

2018H1 量价齐升, 内生外延待发力

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年半年报, 2018年上半年实现营业收入32.9亿元, 同比增长36.2%; 实现归属于上市公司股东的净利润13.1亿元, 同比增长41.7%。
- **量价齐升助力H1业绩增长, 盈利能力提高。** 受益于公司锂产品销售量、价格上升, 2018H1公司业绩大增。公司锂精矿销售收入较上年同期增加23.3%, 毛利率提高3.3个百分点; 锂化合物及其衍生物销售收入较上年同期增加44.4%, 毛利率提高4.6个百分点, 国内电池级碳酸锂均价同比增约12.0%。
- **Q2业绩环比略降。** 碳酸锂Q2均价有所下跌, 约13.7万元/吨, 环比降12.0%。受此影响, 公司Q2业绩环比略降, 营收环比降2.9%, 归母净利润环比降1.7%。
- **拟对外收购导致三费大幅上升。** 由于公司目前正在对SQM的股权收购, 公司上半年管理费用与财务费用大幅提高。其中, 2018H1管理费用1.4亿, 同比增35.6%, 财务费用1.3亿, 同比增1723%。
- **推动公司内生增长, 扩张锂业上、中游产能。** 上游锂资源方面, 泰利森目前正在建造第二座化学级锂精矿生产工厂, 该项目将于2019年年中投产, 带来新增锂精矿产能60万吨。届时, 泰利森锂精矿产能将增加至134万吨/年。中游加工方面, 公司正在西澳大利亚奎纳纳建设两期共计4.8万吨电池级氢氧化锂生产线, 并正在筹备建设四川遂宁安居区2万吨电池级碳酸锂生产线。
- **外延式并购布局, 公司拟以约40.7亿美元收购SQM约23.77%的股权。** 根据Roskill报告, 按2017年产量计算, SQM是世界最大的锂化工产品生产商。2017年公司锂产品4.97万吨LCE, 占有色金属协会统计的全球碳酸锂产量的21.1%。该交易将进一步巩固公司的行业地位, 并产生可持续的长期财务回报。
- **盈利预测与评级。** 暂不考虑SQM收购事项的影响, 我们预计公司2018-2020年EPS分别为2.27元、3.07元、3.87元, 对应PE分别为17倍、12倍和10倍。按19年行业平均PE, 考虑到公司的龙头溢价, 我们给予公司2019年略高于行业可比公司估值(13倍)15倍, 对应目标价46.1元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 锂矿项目进度或不及预期, 锂金属价格或大幅下跌, SQM并购项目或失败的风险。

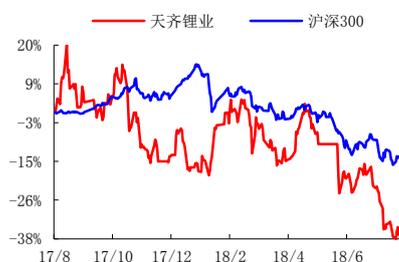
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5470.04	6876.91	9194.59	11489.08
增长率	40.09%	25.72%	33.70%	24.95%
归属母公司净利润(百万元)	2145.04	2593.99	3511.03	4422.38
增长率	41.86%	20.93%	35.35%	25.96%
每股收益EPS(元)	1.88	2.27	3.07	3.87
净资产收益率ROE	24.56%	23.76%	25.07%	24.78%
PE	20	17	12	10
PB	4.10	3.28	2.56	2.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-57631191
邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.42
流通A股(亿股)	0.00
52周内股价区间(元)	37.67-81.98
总市值(亿元)	436.49
总资产(亿元)	179.76
每股净资产(元)	8.09

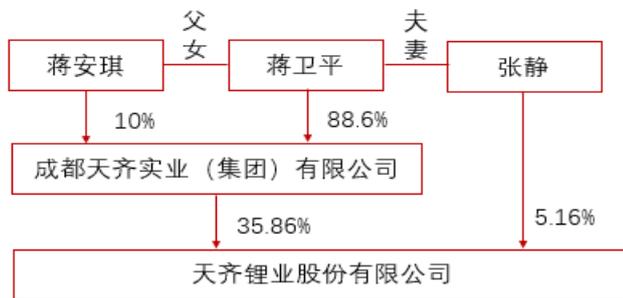
相关研究

1 公司概况：锂行业的龙头

公司前身四川射洪锂盐厂，成立于1995年，2004年被天齐集团收购，2010年在深交所上市。2014年，公司收购了全球最大的锂矿Talisson 51%的股权，进入上游资源领域。同时，公司也在不断扩张中游加工产能，2015年，公司收购银河锂业张家港生产基地，锂产品加工产能由1.7万吨增大到3.4万吨。

