

## 化学原料行业

报告原因：半年报公布

2014年8月26日

市场数据：2014年8月26日

收盘价（元）	52.23
一年内最高/最低（元）	26.80/55.01
市净率	6.65
股息率	-
流通A股市值（百万元）	1133.11

基础数据：2014年6月30日

每股净资产（元）	12.21
资产负债率%	21.16
总股本/流通A股（百万）	258.76/53.28
流通B股/H股（百万）	-/-

### 相关研究

研究员：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

助理研究员：张良

投资咨询证书编号：S0760514050005

zhangliang@sxzq.com 021-38529769

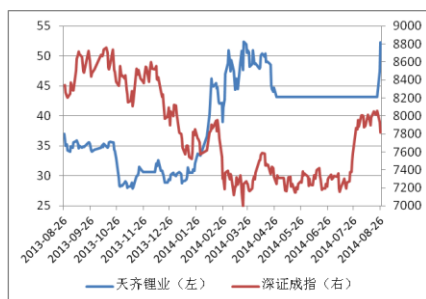
地址：上海浦东新区源深路1088号7层

销售联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com 0351-8686990

http://www.i618.com.cn

一年内公司股价与大盘对比走势：



## 天齐锂业 (002466)

增持

系列并购强化上下游，需求技术齐助增长

首次评级

半年目标价：54.99-62.85元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2013A	415.0	353.3	-132.4	-	-
2014E	1469.7	1016.4	75.8	0.29	196.1
2015E	2000.3	1395.5	203.3	0.79	73.1
2016E	2675.7	1789.2	325.5	1.26	45.7

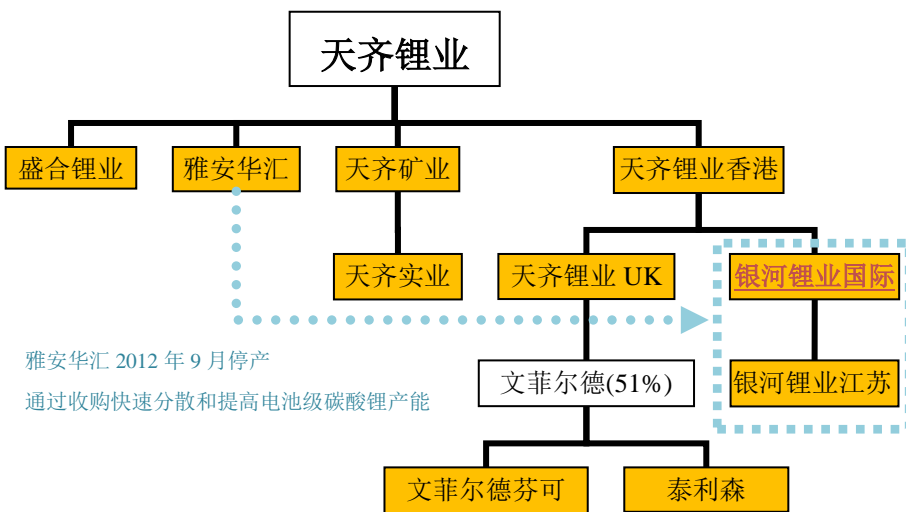
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

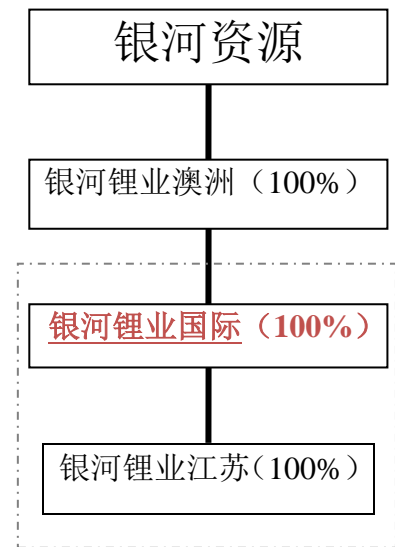
- **公司2014年半年报**显示：2014年上半年营业收入6.47亿元，营业成本4.88亿元，实现归属母公司净利润0.17亿元，同比分别增长255.11%、236.171%和138.06%。
- **天齐锂业收购银河锂业国际**。收购银河锂业国际将为公司快速补足电池级碳酸锂的生产能力，同时提供产品技术优化、生产成本优化、上游锂精矿资源的消化等方面提供快捷便利的途径。次收购后公司的锂产品产能将超过3万吨。
- **锂精矿并表恰逢电子级碳酸锂投产初期，利润中心向上游迁移**。2014年上半年，锂精矿的销售收入4.15亿元，占营业收入的64.69%，毛利率达36.96%；其利润贡献率达97%。
- **产能投放初期设备调试耗材导致碳酸锂亏损**。同时2014年上半年恰逢公司募投产能投产初期，设备调试产生的前道工序原材料单耗较高；再者，锂精矿价格从2013年初开始持续上涨，碳酸锂产品的利润空间也受到了一定挤压。
- **动力电池需求可期带动电池级碳酸锂市场**。2014年1-7月我国新能源汽车产量达35324辆，同比增长94.69%，增速比上年同期高11.18个百分点。
- **动力电池和移动设备将是未来电池级碳酸锂核心下游**。在全球和我国范围内，动力电池所需碳酸锂分别占比为35%和15%；根据我们的预测，到2020年我国动力电池所需碳酸锂占比将提升10个百分点至25%。另外，未来移动设备仍将是电池级碳酸锂的主要下游。
- **我们预测**公司2014-2016年EPS为0.29、0.79、1.26元，公司2014年进一步通过并购在上年收购的锂矿资源下游强化电池级碳酸锂的生产和销售实力；2014年上半年由于募投产能投放初期的设备调试产生较高原材料损耗，预计这一现象将在四季度开始得到缓解，2015年碳酸锂产能放量以及新进产能的投放将于锂精矿业务一起带来较高增长；我们给予“增持”评级，半年目标价54.99-62.85元。

- **天齐锂业收购银河锂业国际。**收购银河锂业国际将为公司快速补足电池级碳酸锂的生产能力，同时提供产品技术优化、生产成本优化、上游锂精矿资源的消化等方面提供快捷便利的途径。银河资源通过银河锂业江苏在中国江苏省建成了一条先进的全自动化碳酸锂生产线，产能约为 17,000 吨/年，主要生产电池级碳酸锂。据公司介绍，收购标的不但拥有国内唯一一条全自动化生产线，其产品的钠钾、硫酸根、氯根等指标方面优于行业标准。本次收购后公司的锂产品产能将超过 3 万吨。

