

# 财务费用拖累整体业绩，多渠道融资有望改善盈利水平

——天齐锂业中报点评

半年报点评

开文明(分析师) 刘华峰(分析师)  
021-68865582 021-68865595  
kaiwenming@xsdzq.cn liuhuafeng@xsdzq.cn  
证书编号: S0280517100002 证书编号: S0280519030001

● **受锂盐价格下行及利息支出大幅增加影响，2019H1 归母净利润下滑 85%**  
公司发布 2019 年中报: 2019H1 公司实现营收 25.90 亿元 (YOY-21%); 实现归母净利润 1.93 亿元 (YOY-85%); 2019H1 公司毛利率为 61.07% (YOY-11.47pct); 经营活动产生的现金流量净额为 9.45 亿元 (YOY-48%), 营业收入/销售商品达到 101%, 现金回款情况良好。公司归母净利润出现下滑的主要原因是: (1) 锂化工品价格下降影响; (2) 2019 年 1-6 月因并购贷款增加带来的利息支出为 8.61 亿元, 导致公司财务费用增长至 10.10 亿元 (YOY+666%)。考虑加回 SQM 并购贷款带来的利息支出和所得税税率因素后, 2019H1 归母净利润为 7.2 亿元。公司预计 2019 年 1-9 月归母净利润为 2-2.5 亿元, 同比下滑 88.16%-85.20%。

● **受益低成本曲线/规模优势，仍维持较高的毛利率**

2019 年 1-6 月公司锂矿、锂化合物板块收入分别为 10.39/15.50 亿元 (YOY-10%/+27%), 毛利率分别为 73.64%/52.63%。公司锂资源储备量大质优, 且子公司泰利森锂精矿资源和参股公司 SQM 盐湖生产营运成本处于行业较低的水平, 公司锂化工产品拥有较低的成本曲线, 在锂盐价格低至甚至跌破锂辉石/锂云母等矿石提锂技术路线的成本线情况下, 公司的低成本优势尽显。到 2019 年底, 公司锂化工产品合计产能将超过 6.8 万吨, 规模优势明显。受益于较低的成本曲线以及产能规模优势, 公司在锂化工品价格大幅下行的情况下仍能保持较高的毛利率。

● **公司多渠道融资，偿还 SQM 并购贷款**

公司拟配股融资不超过 70 亿元, 拟用于偿还购买 SQM 23.77% 股权的部分并购贷款。同时公司拟通过发行可转债、港股上市等方式融资以缓解偿债压力。我们认为, 公司后续融资降本工作如取得进展, 将明显改善公司的盈利水平。

● **维持“强烈推荐”评级**

我们认为, 公司在锂化合物生产商中具备全球最优质的卤水和锂辉石资源, 所处行业赛道前景广阔, 公司管理层优秀, 对于公司的长期发展具有坚定信心。受锂化工品价格下行影响, 下调盈利预测, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 4.06/10.25/19.22 (原预测为 14.86/24.24/33.54 亿元), 对应 PE 为 68/27/14 倍, 维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示: 产能推进不及预期, 产品价格波动, 债务偿付风险**

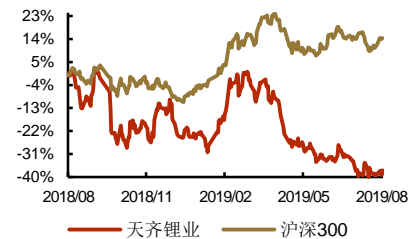
**财务摘要和估值指标**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,470	6,244	5,232	6,908	8,776
增长率(%)	40.1	14.2	-16.2	32.0	27.0
净利润(百万元)	2,145	2,200	406	1,025	1,922
增长率(%)	41.9	2.6	-81.5	152.3	87.5
毛利率(%)	70.1	67.6	49.9	46.2	49.7
净利率(%)	39.2	35.2	7.8	14.8	21.9
ROE(%)	24.6	23.5	4.2	9.8	15.8
EPS(摊薄/元)	1.88	1.93	0.36	0.90	1.68
P/E(倍)	12.8	12.5	67.5	26.8	14.3
P/B(倍)	3.0	2.7	2.7	2.5	2.1

## 强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.08.22
收盘价(元):	24.03
一年最低/最高(元):	22.81/39.97
总股本(亿股):	11.42
总市值(亿元):	274.42
流通股本(亿股):	11.36
流通市值(亿元):	273.08
近 3 月换手率:	83.14%

## 股价一年走势



## 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.72	-19.09	-53.64
绝对	-8.41	-15.96	-39.96

## 相关报告

《2019Q1 毛利率环比提升, 关注后续融资降负债进展》2019-04-29

《配股公开发行预案发布, 资本结构有望优化》2019-04-11

《业绩增长表现良好, 有望受益于行业出清》2019-03-29

《产业链布局更进一步, 分享新能源发展红利》2019-03-11

《业绩符合预期, 扩产有序推进》2019-02-27

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>7865</b>	<b>3868</b>	<b>3710</b>	<b>5004</b>	<b>5137</b>	<b>营业收入</b>	<b>5470</b>	<b>6244</b>	<b>5232</b>	<b>6908</b>	<b>8776</b>
现金	5524	1943	1570	1727	1755	营业成本	1633	2023	2622	3717	4418
应收票据及应收账款合计	1611	1171	1160	1917	1992	营业税金及附加	56	209	42	55	70
其他应收款	78	47	58	81	96	营业费用	38	44	37	48	61
预付账款	19	20	13	31	24	管理费用	258	369	288	366	439
存货	<b>477</b>	<b>561</b>	<b>784</b>	<b>1122</b>	<b>1143</b>	研发费用	0	49	42	55	70
其他流动资产	156	126	126	126	126	财务费用	55	471	1962	1500	1166
<b>非流动资产</b>	<b>9975</b>	<b>40766</b>	<b>39490</b>	<b>40604</b>	<b>41540</b>	资产减值损失	7	14	10	14	18
长期投资	660	30408	30008	29508	28908	公允价值变动收益	-7	-9	-9	-9	-9
固定资产	1467	1680	2087	3247	4418	其他收益	4	3	5	5	5
无形资产	3014	3054	3015	2976	2935	投资净收益	27	539	410	510	610
其他非流动资产	4834	5623	4379	4874	5279	<b>营业利润</b>	<b>3426</b>	<b>3586</b>	<b>623</b>	<b>1645</b>	<b>3127</b>
<b>资产总计</b>	<b>17840</b>	<b>44634</b>	<b>43201</b>	<b>45608</b>	<b>46676</b>	营业外收入	50	65	65	65	65
<b>流动负债</b>	<b>2530</b>	<b>4387</b>	<b>11672</b>	<b>23550</b>	<b>27919</b>	营业外支出	24	17	17	17	17
短期借款	842	1938	4032	15001	19490	<b>利润总额</b>	<b>3452</b>	<b>3634</b>	<b>671</b>	<b>1693</b>	<b>3175</b>
应付票据及应付账款合计	674	1129	1207	2104	1831	所得税	840	829	153	386	725
其他流动负债	1014	1320	6434	6445	6598	<b>净利润</b>	<b>2612</b>	<b>2804</b>	<b>518</b>	<b>1307</b>	<b>2450</b>
<b>非流动负债</b>	<b>4675</b>	<b>28309</b>	<b>19279</b>	<b>8748</b>	<b>3217</b>	少数股东损益	467	604	112	282	528
长期借款	3960	27654	18623	8092	2561	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2145</b>	<b>2200</b>	<b>406</b>	<b>1025</b>	<b>1922</b>
其他非流动负债	715	656	656	656	656	EBITDA	3775	5442	1902	2931	4579
<b>负债合计</b>	<b>7205</b>	<b>32697</b>	<b>30951</b>	<b>32298</b>	<b>31137</b>	EPS(元)	1.88	1.93	0.36	0.90	1.68
少数股东权益	1565	1801	1913	2194	2722						
股本	1142	1142	1142	1142	1142	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	4190	4203	4203	4203	4203	<b>成长能力</b>					
留存收益	3721	5693	6163	7347	9568	营业收入(%)	40.1	14.2	-16.2	32.0	27.0
归属母公司股东权益	9070	10136	10337	11116	12818	营业利润(%)	54.6	4.7	-82.6	164.0	90.1
<b>负债和股东权益</b>	<b>17840</b>	<b>44634</b>	<b>43201</b>	<b>45608</b>	<b>46676</b>	归属于母公司净利润(%)	41.9	2.6	-81.5	152.3	87.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	70.1	67.6	49.9	46.2	49.7
						净利率(%)	39.2	35.2	7.8	14.8	21.9
						ROE(%)	24.6	23.5	4.2	9.8	15.8
						ROIC(%)	47.1	50.7	18.6	23.8	32.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	40.4	73.3	71.6	70.8	66.7
						净负债比率(%)	-4.3	237.8	217.9	202.7	166.7
						流动比率	3.1	0.9	0.3	0.2	0.2
						速动比率	2.9	0.7	0.2	0.2	0.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2
						应收账款周转率	3.6	4.5	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.4	2.2	0.0	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.88	1.93	0.36	0.90	1.68
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.90	3.09	2.16	2.14	2.89
						每股净资产(最新摊薄)	7.94	8.88	9.05	9.73	11.22
						<b>估值比率</b>					
						P/E	12.8	12.5	67.5	26.8	14.3
						P/B	3.0	2.7	2.7	2.5	2.1
						EV/EBITDA	7.6	10.6	29.5	19.3	12.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

**刘华峰**，华中科技大学学士及硕士，曾就职于上海电气从事燃气轮机研发工作，2016年加入新时代证券，负责电力设备新能源行业研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>