

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

短期业绩承压, 关注融资和项目建设进展

——天齐锂业(002466)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

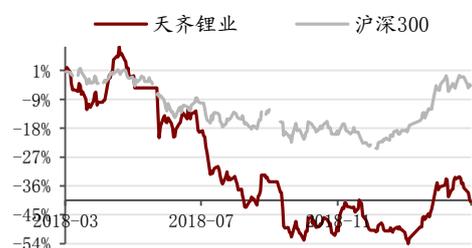
市场数据(2019-03-28)

收盘价(元)	34.45
一年内最高/最低(元)	63.23/26.75
沪深300指数	3728.4
市净率(倍)	3.88
流通市值(亿元)	391.34

基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	8.88
每股经营现金流(元)	3.17
毛利率(%)	67.60
净资产收益率-摊薄(%)	21.71
资产负债率(%)	73.26
总股本/流通股(万股)	114205.29/113596
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《天齐锂业(002466)中报点评: 业绩符合预期 下半年业绩环比承压》 2018-09-03
- 《天齐锂业(002466)年报点评: 业绩符合预期 18年仍有望高增长》 2018-03-26

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件: 3月28日, 公司公布了2018年年度报告。

投资要点:

- **公司业绩基本符合预期。**2018年, 公司实现营收62.44亿元, 同比增长14.16%; 营业利润35.86亿元, 同比增长4.66%; 净利润22.00亿元, 同比增长2.57%; 扣非后净利润18.81亿元, 同比下降12.23%; 基本每股收益1.93元, 利润分配预案为拟每10股派发现金红利1.80元(含税)。2018年, 公司非经常损益项目合计3.19亿元, 其中政府补助6810万元, 投资收益4.75亿元(主要系持有约占SQM总股本2.1%的B类股份, 转入长期股权投资时原计入其他综合收益的累计公允价值变动损益转至投资收益)。
- **行业需求将持续增长, 锂资源行业集中度较高。**据中国有色协会锂业分会统计: 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, 供应略大于需求。而Roskill预测显示: 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。全球锂资源行业集中度较高, 其中全球优质矿石锂资源主要集中在澳大利亚, 2017年产量占比为58%; 卤水锂资源主要集中在智利和阿根廷, 2017年产量占比分别为21.2%和8.2%。消费方面, 2017年全球锂精矿产量折合碳酸锂当量为26.97万吨, 同比增长13%, 其中全球前六锂矿供应占比较高, 如第一和第二的泰利森和SQM占比分别为29%和16%(17年全球锂矿供应占比详见图3)。
- **公司行业地位和锂资源优势显著。**Roskill报告统计显示: 按2017年度销售收入计算, 公司是世界第二大以及亚洲最大的锂生产商, 亦为中国唯一通过大型、单一且稳定的锂精矿供给实现自给自足的锂化合物及衍生物生产商; 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。2017年公司锂化工产品全球市场占比约16%, 位居第三。锂资源方面, 公司现持有两处锂矿资产, 即公司控股的泰利森所拥有的澳洲格林布什矿场及公司全资子公司盛合锂业拥有的中国雅江措拉矿场。2018年, 泰利森持续进行矿区勘探工作, 累计发生勘探支出458.41万澳元。同时根据BDA出具的储量评估报告, 截至2018年3月31日, 格林布什锂矿区资源量及储量折合碳酸锂分别为878万吨和690万吨。而四川雅江县措拉锂辉石矿采矿权目前作为储备锂矿资产尚未投产使用, 该矿储量折合碳酸锂当量为63万吨。同时,

公司参股了多家资源类公司，主要包括在其租赁的 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。值得注意的是，18 年公司成功购买了 SQM23.77% 的股权，成为其第二大股东，而 SQM 为全球最大的锂化工产品生产商。

- **公司主营业务营收稳步增长。** 公司是全球领先的锂产品供应商，产业横跨亚洲、大洋洲，已成为全球为数不多的上游与中游全面垂直整合的锂生产商之一，业务涵盖锂原矿开采、锂精矿加工以及锂化工产品生产。公司获取的锂精矿主要用于生产四大类锂化工产品—碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂及金属锂。受益于下游需求增长及公司产业链一体化优势，2018 年，公司锂化合物及衍生品实现营收 40.41 亿元，同比增长 9.33%，在公司营收中占比 64.71%；锂矿销售 43.45 万吨，同比增长 6.70%，对应营收 22.02 亿元，同比增长 24.24%，营收占比 35.26%。
- **锂行业相关产品价格大幅波动，新能源汽车行业景气度持续向上。** 2018 年以来，主要锂相关产品价格大幅波动，其中碳酸锂价格在第四季度短期触底后窄幅波动，而氢氧化锂等产品价格持续承压。19 年以来，碳酸锂价格仍维持窄幅波动态势，其中电池级碳酸锂在 8.0 万元/吨附近有一定支撑，后续重点关注我国盐湖提锂技术进展，如获得重大突破则碳酸锂价格仍将承压。需求方面，全球新能源汽车景气度将持续向上，18 年全球新能源乘用车销量 201.82 万辆，市场占有率为 2.1%。据统计：未来 5-10 年，全球汽车制造商在电动汽车技术上将增加 3000 亿美元支出，其中我国占比仅 50%。2018 年，我国新能源汽车销量 124.67 万辆，同比增长 62.38%；19 年 1-2 月合计销量 14.89 万辆，同比增长 104.28%。3 月 26 日，财政部等四部委公布了 2019 年我国新能源汽车财政补贴政策，总体符合预期，后续重点跟踪新政对新能源汽车销售影响，预计 19 年我国新能源销量仍将增长。
- **重点关注公司项目建设和市场拓展进展。** 目前，公司主要依托四川洪、江苏张家港和重庆铜梁生产基地提供碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂及金属锂产品，张家港基地拥有全球最大的全自动化电池级碳酸锂生产线；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，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正在建设中，将打造行业自动化和集约化产线标杆，满足国内外顶级正极材料厂商的品质要求，后续重点关注项目建设进展及市场拓展进展。为进一步延伸产业链，19 年 3 月，公司公告拟 8.82 元/股的价格处置 4992.5 万元对厦钨新能源增资，增资后持股占比 3%，此次增资符合公司“夯实上游、做强中游、渗透下游”的发展战略。值得注意的是，公司由于具备产业链一体化优势，其碳酸锂和氢氧化锂产品现金成本优势显著，其碳酸锂生产现金成本国内最低。另外，公司控股子公司泰利森正建设与现有工厂相邻的第二座和第三座化学级锂精矿扩产工厂（CGP2 和 CGP3，二者产能为 60 万吨），按计划将分别与 19 年第二和第四季度竣工并开始试生产。
- **盈利能力回落提升，预计 19 年将承压。** 2018 年，公司销售毛利率 67.60%，同比回落 2.55 个百分点，其中第四季度为 59.51%，环比三季度回落 5.20 个百分点。全年分业务毛利率显示：锂矿为 71.89%，

同比回落 0.22 个百分点；锂化合物及衍生品 65.25%，同比回落 4.16 个百分点。结合公司单季度盈利走势及行业价格变化，预计 19 年公司盈利能力总体将承压。

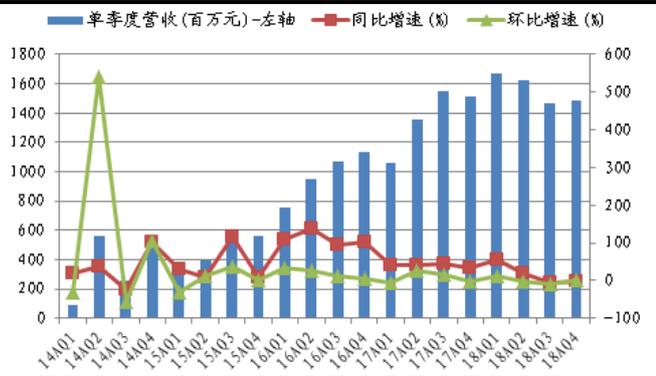
- **财务费用大幅增长，关注融资进展。**2018 年，公司三费合计支出 8.84 亿元，同比大幅增长 151.08%，对应三项费用率为 14.16%，较 17 年提升 7.72 个百分点，主要系为完成收购买 SQM23.77%股权新增借款 35 亿美元导致利息支出增加、美元和澳元汇率上升致文菲尔德汇兑损失增加。具体至分项费用：销售费用 4370 万元，同比增长 14.17%；管理费用 3.69 亿元，同比增长 42.89%，主要系实施投融资项目相关中介咨询费增加；财务费用 4.71 亿元，同比增长 751.40%，截止 18 年底：公司资产负债率为 73.26%，较 17 年提升 30.89 个百分点。后续重点关注公司相关融资方案进展，如 3 月 28 日公司公布了拟发行不超过 20 亿元的债券融资计划，发行期限不超过 3 年。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2019-2020 年摊薄后 EPS 分别为 1.96 元与 2.21 元，按 3 月 28 日 34.45 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 20.8 倍与 17.6 倍。短期而言，碳酸锂价格总体窄幅波动，但价格相比 18 年均价总体回落，同时财务费用将影响公司业绩。中长期而言，公司具备显著的产业链优势和行业地位，结合新能源汽车行业发展前景，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧；我国新能源汽车销量低于预期；盐湖提锂技术进展高于预期；产品价格大幅波动；融资进度不及预期；汇兑损失。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5470.0	6244.4	6543.9	7525.5	8476.0
增长比率	40.1%	14.2%	4.8%	15.0%	12.6%
净利润(百万元)	2145.0	2200.1	1889.3	2240.8	2591.7
增长比率	41.9%	2.6%	-14.1%	18.6%	15.7%
每股收益(元)	1.88	1.93	1.65	1.96	2.27
市盈率(倍)	18.3	17.9	20.8	17.6	15.2

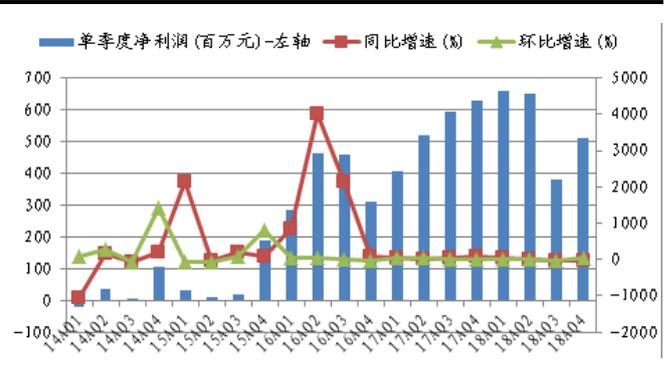
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2014-18 年公司单季度营收及增速



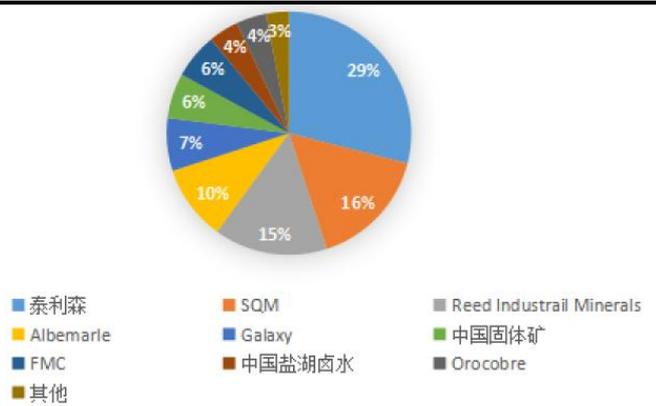
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2014-18 年公司单季度净利润及增速



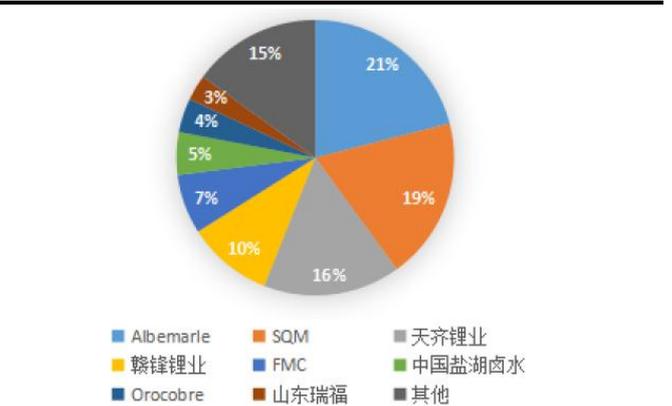
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 锂矿供应量占比(2017A)



资料来源: 中原证券, 公司公告, Roskill

图 4: 锂产品供应量占比(2017A)



资料来源: 中原证券, 公司公告, Roskill

表 1: 格林布什锂矿区资源量及储量(万吨, 截止 19 年 3 月底)

氧化锂品位	总资源量	碳酸锂当量	锂矿储量	碳酸锂当量
2.1%	17,850	878	13,310	690

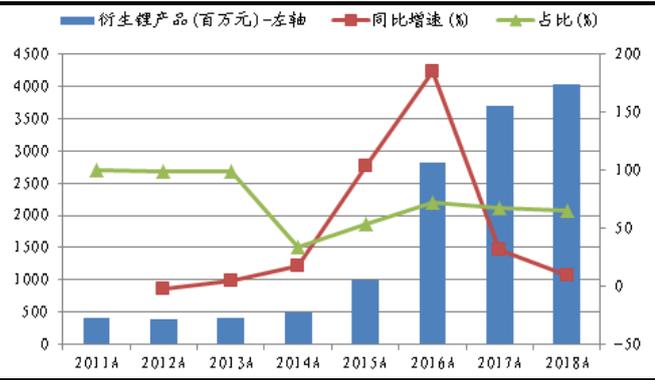
资料来源: 中原证券, 公司公告

表 2: 公司雅江措拉矿床储量(万吨)

氧化锂品位	矿石量	氧化锂资源量	碳酸锂当量
1.3%	1,971.4	25.6	63

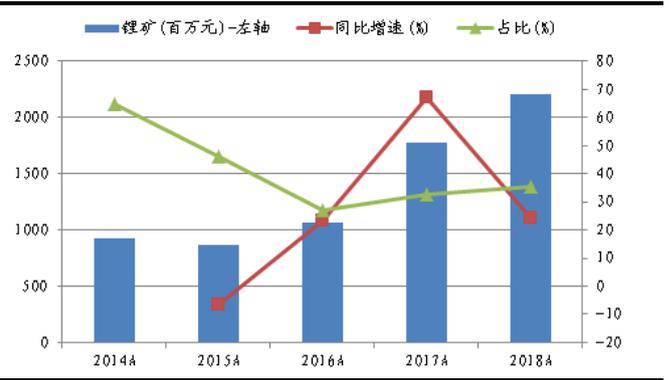
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 5: 2011-18 年公司衍生锂产品营收、增速及占比



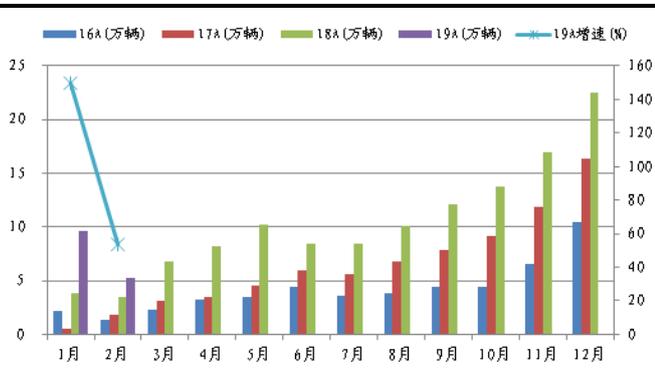
资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2014-18 年公司锂精矿营收、增速及占比



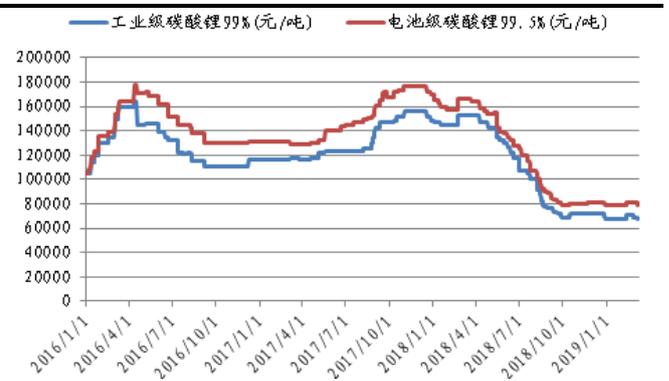
资料来源: 中原证券, Wind

图 7: 2015-19 我国新能源汽车月度销量及增速



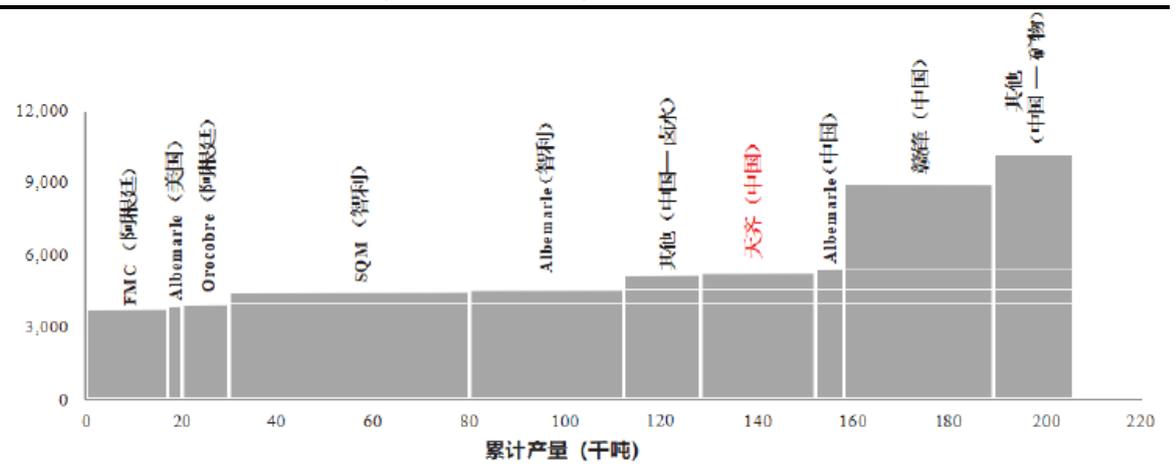
资料来源: 中原证券, Wind, 中汽协

图 8: 2016-19 年碳酸锂价格曲线



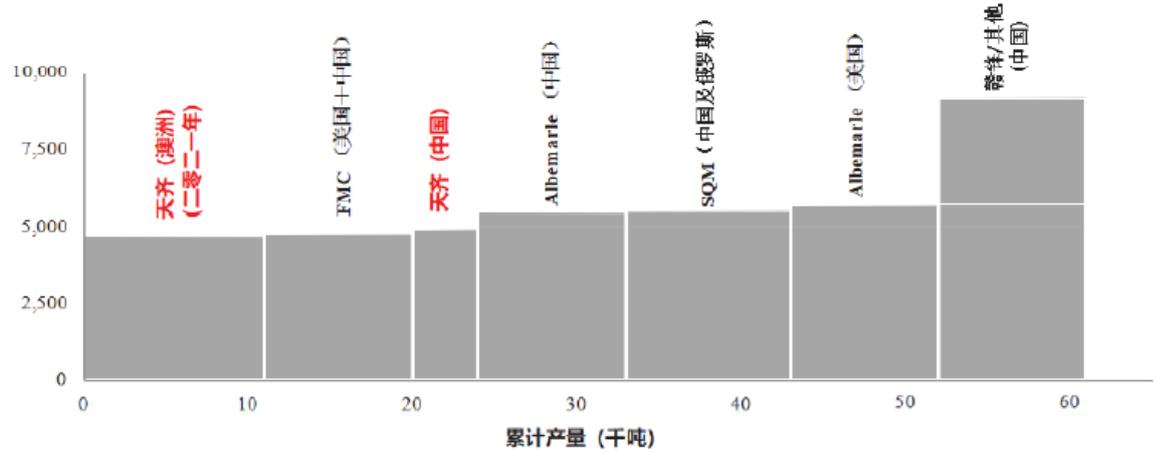
资料来源: 中原证券, 百川资讯

图 9: 碳酸锂现金成本曲线比对(2017A, 美元/吨)



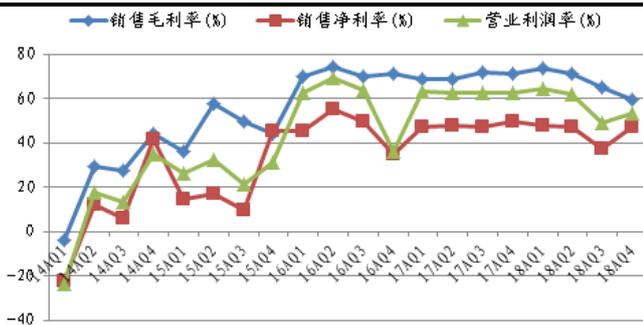
资料来源: 中原证券, 公司公告, Roskill

图 10: 氢氧化锂现金成本曲线比对(2017A, 美元/吨)



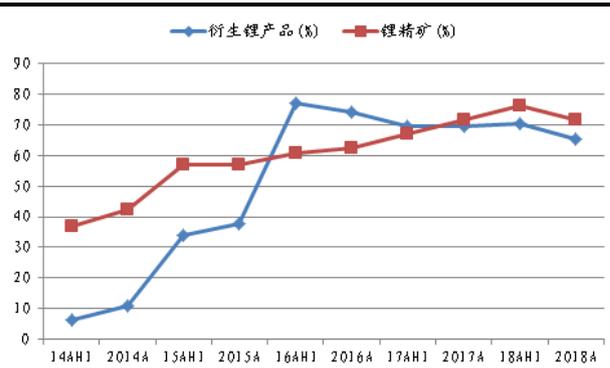
资料来源: 中原证券, 公司公告, Roskill

图 11: 2014-18 年公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 12: 2014-18 年公司分产品盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5470.0	6244.4	6543.9	7525.5	8476.0	成长性					
减: 营业成本	1,633.2	2,023.4	2,661.3	3,163.7	3,627.0	营业收入增长率	40.1%	14.2%	4.8%	15.0%	12.6%
营业税费	56.3	209.2	65.4	75.3	84.8	营业利润增长率	54.6%	4.7%	-22.5%	18.6%	15.7%
销售费用	38.3	43.7	42.5	48.2	54.2	净利润增长率	41.9%	2.6%	-14.1%	18.6%	15.7%
管理费用	258.5	369.3	294.5	331.1	364.5	EBITDA 增长率	48.5%	17.3%	-14.4%	11.5%	10.5%
财务费用	55.3	470.9	721.6	636.9	559.2	EBIT 增长率	51.2%	17.7%	-15.0%	12.4%	11.1%
资产减值损失	7.1	13.8	8.0	8.0	9.0	NOPLAT 增长率	37.7%	18.9%	-10.5%	12.3%	11.1%
加: 公允价值变动收益	-6.5	-8.8	-13.1	2.0	3.0	投资资本增长率	25.7%	417.8%	1.0%	-0.1%	-0.2%
投资和汇兑收益	26.6	539.1	40.0	30.0	30.0	净资产增长率	83.5%	12.2%	33.5%	15.0%	13.1%
营业利润	3,425.9	3,585.7	2,779.4	3,296.4	3,812.3	利润率					
加: 营业外净收支	25.7	48.0	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	70.1%	67.6%	59.3%	58.0%	57.2%
利润总额	3,451.6	3,633.7	2,778.4	3,295.4	3,811.3	营业利润率	62.6%	57.4%	42.5%	43.8%	45.0%
减: 所得税	840.0	829.4	555.7	659.1	762.3	净利润率	39.2%	35.2%	28.9%	29.8%	30.6%
净利润	2145.0	2200.1	1889.3	2240.8	2591.7	EBITDA/营业收入	68.2%	70.1%	57.3%	55.5%	54.5%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	63.9%	65.9%	53.5%	52.2%	51.6%
货币资金	5,524.1	1,943.3	523.5	602.0	678.1	运营效率					
交易性金融资产	0.0	13.6	5.9	6.5	8.7	固定资产周转天数	97	91	88	68	53
应收帐款	364.5	578.4	143.2	786.3	300.8	流动营业资本周转天数	60	29	24	41	45
应收票据	1,286.3	592.1	2,062.6	858.2	2,234.4	流动资产周转天数	388	338	221	176	171
预付帐款	19.0	20.4	73.9	22.1	81.0	应收帐款周转天数	20	27	20	22	23
存货	477.1	560.7	1,097.4	712.5	1,352.4	存货周转天数	31	30	46	43	44
其他流动资产	194.1	159.6	266.5	206.7	211.0	总资产周转天数	956	1,801	2,485	2,157	1,912
可供出售金融资产	2,140.2	-	1,078.9	1,073.0	717.3	投资资本周转天数	453	1,366	2,196	1,918	1,701
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	660.4	30,408.2	30,408.2	30,408.2	30,408.2	ROE	23.7%	21.7%	13.7%	14.2%	14.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.6%	6.3%	4.9%	5.9%	6.7%
固定资产	1,466.6	1,680.2	1,509.8	1,339.4	1,169.0	ROIC	43.2%	40.8%	7.1%	7.8%	8.7%
在建工程	1,951.2	4,699.0	4,699.0	4,699.0	4,699.0	费用率					
无形资产	3,013.9	3,054.2	2,975.6	2,897.1	2,818.5	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	742.4	924.2	871.3	846.0	880.5	管理费用率	4.7%	5.9%	4.5%	4.4%	4.3%
资产总额	17,839.9	44,633.9	45,715.7	44,457.0	45,558.8	财务费用率	1.0%	7.5%	11.0%	8.5%	6.6%
短期债务	841.6	1,938.2	1,715.4	2,131.2	3,370.7	三费/营业收入	6.4%	14.2%	16.2%	13.5%	11.5%
应付帐款	636.6	-	1,319.6	365.6	1,175.2	偿债能力					
应付票据	107.8	-	253.0	20.0	263.6	资产负债率	40.4%	73.3%	65.1%	58.8%	54.5%
其他流动负债	943.7	2,449.0	1,681.7	1,626.0	2,067.5	负债权益比	67.7%	273.9%	186.9%	142.7%	119.8%
长期借款	1,433.3	25,326.1	22,368.8	19,107.4	15,184.1	流动比率	3.11	0.88	0.84	0.77	0.71
其他非流动负债	3,241.8	2,983.4	2,444.0	2,889.7	2,772.4	速动比率	2.92	0.75	0.62	0.60	0.51
负债总额	7,204.9	32,696.7	29,782.6	26,139.9	24,833.5	利息保障倍数	63.22	8.74	4.85	6.17	7.81
少数股东权益	1,565.3	1,801.1	2,134.5	2,529.9	2,987.3	分红指标					
股本	1,142.1	1,142.1	1,142.1	1,142.1	1,142.1	DPS(元)	0.20	0.18	0.18	0.22	0.25
留存收益	7,911.1	9,896.2	12,656.6	14,645.1	16,596.0	分红比率	10.6%	9.3%	11.0%	11.0%	11.0%
股东权益	10,635.0	11,937.2	15,933.1	18,317.1	20,725.3	股息收益率	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,611.6	2,804.3	1,889.3	2,240.8	2,591.7	EPS(元)	1.88	1.93	1.65	1.96	2.27
加: 折旧和摊销	234.5	260.9	249.0	249.0	249.0	BVPS(元)	7.94	8.88	12.08	13.82	15.53
资产减值准备	7.1	13.8	-	-	-	PE(X)	18.3	17.9	20.8	17.6	15.2
公允价值变动损失	6.5	8.8	-13.1	2.0	3.0	PB(X)	4.3	3.9	2.9	2.5	2.2
财务费用	87.5	531.6	721.6	636.9	559.2	P/FCF	18.2	-8.5	-15.7	-413.6	-660.6
投资收益	-26.6	-539.1	-40.0	-30.0	-30.0	P/S	7.2	6.3	6.0	5.2	4.6
少数股东损益	466.6	604.2	333.4	395.4	457.4	EV/EBITDA	10.2	15.8	17.5	15.2	13.3
营运资金的变动	307.4	1,654.6	-579.5	-188.8	-212.4	CAGR(%)	0.3%	2.8%	7.6%	0.3%	2.8%
经营活动产生现金流量	3,094.6	3,620.0	2,560.8	3,305.4	3,617.9	PEG	58.5	6.3	2.8	56.0	5.4
投资活动产生现金流量	-1,468.8	-31,161.7	-1,023.3	34.6	381.4	ROIC/WACC	6.0	5.7	1.0	1.1	1.2
融资活动产生现金流量	2,264.0	23,543.3	-2,957.2	-3,261.5	-3,923.2	REP	0.8	0.3	1.7	1.5	1.3

资料来源: 贝格数据, 中原证券

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。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。