图表 1 天齐锂业收购银河锂业国际后的股权结构



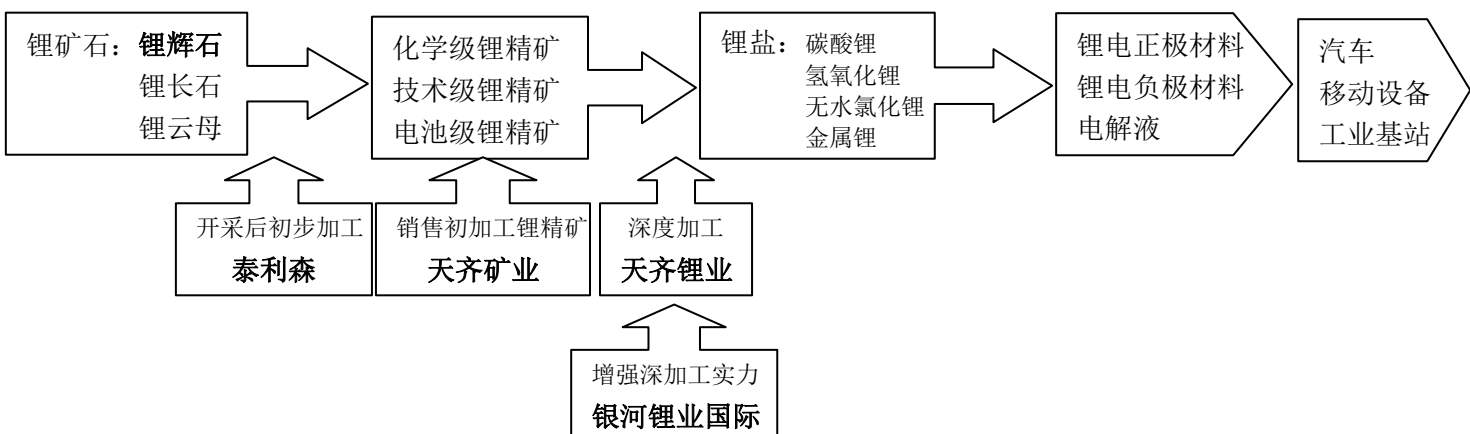
图表 2 收购前银河锂业国际股权结构



数据来源：公司公告、山西证券研究所；  
注：有色文本框内为被上级公司全资控股的子公司。

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

图表 3 此次收购整合了锂产业链上游



数据来源：山西证券研究所

图表 4 公司在建产能将于 2015 年全部建成达产（单位：吨）

产品名称	原有产能	新增产能	2014 产能	未来产能合计
电池级碳酸锂	3000	5000	5000 <sup>1</sup>	<b>8000</b>
工业级碳酸锂	3000		3000	<b>3000</b>
单水氢氧化锂	2000	5000	5000 <sup>2</sup>	<b>7000</b>
无水氯化锂	1500		1500	<b>1500</b>
高纯碳酸锂\磷酸二氢锂	600		200 <sup>3</sup>	<b>600</b>
金属锂		200	100 <sup>4</sup>	<b>200</b>
国内小计				<b>20300</b>
泰利森碳酸锂		20000 <sup>5</sup>		<b>20000</b>
银河锂业江苏电池级碳酸锂	17000		17000	<b>17000</b>
全球总计（收购后）			31800	<b>57300</b>

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

注：1. 5000 吨募投项目前期由于受回转窑产能限制，无法完全发挥产能，目前建设进度 91.46%；

2. 目前雅安搬迁，2000 吨产能暂时关闭；5000 吨扩建项目建设完成；

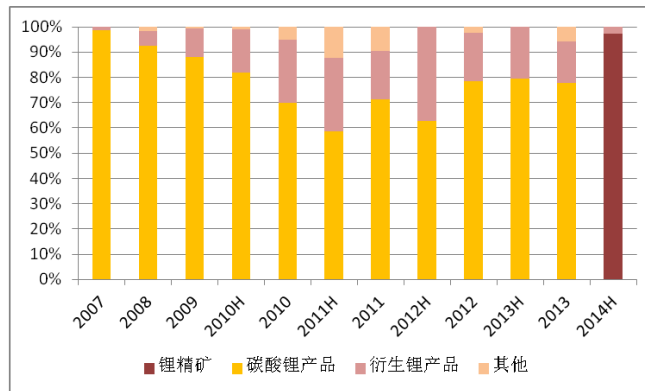
3. 目前两种产品共用一条生产线，小批量生产；

4. 一期 100 吨金属锂生产能力已达产，二期项目正在进行；

5. 公司计划在收购泰利森后在西澳建立 20000 吨碳酸锂加工项目。厂区 2012 年 6 月启动设备测试，计划将于 2015 年年中投产。截至 2014 年 6 月底，正处于前期的可行性评估阶段。

- **锂精矿并表恰逢电子级碳酸锂投产初期，利润中心向上游迁移。**公司在 2014 年前主营业务以碳酸锂产品和部分衍生锂产品为主，2013 年公司通过收购文菲尔德部分股权获得泰利森的锂精矿资源，并通过收购天齐矿业整合泰利森技术级锂精矿国内唯一代理权。通过收购公司原有唯一原料来源来向上游延伸产业链，保证原料供应和平稳的成本价格，更提升了盈利空间。2014 年上半年，锂精矿的销售收入 4.15 亿元，占营业收入的 64.69%，毛利率达 36.96%；其利润贡献率达 97%。
- **产能投放初期设备调试耗材导致碳酸锂亏损。**同时 2014 年上半年恰逢公司募投的 5000 吨电池级碳酸锂和 5000 吨氢氧化锂投产初期，设备调试产生的前道工序原材料单耗较高；再者，锂精矿价格从 2013 年初开始持续上涨，公司拥有上游资源的同时将受到原材料价格上涨相对较小的影响，但碳酸锂产品的利润空间也受到了一定挤压。上述原因都导致了碳酸锂产品上半年的亏损情况，由此公司上半年主要由锂精矿产生。

图表 5 2014 年利润贡献格局大变



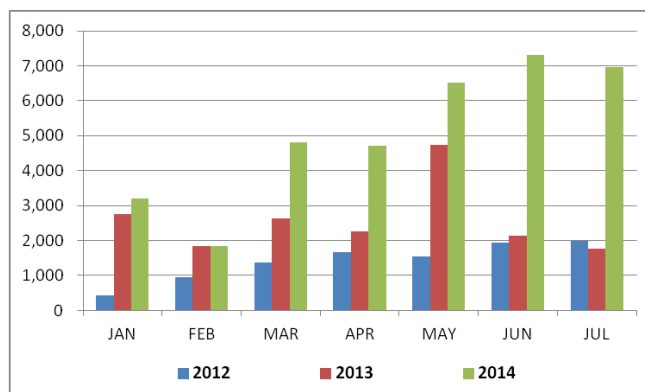
数据来源：公司公告、山西证券研究所

➤ **动力电池需求可期带动电池级碳酸锂市场。**2013 年下半年新能源汽车发展放缓，甚至产量增速呈现负增长，行业景气度下滑的态势一度传导至下游动力电池行业和锂电池组件行业。2013 年全年全国新能源汽车产量接近 36000 辆，同比增长 27.48%；2013 年 1-7 月产量同比增速 83.51%，2013 年下半年新能源汽车产量较上年同期下滑 3.62%。

2014 年 1-7 月我国新能源汽车产量达 35324 辆，同比增长 94.69%，增速比上年同期高 11.18 个百分点。从单月产量来看，与 2013 年前高后低的发展态势不同，我国新能源汽车行业 2014 年主要呈现一个前低后高的发展态势。除 1-2 月基本与上年持平，3-7 月产量同比增速在 40%-300%之间不等，尤其在二季度开始增速基本保持在 100%以上，下半年延续这一高速发展的趋势可能性相对较高。

在全球和我国范围内，动力电池所需碳酸锂分别占比为 35%和 15%；根据我们的预测，到 2020 年我国动力电池所需碳酸锂占比将提升 10 个百分点至 25%。另外，未来移动设备仍将是电池级碳酸锂的主要下游。

图表 6 2014 年上半年我国新能源汽车产量迅猛增长（单位：辆）



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

➤ 核心假设：

1. 收购银河锂业国际在 2014 年上半年完成，预计银河锂业江苏的 17000 吨产能将在下半年并表。
2. 从 2014 年起，公司主营业务收入以碳酸锂、锂精矿、衍生锂产品三类为主。
3. 公司计划在收购泰利森后在西澳建立 20000 吨碳酸锂加工项目。厂区 2012 年 6 月启动设备测试，计划将于 2015 年年中投产。截至 2014 年 6 月底，正处于前期的可行性评估阶段。假设泰利森的 20000 吨产能将于 2016 年投产。
4. 暂时不考虑雅安 2000 吨氢氧化锂复产。

➤ 风险提示：

1. 募投产能设备调试将产生一定原材料损耗成本，生产线调试阶段由于技术支持不够而周期延长。
2. 锂精矿价格大幅下滑，对公司主要利润来源造成负面影响。

当前股价 57.45

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：14/08/27

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	396.83	414.98	1,469.68	2,000.27	2,675.70	现金	499.56	47.81	419.67	270.42	762.47
YOY(%)	-1.5%	4.6%	254.2%	36.1%	33.8%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	311.86	353.32	1,016.35	1,395.45	1,789.20	应收款项净额	91.08	132.26	234.20	318.76	426.39
营业税金及附加	1.57	0.95	2.58	3.24	3.64	存货	233.05	323.07	381.29	528.47	682.25
销售费用	10.86	10.04	21.82	34.07	46.90	其他流动资产	8.14	32.85	116.34	158.34	211.81
占营业收入比(%)	2.7%	2.4%	1.5%	1.7%	1.8%	流动资产总额	831.83	535.99	1,151.51	1,275.99	2,082.92
管理费用	28.03	136.19	135.17	183.40	301.40	固定资产净值	203.26	465.30	544.44	522.69	506.93
占营业收入比(%)	7.1%	32.8%	6.5%	9.2%	11.3%	减：资产减值准备	(0.93)	(35.78)	(41.87)	(40.19)	(38.98)
EBIT	43.41	(87.05)	288.41	378.75	529.19	固定资产净额	202.33	429.52	502.58	482.49	467.95
财务费用	1.50	27.25	43.58	27.46	10.32	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.4%	6.6%	3.0%	1.4%	0.4%	在建工程	300.42	125.79	23.93	14.91	20.03
资产减值损失	(0.93)	(35.78)	(28.78)	(26.69)	(27.81)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.69	0.89	0.63	312.66	437.58	固定资产总额	502.75	555.31	526.50	497.41	487.98
营业利润	41.67	(149.19)	216.68	637.26	928.64	无形资产	131.99	133.86	128.51	123.15	117.80
营业外净收入	7.29	10.18	20.00	20.00	20.00	长期股权投资	83.09	83.98	84.87	85.76	86.65
利润总额	48.96	(139.01)	236.68	657.26	948.64	其他长期资产	19.02	369.93	369.93	369.93	369.93
所得税	7.22	(6.65)	82.84	230.04	332.02	资产总额	1,568.68	1,679.07	2,261.32	2,352.23	3,145.28
所得税率(%)	14.7%	4.8%	35.0%	35.0%	35.0%	循环贷款	246.65	399.78	593.62	114.00	147.00
净利润	41.74	(132.36)	153.84	427.22	616.61	应付款项	41.36	72.07	212.65	294.72	380.49
占营业收入比(%)	10.5%	-31.9%	10.5%	21.4%	23.0%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	(78.03)	(223.93)	(291.11)	其他流动负债	10.45	135.22	320.72	444.49	593.09
归属母公司净利润	41.73	(132.36)	75.82	203.29	325.50	流动负债	298.46	607.07	1,126.99	853.21	1,120.58
YOY(%)	3.7%	-417.2%	-157.3%	168.1%	60.1%	长期借款	230.00	176.00	106.00	106.00	106.00
EPS (元)	0.28	-0.90	0.29	0.79	1.26	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	28.95	30.51	32.07	33.63	35.19
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	557.41	813.58	1,265.06	992.84	1,261.77
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	66.32	256.66	504.11
营业收入	-1.5%	4.6%	254.2%	36.1%	33.8%	股东权益	1,011.27	865.49	929.94	1,102.73	1,379.41
营业利润	2.8%	-458.0%	-245.2%	194.1%	45.7%	负债和股东权益	1,568.68	1,679.07	2,261.32	2,352.23	3,145.28
净利润	3.7%	-417.2%	-157.3%	168.1%	60.1%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	21.4%	14.9%	30.8%	30.2%	33.1%	税后利润	41.73	-132.36	75.82	203.29	325.50
净利率(%)	10.5%	-31.9%	10.5%	21.4%	23.0%	加：少数股东损益	0.00	0.00	66.32	190.34	247.44
ROE(%)	4.1%	-15.3%	8.2%	18.4%	23.6%	公允价值变动	0.93	35.78	28.78	26.69	27.81
ROA(%)	2.7%	-7.9%	3.4%	8.6%	10.3%	折旧和摊销	19.13	27.73	56.30	62.43	66.18
偿债能力						营运资金的变动	26.04	-314.93	90.07	-68.00	-80.17
流动比率	2.79	0.88	1.02	1.50	1.86	经营活动现金流	87.83	-383.78	317.28	414.75	586.77
速动比率	2.01	0.35	0.68	0.88	1.25	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	35.5%	48.5%	55.9%	42.2%	40.1%	长期股权投资	-0.69	-0.89	-0.89	-0.89	-0.89
营运能力						固定资产投资	-306.27	-77.83	-57.00	-53.00	-78.00
总资产周转率	25.3%	24.7%	65.0%	85.0%	85.1%	投资活动现金流	-306.96	-78.72	-57.89	-53.89	-78.89
应收账款周转天数	83.77	116.33	58.17	58.17	58.17	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	287.96	359.44	143.77	143.77	143.77	长期贷款的增加/	230.00	-54.00	-70.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/(	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.28	-0.90	0.29	0.79	1.26	股利分配	-19.80	-46.47	-11.37	-30.49	-48.83
每股净资产	6.88	5.89	3.59	4.26	5.33	计入循环贷款前融	210.20	-100.47	-81.37	-30.49	-48.83
估值比率						循环贷款的增加/	-79.04	211.69	193.84	-479.62	33.00
P/E	202.4	-63.8	196.1	73.1	45.7	融资活动现金流	341.36	10.75	112.47	-510.11	-15.83
P/B	8.4	9.8	16.0	13.5	10.8	现金净变动额	122.23	-451.75	371.86	-149.25	492.05

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。