

天齐锂业 (002466.SZ) 动力电池行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

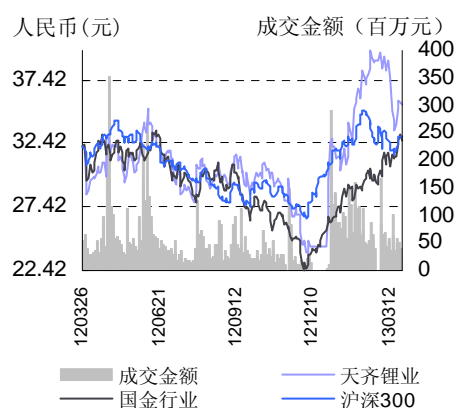
市价(人民币): 35.49元

业绩符合预期, 静待泰利森增发注入

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	38.59
总市值(百万元)	52.17
年内股价最高最低(元)	39.72/23.85
沪深 300 指数	2613.10
中小板指数	5348.30



相关报告

- 《收购方案获 Talison 股东大会通过》, 2013.2.28
- 《大股东竞购泰利森取得重大进展》, 2012.12.9
- 《大股东拟参与竞购澳洲锂矿石供应商》, 2012.11.14

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjqz.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjqz.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.274	0.284	0.454	0.734	1.117
每股净资产(元)	6.70	6.88	7.33	7.94	9.05
每股经营性现金流(元)	0.06	-0.30	0.70	0.55	0.81
市盈率(倍)	98.48	113.42	78.19	48.35	31.77
行业优化市盈率(倍)	23.96	20.20	25.53	25.53	25.53
净利润增长率(%)	3.45%	3.75%	59.88%	61.72%	52.18%
净资产收益率(%)	4.09%	4.13%	6.19%	9.25%	12.34%
总股本(百万股)	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2012 年实现收入 3.97 亿元, 同比下滑 1.47%, 实现净利润 4173 万元, 同比增长 3.75% (扣非 6%), 每股收益 0.28 元, 基本符合预期。

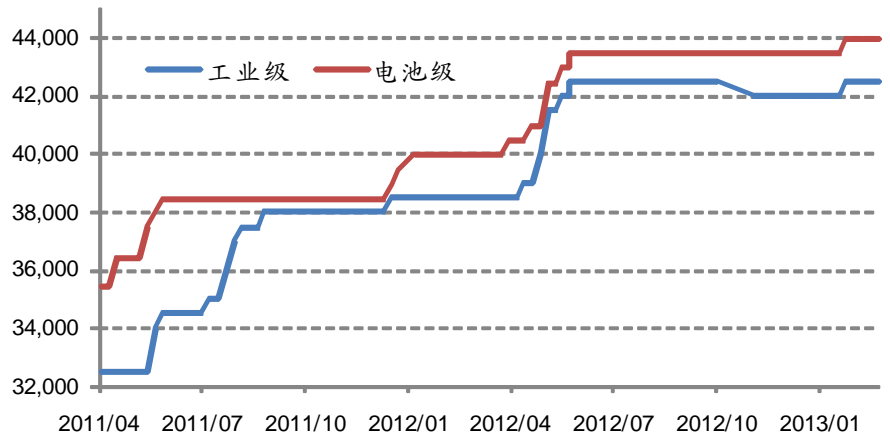
经营分析

- 厂房搬迁、矿石涨价拖累 Q4 业绩, 新建产能今年 Q2 将开始逐步释放:** 全资子公司雅安华汇锂业因整体搬迁于去年 9 月起停产, 使公司氢氧化锂产销量下降; 下半年碳酸锂价格持稳、而涨价后矿石逐步计入成本, 使 Q4 毛利率略有下滑。公司扩产项目于 3 月开始逐步投产, 锂盐总产能将从 2012 年中的 1.3 万吨提升至 2 万吨左右。
- 重申收购 Talison 意义重大, 短期大幅增厚业绩, 中长期尽享定价权带来的超额收益:** 公司收购 Talison 后, 将兼具全球最大固体锂矿供应商和最大矿石提锂生产商的身份, 对中国乃至全球锂产品价格将拥有强大的发言权, 并将尽享此定价权带来的超额受益。
- Talison 收获银河锂业三年长约, 资源优质性得到证明:** 近期银河锂业公告宣布其位于澳洲的卡特琳矿山因成本较高停产, 并与 Talison 签订三年锂精矿供货长单。银河江苏工厂设计碳酸锂年产能 1.7 万吨, 对应锂精矿需求约 14 万吨/年, 长单将有助于消化 Talison 于 2012 年中完成扩建的产能 (翻番至 74 万吨/年), 同时也验证了 Talison 锂矿资源的开采经济性。
- 维持对碳酸锂及锂辉石价格中长期上涨趋势确立的判断:** 金融危机过后基础锂产品价格持续回升, 未来随着消费电子高景气, 电动自行车、电动汽车、电网储能等新兴需求的放量, 锂产品需求有望继续保持 10% 以上的增速 (随着锂电需求占比提高, 增速将逐渐放大); 供给端寡头格局下集中度继续提升, 现有锂资源开采成本呈上升趋势, 而新资源开发缓慢, 供需将持续偏紧。

盈利调整与投资建议

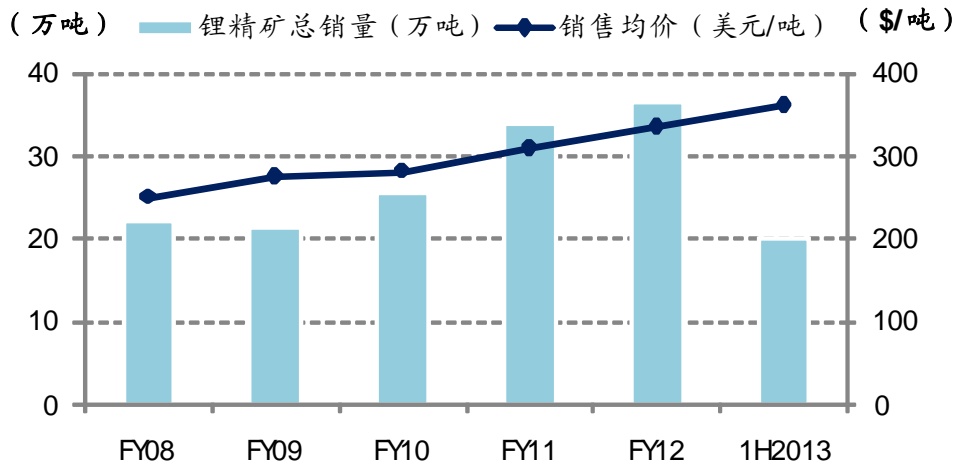
- 不考虑增发和资产注入的情况下, 我们调整公司 2013E~2015E 年盈利预测至 EPS 分别为 0.45, 0.73, 1.12 元, 未来三年净利润复合增速 58%。
- 若考虑 65% Talison 股权和天齐矿业的注入 (假设两者复合增速 20%), 那么公司 2013/14 年净利润将分别增厚 3.1 倍和 2.3 倍, 若以目前增发预案底价测算发行摊薄, 对应 2013/14E 年 EPS 分别为 0.89, 1.16 元。
- 我们继续看好掌握优质资源的锂产业链上游龙头企业, 公司完成对 Talison 的收购后, 行业地位和盈利前景将获得质的飞跃, 维持“买入”评级。

图表1: 碳酸锂价格近期走势



来源: 国金证券研究所

图表2: Talison 近五个半财年 (7月1日~次年6月30日) 锂精矿销售情况



来源: Talison, 国金证券研究所

图表3: 分项目销售预测

项目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
碳酸锂						
销售收入 (百万元)	186.37	272.34	285.39	361.02	448.39	556.90
YOY	-11.52%	46.13%	4.79%	26.50%	24.20%	24.20%
毛利率	23.44%	17.21%	23.18%	26.67%	28.71%	30.69%
其他主要衍生锂产品						
销售收入 (百万元)	96.73	114.72	102.12	146.03	206.92	293.21
YOY	12.90%	18.60%	-10.99%	43.00%	41.70%	41.70%
毛利率	16.47%	10.88%	15.75%	19.58%	22.53%	25.38%
收入合计 (百万元)	294.26	401.73	394.20	507.05	655.32	850.11
YOY	-3.56%	36.52%	-1.88%	28.63%	29.24%	29.73%
综合毛利率	21.87%	16.36%	21.36%	24.63%	26.76%	28.85%

来源: 国金证券研究所

图表4: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	294	403	397	507	655	850
增长率		36.9%	-1.5%	27.8%	29.2%	29.7%
主营业务成本	-230	-336	-312	-382	-480	-605
%销售收入	78.1%	83.5%	78.6%	75.4%	73.2%	71.1%
毛利	64	67	85	125	175	245
%销售收入	21.9%	16.5%	21.4%	24.6%	26.8%	28.9%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-3	-3
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-8	-11	-11	-13	-16	-20
%销售收入	2.6%	2.6%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%
管理费用	-14	-20	-29	-33	-36	-38
%销售收入	4.7%	5.0%	7.3%	6.5%	5.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	42	35	43	77	121	184
%销售收入	14.3%	8.6%	10.9%	15.2%	18.5%	21.7%
财务费用	-1	6	-1	-7	-5	-4
%销售收入	0.3%	-1.5%	0.4%	1.5%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	2	3
%税前利润	0.0%	0.6%	1.4%	1.3%	1.6%	1.6%
营业利润	40	41	42	71	118	183
营业利润率	13.8%	10.1%	10.5%	13.9%	18.0%	21.5%
营业外收支	7	8	7	8	9	10
税前利润	47	48	49	79	127	193
利润率	16.1%	12.0%	12.3%	15.5%	19.4%	22.7%
所得税	-9	-8	-7	-12	-19	-29
所得税率	18.1%	17.0%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	39	40	42	67	108	164
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	39	40	42	67	108	164
净利率	13.2%	10.0%	10.5%	13.2%	16.5%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	39	40	42	67	108	164
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	16	20	37	47	54
非经营收益	4	2	5	10	4	2
营运资金变动	-80	-49	-112	-11	-79	-102
经营活动现金净流	-26	9	-44	103	81	119
资本开支	-71	-86	-265	24	-40	-40
投资	0	-82	0	-1	0	0
其他	5	3	4	1	2	3
投资活动现金净流	-66	-164	-261	24	-38	-37
股权募资	678	0	0	0	-19	0
债权募资	-94	14	447	-276	0	0
其他	-8	-43	8	-20	-15	-15
筹资活动现金净流	576	-28	455	-295	-34	-15
现金净流量	484	-183	150	-169	8	67

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	530	377	500	330	339	406
应收款项	92	114	91	132	170	221
存货	144	184	233	209	263	331
其他流动资产	10	23	8	17	21	26
流动资产	776	699	832	689	793	984
%总资产	73.9%	62.2%	53.0%	50.1%	53.6%	59.0%
长期投资	0	82	83	84	83	83
固定资产	159	214	503	468	473	470
%总资产	15.1%	19.1%	32.0%	34.1%	31.9%	28.2%
无形资产	47	50	135	131	129	128
非流动资产	274	424	737	685	687	683
%总资产	26.1%	37.8%	47.0%	49.9%	46.4%	41.0%
资产总计	1,050	1,123	1,569	1,374	1,480	1,667
短期借款	0	29	247	0	0	0
应付款项	42	71	48	49	62	79
其他流动负债	14	12	4	17	21	27
流动负债	56	113	298	66	83	106
长期贷款	15	0	230	230	230	230
其他长期负债	25	26	29	0	0	0
负债	96	139	557	296	313	336
普通股股东权益	954	984	1,011	1,078	1,166	1,331
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,050	1,123	1,569	1,374	1,480	1,667

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.397	0.274	0.284	0.454	0.734	1.117
每股净资产	9.733	6.696	6.879	7.333	7.935	9.052
每股经营现金净流	-0.268	0.064	-0.302	0.699	0.548	0.809
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.08%	4.09%	4.13%	6.19%	9.25%	12.34%
总资产收益率	3.70%	3.58%	2.66%	4.86%	7.29%	9.85%
投入资本收益率	3.56%	2.84%	2.49%	5.02%	7.36%	10.03%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.56%	36.86%	-1.47%	27.78%	29.24%	29.73%
EBIT增长率	-0.11%	-17.51%	25.07%	77.88%	56.64%	52.20%
净利润增长率	6.62%	3.45%	3.75%	59.88%	61.72%	52.18%
总资产增长率	170.40%	6.97%	39.72%	-12.42%	7.71%	12.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	13.7	19.8	24.3	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	178.6	177.9	243.9	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	36.4	37.2	44.6	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	94.5	149.6	186.1	192.2	151.0	115.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.99%	-35.35%	-2.27%	-9.31%	-9.31%	-13.20%
EBIT利息保障倍数	48.5	-5.7	29.0	10.4	24.6	48.6
资产负债率	9.13%	12.34%	35.53%	21.53%	21.18%	20.15%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	4	6	14
增持	0	2	9	13	22
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.58	1.63	1.69

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-16	增持	38.10	N/A
2 2011-10-20	增持	33.78	N/A
3 2012-03-26	增持	32.19	N/A
4 2012-07-30	买入	27.78	N/A
5 2012-10-28	买入	30.17	N/A
6 2012-11-14	买入	29.63	N/A
7 2012-12-09	买入	24.35	N/A
8 2013-02-28	买入	38.88	N/A

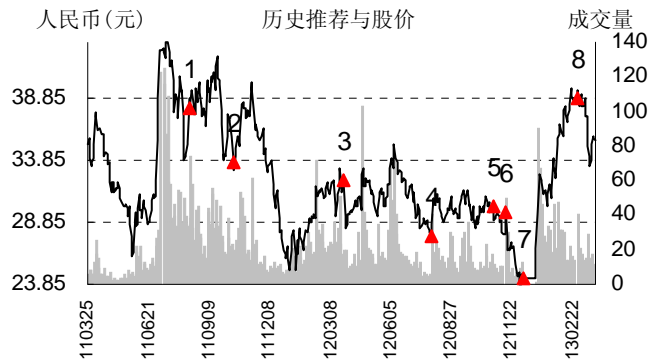
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B