

2017年11月06日

天齐锂业 (002466.SZ)

动态分析

锂业龙头，强者恒强

投资要点

- ◆ 公司 17Q3 扣非归母净利润 6.33 亿元，预计全年业绩持续高增长：**10月27日，公司发布了2017年第三季度业绩报告，17年前三季度实现营业收入39.60亿元，同比增长42.96%，归母净利润15.18亿元，同比增长26.17%，扣非净利润15.61亿元，同比增长29.24%。公司17Q3实现销售收入15.46亿元，同比增长45.18%，环比增长14.40%，归母净利润5.94亿元，同比增长30.16%，环比增长14.71%，扣非归母净利润6.33亿元，同比增长36.60%，环比增长20.76%，符合预期。公司预计2017年全年归母净利润为20.6亿元-22.6亿元，同比增长36.24%-49.47%。业绩增长的主要原因是产品销售数量及价格提高导致销售毛利额增加，同时2016年度第四季度计提了可出售金融资产减值准备。
- ▶ 甘孜州矿山沟通顺利，正推进开发准备工作：**据公司17年10月27日的投资者关系披露，甘孜州矿山与相关方沟通顺利，正在积极推进开发准备工作。天齐锂业子公司天齐盛合拥有措拉地区甲基卡248号矿脉。措拉矿区锂辉石矿石量为1905.43万吨，由于环境等一些列问题，一期年产11万吨锂精矿项目处于缓建状态。17年10月19日康定市政府公示了融达锂业的甲基卡锂矿开采扩建项目的一期环评，天齐盛合和融达锂业分别拥有甲基卡矿山不同矿区的开采权，预计天齐盛合在未来复产的可能性比较大，届时11万吨锂精矿产能将释放。
- ▶ 锂产品量价齐升，盈利能力稳步提升：**据亚洲金属网数据，从年初起，电池级碳酸锂的价格持续上涨，9月底电池级碳酸锂中间价格16.3万元/吨，较年初上涨了3.7万元/吨，涨幅为30%，较6月底上涨了1.75万元/吨，涨幅为12%。电池级碳酸锂价格的上涨拉动了公司的业绩。公司第三季度的营收和净利润较第二季度上涨了14.4%和14.7%，毛利率第三季度为71.5%，较第二季度上涨了3个百分点，盈利能力稳中有升。
- ▶ 泰利森锂精矿扩产顺利，锂精矿资源供给有保障：**公司拥有全球最大固体锂辉石矿泰利森51%的股权。泰利森拥有的格林布什矿的锂矿储量为8,640万吨，折合碳酸锂当量500万吨，目前第二个化学锂精矿产线建设进展顺利，预计将在19年的第二季度竣工。2016年锂精矿的产量为50万吨，投产后，泰利森锂精矿产能将达到134万吨/年，折合为碳酸锂当量18万吨/年，将为锂盐项目提供充分的锂精矿保障。
- ▶ 高端三元市场前景广阔，增资扩张氢氧化锂产能：**2017年1-9月新能源汽车累计产量达42.4万辆，其中乘用车占比超过80%，占据主导性地位，并且在9批次目录中，乘用车三元锂占比达76%，由此可见三元锂需求旺盛。此外，高能量密度车有更高的补贴系数进一步驱动高镍三元的快速发展。由于氢氧化锂是制备高镍三元锂电池的基础原料，未来的需求会快速增长。公司在10月27日发布公告称公司拟以3.28亿美元增资天齐澳洲，建设第二期年产2.4万吨电池级单水氢氧化锂项目，预计在2019年年底竣工投产。此次项目建成后，公司预计将拥有超过5万吨氢氧化锂产能，将进一步提高公司产品的市场份额，有利于公司进入国际主流锂电材料供应链。

有色金属 | 稀有金属 III

投资评级

买入-A(上调)

6个月目标价

88.00元

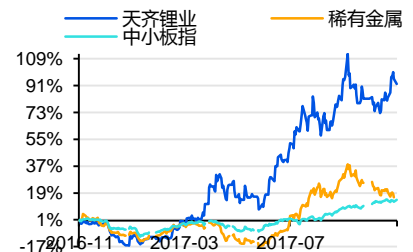
股价(2017-11-06)

74.16元

交易数据

总市值(百万元)	73,741.49
流通市值(百万元)	73,320.95
总股本(百万股)	994.36
流通股本(百万股)	988.69
12个月价格区间	31.20/87.40元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.71	-0.31	78.95
绝对收益	5.51	13.22	92.78

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

报告联系人

沈俐婷
 shenliting@huajinsec.cn

相关报告

- 天齐锂业：业绩增长符合预期，龙头地位无可撼动 2017-08-18
- 天齐锂业：16年净利润同比增长5倍，泰利森扩产奠定未来锂产品放量基础 2017-03-28
- 天齐锂业：归母净利润增长18倍，扩产氢氧化锂稳固龙头地位 2016-10-24
- 天齐锂业：中报业绩同比增长或超17倍，尽显锂资源王者风范 2016-07-13

- ◆ **投资建议：**公司锂矿资源有保障，碳酸锂和氢氧化锂持续扩产，锂产品价格稳中有升，有助公司业绩持续增长，我们上调公司 2017-2019 年每股收益分别至 2.18 元、2.67 元和 3.44 元，对应 PE 分别为 34.0，27.8，21.6 倍，上调至“买入-A”的投资评级，6 个月目标价上调至 88.00 元，相当于 2018 年 33 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**锂矿产能释放不及预期，新能源汽车推广不达标；政策不达预期；产能扩张不达预期。

天齐锂业：“锂”行天下，涨价王道促业绩高速增长 2016-04-26

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,866.9	3,904.6	5,388.3	7,004.8	9,106.2
同比增长(%)	31.2%	109.1%	38.0%	30.0%	30.0%
营业利润(百万元)	514.5	2,216.6	3,036.0	3,632.1	4,483.1
同比增长(%)	75.3%	330.8%	37.0%	19.6%	23.4%
净利润(百万元)	247.9	1,512.1	2,166.8	2,653.6	3,419.9
同比增长(%)	89.9%	510.0%	43.3%	22.5%	28.9%
每股收益(元)	0.25	1.52	2.18	2.67	3.44
PE	297.5	48.8	34.0	27.8	21.6
PB	24.0	16.1	9.2	6.9	5.4

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、17Q3 归母净利润同比增长 30.16%，各项费率基本持平	4
二、布局高端三元产业链，业绩有望持续增长	5
（一）泰利森锂精矿扩产顺利，锂精矿资源供给有保障	5
（二）高端三元市场前景广阔，增资扩张氢氧化锂产能	5
三、投资建议	6
四、风险提示	6

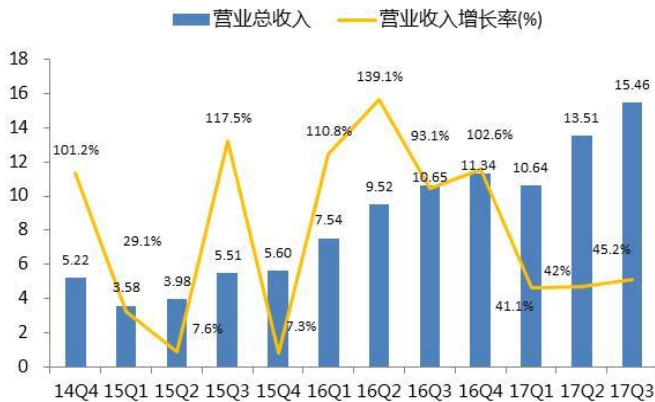
图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动（亿元）	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润变动（亿元）	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动	4
图 7：前 9 批目录乘用车电池材料占比	6
图 8：前 9 批目录专用车电池材料占比	6
表 1：天齐锂业产能估算（单位：万吨）	5

一、17Q3 归母净利润同比增长 30.16%，各项费率基本持平

公司 2017 年前三季度实现营收 39.60 亿元，同比上升 42.96%，归母净利润 15.18 亿元，同比上升 26.17%，其中第三季度的营收为 15.46 亿元，同比上升 45.18%，环比增长 14.40%，第三季度的归母净利润为 5.94 亿元，同比增长 30.16%，环比增长 14.71%。营业收入的增长主要是由于锂矿量价齐升以及锂化工品销量增长所致。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

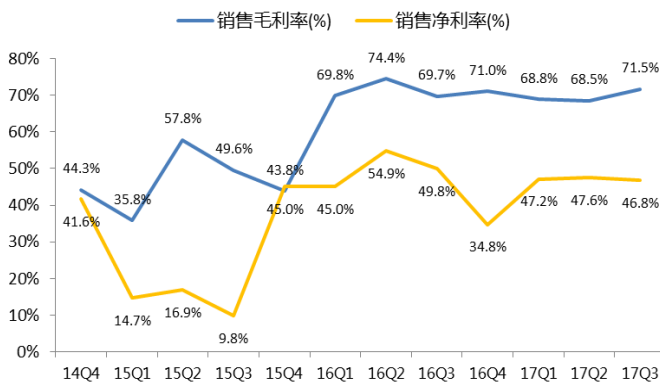
图 2：过往 12 个季度归母净利润变动（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

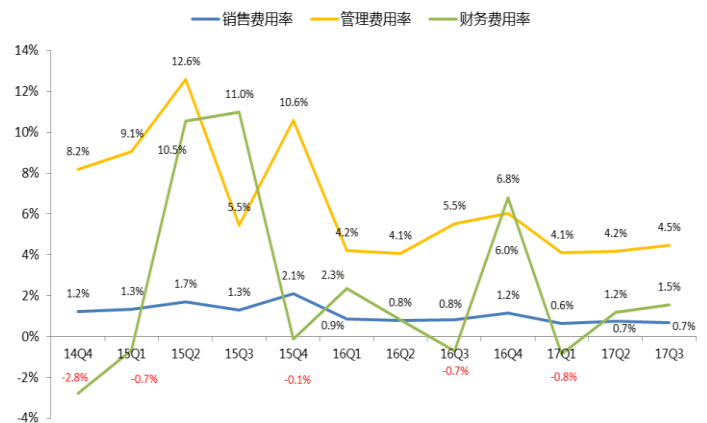
在盈利能力方面，17 年前三季度稳步上升，Q3 毛利率较 Q2 增加了 3 个百分点，净利率方面，今年前三季度净利率稳中有降。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

经营费用方面，公司前三季度销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 0.7%、4.3%、0.8%，财务费用有所上升，其他较同期有所改善。公司 17Q3 销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 0.7%、4.5%、1.5%，在管理和财务费用上较 Q2 略微有所增加，主要是由于项目扩产以及借款增加所致。

二、布局高端三元产业链，业绩有望持续增长

（一）泰利森锂精矿扩产顺利，锂精矿资源供给有保障

公司拥有全球最大固体锂辉石矿泰利森 51%的股权。泰利森拥有的格林布什矿的锂矿储量为 8,640 万吨，折合碳酸锂当量 500 万吨，16 年锂精矿的产量为 50 万吨，目前第二个化学锂精矿产线建设进展顺利，预计在 19 年第二季度竣工。投产后，泰利森锂精矿产能将达到 134 万吨/吨，折合为碳酸锂当量 18 万吨/年，将为锂盐项目提供充分的锂精矿保障。

公司产能扩张迅速，预计到 2020 年，公司预计将会形成接近 10 万吨/年的锂化工产品生产能力，为行业带来持续性的、可靠的原料保障。

表 1：天齐锂业产能估算（单位：万吨）

产能估算（单位：万吨）						
	产地	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
碳酸锂	张家港	1.7	2	2	2	2
	射洪	1.05	1.3	1.3	1.3	1.3
	遂宁				2	2
氢氧化锂	射洪	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	澳洲			2.4	4.8	4.8
锂精矿	泰利森		74	74	134	134
	甘孜州				≈11	≈11
金属锂	重庆	0.02	0.06	0.06	0.06	0.06

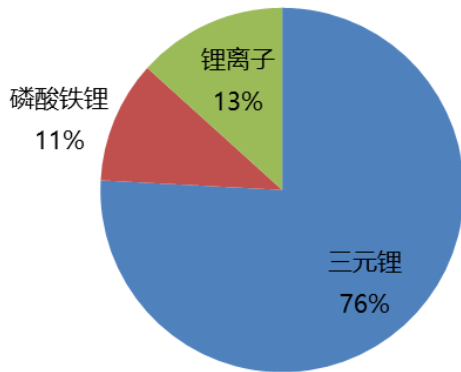
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）高端三元市场前景广阔，增资扩张氢氧化锂产能

2017 年 1-9 月新能源汽车累计产量达 42.4 万辆，预计全年产量达 70 万辆。其中，1-9 月乘用车产量为 34.3 万辆，占比超过 80%，预计全年达到 50 万辆。乘用车市场有主导性地位，并且前 9 批次目录中，乘用车三元锂占比 76%，商用车中的专用车的三元占比 66%，可见三元锂的需求旺盛。此外，2017 年 1 月 1 日起实施的《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》中，对高能量密度车给出了更高的补贴系数，成为驱动高镍三元发展的重要力量。

