

并购扩张完成，资源优势进一步加强

——天齐锂业（002466）点评报告

增持（维持）

日期：2019年04月04日

事件：

天齐锂业2018年年报公布：公司全年实现营业收入62.44亿元，较上年同期增加14.16%；营业利润35.86亿元，同比增长4.66%；产品综合毛利率为67.60%，实现归属于母公司股东的净利22.00亿元，较上年同期增加2.57%；基本每股收益1.93元。以11.42亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利人民币1.80元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

投资要点：

- **完成SQM收购工作，锂资源优势进一步加强：**据公司公告，2018年公司成功购入SQM的23.77%股权。从卤水资源分布来看，SQM拥有世界上最大的卤水储量和最高品位，公司锂资源优势继续加强。
- **锂电行业未来需求大，补贴退坡加速行业出清步伐：**新能源汽车补贴政策的退坡，依赖补贴生存的无技术、低质量车企将被市场淘汰，最终导致上游低端产能被淘汰。产业链上各个企业都面临着补贴大幅度下滑、比能量及续航门槛大幅提高、企业资金链紧张等多重压力，无论是二三线梯队企业，还是被边缘化的动力电池企业，均面临被淘汰出局的风险。而作为优质企业，天齐锂业在此轮洗牌中有望脱颖而出。
- **提前布局以应对未来锂电需求爆发式增长，业绩有望进一步提升：**5G、电网储能、铁塔基站、新能源汽车高速发展，锂电池需求快速扩大，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，其中一期工程已于2018年底进入阶段性调试和产能爬坡阶段；四川遂宁安居区2万吨电池级碳酸锂生产线在建设中，将满足国内外顶级正极材料厂商的品质要求。未来盈利能与竞争力有望进一步提高。

盈利预测与投资建议：我们预计19-21年，公司的归母净利润分别为：21.78、25.62、28.08亿元；EPS分别为1.91、2.24、2.46元；对应2019年4月2日收盘价37.33的PE分别为：19.57、16.64、15.18倍。维持增持评级。

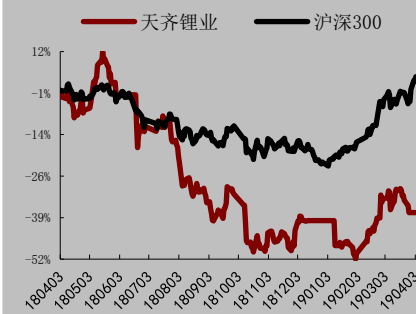
风险因素：矿山储量不及预期，主营产品价格下跌，开发成本过高，矿山安全，新能源汽车需求不及预期

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	62.44	66.59	78.05	86.92
增长比率(%)	14.16%	6.64%	17.20%	11.37%
归母净利润(亿元)	22.00	21.78	25.62	28.08
增长比率(%)	2.57%	-1.00%	17.62%	9.60%
每股收益(元)	1.93	1.91	2.24	2.46
市盈率(倍)	15.22	19.57	16.64	15.18

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	成都天齐实业(集团)有限公司/35.84%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,142.05
流通A股(百万股)	1,135.96
收盘价(元)	34.88
总市值(亿元)	398.35
流通A股市值(亿元)	396.22

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年04月03日

相关研究

万联证券研究所 20181113_公司季报点评
_AAA_天齐锂业
万联证券研究所 20180903_公司点评报告
_AAA_天齐锂业（002466）点评报告

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

号：

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

1、海内外综合布局，未来业绩有望持续增长。

公司全年实现营业收入 62.44 亿元，较上年同期增加 14.16%；营业利润 35.86 亿元，同比增长 4.66%；产品综合毛利率为 67.60%，实现归属于母公司股东的净利 22.00 亿元，较上年同期增加 2.57%；基本每股收益 1.93 元。以 11.42 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.80 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

报告期内，为完成购买 SQM 的股权，公司新增跨境并购贷款 35 亿美元，截止报告期末，公司资产负债率较期初显著上升。但是从公司长远战略来看，未来公司在锂资源方面的优势得到进一步巩固，产量有望迎来大幅提升。

1.1 SQM收购完成，公司锂资源进一步优化

按 2017 年的产量计，公司是世界第三大以及亚洲和中国最大的锂化合物生产商。公司现持有两处锂矿资产，一是公司控股的泰利森所拥有的澳洲格林布什矿场，处于正常运营中；二是全资子公司盛合锂业拥有的中国雅江措拉矿场，因外界因素尚未投产。同时，公司参股西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司，间接获取了扎布耶盐湖的开采权，扎布耶盐湖锂资源量 183 万吨（以碳酸锂计），镁锂比极低，且伴生有丰富的钾、钠等多种元素，是国内资源禀赋最好的盐湖锂资源。

据公司公告，2018 年年末公司总资产为 446.34 亿元，较 2018 年年初增加 150.19%，主要原因是公司完成 SQM 的 23.77%股权购买导致长期股权投资增加和为提升产能而推进扩产项目导致在建工程增加。SQM 在其租赁的 Atacama 盐湖区域，锂离子探明储量为 489 万吨，潜在储量 333 万吨，总储量为 813 万吨。根据 SQM 与采矿权出租方 Corfo 公司于 2018 年 1 月 17 日达成的协议，2030 年 12 月 31 日之前，SQM 在 Atacama 盐湖区域可动用锂金属配额为 349,533 吨，折合碳酸锂当量约 220 万吨。

公司的上游业务是支持公司整体业务增长及满足预期市场需求的关键。在原有资源基础上，完成 SQM 23.77%股权收购工作，使得公司锂资源优势更加突出，对于公司未来业务增长，无疑是一大助力。

1.2 锂电行业未来需求大，补贴退坡加速行业出清步伐

随着 5G 商业化应用的到来，全球智能手机将迎来发展的新突破口。电网储能爆发，对锂离子电池需求快速扩大。铁塔基站对退役锂离子电池有巨大需求。全球主流汽车向电动化转型不可逆转，无论是中国还是全球，新能源汽车的发展方向明确，可充电电池占锂消费需求总量的比重将持续上升。根据中国有色金属工业协会锂业分会的初步统计，2018 年世界锂及其衍生物产量折合碳酸锂当量约 27.82 万吨；2018 年全球锂的消费量折合碳酸锂当量约 27 万吨。短期和长期的锂消费量都将受到新能源汽车等应用锂电池的行业的推动，但短期内锂消费量增长率将较温和，自 2017 年至 2022 年将每年增长 18.9%。随后于二十一世纪二十年代受到新能源尤其是电动车领域推动，可充电电池的锂消费量自 2017 年至 2027 年预计将取得每年 27.2% 的增长，2027 年达到 122 万吨碳酸锂当量。如果新能源行业的增长速度快于当前预测，则锂消费量将有相当大的短期及长期增长潜力。

与此同时，由于产业的不断升级，下游车企技术要求愈发严格，安全性将是车企最重要的考量因素。正极材料是锂离子电池性能优劣的关键，直接决定了电池能量密度、循环稳定性、安全性等性能，而作为正极材料的核心原料，碳酸锂、氢氧化锂等基础锂产品将更加注重产品品质的一致性、稳定性，这将促使产业链上下游优质企业的合作，实现强强联合，伴随着行业集中度不断提升，高端产能将继续供不应求。加之 2020 年后补贴政策的退出，产品符合市场需求、管理优良的新能源企业将从中脱颖而出，而依赖补贴生存的无技术、低质量车企将被市场淘汰，最终导致上游低端产能被淘汰。随着国家政策的深度调整，动力电池行业集中度将持续提升。2018 年，产业链上各个企业都面临着补贴大幅度下滑、比能量及续航门槛大幅提高、企业资金链紧张等多重压力，无论是二三线梯队企业，还是被边缘化的动力电池企业，均可能被淘汰出局，

最终技术领先、产品质量过硬的优质企业在此轮洗牌中脱颖而出，产业重新进入良性发展周期。作为锂电行业的佼佼者，天齐锂业有望受益于行业出清。

1.3 提前布局以应对未来锂电需求爆发式增长，业绩有望进一步提升

公司控股子公司泰利森目前正在建造第二座和第三座与现有工厂相邻的化学级锂精矿扩产工厂 (CGP2、CGP3)，按照既定计划，CGP2 将于 2019 年第二季度竣工，CGP3 将于 2020 年第四季度竣工并开始试生产。新增的两座工厂将能够使格林布什矿场的年产量提升至约 195 万吨。为扩大公司作为全球顶级电池材料生产商的供应商的产能，公司正在澳洲奎纳纳建造一座全自动化工厂用于生产电池级氢氧化锂，在全部竣工及营运后其年产能达 48,000 吨，这将加强公司利用电池级氢氧化锂强劲增长潜力的能力。为扩大电池级碳酸锂的产能，公司在中国四川省遂宁市安居区建造一座年产能 2 万吨的全自动化生产工厂。由于其地理位置毗邻射洪工厂，将有利于通过利用两座工厂之间的营运协同效应，最大限度降低执行风险，提高效率。公司正通过有效执行扩张计划、提高公司的锂化合物产能来充分利用锂产品市场需求的预期增长势头。

图表 1: 未来产能增加点

	产品	产量或资源量	备注
泰利森 CGP2 工厂	锂精矿	60 万吨/年	2019 年第二季度竣工
泰利森 CGP3 工厂	锂精矿	60 万吨/年	2020 年第四季度竣工并开始试生产
四川遂宁安居区生产线	碳酸锂	2 万吨/年	建设中
西澳大利亚奎纳纳生产线	氢氧化锂	两期共计 4.8 万吨/年	一期工程已于 2018 年底进入阶段性调试和产能爬坡阶段
四川雅江县措拉锂辉石矿	采矿权	碳酸锂当量: 63 万吨 氧化锂资源: 25.6 万吨 矿石量: 1971.4 万吨	尚未使用

资料来源: 公司年报、万联证券

2、盈利预测与投资建议

公司产品分为锂矿产品、锂化合物及衍生品两大类，2018 年二者的产量分别为 72.40 万吨和 39.60 万吨，原有库存量分别为 12.40 万吨和 0.18 万吨。2018 年二者的销售量分别为 43.45 万吨和 3.77 万吨。销售占比为 51.23%和 91.01%。锂矿产品的平均销售价格为 0.51 万元/吨，锂化合物及其衍生品而平均销售价格为 10.73 万元/吨。受公司毛利率降低，新建工场未全部投产影响，预计 19 年业绩承压可能较大。20-21 年，随着新建产能的陆续投产，公司业绩有望稳步提升。

考虑到未来锂电行业的需求增加，我们假设 19-21 年，锂矿产品和锂化合物及衍生品的销售比例分别 52%和 92%。假设 19-21 年，锂矿产量分别达到 86.88、98.61 和 108.48 万吨；锂化合物及衍生品产量分别达到 48.32、57.50 和 64.40 万吨，考虑到供应量增加可能带来的价格降低风险，我们下调了未来的价格预期。假设 19-21 年公司锂矿产品的平均销售价格为 0.48 万元/吨，锂化合物及衍生品的平均销售价格为 10.09 万元/吨。

基于以上假设，我们估算出 19-21 年，公司的归母净利润分别为：21.78、25.62、28.08 亿元；EPS 分别为 1.91、2.24、2.46 元；对应 2019 年 4 月 2 日收盘价 37.33 的 PE 分别为：19.57、16.64、15.18 倍。维持增持评级。

3、风险因素

矿山储量不及预期，主营产品价格下跌，开发成本过高，矿山安全，新能源汽车需求不及预期。

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,868.14	6,359.66	5,587.87	7,911.72
货币资金	1,943.32	4,043.12	2,862.83	4,930.23
应收及预付	1,217.46	1,629.87	1,937.95	2,125.38
存货	560.65	530.05	630.35	695.21
其他流动资产	146.70	156.62	156.74	160.90
非流动资产	40,765.79	47,610.96	50,337.32	52,216.83
长期股权投资	30,408.20	30,408.20	30,408.20	30,408.20
固定资产	1,680.20	5,429.32	5,076.55	3,927.15
在建工程	4,699.01	7,699.01	10,699.01	13,656.98
无形资产	3,054.21	3,150.25	3,229.38	3,300.33
其他长期资产	924.18	924.18	924.18	924.18
资产总计	44,633.93	53,970.62	55,925.19	60,128.56
流动负债	4,387.25	4,162.81	4,445.67	4,653.13
短期借款	1,938.21	1,938.21	1,938.21	1,938.21
应付及预收	1,241.14	829.74	1,027.63	1,155.21
其他流动负债	1,207.90	1,394.86	1,479.83	1,559.71
非流动负债	28,309.46	34,309.46	32,809.46	33,309.46
长期借款	25,326.06	31,326.06	32,326.06	32,826.06
应付债券	2,327.51	2,327.51	-172.49	-172.49
其他非流动负债	655.89	655.89	655.89	655.89
负债合计	32,696.70	38,472.27	37,255.13	37,962.59
股本	1,142.05	1,142.05	1,142.05	1,142.05
资本公积	4,203.16	4,203.16	4,203.16	4,203.16
留存收益	5,932.99	30,327.00	38,556.00	47,442.00
归属母公司股东权益	10,136.15	13,210.73	15,772.72	18,580.76
少数股东权益	1,801.07	2,287.62	2,897.34	3,585.21
负债和股东权益	44,633.93	53,970.62	55,925.19	60,128.56

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,619.98	3,232.33	4,275.69	4,808.97
净利润	2,804.34	2,178.14	2,561.99	2,808.04
折旧摊销	274.71	622.46	930.71	1,630.52
营运资金变动	678.17	-616.16	-125.64	-48.99
其它	-137.25	1,047.88	908.62	419.41
投资活动现金流	-31,161.72	-6,415.63	-2,202.07	-1,490.03
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
投资变动	-3,425.50	-7,615.63	-3,802.07	-3,690.03
其他	-27,736.22	1,200.00	1,600.00	2,200.00
筹资活动现金流	23,543.31	5,283.10	-3,253.90	-1,251.54
银行借款	25,398.51	6,000.00	1,000.00	500.00
债券融资	0.00	0.00	-2,500.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1,855.21	-716.90	-1,753.90	-1,751.54
现金净增加额	-3,998.44	2,099.80	-1,180.28	2,067.39
期初现金余额	5,275.97	1,943.32	4,043.12	2,862.83
汇率变动影响	25.42	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	1,302.95	4,043.12	2,862.83	4,930.23

资料来源：公司年报、万联证券

利润表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,244.42	6,659.01	7,804.59	8,691.77
营业成本	2,023.39	2,039.50	2,389.61	2,660.93
营业税金及附加	209.23	146.80	186.58	216.30
销售费用	43.70	49.03	56.04	62.67
管理费用	369.35	348.36	413.78	467.66
财务费用	470.92	1,601.68	1,729.65	1,734.36
资产减值损失	13.83	60.00	330.00	1,000.00
公允价值变动收益	-8.76	0.00	0.00	0.00
投资净收益	539.10	1,200.00	1,600.00	2,200.00
营业利润	3,585.69	3,563.76	4,241.77	4,687.58
营业外收入	64.96	400.00	420.00	435.00
营业外支出	16.93	530.00	550.00	600.00
利润总额	3,633.72	3,433.76	4,111.77	4,522.58
所得税	829.38	769.07	940.06	1,026.68
净利润	2,804.34	2,664.69	3,171.71	3,495.90
少数股东损益	604.23	486.55	609.72	687.87
归属母公司净利润	2,200.11	2,178.14	2,561.99	2,808.04
EBITDA	16.22	16.27	14.03	12.45
EPS (元)	1.93	1.91	2.24	2.46

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	14.16%	6.64%	17.20%	11.37%
营业利润	4.66%	-0.61%	19.03%	10.51%
归属于母公司净利润	2.57%	-1.00%	17.62%	9.60%
获利能力				
毛利率	67.60%	69.37%	69.38%	69.39%
净利率	58.19%	51.57%	52.68%	52.03%
ROE	21.71%	16.49%	16.24%	15.11%
ROIC	6.81%	6.57%	7.19%	7.70%
偿债能力				
资产负债率	73.26%	71.28%	66.62%	63.14%
净负债比率	273.91%	248.23%	199.54%	171.27%
流动比率	0.88	1.53	1.26	1.70
速动比率	0.75	1.39	1.11	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.14	0.14	0.15
应收账款周转率	4.49	4.27	4.21	4.27
存货周转率	3.90	3.85	3.79	3.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.93	1.91	2.24	2.46
每股经营现金流	3.17	2.83	3.74	4.21
每股净资产	8.88	11.57	13.81	16.27
估值比率				
P/E	15.22	19.57	16.64	15.18
P/B	3.30	3.23	2.70	2.29
EV/EBITDA	16.22	16.27	14.03	12.45

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场