可，计划在2021年将产能扩至18万吨/年；还拥有澳大利亚MT Holland 50%股权，MT Holland设计产能4万吨预计将于2021年达产。

图1：公司上游锂资源，中游锂加工全球布局初步完成



资料来源：公司2018年年报、天风证券研究所

### 1.1. 上游锂资源布局完整

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）。Greenbushes资源量1.78亿吨，折合碳酸锂当量878万吨，平均品位高达2.1%，锂精矿（6%）成本在210美元左右（与汇率相关）。目前Greenbushes的锂精矿产能为74万吨，泰利森正在进行第二座和第三座锂精矿工厂的建设（分别具有60万吨化学剂锂精矿产能），预计第二座工厂将于19年二季度竣工，第三座将于2020年四季度竣工，项目建设完成后，泰利森的锂精矿年产量有望达到195万吨，折合碳酸锂24.4万吨。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，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5000吨碳酸锂产能。该盐湖为国内少有的碳酸型盐湖，镁离子含量低，但目前尚无扩产计划。

表 1: 公司锂矿石和锂盐湖资源布局完整

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	51.00%	17850	2.10%	878
四川省甘孜州雅江县措拉锂辉石矿采矿权	100.00%	1971.4	1.30%	63
Mt.Holland	12.93%	17500	1.50%	703
阿塔卡玛盐湖	25.86%	813 (锂离子)	镁锂比 6.4	4297
扎布耶盐湖	20.00%	184.1	镁锂比较低	-

资料来源: 公司 2018 年年报、天风证券研究所

## 1.2. 中游锂加工产能有望达到 10 万吨

**射洪和张家港在产产能 3.42 万吨。**锂盐产能 3.42 万吨。其中射洪基地拥有锂盐产能 1.72 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。子公司重庆昆瑜锂业拥有 600 吨金属锂及锂型材产能。

**澳洲奎纳纳基地一期建成。**公司澳洲奎纳纳基地分两期建设 4.8 万吨氢氧化锂生产基地。一期 2.4 万吨产线已经于 18 年 12 月竣工, 有望在 19 年达到设计产能; 二期 2.4 万吨产线有望在 19 年底建成。

**遂宁安居 2 万吨锂盐项目已经开始建设。**公司在四川遂宁安居建设的 2 万吨电池级碳酸锂项目已经键入建设期。在建锂盐加工项目完成后, **公司将拥有 10 万吨锂盐加工产能。**

表 2: 公司锂加工产能有望达到 10 万吨

项目规划		预计投产时间
射洪基地	1.72 万吨锂盐产能	
张家港基地	1.7 万吨锂盐产能	
西澳基地	西澳一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	设备调试/试生产
	西澳二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	2019H2
遂宁基地	遂宁一期 2 万吨碳酸锂生产线	2019H2 以后
金属锂	昆瑜锂业铜梁工厂 600 吨金属锂及锂型材产能	

资料来源: 公司 2018 年年报、天风证券研究所

## 1.3. 收购 SQM 股权 迈入盐湖提锂巨头领域

**盐湖提锂巨头 SQM。**公司持有 25.86% 股权的 SQM 是全球盐湖提锂巨头, 根据 SQM2107 年年报, 公司实现营业收入 21.57 亿美元, 净利润超过 4 亿美元。其中锂产品 4.97 万吨 LCE, 占有色金属协会统计的全球 2017 年碳酸锂产量 23.54 万的 21.1% (SQM 统计口径为 23%), 实现营收 6.45 亿美元, 毛利 4.58 亿美元 (占比 60%)。

表 3: SQM 在锂、钾肥和硝酸盐产量较大

单位: 千吨	2013	2014	2015	2016	2017
锂及其衍生物	36.1	39.5	38.7	49.7	49.7
市场份额	27%	29%	27%	28%	23%
氯化钾和硫酸钾	1,434.90	1,556.20	1241.8	1534.7	1344.3
市场份额	-	<3%	<3%	<3%	<3%
硝酸钾和硝酸钠钾	512.6	531.6	493.6	475.8	601.4
市场份额	48%	46%	47%	44%	54%

资料来源: SQM2017 年年报、天风证券研究所

**SQM 享有阿塔卡玛盐湖 8.19 万公顷面积矿产资源开采权。**根据 SQM 与 CORFO 初步协议公司在 2030 年之前可生产 220 万吨 LCE。按照 SQM2017 年年报, 阿塔卡玛盐湖的锂离子资源总量高达 813 万吨, 折合碳酸锂 4297 万吨。SQM 计划在 2021 年将产能从目前的 7 万吨扩大至 18 万吨。

**澳大利亚 Mt.Holland 锂矿计划产能 4 万吨。**SQM 出资 1.1 亿美元与澳洲锂矿勘探公司

Kidman Resources 合资设立 WA Lithium(西澳锂业)开发 Mt.Holland 锂矿,持有 50% 股权。该矿山测得资源总量 1.89 亿吨,氧化锂平均品位 1.50%,折合碳酸锂 703 万吨。西澳锂业 2018 年 5 月 4 日宣布将在 Kwinana 镇建设 Mount Holland 项目的配套锂精炼厂,设计产能 4 万吨。

### 1.4. 公司产量提升在即

按照目前规划,公司有望在 2021 年形成 10 万吨锂盐产能;SQM 有望在 2021 年形成 18 万吨产能,公司锂盐权益产能 14.65 万吨,相比 18 年权益产能 5.21 万吨,产能有望增长 180%。随着奎纳纳一期项目在 18 年底建成,公司已经开始新一轮的产量增长。

## 2. 收购 SQM 的债务对利润影响较少

市场一直担心天齐收购 SQM 所产生的收购费用和债务产生的利息影响公司利润。从年报上看,收购费用已经在 18 年四季度完成了计提;公司拟发行的港股和可转债有望解决超过百亿的债务问题;公司从 SQM 获得的投资收益与其余债务的利息费用相差不大,不会对公司后续利润产生大的影响。

### 2.1. 市场担心负债和收购费用

**市场担心收购的付费用影响利润。**公司在《2018-062 号关于深圳证券交易所重组问询函的回复公告》中披露,收购 SQM 可能产生 1.6 亿美元的各项费用。市场担心这部分费用会影响公司利润。

**市场担忧公司债务的偿还能力。**公司斥资 40.7 亿美元收购 SQM 股权产生了 35 亿美元的债务,利率均设定为 Libor+边际利率,其中 23 亿美元的还款期限为 1+1,其余 12 亿美元还款期限为 3+1+1。如果出现续借,在续借日起利率上浮 0.2%。根据天齐锂业 2018 年年报,截止 2018 年末公司的资产负债率达到 73.26%,市场对于公司的负债率过高的问题较为担忧。

表 4: 公司 35 亿美元贷款期限分布

贷款人	贷款类别	贷款金额(亿美元)	期限	利率
中信银行(国际)有限公司牵头的银团		10	1+1	Libor+边际利率,续借利率在原有利率基础上加 0.2%
中信银行成都有限公司牵头的银团	A	13	1+1	
	B	12	3+1+1	

资料来源:《天齐锂业:2018-062 号关于深圳证券交易所重组问询函的回复公告》、天风证券研究所

### 2.2. 收购费用已经计提

**收购的相关费用已经在 18 年年报中体现。**公司 18 年报现金流量表-筹资活动产生的现金流-支付其他与筹资活动有关的现金一共 13.71 亿元。我们根据报表附注,将这 13.71 亿元分成三部分:

- 1, 融资的费用:收购 SQM 进行融资的费用,包括支付借款融资手续费、咨询费 4.83 亿元和支付股权融资及费用 0.40 亿元。SQM 股权已经于 2018 年 12 月完成交割,费用总额与天齐锂业 18 年新增财务费用和管理费用 5.76 亿元相当,因此我们判断这部分费用已经全额计入利润表。
- 2, 印花税:收购 SQM 股权缴纳的印花税,在 SQM 股权交割时就需要支付。支付借款相关印花税 1.6 亿元,与 2018 年新增营业税金及附加 1.53 亿元相当,因此我们判断这部分费用已经全额计入利润表。
- 3, 相关保证金:进行银团借款和锁定汇率支付的保证金。这部分并不计入利润表,在支付保证金时从资产负债表-货币资金项中银行存款项转入其他货币资金项。银团借款的保证金 4.87 亿元在借款完成后在货币资金中重新划转回银行存款,锁定汇率的保证金 2.01 亿元在换汇结束后重新在货币资金中重新划转回银行存款。

综上，我们认为收购的相关费用已经全部在 18 年年报中计提是大概率事件，影响 19 年利润的可能性不大。

表 5：公司收购 SQM 相关费用已经计提

	金额（亿元）	处理方式	进度
支付其他与筹资活动有关的现金	13.71		
支付借款融资手续费、咨询费	4.83	已计入费用	18 年已计提
支付股权融资费用	0.40	已计入费用	18 年已计提
支付借款相关印花税	1.60	已计入营业税金及附加	18 年已计提
支付远期结售汇、承兑保证金	2.01	计入其他货币资金	待偿还贷款后回到银行存款
支付借款保证金	4.87	计入其他货币资金	借款完成后回到银行存款

资料来源：公司 2018 年年报、天风证券研究所

### 2.3. 港股和可转债正在推进

**港股和可转债有望处理近半债务。**根据公司年报，收购 SQM 的 34.33 亿美元借款对应 235.64 亿元。公司发行港股已经获得证监会核准，可以发行不超过 3.28 亿股，按照公司近一月交易均价 37.32 元的 6 折保守估算，发行港股有望融资 73 亿元；公司可转换债券已经通过股东大会，预计可发行不超过 50 亿元。发行港股与可转债有望偿还 120 亿元债务，剩余 115.64 亿元债务需要偿还。

### 2.4. 投资收益 VS 剩余利息

**剩余债务利息约为 6.69 亿元。**根据公司 2018 年年报，收购 SQM 借款的利率为 5%-6.57%；剩余 115.64 亿元产生的年息为 5.78 亿元-7.59 亿元。如前所述这部分利率前低后高，这里保守按照中值计算年息为 6.69 亿元。

**SQM 投资收益有望超过 1 亿美元。**SQM2017 和 2018 年的净利润分别为 4.27 亿美元和 4.39 亿美元。公司阿塔卡玛盐湖资源品质较高，2017 年平均锂盐销售成本仅为 3761 美元/吨，碳酸锂产能有望从目前的 7 万吨/年扩至 2021 年的 18 万吨/年。海外碳酸锂销售以长单为主，价格较为稳定，预计未来几年 SQM 的总体利润水平有望维持在 4 亿美元左右。公司持有 SQM25.86% 股权的投资收益有望维持在 1 亿美元左右，按照目前人民币兑美元汇率 6.7: 1 计算，投收益在 6.7 亿元左右。公司对 SQM 的投资收益就有望覆盖剩余的利息。

## 3. 海外战略 稳定盈利 经营性现金流有望偿还其余贷款

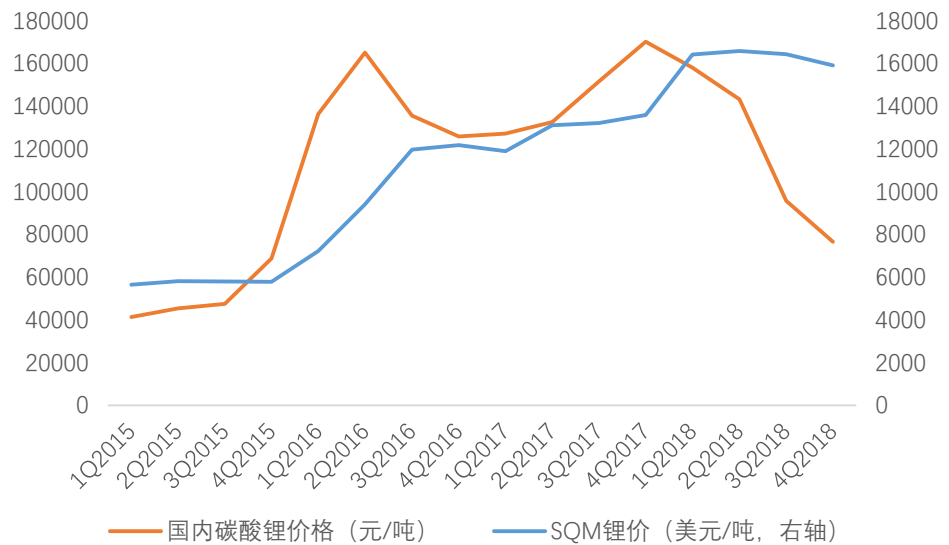
海外锂盐销售以长单为主，价格较为稳定。公司的海外战略已出现成效，2018 年公司海外销售比例提升 9.03 个百分点，达到 17.05%。在公司奎纳纳项目建设完成后，海外销售占比有望继续提升，公司业绩的稳定性也有望继续增强。

公司近年经营性现金流不断增长，随着泰利森扩产逐步完成，奎纳纳项目建设完工，经营性现金流有望稳中有升，剩余贷款有望通过经营性现金流偿还。同时也不排除公司通过其他渠道进行融资偿还剩余贷款的可能。

### 3.1. 海外长单初显成效 利润更为稳定

**海外锂盐销售以长单居多，价格较为稳定。**海外锂盐销售以长单为主，销售价格相比国内以散单为主的价格更稳定。国内锂价自 2015 年四季度上涨，2016 年上半年达到高峰，而 SQM 的销售价格上涨更为缓慢，自 2016 年一季度才开始上升，2018 年一季度才达到高点。

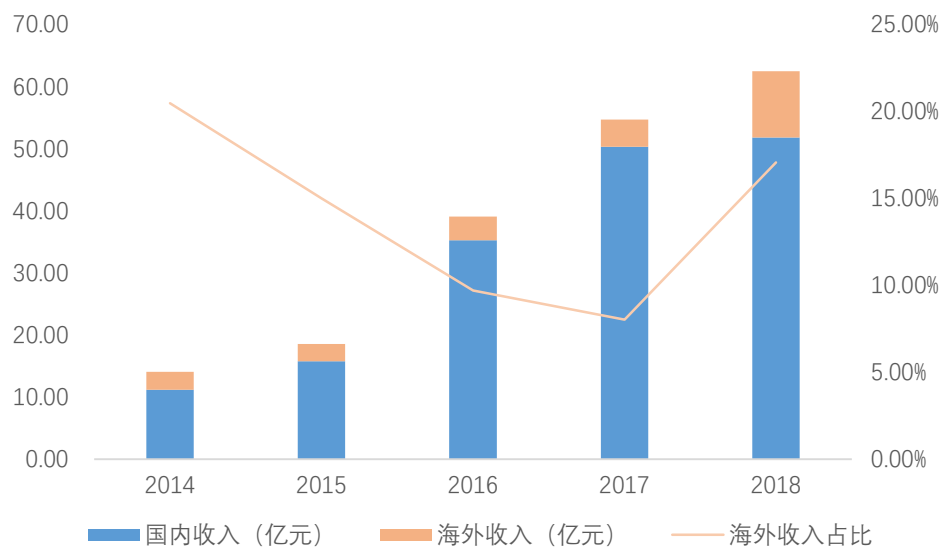
图 2: SQM 锂盐销售价较为稳定



资料来源: SQM2015-2018 年季度报告, WIND, 天风证券研究所

**海外战略初显成效。**公司的海外战略已出现成效, 2018 年公司海外销售比例提升 9.03 个百分点, 达到 17.05%。公司 4 月 1 日发布公告与 SK Innovation Co.,Ltd 和 EcoPro BM Co.,Ltd 签订了 2019-2024 年的长期供货协议。两份协议约定的单一年度氢氧化锂产品基础销售数量合计约占天齐锂业位于澳洲奎纳纳地区的氢氧化锂建设项目达产后年产能的 20%-25%。与韩国三大电池企业之一的 SKI 签订协议意味着天齐奎纳纳生产基地的产品已经可以进入国际主流电池供货体系, 未来有望签署更多价格稳定的海外长协。随着海外长协的订单增加, 公司业绩的稳定性有望逐步提升。

图 3: 公司海外销售额逐年增加



资料来源: 公司年报, WIND, 天风证券研究所

### 3.2. 经营收益有望偿还剩余贷款

**公司稳定盈利状态下偿还剩余贷款需要时间较短。**无论是假设公司使用税前利润还是使用经营性现金流偿还贷款, 在公司利润稳定的情况下都可以在 5 年内偿还剩余 115.64 亿元贷款完毕。



表 6: 剩余贷款有望通过经营偿还

	2014	2015	2016	2017	2018
税前利润-少数股东损益 (亿元)	1.39	2.91	18.15	28.68	28.79
借款余额需要偿还年限 (年)	83.04	39.81	6.37	4.03	4.02
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	3.02	6.60	17.76	30.95	36.20
借款余额需要偿还年限 (年)	38.29	17.52	6.51	3.74	3.19
公司自由现金流 (亿元)	0.68	7.82	14.18	13.80	9.69
借款余额需要偿还年限 (年)	170.90	14.79	8.15	8.38	11.94

资料来源: 公司年报, WIND, 天风证券研究所

公司大额投入期已经接近尾声, 自由现金流有望回升。公司近几年投资较大, 自由现金流较少。公司 2018 年年报显示, 公司在建工程主要投向奎纳纳基地、泰利森扩产和遂宁安居项目, 剩余投资额为 28.90 亿元, 三个项目都有望在 2020 年前建设完成。随着公司大额投资完成, 自由现金流有望回升。同时也不排除公司通过其他渠道进行融资偿还剩余贷款的可能。

表 7: 公司在建工程投资完成额接近六成

项目名称	总投资额预算数 (亿元)	累计投入金额 (亿元)	项目进度	继续需要投入资金 (亿元)
化学级锂精矿扩产项目	16.30	14.93	91.6%	1.37
年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目一期	19.98	18.54	92.8%	1.45
第二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	16.70	7.27	43.5%	9.44
2 万吨碳酸锂工厂项目	14.31	0.31	2.2%	14.00
雅江锂辉石矿采选一期工程	3.99	1.34	33.5%	2.65
总计	71.28	42.38		28.90

资料来源: 公司 2018 年年报、天风证券研究所

## 4. 估值与评级

鉴于目前锂价较低, 我们将公司 2019-2020 年的 EPS 预测 1.98 元和 2.43 元下调分别至 2019-2021 年的 1.94 元, 2.27 元和 2.90 元, 对应 4 月 3 日收盘价 37.25 元, 公司的动态 P/E 分别为 19 倍, 16 倍和 13 倍。市场前期一直担心收购 SQM 的费用和利息会影响公司利润, 费用已经计入 18 年年报, 在港股和可转债发行后, 剩余贷款的利息可以被 SQM 投资收益覆盖, 市场对公司业绩的预期有望上升, 因此我们继续维持公司的“买入”评级。

表 8: 公司锂精矿和锂盐产能有望持续增长

锂精矿	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产量	646470	724042.5	1100000	1400000	1800000
销量 (吨)	407213.99	434505.03	687500	770000	970000
单价 (万元/吨)	0.43	0.51	0.46	0.40	0.40
成本 (万元/吨)	0.12	0.14	0.14	0.15	0.15
收入 (亿元)	17.51	22.02	31.32	30.95	38.99
成本 (亿元)	3.97	4.94	6.19	9.90	11.35
毛利 (亿元)	6.64	12.57	15.83	21.42	19.60
锂盐	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量 (吨)	32392.99	37656.18	55000	74000	100000
单价 (万元/吨)	11.41	10.73	6.90	6.47	6.03
成本 (万元/吨)	3.49	3.73	3.50	3.50	3.50

收入（亿元）	36.96	40.41	37.93	47.84	60.34
成本（亿元）	11.31	14.04	19.25	25.90	35.00
毛利（亿元）	25.66	26.37	18.68	21.94	25.34
<b>其他</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
收入（亿元）	0.23	0.01	0.02	0.02	0.02
成本（亿元）	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利（亿元）	0.15	0.01	0.01	0.01	0.01
<b>总计</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
总收入（亿元）	54.70	62.44	69.27	78.81	99.35
总成本（亿元）	16.33	20.23	29.15	37.25	49.30
总毛利（亿元）	38.37	42.21	40.12	41.56	50.06
毛利率	70.14%	67.60%	57.91%	52.74%	50.38%

资料来源：公司年报、天风证券研究所

## 5. 风险提示

锂行业竞争加剧的风险，锂市场价格波动的风险，环境健康及安全风险，汇率波动的风险，财务风险，海外运营风险等。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,524.12	1,943.32	554.15	630.51	794.83	营业收入	5,470.04	6,244.42	6,926.85	7,881.38	9,935.38
应收账款	364.52	622.66	339.40	448.74	544.80	营业成本	1,633.25	2,023.39	2,915.35	3,724.98	4,929.78
预付账款	19.04	20.38	82.92	30.15	109.97	营业税金及附加	56.27	209.23	69.27	78.81	177.20
存货	477.08	560.65	897.02	1,081.25	835.89	营业费用	38.27	43.70	48.49	44.12	51.92
其他	1,480.37	721.12	1,204.80	559.98	930.93	管理费用	258.49	369.35	290.93	197.03	198.71
<b>流动资产合计</b>	<b>7,865.14</b>	<b>3,868.14</b>	<b>3,078.28</b>	<b>2,750.62</b>	<b>3,216.42</b>	财务费用	55.31	470.92	670.00	550.00	450.00
长期股权投资	660.45	30,408.20	30,408.20	30,408.20	30,408.20	资产减值损失	7.11	13.83	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,466.58	1,680.20	3,415.29	4,362.24	4,823.29	公允价值变动收益	(6.54)	(8.76)	(13.06)	1.97	3.04
在建工程	1,951.21	4,699.01	2,855.40	1,761.24	1,086.75	投资净收益	26.63	539.10	670.00	770.00	1,050.00
无形资产	3,013.91	3,054.21	2,975.63	2,897.06	2,818.48	其他	(24.64)	(1,002.02)	(1,313.87)	(1,543.95)	(2,106.08)
其他	2,882.57	924.18	871.32	845.97	880.49	<b>营业利润</b>	<b>3,425.90</b>	<b>3,585.69</b>	<b>3,589.76</b>	<b>4,058.40</b>	<b>5,180.81</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,974.71</b>	<b>40,765.79</b>	<b>40,525.84</b>	<b>40,274.71</b>	<b>40,017.21</b>	营业外收入	49.99	64.96	40.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	<b>17,839.86</b>	<b>44,633.93</b>	<b>43,604.12</b>	<b>43,025.33</b>	<b>43,233.63</b>	营业外支出	24.29	16.93	0.00	0.00	0.00
短期借款	841.60	1,938.21	2,279.26	2,422.68	2,973.66	<b>利润总额</b>	<b>3,451.60</b>	<b>3,633.72</b>	<b>3,629.76</b>	<b>4,078.40</b>	<b>5,200.81</b>
应付账款	636.64	938.68	988.69	1,473.94	963.56	所得税	839.97	829.38	725.95	815.68	1,040.16
其他	1,051.49	1,510.35	1,823.53	1,658.61	1,799.38	<b>净利润</b>	<b>2,611.63</b>	<b>2,804.34</b>	<b>2,903.81</b>	<b>3,262.72</b>	<b>4,160.65</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,529.74</b>	<b>4,387.25</b>	<b>5,091.48</b>	<b>5,555.23</b>	<b>5,736.60</b>	少数股东损益	466.59	604.23	689.31	665.63	852.32
长期借款	1,433.35	25,326.06	20,325.51	15,574.50	11,558.14	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,145.04</b>	<b>2,200.11</b>	<b>2,214.50</b>	<b>2,597.10</b>	<b>3,308.33</b>
应付债券	2,526.75	2,327.51	1,817.52	2,223.93	2,122.99	每股收益(元)	1.88	1.93	1.94	2.27	2.90
其他	715.04	655.89	626.47	665.80	649.39						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,675.15</b>	<b>28,309.46</b>	<b>22,769.50</b>	<b>18,464.23</b>	<b>14,330.51</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,204.88</b>	<b>32,696.70</b>	<b>27,860.98</b>	<b>24,019.46</b>	<b>20,067.11</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	1,565.30	1,801.07	2,490.38	3,156.01	4,008.33	<b>成长能力</b>					
股本	1,142.05	1,142.05	1,142.05	1,142.05	1,142.05	营业收入	40.09%	14.16%	10.93%	13.78%	26.06%
资本公积	4,189.74	4,203.16	4,203.16	4,203.16	4,203.16	营业利润	54.56%	4.66%	0.11%	13.06%	27.66%
留存收益	7,911.09	9,896.21	12,110.71	14,707.81	18,016.13	归属于母公司净利润	41.86%	2.57%	0.65%	17.28%	27.39%
其他	(4,173.22)	(5,105.27)	(4,203.16)	(4,203.16)	(4,203.16)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,634.97</b>	<b>11,937.22</b>	<b>15,743.14</b>	<b>19,005.87</b>	<b>23,166.51</b>	毛利率	70.14%	67.60%	57.91%	52.74%	50.38%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,839.86</b>	<b>44,633.93</b>	<b>43,604.12</b>	<b>43,025.33</b>	<b>43,233.63</b>	净利率	39.21%	35.23%	31.97%	32.95%	33.30%
						ROE	23.65%	21.71%	16.71%	16.39%	17.27%
						ROIC	43.16%	40.80%	8.58%	9.27%	11.62%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	40.39%	73.26%	63.90%	55.83%	46.42%
净利润	2,611.63	2,804.34	2,214.50	2,597.10	3,308.33	净负债率	4.40%	-28.04%	3.17%	12.02%	11.08%
折旧摊销	234.47	260.88	247.09	305.79	342.02	流动比率	3.11	0.88	0.60	0.50	0.56
财务费用	87.50	531.60	670.00	550.00	450.00	速动比率	2.92	0.75	0.43	0.30	0.41
投资损失	(26.63)	(539.10)	(670.00)	(770.00)	(1,050.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	307.43	529.59	(151.96)	788.18	(720.72)	应收账款周转率	18.31	12.65	14.40	20.00	20.00
其它	(119.78)	32.67	676.24	667.60	855.36	存货周转率	11.54	12.03	9.50	7.97	10.36
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,094.62</b>	<b>3,619.98</b>	<b>2,985.87</b>	<b>4,138.67</b>	<b>3,184.99</b>	总资产周转率	0.38	0.20	0.16	0.18	0.23
资本支出	1,872.03	33,069.50	89.42	40.67	66.41	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	104.42	29,747.75	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.88	1.93	1.94	2.27	2.90
其他	(3,445.26)	(93,978.96)	536.09	648.04	929.28	每股经营现金流	2.71	3.17	2.61	3.62	2.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,468.81)</b>	<b>(31,161.72)</b>	<b>625.51</b>	<b>688.71</b>	<b>995.69</b>	每股净资产	7.94	8.88	11.60	13.88	16.78
债权融资	5,028.39	30,254.72	25,022.30	20,821.11	17,254.79	<b>估值比率</b>					
股权融资	2,458.44	(1,374.76)	233.26	(548.68)	(448.72)	市盈率	19.83	19.34	19.21	16.38	12.86
其他	(5,222.88)	(5,336.66)	(30,256.10)	(25,023.44)	(20,822.43)	市净率	4.69	4.20	3.21	2.68	2.22
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,263.95</b>	<b>23,543.31</b>	<b>(5,000.55)</b>	<b>(4,751.01)</b>	<b>(4,016.36)</b>	EV/EBITDA	15.91	14.41	15.32	13.32	10.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	16.98	15.33	16.21	14.20	11.11
<b>现金净增加额</b>	<b>3,889.76</b>	<b>(3,998.44)</b>	<b>(1,389.17)</b>	<b>76.36</b>	<b>164.32</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com