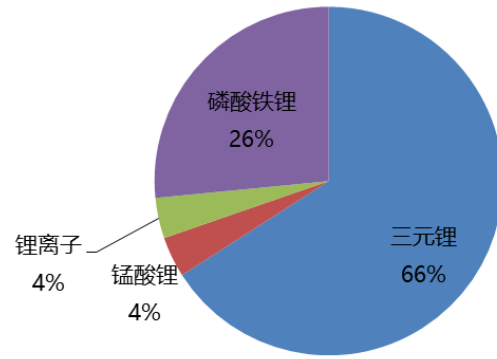
氢氧化锂是制备高镍三元锂电池的基础原料，未来的需求会快速增长。公司在 10 月 27 日发布公告称公司拟以 3.28 亿澳元增资天齐澳洲，建设第二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目，预计在 2019 年年底竣工投产。公司已在四川省射洪县拥有年产 5000 吨氢氧化锂生产线，澳洲一期 2.4 万吨氢氧化锂项目预计在 18 年年底竣工。此次项目建成后，公司预计将拥有超过 5 万吨氢氧化锂产能，将进一步提高公司产品的市场份额，有利于公司进入国际主流锂电材料供应链。

图 5：前 9 批目录乘用车电池材料占比



资料来源：乘联会，华金证券研究所

图 6：前 9 批目录专用车电池材料占比



资料来源：乘联会，华金证券研究所

三、投资建议

公司锂矿资源有保障，碳酸锂和氢氧化锂持续扩产，锂产品价格稳中有升，有助公司业绩持续增长，我们上调公司 2017-2019 年每股收益分别至 2.18 元、2.67 元和 3.44 元，对应 PE 分别为 34.9，28.5，22.1 倍，上调“买入-A”的投资评级，6 个月目标价上调至 88.00 元，相当于 2018 年 33 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 1、锂矿产能释放不及预期
- 2、新能源车政策风险，
- 3、原材料价格大幅波动。
- 4、新能源汽车推广不达标，

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,866.9	3,904.6	5,388.3	7,004.8	9,106.2	年增长率					
减:营业成本	990.5	1,122.6	1,670.4	2,801.9	3,824.6	营业收入增长率	31.2%	109.1%	38.0%	30.0%	30.0%
营业税费	6.9	43.6	74.4	105.1	121.3	营业利润增长率	75.3%	330.8%	37.0%	19.6%	23.4%
销售费用	30.4	35.9	51.2	56.0	72.8	净利润增长率	89.9%	510.0%	43.3%	22.5%	28.9%
管理费用	171.9	198.0	280.2	350.2	455.3	EBITDA 增长率	79.8%	221.7%	33.2%	18.4%	22.0%
财务费用	99.4	95.5	83.1	58.1	34.7	EBIT 增长率	96.4%	276.6%	34.9%	18.3%	22.4%
资产减值损失	60.8	265.8	190.0	42.0	165.9	NOPLAT 增长率	89.8%	275.5%	33.7%	19.8%	22.4%
加:公允价值变动收益	1.7	2.2	-46.0	0.6	0.3	投资资本增长率	11.9%	13.8%	23.5%	5.6%	5.8%
投资和汇兑收益	5.8	71.3	43.0	40.1	51.5	净资产增长率	-14.2%	42.3%	63.5%	31.1%	25.6%
营业利润	514.5	2,216.6	3,036.0	3,632.1	4,483.1	盈利能力					
加:营业外净收支	-1.5	-57.9	-60.3	-39.9	-52.7	毛利率	46.9%	71.2%	69.0%	60.0%	58.0%
利润总额	513.1	2,158.7	2,975.7	3,592.2	4,430.4	营业利润率	27.6%	56.8%	56.3%	51.9%	49.2%
减:所得税	87.2	372.1	535.6	610.7	753.2	净利润率	13.3%	38.7%	40.2%	37.9%	37.6%
净利润	247.9	1,512.1	2,166.8	2,653.6	3,419.9	EBITDA/营业收入	41.8%	64.3%	62.1%	56.6%	53.1%
						EBIT/营业收入	32.9%	59.2%	57.9%	52.7%	49.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	45.8%	48.3%	37.3%	29.4%	20.8%
货币资金	575.9	1,502.3	3,233.0	3,671.4	4,681.6	负债权益比	84.6%	93.4%	59.6%	41.6%	26.3%
交易性金融资产	1.7	3.9	1.9	2.5	2.8	流动比率	1.04	1.32	1.66	1.64	2.71
应收帐款	42.5	233.0	216.0	173.1	231.6	速动比率	0.80	1.16	1.37	1.28	2.06
应收票据	571.4	1,218.2	1,176.6	1,547.5	1,487.9	利息保障倍数	6.18	24.21	37.52	63.50	130.02
预付帐款	16.9	40.0	99.2	79.1	133.4	营运能力					
存货	400.1	470.8	1,014.0	1,632.3	2,149.8	固定资产周转天数	250	141	102	91	84
其他流动资产	102.1	445.9	212.1	253.4	303.8	流动营业资本周转天数	85	60	71	58	44
可供出售金融资产	-	1,096.4	2,037.0	2,500.0	2,500.0	流动资产周转天数	300	259	330	342	323
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	21	13	15	10	8
长期股权投资	527.7	556.0	556.0	556.0	556.0	存货周转天数	88	40	50	68	75
投资性房地产	7.2	-	-	-	-	总资产周转天数	1,316	863	879	840	737
固定资产	1,568.0	1,480.2	1,577.0	1,955.1	2,288.5	投资资本周转天数	979	528	456	398	324
在建工程	167.5	357.1	1,041.4	1,009.0	986.3	费用率					
无形资产	2,668.6	2,854.6	3,146.1	3,327.6	3,499.1	销售费用率	1.6%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	866.7	947.4	807.5	873.9	876.3	管理费用率	9.2%	5.1%	5.2%	5.0%	5.0%
资产总额	7,516.3	11,205.9	15,117.8	17,581.0	19,697.1	财务费用率	5.3%	2.4%	1.5%	0.8%	0.4%
短期债务	797.3	1,363.7	1,944.6	1,800.0	-	三费/营业收入	16.2%	8.4%	7.7%	6.6%	6.2%
应付帐款	351.4	312.8	847.2	1,332.0	1,876.4	投资回报率					
应付票据	63.4	72.8	205.6	417.1	539.1	ROE	8.1%	32.9%	27.1%	25.0%	25.3%
其他流动负债	432.6	1,219.5	596.1	939.5	901.8	ROA	5.7%	15.9%	16.1%	17.0%	18.7%
长期借款	1,456.7	1,335.9	1,479.7	-	-	ROIC	10.6%	35.7%	41.9%	40.6%	47.1%
其他非流动负债	342.8	1,106.8	570.1	673.2	783.3	分红指标					
负债总额	3,444.2	5,411.4	5,643.2	5,161.8	4,100.7	DPS(元)	0.08	0.18	-	-	-
少数股东权益	999.7	1,203.2	1,476.5	1,804.5	2,061.9	分红比率	31.6%	11.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	261.5	994.4	994.4	994.4	994.4	股息收益率	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,640.1	4,396.3	7,003.7	9,620.2	12,540.1						
股东权益	4,072.1	5,794.5	9,474.6	12,419.1	15,596.4						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.25	1.52	2.18	2.67	3.44
现金流量表						BVPS(元)	3.09	4.62	8.04	10.67	13.61
净利润	425.8	1,786.6	2,166.8	2,653.6	3,419.9	PE(X)	297.5	48.8	34.0	27.8	21.6
加:折旧和摊销	166.9	199.9	227.4	272.9	317.7	PB(X)	24.0	16.1	9.2	6.9	5.4
资产减值准备	60.8	265.8	-	-	-	P/FCF	55.9	39.1	72.6	108.9	58.7
公允价值变动损失	-1.7	-2.2	-46.0	0.6	0.3	P/S	39.5	18.9	13.7	10.5	8.1
财务费用	120.5	112.5	83.1	58.1	34.7	EV/EBITDA	27.8	30.0	21.9	17.9	14.2
投资损失	-5.8	-71.3	-43.0	-40.1	-51.5	CAGR(%)	91.3%	27.2%	105.4%	91.3%	27.2%
少数股东损益	178.0	274.5	273.3	328.0	257.4	PEG	3.3	1.8	0.3	0.3	0.8
营运资金的变动	-144.1	-177.0	-219.8	37.5	15.3	ROIC/WACC	1.0	3.5	4.1	4.0	4.6
经营活动产生现金流量	659.6	1,776.4	2,441.8	3,310.7	3,993.9						
投资活动产生现金流量	-570.8	-2,054.4	-2,149.5	-1,224.2	-749.1						
融资活动产生现金流量	77.1	1,113.8	1,438.4	-1,648.0	-2,234.6						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn