

天齐锂业 (002466) / 稀有金属

短期业绩承压, 不改龙头价值

评级: 买入

市场价格: 23.30

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师: 李翔

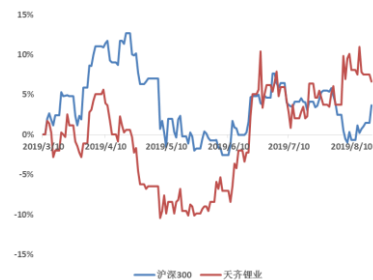
电话: 0755-22660869

Email: lixiang@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)	23.30
市值(百万元)	26,608
流通市值(百万元)	26,478

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《天齐锂业: 短期业绩增速承压, 长期配置价值凸显》20181024
- 《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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5470.04	6244.42	5695.74	6948.13	8875.36
增长率 yoy%	40.09%	14.16%	-8.79%	20.49%	27.74%
净利润	2153.02	2205.33	422.62	658.42	1196.20
增长率 yoy%	42.39%	2.43%	-80.84%	47.75%	81.68%
每股收益(元)	1.885	1.931	0.370	0.577	1.047
每股现金流量	2.675	3.274	3.344	4.548	4.749
净资产收益率	23.74%	21.76%	4.00%	5.86%	9.62%
P/E	12.75	12.44	64.93	41.68	22.94
PEG	-0.39	-0.67	N/A	N/A	N/A
P/B	3.03	2.71	2.60	2.45	2.21

备注:

投资要点

- 【事件】: 天齐锂业 2019 年 8 月 22 日披露 2019 年半年报, 公司 2019 年上半年实现营业收入 25.90 亿元, 同比下降 21.28%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.93 亿元, 较去年同期下降约 85.23%。从单季变化情况来看, Q2 实现营业收入 12.53 亿元, 同比下降 22.7%, 环比下降 6.32%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.82 亿元, 同比下降 87.4%, 环比下滑 26.2%。公司预计 2019 年 1-9 月份归属净利润为 2-2.5 亿元, 同比下降 88.16%-85.2%。
- 主业经营稳定, 受锂价大幅下滑 & 财务费用高企拖累, 公司 2019H1 业绩, 同比下滑 85%; Q2 环比减少 26%, 主因是 SQM 投资收益减少。1) 精矿与锂盐产品主业经营稳定: 2019 上半年公司锂盐产品销量实现约 2 万吨, 锂精矿 19 万吨, 锂精矿、锂盐生产成本分别稳定在 1400-1500 元/吨、3 万的-4 万区间, 锂盐与精矿业务合计利润约 2.9 亿; 2) 锂价大幅下滑: 在锂下游消费锐减和供应端产能不断释放的共振作用下, 锂产品价格自 2018 年下半年开始持续下滑, 具体来看: 2019 年上半年锂精矿、电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂均价分别为 670.97 美元/吨、7.7 万元/吨、9.7 万元/吨, 较去年同期分别下降 20%、48%和 35%。3) 公司财务费用高企: 2019 年上半年, 公司财务费用为 10.1 亿元, 较去年同期大幅增加 666.26%, 其中公司因购买 SQM 股权而新增 35 亿美元并购贷款相应产生的借款利息费用(含摊销)为 8.61 亿元。因此, 虽然公司精矿与锂盐业务经营稳定, 但受锂价大幅下滑 & 财务费用高企拖累, 公司 2019 年上半年业绩, 实现约 1.9 亿归母净利润, 同比下滑约 85%。4) 公司 Q2 利润环比减少 26%, 主因是 SQM 投资收益环比减少约 4000 万: 公司 Q2 归母净利润较 Q1 环比减少 26%至约 0.8 亿, 主因是海外锂价下滑, SQM Q2 利润较 Q1 减少 1000 万美元(约 8000 万美元→约 7000 万美元), 2019H1 归母净利润折合约 10.35 亿元, 因此公司投资收益也环比下滑约 400 万(1.39 亿→0.94 亿)。

图表 1: 公司主要产品今年以来销量(万吨)

	技术级锂精矿(万吨)	化学级锂精矿(万吨)	锂化工产品(吨)
2019Q1	3.30		10,429
2019Q2	3.37		8,974
2019H1	6.67		19,403

数据来源: 公司公告、中泰证券研究所

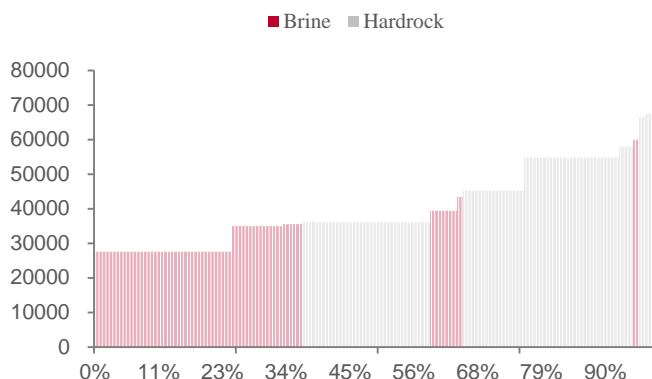
**图表 2: 公司利润分版块测算 (亿)**

	2019Q1	2019Q2	2019H1
锂盐利润 (亿)	0.5	0.3	0.7
锂精矿利润 (亿)	1.1	1.0	2.2
其他收益 (亿)	0.3	0.4	0.7
SQM 等投资收益 (亿)	1.0	0.7	1.8
少数股东损益 (亿)	1.8	1.6	3.4
合计归母净利润 (亿)	1.1	0.8	1.9