公司实际控制人为蒋卫平一家，三人合计持有公司股份超过40%。

图1：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务包括固体锂矿资源的开发、锂化工产品的生产和锂矿贸易三部分。公司及公司子公司的主要产品品种包括化学级锂精矿、技术级锂精矿、工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、工业级氢氧化锂、电池级氢氧化锂、无水氯化锂、金属锂等锂化工产品，广泛应用于玻璃陶瓷、锂电池、润滑脂、航空航天等领域。

表1：公司主要子公司业务情况

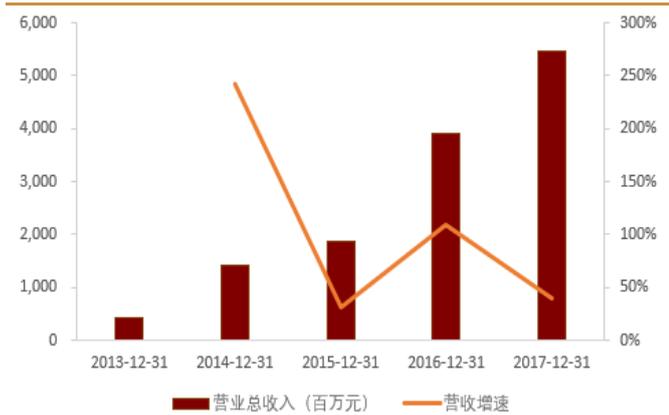
主要子公司	主营业务
泰利森	锂辉石精矿的开采与供应业务
射洪天齐	锂化工产品的生产
江苏天齐	锂化工产品的生产
成都天齐	锂化工产品的销售及技术级锂精矿在大中华地区的贸易业务
盛合锂业	甘孜州措拉锂辉石矿采选厂的建设工作
天齐澳大利亚	电池级单水氢氧化锂项目的建设
重庆天齐	金属锂及其型材的生产、加工与销售。

数据来源：公司年报，西南证券整理

2 公司业绩：盈利能力快速提升

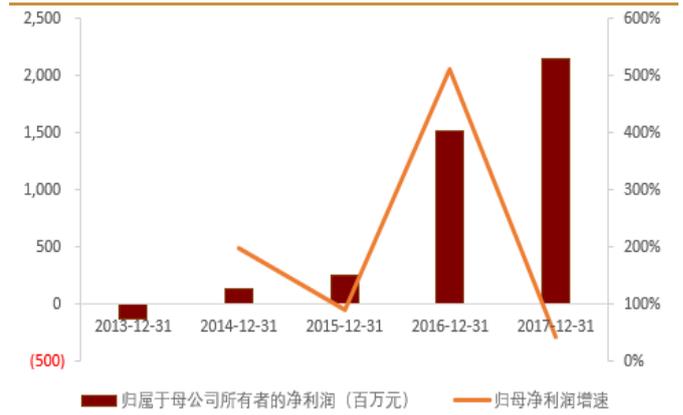
公司 2013-2017 年营收稳步增长，但在 2014 年收购 Talison 之前，公司 2013 年归母净利润为负，业绩呈现亏损状态。但在 2014 年公司完成收购后，公司营业收入与归母净利润体量不断增大。尤其是在 2016 年，由于新能源汽车行业蓬勃发展，带动锂价上行，公司业绩随之大幅度提升。2016、2017 年公司归母净利润分别达 15.1 亿、21.5 亿。

图 2：公司 2013-2017 年营收情况



数据来源：WIND，西南证券整理

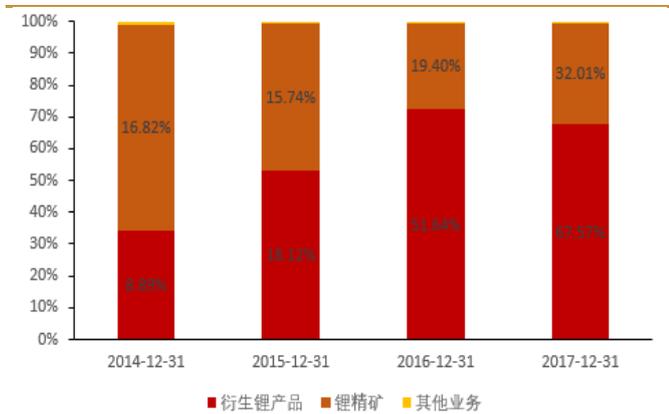
图 3：公司 2013-2017 归母净利润情况



数据来源：WIND，西南证券整理

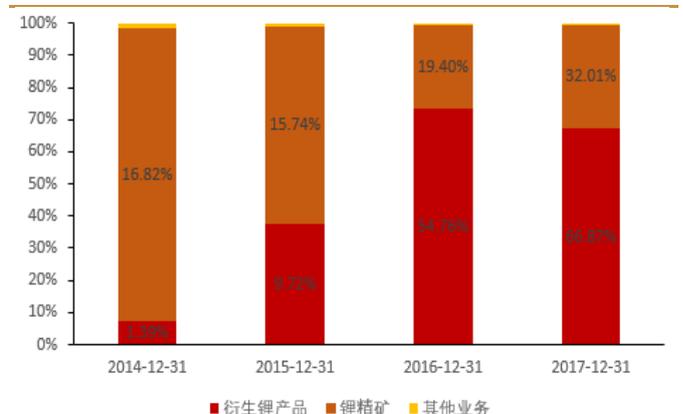
从营业收入与盈利情况来看，公司锂精矿都是贡献最大的业务板块，均超过 65%。

图 4：公司 2014-2017 年营收结构



数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2014-2017 毛利结构



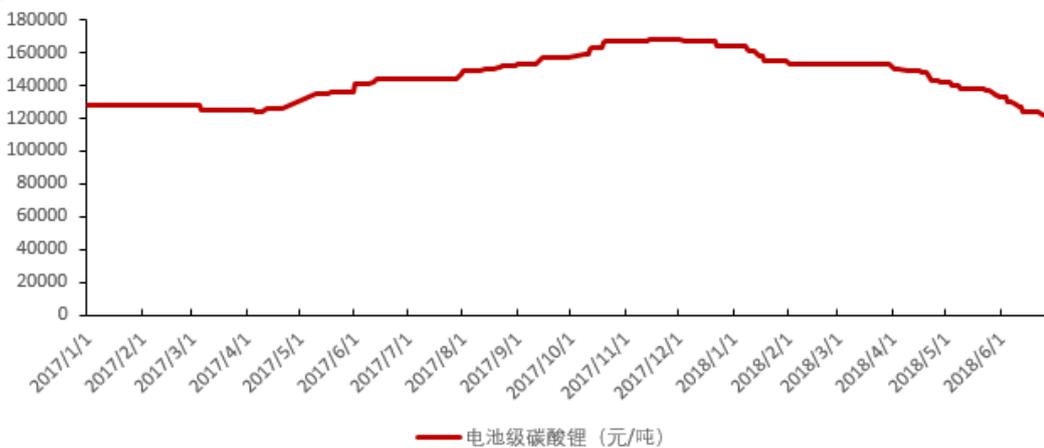
数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：量价齐升提振上半年业绩

2018 年上半年公司实现营业收入 32.9 亿元，同比增长 36.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 13.1 亿元，同比增长 41.7%。

受益于公司锂产品销售量、价格上升，2018H1 公司业绩大增。公司锂精矿销售收入较上年同期增加 23.3%，毛利率提高 3.3 个百分点；锂化合物及其衍生物销售收入较上年同期增加 44.4%，毛利率提高 4.6 个百分点，国内电池级碳酸锂价格同比增约 12.0%。碳酸锂 Q2 均价有所下跌，约 13.7 万元/吨，环比降 12.0%。受此影响，公司 Q2 业绩环比略降，营收环比降 2.9%，归母净利润环比降 1.7%。

图 6：公司 2017-2018 上半年碳酸锂价格



数据来源：WIND，西南证券整理

由于公司目前正在对 SQM 的股权收购，公司上半年管理费用与财务费用大幅提高。其中，2018H1 管理费用 1.4 亿，同比增 35.6%，财务费用 1.3 亿，同比增 1723%。

公司目前有多个重要项目在建，未来将逐步释放产能。上游锂资源方面，泰利森目前正在建造第二座与现有的化学级锂精矿生产工厂相邻的化学级锂精矿生产工厂，该项目将于 2019 年年中开始生产，并能够将格林布什矿场的化学级锂精矿年产量增加 60 万吨。届时，泰利森锂精矿产能将增加至 134 万吨/年。中游加工方面，公司正在西澳大利亚奎纳纳 (Kwinana) 建设两期共计 4.8 万吨电池级氢氧化锂生产线，并正在筹备建设四川遂宁安居区 2 万吨电池级碳酸锂生产线。

表 2：目前在建项目产能情况

项目规划	预计投产时间
泰利森启动第二个独立的、专用大型 60 万吨/年化学级锂精矿生产基地	2019Q2
西澳一期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	2018 年末
西澳二期年产 2.4 万吨电池级单水氢氧化锂项目	2019 年下半年
遂宁一期 2 万吨碳酸锂生产线	

数据来源：公司年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 2019 年第二季度泰利森锂精矿产能增加至 134 万吨/年。

假设 2: 2018、2019 年衍生锂产品产能分别为 5.88 万吨/年、8.28 万吨/年。

假设 3: 2018-2020 年锂精矿价格小幅回落, 毛利率分别为 71.5.0%、71.0%、70.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
衍生锂产品	收入	3696.3	4768.2	6770.8	8463.5
	增速	30.9%	29.0%	42.0%	25.0%
	毛利率	69.4%	69.0%	68.5%	68.0%
锂精矿	收入	1750.8	2083.5	2396.0	2995.0
	增速	64.9%	19.0%	15.0%	25.0%
	毛利率	71.8%	71.5%	71.0%	70.5%
其他业务	收入	22.9	25.2	27.8	30.5
	增速	24.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	63.7%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	5470.0	6876.9	9194.6	11489.1
	增速	40.1%	25.7%	33.7%	25.0%
	毛利率	70.1%	69.7%	69.1%	68.6%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设, 暂不考虑 SQM 收购事项的影响, 我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 68.8 亿元、91.9 亿元和 114.9 亿元, 归母净利润分别为 25.9 亿元、35.1 亿元和 44.2 亿元, EPS 分别为 2.27 元、3.07 元、3.87 元, 对应 PE 分别为 17 倍、12 倍和 10 倍。按 19 年行业平均 PE, 考虑到公司的龙头溢价, 我们给予公司 2019 年略高于行业可比公司估值 (13 倍) 15 倍, 对应目标价 46.1 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002497.SZ	雅化集团	8.70	0.44	0.58	0.75	19.78	14.97	11.59
002460.SZ	赣锋锂业	30.83	1.82	2.24	2.59	16.95	13.75	11.90
002176.SZ	江特电机	7.99	0.56	0.72	0.87	14.38	11.08	9.14
平均值						17.04	13.27	10.88
002466.SZ	天齐锂业	38.22	2.27	3.07	3.87	17	12	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5470.04	6876.91	9194.59	11489.08	净利润	2611.63	3158.24	4274.75	5384.34
营业成本	1633.25	2082.03	2838.75	3604.07	折旧与摊销	234.47	418.03	418.03	418.03
营业税金及附加	56.27	65.21	92.25	79.27	财务费用	55.31	265.27	224.09	192.58
销售费用	38.27	63.82	78.19	97.79	资产减值损失	7.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	258.49	332.88	441.54	553.19	经营营运资本变动	67.12	-252.29	-387.67	-356.10
财务费用	55.31	265.27	224.09	192.58	其他	118.98	-35.81	-36.73	-33.94
资产减值损失	7.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3094.62	3553.44	4492.46	5604.90
投资收益	26.63	38.06	38.06	38.06	资本支出	-1813.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-6.54	-2.25	-2.94	-3.31	其他	344.37	35.81	35.12	34.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1468.81	35.81	35.12	34.75
营业利润	3425.90	4103.51	5554.88	6996.92	短期借款	-522.09	-841.60	0.00	0.00
其他非经营损益	25.70	-1.90	-3.26	-4.27	长期借款	97.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	3451.60	4101.61	5551.62	6992.65	股权融资	1696.38	0.00	0.00	0.00
所得税	839.97	943.37	1276.87	1608.31	支付股利	-179.00	-429.01	-518.80	-702.21
净利润	2611.63	3158.24	4274.75	5384.34	其他	1171.17	-562.44	-224.09	-192.58
少数股东损益	466.59	564.25	763.72	961.96	筹资活动现金流净额	2263.95	-1833.05	-742.89	-894.78
归属母公司股东净利润	2145.04	2593.99	3511.03	4422.38	现金流量净额	3807.60	1756.20	3784.69	4744.87
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5524.12	7280.32	11065.01	15809.88	成长能力				
应收和预付款项	1669.82	2049.99	2768.04	3460.40	销售收入增长率	40.09%	25.72%	33.70%	24.95%
存货	477.08	609.17	833.50	1057.94	营业利润增长率	54.56%	19.78%	35.37%	25.96%
其他流动资产	194.11	244.03	326.26	407.67	净利润增长率	46.18%	20.93%	35.35%	25.96%
长期股权投资	660.45	660.45	660.45	660.45	EBITDA 增长率	47.92%	28.83%	29.46%	22.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3417.79	3312.60	3207.42	3102.24	毛利率	70.14%	69.72%	69.13%	68.63%
无形资产和开发支出	3430.01	3117.17	2804.33	2491.49	三费率	6.44%	9.63%	8.09%	7.34%
其他非流动资产	2466.47	2466.47	2466.47	2466.47	净利率	47.74%	45.93%	46.49%	46.86%
资产总计	17839.86	19740.20	24131.47	29456.52	ROE	24.56%	23.76%	25.07%	24.78%
短期借款	841.60	0.00	0.00	0.00	ROA	14.64%	16.00%	17.71%	18.28%
应付和预收款项	1355.00	1635.62	2221.62	2814.65	ROIC	39.03%	44.57%	58.28%	70.79%
长期借款	1433.35	1433.35	1433.35	1433.35	EBITDA/销售收入	67.93%	69.61%	67.40%	66.22%
其他负债	3574.94	3377.50	3426.83	3476.71	营运能力				
负债合计	7204.88	6446.47	7081.80	7724.71	总资产周转率	0.38	0.37	0.42	0.43
股本	1142.05	1142.05	1142.05	1142.05	固定资产周转率	3.71	4.86	7.03	9.55
资本公积	4189.74	4189.74	4189.74	4189.74	应收账款周转率	20.52	20.51	21.85	20.68
留存收益	3721.35	5886.33	8878.56	12598.74	存货周转率	3.42	3.81	3.92	3.80
归属母公司股东权益	9069.67	11164.17	14156.40	17876.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.13%	—	—	—
少数股东权益	1565.30	2129.55	2893.27	3855.23	资本结构				
股东权益合计	10634.97	13293.72	17049.67	21731.81	资产负债率	40.39%	32.66%	29.35%	26.22%
负债和股东权益合计	17839.86	19740.20	24131.47	29456.52	带息债务/总负债	66.65%	61.43%	55.92%	51.27%
					流动比率	3.11	5.75	6.23	6.80
					速动比率	2.92	5.41	5.88	6.45
					股利支付率	8.34%	16.54%	14.78%	15.88%
					每股指标				
					每股收益	1.88	2.27	3.07	3.87
					每股净资产	9.31	11.64	14.93	19.03
					每股经营现金	2.71	3.11	3.93	4.91
					每股股利	0.16	0.38	0.45	0.61
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3715.68	4786.81	6197.00	7607.52					
PE	20.35	16.83	12.43	9.87					
PB	4.10	3.28	2.56	2.01					
PS	7.98	6.35	4.75	3.80					
EV/EBITDA	10.95	7.91	5.50	3.86					
股息率	0.41%	0.98%	1.19%	1.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心
上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn