

化学原料行业

报告原因：三季报公布

2014年10月30日

市场数据：2014年10月29日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 53.46 |
| 一年内最高/最低(元) | 26.80/63.15 |
| 市净率 | 4.56 |
| 股息率 | - |
| 流通A股市值(百万元) | 2848.51 |

基础数据：2014年9月30日

| | |
|--------------|--------------|
| 每股净资产(元) | 11.48 |
| 资产负债率% | 24.56 |
| 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

2014半年报点评：系列并购强化上下游，需求技术齐助增长

研究员：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

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：



本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

天齐锂业 (002466)

借并购资源优化碳酸锂产品，长远规划提前布局盐湖优质资源

增持

维持评级

半年目标价：45.62-70.72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 | 1309.5 | 972.5 | 34.7 | 0.13 | 399.0 |
| 2015E | 1788.4 | 1276.4 | 157.4 | 0.61 | 87.9 |
| 2016E | 2414.1 | 1686.1 | 244.0 | 0.94 | 56.7 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司2014年三季报显示：2014年前三季度营业收入9.00亿元，营业成本6.73亿元，实现归属母公司净利润0.24亿元，同比分别增长214.52%、189.09%和451.76%。
- 碳酸锂产品仍处调试阶段，收购银河锂业国际加强综合碳酸锂生产能力。2014年前三季度公司的碳酸锂生产线仍处于设备磨合调试阶段，对于原材料锂精矿的单耗较大，对生产成本的控制产生很大挑战。公司上半年开始着手收购银河锂业国际以增强公司碳酸锂生产能力和技术支持。公司与银河锂业国际完成股权收购手续之前，仍仅是代工关系，委托加工合同规定银河锂业江苏将为公司加工8000吨碳酸锂，前三季度已为公司加工约1200吨碳酸锂，其中大多为电池级碳酸锂。在公司自建碳酸锂生产线尚未进入正常生产状态前，银河锂业江苏的代工职能为公司解决了部分碳酸锂供货压力。预计到2015年公司完成收购银河锂业国际后，资源整合效应不仅获得了标的的现有客户资源，还将对自建产能的生产技术优化有一定帮助，碳酸锂产品的盈利状况将得到一定改善。
- 收购扎布耶锂业提前布局卤水提锂资源。盐湖卤水中锂的平均浓度越高，镁锂比越低对于开采越具有优势，开采成本越低。西藏扎布耶盐湖的锂资源禀赋较好，镁锂比不仅相对国外三大巨头ROCKWOOD、SQM、FMC的盐湖资源镁锂比低，相对国内的其它盐湖资源的镁锂比更是具有绝对优势。国内目前由于卤水提锂的技术原因始终处于资源和应用倒挂的状态，即国内80%的锂储量来自盐湖，但由卤水提锂生产得到的锂盐产品仅占20%，所以我国锂工业常年被国外的锂矿石资源所牵制。公司在并购业务中获得上游锂矿石资源保障现有发展的同时，也提前布局盐湖资源发展卤水提锂路线为长远发展作铺垫。
- 我们预测公司2014-2016年EPS为0.13、0.61、0.94元，公司通过并购快速在产业链各节点上作出中短期和长期布局；预计2015年公司将在核心产品碳酸锂上由银河锂业江苏的加入而有所进展；此外，公司今年锂精矿销售产生的效益有限，目前预计将不超过40万吨，泰利森对锂精矿产能扩张已有预留，扩张计划不明朗情况下对2015年产量预判较为保守；因此我们给予“增持”评级，半年目标价45.62-70.72元。

➤ 核心假设：

1. 收购银河锂业国际在 2015 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。并对公司自建碳酸锂产能的调试有所助益。
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 53.46

财务报表预测与财务指标 单位：百万

更新日期：14/10/29

| 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 | 1,309.51 | 1,788.39 | 2,414.12 | 现金 | 499.56 | 47.81 | 402.96 | 257.00 | 660.43 |
| YOY(%) | -1.5% | 4.6% | 215.6% | 36.6% | 35.0% | 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 | 972.47 | 1,276.37 | 1,686.05 | 应收款项净额 | 91.08 | 132.26 | 208.68 | 284.99 | 384.71 |
| 营业税金及附加 | 1.57 | 0.95 | 2.30 | 2.90 | 3.29 | 存货 | 233.05 | 323.07 | 363.90 | 481.43 | 641.48 |
| 销售费用 | 10.86 | 10.04 | 19.44 | 30.46 | 42.32 | 其他流动资产 | 8.14 | 32.85 | 103.66 | 141.57 | 191.10 |
| 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 | 1,079.20 | 1,164.99 | 1,877.72 |
| 管理费用 | 28.03 | 136.19 | 84.80 | 163.97 | 271.93 | 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) | 225.15 | 309.33 | 405.17 | 固定资产净额 | 202.33 | 429.52 | 502.58 | 482.49 | 467.95 |
| 财务费用 | 1.50 | 27.25 | 43.62 | 28.62 | 11.70 | 工程物资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 占营业收入比(%) | 0.4% | 6.6% | 3.3% | 1.6% | 0.5% | 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) | 153.38 | 566.68 | 803.24 | 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) | 173.38 | 586.68 | 823.24 | 其他长期资产 | 19.02 | 369.93 | 369.93 | 369.93 | 369.93 |
| 所得税 | 7.22 | (6.65) | 60.68 | 205.34 | 288.14 | 资产总额 | 1,568.68 | 1,679.07 | 2,189.01 | 2,241.24 | 2,940.08 |
| 所得税率(%) | 14.7% | 4.8% | 35.0% | 35.0% | 35.0% | 循环贷款 | 246.65 | 399.78 | 593.62 | 143.82 | 147.00 |
| 净利润 | 41.74 | (132.36) | 112.70 | 381.34 | 535.11 | 应付款项 | 41.36 | 72.07 | 202.94 | 268.49 | 357.75 |
| 占营业收入比(%) | 10.5% | -31.9% | 8.6% | 21.3% | 22.2% | 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 | 293.09 | 403.87 | 553.87 |
| 归属母公司净利润 | 41.73 | (132.36) | 34.67 | 157.41 | 244.00 | 流动负债 | 298.46 | 607.07 | 1,089.66 | 816.18 | 1,058.62 |
| YOY(%) | 3.7% | -417.2% | -126.2% | 354.0% | 55.0% | 长期借款 | 230.00 | 176.00 | 106.00 | 106.00 | 106.00 |
| EPS (元) | 0.28 | -0.90 | 0.13 | 0.61 | 0.94 | 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 |
| | | | | | | 负债总额 | 557.41 | 813.58 | 1,227.73 | 955.81 | 1,199.81 |
| | | | | | | 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 66.32 | 256.66 | 504.11 |
| | | | | | | 股东权益 | 1,011.27 | 865.49 | 894.96 | 1,028.76 | 1,236.16 |
| | | | | | | 负债和股东权益 | 1,568.68 | 1,679.07 | 2,189.01 | 2,241.24 | 2,940.08 |
| 主要财务比率 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 现金流量表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 成长能力 | | | | | | 税后利润 | 41.73 | -132.36 | 34.67 | 157.41 | 244.00 |
| 营业收入 | -1.5% | 4.6% | 215.6% | 36.6% | 35.0% | 加：少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 66.32 | 190.34 | 247.44 |
| 营业利润 | 2.8% | -458.0% | -202.8% | 269.5% | 41.7% | 公允价值变动 | 0.93 | 35.78 | 28.78 | 26.69 | 27.81 |
| 净利润 | 3.7% | -417.2% | -126.2% | 354.0% | 55.0% | 折旧和摊销 | 19.13 | 27.73 | 56.30 | 62.43 | 66.18 |
| 获利能力 | | | | | | 营运资金的变动 | 26.04 | -314.93 | 108.34 | -55.54 | -69.69 |
| 毛利率(%) | 21.4% | 14.9% | 25.7% | 28.6% | 30.2% | 经营活动现金流 | 87.83 | -383.78 | 294.41 | 381.33 | 515.74 |
| 净利率(%) | 10.5% | -31.9% | 8.6% | 21.3% | 22.2% | 短期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| ROE(%) | 4.1% | -15.3% | 3.9% | 15.3% | 19.7% | 长期股权投资 | -0.69 | -0.89 | -0.89 | -0.89 | -0.89 |
| ROA(%) | 2.7% | -7.9% | 1.6% | 7.0% | 8.3% | 固定资产投资 | -306.27 | -77.83 | -57.00 | -53.00 | -78.00 |
| 偿债能力 | | | | | | 投资活动现金流 | -306.96 | -78.72 | -57.89 | -53.89 | -78.89 |
| 流动比率 | 2.79 | 0.88 | 0.99 | 1.43 | 1.77 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 速动比率 | 2.01 | 0.35 | 0.66 | 0.84 | 1.17 | 长期贷款的增加/ | 230.00 | -54.00 | -70.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产负债率% | 35.5% | 48.5% | 56.1% | 42.6% | 40.8% | 公司债券发行/ (| 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运能力 | | | | | | 股利分配 | -19.80 | -46.47 | -5.20 | -23.61 | -36.60 |
| 总资产周转率 | 25.3% | 24.7% | 59.8% | 79.8% | 82.1% | 计入循环贷款前融 | 210.20 | -100.47 | -75.20 | -23.61 | -36.60 |
| 应收账款周转天数 | 83.77 | 116.33 | 58.17 | 58.17 | 58.17 | 循环贷款的增加/ | -79.04 | 211.69 | 193.84 | -449.80 | 3.18 |
| 存货周转天数 | 287.96 | 359.44 | 143.77 | 143.77 | 143.77 | 融资活动现金流 | 341.36 | 10.75 | 118.64 | -473.41 | -33.42 |
| 每股指标 (元) | | | | | | 现金净变动额 | 122.23 | -451.75 | 355.15 | -145.96 | 403.43 |
| 每股收益 | 0.28 | -0.90 | 0.13 | 0.61 | 0.94 | | | | | | |
| 每股净资产 | 6.88 | 5.89 | 3.46 | 3.98 | 4.78 | | | | | | |
| 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| P/E | 188.3 | -59.4 | 399.0 | 87.9 | 56.7 | | | | | | |
| P/B | 7.8 | 9.1 | 15.5 | 13.4 | 11.2 | | | | | | |

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。