

天齐锂业(002466)/稀有金属

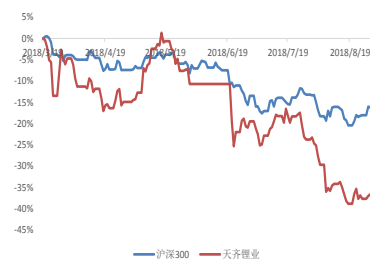
短期业绩增速承压，长期配置价值凸显

评级: 买入(维持)

市场价格: 38.22

分析师: 谢鸿鹤
执业证书编号: S0740517080003
电话: 021-20315185
Email: xiehh@r.qlzq.com.cn
研究助理: 李翔
电话: 0755-22660869
Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn
研究助理: 张强
电话: 0755-22660869
Email: zhangqiang@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	1142
流通股本(百万股)	1135
市价(元)	38.22
市值(百万元)	44,312
流通市值(百万元)	43,363

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 《天齐锂业: 顶级锂盐供应商, 业绩持续高增长》20180830
- 《天齐锂业: 再扩张, 锂盐综合型供应商龙头地位不断巩固》20180521
- 《天齐锂业: 锂业龙头再起飞》20180425
- 《天齐锂业: 锂业龙头延续高增长》20180325

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3904.56	5470.04	6150.56	7110.02	9832.78
增长率 yoy%	109.15%	40.09%	12.44%	15.60%	38.29%
净利润	1512.05	2153.02	2145.82	2240.39	3224.00
增长率 yoy%	510.03%	42.39%	-0.33%	4.41%	43.90%
每股收益(元)	1.324	1.885	1.879	1.962	2.823
每股现金流量	1.580	2.675	3.021	3.163	3.937
净资产收益率	32.93%	23.74%	19.51%	17.21%	20.25%
P/E	22.36	15.71	15.76	15.09	10.49
PEG	1.60	1.09	N/A	N/A	N/A
P/B	7.37	3.73	3.07	2.60	2.12

备注:

投资要点

- **事件:** 公司前三季度营业收入 47.59 亿, 同比增长 20.17%, 归母净利润 16.89 亿, 同比增长 11.24%, 经营性现金流约 27.82 亿。其中, 单季度来看, Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润约 6.6 亿/6.5 亿/3.8 亿, Q3 同比减少 36.13%, 环比减少 41.54%, 约 2.7 亿。Q3 业绩位于指引区间 3.51-5.71 亿, 贴近下沿, 略低于预期。2018 全年业绩指引区间为 20-22.5 亿。
- **前三季度业绩同比增 11% 主因是锂盐销量增长。** 前三季度锂盐均价小幅下降, 公司锂盐销量提升, 业绩同比上涨; 价格方面, 今年前三季度电池级碳酸锂含税均价小幅下降 5000 元 (13.9 万→13.4 万), 销量方面, 射洪和张家港两大基地, 不断技改, 以提高产能及效率, 张家港基地已经达产, 射洪基地实际产量超过名义产能, 产销量较去年同期明显提升, 因此在前三季度 70% 毛利率, 与去年同期持平的情况下, 毛利增厚近 6 亿 (27.6 亿→33.3 亿), 归母净利润增厚近 2 亿 (15.2 亿→16.9 亿), 同比增长约 11%。
- **单季度来看, Q3 利润减少主因是锂盐均价下降。** 三季度业绩同比下行约 37% (6 亿→3.8 亿), 环比下行约 42% (6.5 亿→3.8 亿), 主因是 Q3 锂盐均价下降: 2018Q3 电池级碳酸锂均价较 2017Q3 均价同比下滑约 30% (15.2 万→10.6 万), 较 2018Q2 均价环比下滑约 24% (13.9 万→10.6 万), 因此 2018Q3 同比较 2017Q3, 毛利率下降 7pct (72%→65%), 对应毛利减少约 1.5 亿 (11 亿→9.5 亿); 环比较 2018Q2, 毛利率下降 6pct (71%→65%), 对应毛利减少约 2 亿 (11.6 亿→9.5 亿)。因此价格下滑是 Q3 业绩同比/环比均显著下行主因。
- **Q3 利润减少次因是期间费用、汇率波动等。** 1) 同比来看, 2018Q3 利润下滑次因是期间费用同比增加: 公司购买 SQM 股权及拟发行 H 股项目中中介费用增加导致管理费用增加 (7000 万→8000 万), 公司举债扩张增加利息支出, 叠加汇兑损失, 财务费用增加 (2000 万→1.1 亿), 期间费用增加 1 亿, 另外 SQM 分红增长提升投资收益等部分冲抵期间费用增加的影响, 合计归母净利润同比下行约 2 亿; 2) 环比来看, 2018Q3 期间费用小幅增长, 少数股东损益增加以及套保收益缩水共同影响利润下滑: Q3 较 Q2 财务费用增加 2000 万, 管理费用减少 1000 万, 期间费用增加 1000 万, 少数股东损益增加近 4000 万 (1.2 亿→1.6 亿), 汇率波动导致套保收益缩水约 2000 万, 因此合计影响 7000 万利润, 归母净利润环比下行约 2.7 亿。
- **公司未来增长点在于, 高品质锂盐产能扩张, 远景产能达到 10 万吨以上。** 国内方面, 射洪+张家港两大基地产能挖潜, 张家港 1.7 万吨已经满产, 射洪碳酸锂产量超过碳酸锂设计产能, 锂盐销量合计有望达到 4 万吨, 此外, 四川遂宁 2 万吨碳酸锂项目正在推进, 预计 2020 年 5 月投产; 海外方面, Kwinana 一、二期合计 4.8 万吨稳步推进, 分别于 18/19 年底投产, 远景产能合计达到 10 万吨以上。另外, 更为重要的是, 随着下游对上游供应链的稳定性与连续性要求不断提升, 对于对于锂行业来说, 进入后放量时代, 高品质产品竞争将成为行业的下一个主旋律, 公司拥有全球领先的自动化产线, 是能够匹配到核心动力产业链的有效产能增量。
- **公司核心竞争力在于, 加筑资源护城河, 打造全球顶级“锂辉石+盐湖→锂盐”综合供应商。** 1) Talison 持续扩建: 旗下 Talison 为全球顶尖锂矿资源项目, 正在建造第二座化学级锂精矿生产工厂 (CPG2), 产能提升 60 万吨 (74 万吨→134 万吨), CPG2 将于 2019 年年中开始生产, 此外, 公司 7 月计划建造 CPG3, 预计 2020 年 Q4 竣工并开始试生产, 产能将再次提升 (134 万吨→195 万吨); 2) 公司拟并购 SQM 股权进展: 公司 5 月拟并购 SQM23% 股权, 其

依托世界级盐湖 Atacama，公司有望加筑资源护城河，打造全球顶级“锂辉石+盐湖→锂盐”综合锂供应商，进一步巩固公司行业龙头地位。近期最新进展为，TDLC 举行听证会就《庭外协议》内容进行了审查，批准公司与 FNE 签订的《庭外协议》，融资等相关工作正在推进。

- **当前锂价位于成本曲线末端，或进入底部区域。**前期，在盐湖提锂较低品质的工业级碳酸锂冲量出货影响下，工业级碳酸锂价格下调至 7 万左右，价格位于成本曲线末端，低于进口锂辉石提锂产线成本，其产线处于亏损状态，并且贴近云母提锂与无资源盐湖提锂产线成本，特别是，无资源自给的中小型冶炼厂压力较大，行业已经出现主动减产现象；目前，国内冶炼厂商与西澳矿山正在进行的明年锂辉石长协价格谈判，在矿石价格落地之后，行业成本曲线有望趋稳，对中长期价格或形成支撑，进入底部区域。
- **盈利预测：**假设电池级碳酸锂价格分别为 11.5 万/吨、9 万/吨、9 万/吨，归母净利润分别为 21 亿、22 亿、32 亿，目前 338 亿市值，对应 PE 分别为 16 倍、15 倍、11 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**项目推进不及预期；新能源汽车发展不及预期；锂价持续下跌。

图表 1：单季度盈利情况

(百万元)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	Q318	QoQ	YoY
营业收入	1,063.63	1,350.92	1,545.52	1,509.97	1,669.01	1,620.47	1,469.36	-9%	-5%
营业成本	332.00	425.07	440.15	436.02	439.47	463.80	518.54	12%	18%
毛利润	731.63	925.85	1,105.37	1,073.94	1,229.55	1,156.68	950.82	-18%	-14%
营业税金及附加	11.15	11.49	16.92	16.70	18.09	16.64	3.96	-76%	-77%
营业费用	6.88	10.02	10.46	10.90	8.27	9.95	11.36	14%	9%
管理费用	43.75	56.50	69.03	89.21	54.52	81.39	78.22	-4%	13%
财务费用	-8.97	16.20	23.94	24.14	38.73	93.10	117.07	26%	389%
资产减值损失	0.40	0.40	0.13	6.18	3.06	0.01	7.23	49111%	5478%
其他经营收益	-4.29	12.75	-19.57	31.20	-35.18	48.35	24.98	-48%	n.a.
营业利润	674.12	846.00	966.32	939.47	1,069.51	1,004.85	719.86	-28%	-26%
营业外收支净额	4.02	34.57	16.38	19.31	8.72	32.18	31.98	-1%	95%
利润总额	677.08	848.58	950.21	975.73	1,061.48	1,034.58	743.14	-28%	-22%
所得税	175.54	206.15	226.87	231.41	266.94	268.84	199.65	-26%	-12%
净利润	501.54	642.43	723.34	744.32	794.54	765.75	543.49	-29%	-25%
少数股东损益	95.77	124.22	128.91	117.70	134.32	116.57	163.80	41%	27%
归属于母公司所有者的净利润	405.78	518.21	594.43	626.62	660.22	649.17	379.69	-42%	-36%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.52	0.60	0.39	0.58	0.57	0.33	-42%	-45%
毛利率	68.8%	68.5%	71.5%	71.1%	73.7%	71.4%	64.7%	-9%	-10%
营业利润率	63.4%	62.6%	62.5%	62.2%	64.1%	62.0%	49.0%	-21%	-22%
净利率	38.2%	38.4%	38.5%	41.5%	39.6%	40.1%	25.8%	-35%	-33%
营业费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.6%	0.8%	26%	14%
管理费用率	4.1%	4.2%	4.5%	5.9%	3.3%	5.0%	5.3%	6%	19%
财务费用率	-0.8%	1.2%	1.5%	1.6%	2.3%	5.7%	8.0%	39%	414%
有效税率	25.9%	24.3%	23.9%	23.7%	25.1%	26.0%	26.9%	3%	13%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 公司财务报表及预测

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1866.88	3904.56	5470.04	6150.56	7110.02	9832.78
减: 营业成本	990.52	1122.65	1633.25	2042.60	2739.89	3712.91
营业税金及附加	6.88	43.63	56.27	61.51	71.10	98.33
营业费用	30.45	35.89	38.27	43.05	49.77	68.83
管理费用	171.89	197.98	258.49	264.47	291.51	393.31
财务费用	99.41	95.51	55.31	291.90	1317.77	1531.90
资产减值损失	60.79	265.84	7.11	5.00	10.00	10.00
加: 投资收益	5.84	71.32	26.63	63.83	789.14	860.42
公允价值变动损益	1.73	2.18	-6.54	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	514.51	2216.56	3441.44	3525.85	3439.11	4897.92
加: 其他非经营损益	-1.46	-57.87	25.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	513.05	2158.69	3467.14	3525.85	3439.11	4897.92
减: 所得税	87.22	372.13	847.53	791.67	604.89	924.02
净利润	425.83	1786.56	2619.61	2734.19	2834.21	3973.89
减: 少数股东损益	177.96	274.51	466.59	588.37	593.83	749.89
归属母公司股东净利润	247.86	1512.05	2153.02	2145.82	2240.39	3224.00
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	274.31	1069.23	4660.84	7236.71	4544.03	8116.89
应收和预付款项	630.78	1491.24	1669.82	1877.89	1852.12	2289.53
存货	400.10	470.81	477.08	690.12	875.53	1246.13
其他流动资产	101.90	416.15	155.94	155.94	155.94	155.94
长期股权投资	527.66	556.03	660.45	2020.79	16984.58	16984.58
投资性房地产	7.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1735.48	1837.37	3417.79	3983.10	4343.41	4243.72
无形资产和开发支出	3084.70	3270.71	3430.01	3944.93	12544.50	12245.94
其他非流动资产	231.63	1350.09	2266.24	2266.24	2266.24	2266.24
资产总计	6993.74	10461.62	16738.16	22175.71	43566.34	47548.96
短期借款	797.26	1363.69	841.60	1683.20	0.00	0.00
应付和预收款项	487.15	537.29	936.37	1148.70	1079.02	1410.15
长期借款	1456.68	1934.17	3960.10	5826.77	26360.10	26360.10
其他负债	177.88	828.79	362.07	359.42	359.42	359.42
负债合计	2918.96	4663.94	6100.15	9018.09	27798.54	28129.67
股本	261.47	994.42	1142.05	1142.05	1142.05	1142.05
资本公积	3234.22	2559.53	4135.79	4135.79	4135.79	4135.79
留存收益	-423.27	1037.37	3791.83	5723.07	7739.42	10641.02
归属母公司股东权益	3072.42	4591.31	9069.67	11000.91	13017.26	15918.86
少数股东权益	999.69	1203.21	1565.30	2153.67	2747.50	3497.39
股东权益合计	4072.11	5794.53	10634.97	13154.58	15764.75	19416.25
负债和股东权益合计	6993.74	10461.62	16738.16	22175.71	43566.34	47548.96
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	663.99	1804.13	3055.07	3450.22	3612.37	4495.94
投资性现金净流量	-570.77	-2054.41	-1468.81	-3137.64	-23897.77	390.42
筹资性现金净流量	77.11	1113.76	2263.95	2263.30	17592.72	-1313.50
现金流量净额	115.09	950.88	3768.05	2575.88	-2692.68	3572.86

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

请务必阅读正文之后的重要声明部分

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。