

天齐锂业 (002466.SZ) 动力电池行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

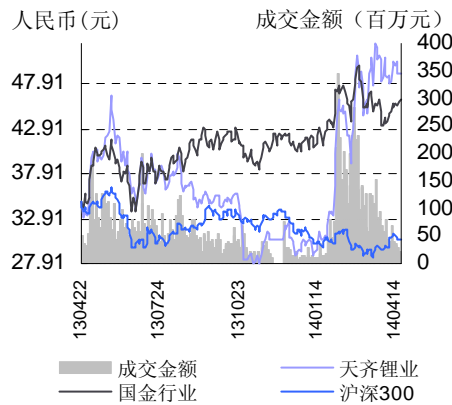
市价(人民币): 48.53元

垄断优质资源, 锂电产业链绝对龙头

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)	53.28
总市值(百万元)	126.79
年内股价最高最低(元)	52.37/27.91
沪深300指数	2187.25
中小板指数	6287.13



相关报告

- 《备考盈利预测偏保守,存在超预期可能》, 2013.6.12
- 《收购增加短期财务压力,锂行业龙头地位不改》, 2013.4.26

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.284	-0.900	0.684	0.944	1.373
每股净资产(元)	6.88	5.89	15.77	16.64	18.01
每股经营性现金流(元)	-0.30	-0.87	1.13	2.02	2.56
市盈率(倍)	113.42	-33.60	70.92	51.40	35.34
行业优化市盈率(倍)	20.20	38.27	52.04	52.04	52.04
净利润增长率(%)	3.75%	N/A	N/A	37.98%	45.45%
净资产收益率(%)	4.13%	-15.29%	4.34%	5.67%	7.62%
总股本(百万股)	147.00	147.00	258.76	258.76	258.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2013 年实现收入 4.15 亿元, 同比增长 5%, 净亏损 1.32 亿元(扣非净利润 1409 万元, 同比下滑 60%), 符合此前业绩预告范围。
- 公司 2013 年发生大额亏损主要源于因收购 Talison 股权应缴纳的印花税 9411 万元、前期预付股权收购款产生的借款利息 2123 万元、以及报废老生产线所计提的减值 3412 万元等非经常性损益; 扣非净利润出现大幅下降则主要源于锂精矿价格上涨压缩了公司产品的毛利率水平。

经营分析

- 强势锂精矿价格对公司盈利能力的影响将发生又负转正的反转;
- 公司是国内产能规模最大的基础锂产品供应商, 尽管近年来产销量和收入持续增长, 但受制于主要原材料锂精矿价格的持续走强, 盈利情况始终不甚理想; 即使碳酸锂等产品的销售价格在 FMC 等盐湖提锂巨头的带头提价下有所上涨, 超额利润也很快就会被跟涨的锂矿石供应商夺走, 公司作为中间加工环节经营十分被动。
- 然而, 在公司完成对其唯一锂矿石供应商 Talison 的收购后, 形势将发生 180 度的逆转, 首先, Talison 作为垄断全球最优质固体锂矿资源的上游寡头, 在电动汽车等新兴需求爆发的背景下, 其锂精矿产品价格有望持续走强, 并成为公司主要的利润来源, 且矿石储量有巨大升值潜力; 其次, 在完成对上游资源的控制后, 公司将有能力促进国内中游产能的洗牌和行业集中度的提高, 有利于提升公司基础锂产品加工的盈利能力。
- 此外, 公司与 Rockwood 的强强联手, 一方面打开了公司未来进一步延伸产业链的空间; 另一方面, Rockwood 作为北美地区唯一的大型锂产品供应商, 有很大可能成为 Tesla 超级电池工厂的主力供应商, 从而大幅拉动 Talison 锂精矿产品的销售。

盈利调整

- 我们以公司增发所收购的资产(51% Talison+100%天齐矿业)从 2014 年起并表为基准, 预测公司 2014~2016E 年 EPS 分别为 0.68, 0.94, 1.37 元。(具体收入预测拆分详见正文图表)

投资建议

- 公司通过增发完成收购 Talison 51% 股权后顺利跻身世界锂业巨头行列, 且与获取另 49% 股权的 Rockwood 形成上游锂资源的寡头联盟, 是受益电动汽车、储能等锂电新需求放量最确定的标的, 维持“买入”评级。

图表1: 分项目销售预测

项目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Talison锂精矿 (51%)						
外销确认收入 (百万元)				658	874	1,140
毛利率	33.31%	37.59%		39.25%	42.09%	44.79%
天齐矿业 (技术级锂精矿代理)						
收入 (百万元)	191	215		237	247	257
毛利率	20.76%	36.59%		51.78%	51.91%	52.03%
碳酸锂						
销售收入 (百万元)	272	285	299	367	443	558
YOY	46.13%	4.79%	4.70%	22.66%	20.75%	26.00%
毛利率	17.21%	23.18%	16.13%	35.19%	40.36%	43.91%
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)	115	102	103	167	228	312
YOY	18.60%	-10.99%	0.96%	62.34%	36.50%	36.50%
毛利率	10.88%	15.75%	9.91%	28.18%	33.23%	36.82%
收入合计 (百万元)	402	394	413	1,429	1,792	2,267
YOY	36.52%	-1.88%	4.83%	245.81%	25.42%	26.49%
综合毛利率	16.36%	21.36%	15.01%	38.99%	41.89%	44.30%

来源: 国金证券研究所

图表2: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	403	397	415	1,429	1,792	2,267
增长率		-1.5%	4.6%	244.4%	25.4%	26.5%
主营业务成本	-336	-312	-353	-872	-1,042	-1,263
%销售收入	83.5%	78.6%	85.1%	61.0%	58.1%	55.7%
毛利	67	85	62	557	751	1,004
%销售收入	16.5%	21.4%	14.9%	39.0%	41.9%	44.3%
营业税金及附加	-1	-2	-1	-4	-4	-6
%销售收入	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-11	-11	-10	-24	-30	-36
%销售收入	2.6%	2.7%	2.4%	1.7%	1.7%	1.6%
管理费用	-20	-29	-138	-86	-104	-125
%销售收入	5.0%	7.3%	33.2%	6.0%	5.8%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	35	43	-87	444	613	838
%销售收入	8.6%	10.9%	n.a	31.0%	34.2%	36.9%
财务费用	6	-1	-27	-51	-58	-37
%销售收入	-1.5%	0.4%	6.6%	3.5%	3.3%	1.6%
资产减值损失	-1	-1	-36	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	2	3
%税前利润	0.6%	1.4%	-0.6%	0.3%	0.3%	0.3%
营业利润	41	42	-149	393	556	803
营业利润率	10.1%	10.5%	n.a	27.5%	31.0%	35.4%
营业外收支	8	7	10	5	5	5
税前利润	48	49	-139	398	561	808
利润率	12.0%	12.3%	n.a	27.9%	31.3%	35.6%
所得税	-8	-7	7	-100	-140	-202
所得税率	17.0%	14.8%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	40	42	-132	299	420	606
少数股东损益	0	0	0	122	176	250
归属于母公司的净利润	40	42	-132	177	244	355
净利率	10.0%	10.5%	n.a	12.4%	13.6%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	40	42	0	299	420	606
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	16	20	0	100	149	155
非经营收益	2	5	0	54	58	38
营运资金变动	-49	-112	0	-160	-105	-137
经营活动现金净流	9	-44	0	293	523	661
资本开支	-86	-265	-55	-3,536	-144	-145
投资	-82	0	-336	-1	0	0
其他	3	4	0	1	2	3
投资活动现金净流	-164	-261	-390	-3,536	-143	-143
股权募资	0	0	0	3,039	-19	0
债权募资	14	447	100	497	-223	-379
其他	-43	8	-33	-54	-65	-45
筹资活动现金净流	-28	455	67	3,482	-308	-424
现金净流量	-183	150	-322	238	73	95

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	377	500	48	286	358	453
应收款项	114	91	132	371	465	589
存货	184	233	323	239	285	346
其他流动资产	23	8	33	37	44	53
流动资产	699	832	536	933	1,153	1,441
%总资产	62.2%	53.0%	31.9%	16.9%	20.1%	24.0%
长期投资	82	83	85	86	85	85
固定资产	214	503	555	1,375	1,410	1,440
%总资产	19.1%	32.0%	33.1%	24.9%	24.6%	23.9%
无形资产	50	135	138	3,116	3,082	3,048
非流动资产	424	737	1,143	4,579	4,579	4,575
%总资产	37.8%	47.0%	68.1%	83.1%	79.9%	76.0%
资产总计	1,123	1,569	1,679	5,511	5,732	6,015
短期借款	29	247	400	1,027	804	425
应付款项	71	48	96	165	199	244
其他流动负债	12	4	111	40	49	61
流动负债	113	298	607	1,233	1,052	729
长期贷款	0	230	176	76	76	76
其他长期负债	26	29	31	0	0	0
负债	139	557	814	1,309	1,128	805
普通股股东权益	984	1,011	865	4,081	4,306	4,662
少数股东权益	0	0	0	122	298	548
负债股东权益合计	1,123	1,569	1,679	5,511	5,732	6,015

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.274	0.284	-0.900	0.684	0.944	1.373
每股净资产	6.696	6.879	5.888	15.773	16.642	18.015
每股经营现金净流	0.064	-0.302	-0.872	1.131	2.021	2.555
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.09%	4.13%	-15.29%	4.34%	5.67%	7.62%
总资产收益率	3.58%	2.66%	-7.88%	3.21%	4.26%	5.91%
投入资本收益率	2.84%	2.49%	-5.75%	6.27%	8.38%	11.00%
增长率						
主营业务收入增长率	36.86%	-1.47%	4.57%	244.35%	25.42%	26.49%
EBIT增长率	-17.51%	25.07%	#####	#####	38.13%	36.71%
净利润增长率	3.45%	3.75%	N/A	N/A	37.98%	45.45%
总资产增长率	6.97%	39.72%	7.04%	228.25%	4.00%	4.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.8	24.3	27.1	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	177.9	243.9	287.3	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	37.2	44.6	58.6	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	149.6	186.1	377.8	216.6	159.6	114.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.35%	-2.27%	61.00%	19.45%	11.32%	0.91%
EBIT利息保障倍数	-5.7	29.0	-3.2	8.8	10.5	22.6
资产负债率	12.34%	35.53%	48.45%	23.74%	19.68%	13.39%

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	0	1	2	6
增持	0	0	1	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	1.40	1.50

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 2012-07-30	买入	27.84	N/A
2 2012-10-28	买入	30.22	N/A
3 2012-11-14	买入	29.68	N/A
4 2012-12-09	买入	24.42	N/A
5 2013-02-28	买入	38.89	N/A
6 2013-03-26	买入	36.67	N/A
7 2013-04-26	买入	33.25	N/A
8 2013-06-12	买入	41.97	N/A

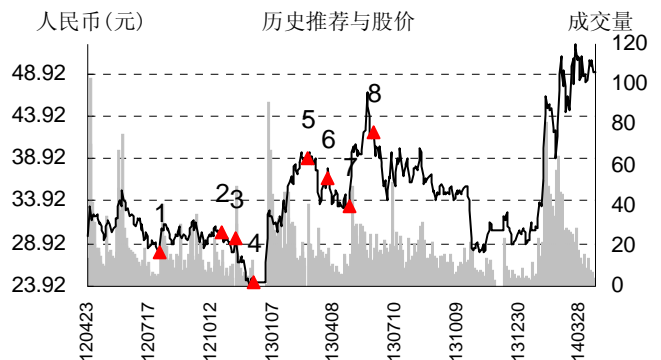
来源：国金证券研究所

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

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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD