国金证券 SINOLINK SECURITIES

天齐锂业 (002466.SZ)　动力电池行业

评级：买入　维持评级　　公司点评

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

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

备考盈利预测偏保守，存在超预期可能

事件

公司 6 月 8 日发布定向增发方案修订案，主要修订内容为：细化了对泰利森锂业 65%股权以及天齐矿业 100%股权的收购价格，但并未对增发价格、发行数量等发行方案做出变更，仅是对原方案的补充、细化。

同时公司给出了经审计的 2013 年度备考合并盈利预测报告，包括拟收购标的泰利森锂业、天齐矿业、及公司本部的盈利预测。

评论

1. **扣除收购产生的“一次性因素”对盈利预测的影响，2013 年合并备考净利润预测为 2.26 亿元；**

在进行 2013 年备考合并盈利预测时，因泰利森锂精矿存货期初公允价值评估增值计入预测期成本、以及文菲尔德收购泰利森支付印花税对合并净利润影响较大（两者合计达-4.92 亿元），2013 年备考合并净利润为-2.75 亿元，若扣除因收购合并产生的“一次性因素”影响，则 2013 年合并净利润为 2.26 亿元，按目前增发方案摊薄后的 EPS 为 0.71 亿元。

2. **公告盈利预测以“目前市场状况”为假设，产品价格上涨和市场份额提升潜力使实际业绩存在超预期可能；**

公司给出的盈利预测基于“公司产品所处的市场状况，特别是国际、国内锂市场需求及影响锂市场需求的相关重要因素无重大变化，并且公司主要业务的市场份额无重大变化”的假设进行，我们认为这一假设偏保守，实际结果存在超预期可能。

首先，在消费电子、电动自行车/汽车、电网储能等锂电池需求的快速增长拉动下，锂矿及碳酸锂需求近年来持续快速增长，而上游锂资源开采扩产缓慢，我们判断基础锂产品及锂精矿价格已进入中长期上涨周期，年内锂盐及锂精矿均存在继续提价可能性；

其次，泰利森于 2012 年 6 月完成了锂辉石开采及精矿加工产能的翻番扩张，且近期与澳洲银河锂业（江苏工厂）签订了锂精矿三年供应长约（锂盐设计产能 1.7 万吨、且在澳洲拥有矿山的银河锂业一度被认为是天齐和泰利森的有力竞争对手），作为掌握优质固体锂矿资源、全球锂资源供应量占比超过 30%的寡头之一，泰利森市场份额有望持续提升；天齐锂业新建的锂盐加工产能也将于 Q2 逐步达产，国内龙头地位稳固；

综上，锂盐、锂精矿的涨价潜力，以及泰利森和天齐的市场份额持续提升的潜力，使公司合并净利润存在较大的超预期可能。

3. **看好锂电池产业前景，投资技术路线确定性强、盈利弹性大的中上游龙头；**

我们看好未来电动汽车、电网储能等市场启动对锂电池需求带来的巨大成长空间，并且判断盐湖扩产成本升高和资源属性体现等因素将推动锂产品价格维持长期上涨趋势；

因此，在锂电池产业链中，我们更为看好技术路线确定性更强的上游锂矿及基础锂产品环节，以及该环节中掌握优质资源的龙头企业；

在完成对泰利森的收购后，天齐锂业将拥有年产 74 万吨锂精矿和 2 万吨矿石提锂的生产能力，两者均为全球最大规模，优质资源与低成本加工结合的协同效应将帮助公司顺利步入国际锂行业巨头的行列。

投资建议

我们维持一季报点评时对公司的盈利预测，即：不考虑增发和资产注入的情况下，2013~2015E 年 EPS 分别为 0.37，0.60，0.96 元；假设按增发底价 24.6 元完成 1.7 亿股增发，则摊薄后 EPS 分别为 0.92（备考），1.25，1.67 元。维持“买入”评级。

敬请参阅最后一页特别声明　　用使司公限有理管金基信泰供仅告报此

图表1：天齐锂业原业务销售预测

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（氢氧化锂、氯化锂、金属锂等）						
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：公司公告，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表2：三张报表摘要

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	-2	-3
%销售收入	*0.3%*	*0.3%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.3%*	*0.3%*
营业费用	-8	-11	-11	-11	-14	-18
%销售收入	*2.6%*	*2.6%*	*2.7%*	*2.2%*	*2.2%*	*2.1%*
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	79	123	187
%销售收入	*14.3%*	*8.6%*	*10.9%*	*15.6%*	*18.8%*	*22.0%*
财务费用	-1	6	-1	-24	-30	-33
%销售收入	*0.3%*	*-1.5%*	*0.4%*	*4.7%*	*4.6%*	*3.9%*
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%*	*1.6%*	*1.9%*	*1.8%*
营业利润	40	41	42	56	94	156
营业利润率	*13.8%*	*10.1%*	*10.5%*	*11.1%*	*14.4%*	*18.4%*
营业外收支	7	8	7	8	9	10
税前利润	**47**	**48**	**49**	**64**	**103**	**166**
利润率	*16.1%*	*12.0%*	*12.3%*	*12.7%*	*15.8%*	*19.6%*
所得税	-9	-8	-7	-10	-16	-25
所得税率	*18.1%*	*17.0%*	*14.8%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	39	40	42	55	88	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净	**39**	**40**	**42**	**55**	**88**	**141**
净利率	*13.2%*	*10.0%*	*10.5%*	*10.8%*	*13.4%*	*16.6%*

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	39	40	42	55	88	141
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	23	29	31
营运资金变动	-80	-49	-112	-11	-79	-102
经营活动现金净流	**-26**	**9**	**-44**	**104**	**85**	**126**
资本开支	-71	-86	-265	24	-40	-40
投资	0	-82	0	-261	0	0
其他	5	3	4	1	2	3
投资活动现金净流	**-66**	**-164**	**-261**	**-236**	**-38**	**-37**
股权募资	678	0	0	0	-19	0
债权募资	-94	14	447	72	130	27
其他	-8	-43	8	-33	-40	-44
筹资活动现金净流	**576**	**-28**	**455**	**39**	**71**	**-18**
现金净流量	**484**	**-183**	**150**	**-94**	**119**	**71**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	530	377	500	406	524	595
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	764	979	1,173
%总资产	*73.9%*	*62.2%*	*53.0%*	*44.7%*	*50.8%*	*55.5%*
长期投资	0	82	83	344	343	343
固定资产	159	214	503	468	473	470
%总资产	*15.1%*	*19.1%*	*32.0%*	*27.4%*	*24.5%*	*22.2%*
无形资产	47	50	135	131	129	128
非流动资产	274	424	737	945	947	943
%总资产	*26.1%*	*37.8%*	*47.0%*	*55.3%*	*49.2%*	*44.5%*
资产总计	**1,050**	**1,123**	**1,569**	**1,709**	**1,925**	**2,116**
短期借款	0	29	247	347	478	504
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	413	561	610
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**	**643**	**791**	**840**
普通股股东权益	954	984	1,011	1,066	1,134	1,276
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**	**1,709**	**1,925**	**2,116**

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.397	0.274	0.284	0.371	0.598	0.962
每股净资产	9.733	6.696	6.879	7.251	7.717	8.678
每股经营现金净流	-0.268	0.064	-0.302	0.704	0.581	0.854
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%	5.12%	7.75%	11.08%
总资产收益率	3.70%	3.58%	2.66%	3.20%	4.57%	6.68%
投入资本收益率	3.56%	2.84%	2.49%	4.10%	5.67%	7.89%
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%	82.55%	55.12%	51.84%
净利润增长率	6.62%	3.45%	3.75%	30.85%	60.99%	60.80%
总资产增长率	170.40%	6.97%	39.72%	8.95%	12.66%	9.90%
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%	16.11%	16.17%	10.92%
EBIT利息保障倍数	48.5	-5.7	29.0	3.3	4.0	5.6
资产负债率	9.13%	12.34%	35.53%	37.63%	41.09%	39.71%

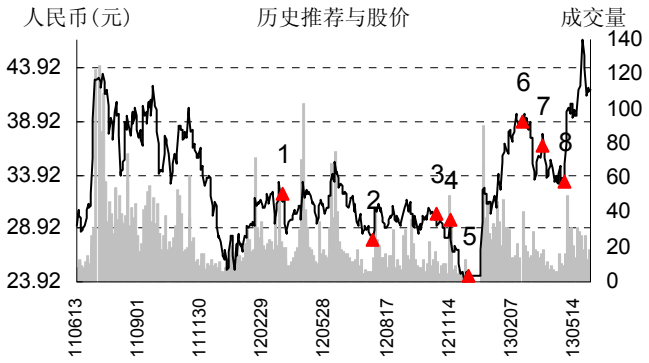
来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-03-26	增持	32.24	N/A
2	2012-07-30	买入	27.84	N/A
3	2012-10-28	买入	30.22	N/A
4	2012-11-14	买入	29.68	N/A
5	2012-12-09	买入	24.42	N/A
6	2013-02-28	买入	38.89	N/A
7	2013-03-26	买入	36.67	N/A
8	2013-04-26	买入	33.25	N/A

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net