数据来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **“强融资，降负债”或是公司重点工作之一，回归“稳扎稳打”战略，财务压力有望边际改善。** 1) 公司为完成购买 SQM23.77% 股权后，新增 35 亿美元借款，资产负债率大幅上升至约 74%，导致利息支出增加，另外由于美元和澳元汇率上升导致汇兑损失增加，财务费用激增，2018 年财务费用达 4.71 亿元，较 2017 年度的 0.55 亿元同比大幅增加了 751.40%，其中 2018Q4 约为 2.2 亿，2019 年上半年达到约 10 亿，分季度来看，2019Q1 与 Q2 分别达到约 5 亿；2) 公司 2019 上半年 SQM 投资收益约 2.3 亿，虽可以在一定程度上覆盖财务费用，但短期来看，财务费用高企对公司业绩影响仍或持续，因此，“强融资，降负债”或是公司重点工作之一，正在积极努力试图通过配股等组合融资工具，比如拟募集资金总额不超过人民币 70 亿用于偿还购买 SQM23.77% 股权的部分并购贷款，实现降负债与杠杆，并加强流动性管理，力争把财务风险降低到可控范围，资产负债率降低到合理水平，回归“稳扎稳打”战略，财务压力有望边际改善。
- **“夯实上游，做强中游，渗透下游”，代表全球领先技术水平的 kwinana 一期电池级氢氧化锂项目竣工生产，Talison 新增二期 (CGP2) 60 万吨锂精矿提供原料保障，并积极发展全球客户群，将是未来 2-3 年业绩主要增长点。**
  - **资源储量丰富+综合成本控制构筑公司护城河。** 1) 公司具有较强的资源储量优势: 公司控股子公司泰利森拥有目前世界上正开采的储量最大、品质最好的锂辉石矿，锂矿储量 13,310 万吨，折合碳酸锂当量 690 万吨，特别是公司正在推进 Talison 扩产项目，新增二期 (CGP2) 60 万吨锂精矿进一步提供坚实的原料保障。并且同时，公司通过参股日喀则扎布耶 20% 的股权和参股 SQM 25.86% 的股权，实现对优质的盐湖锂资源布局，其中 SQM 拥有世界级盐湖 Atacama，公司将打造全球顶级“锂辉石+盐湖→锂盐”综合锂供应商；2) 公司提锂综合成本明显优于同行业公司: 公司电池级碳酸锂生产技术在生产过程中采用特殊的工艺控制指标和控制方法，得到的碳酸锂产品杂质含量更低，且锂回收率更高。另一方面，公司拥有低成本的锂精矿作为原料，以此生产的碳酸锂、氢氧化锂等锂化工产品成本，位于成本曲线前端位置，现金成本位于约 3-4 万/吨区间，成本优势显著。

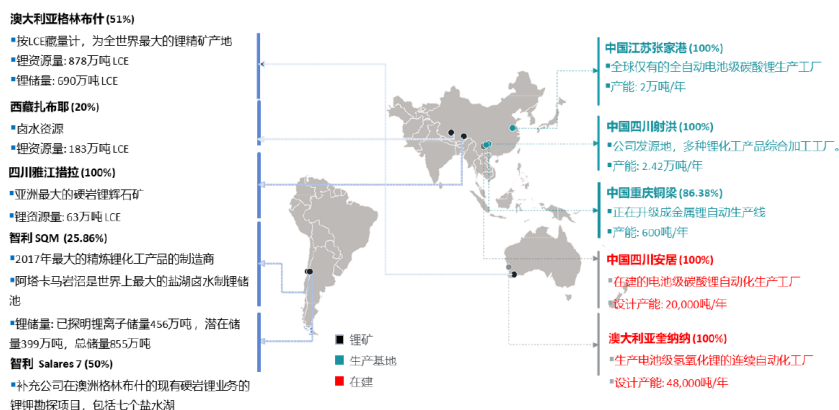
**图表 3: 全球锂行业成本曲线图**



数据来源：安泰科、公司公告、中泰证券研究所

- 公司中游全球领先的高端冶炼产能扩张，预计年底产能将超过 6.8 万吨，规模优势凸出行业龙头地位。1) 国内产能挖潜效果显著，海外项目稳步推进，年底产能将超过 6.8 万吨：公司射洪、张家港在经过持续产能挖潜之后，已经可以实现满产并超过设计产能，效果显著，并且代表全球领先技术水平的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，其中一期电池级氢氧化锂工程竣工，已于 2018 年底进入阶段性调试阶段，预计在 2019 年年底前将进入连续生产和产能爬坡状态，预计年底公司中游产能将超过 6.8 万吨。2) 公司远景产能或将超过 10 万吨，凸显业内龙头地位：另外，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，未来再加上西澳大利亚奎纳纳二期的投产，公司远景产能或将超过 10 万吨，凸显公司龙头地位。

图表 4：公司全球资源冶炼项目布局示意图



数据来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司与全球核心动力电池厂合作，进入到全球的核心动力电池产业链，或成为公司中长期增长的源动力之一。公司主要产品高端电池级碳酸锂与氢氧化锂，冶炼加工技术为国内首屈一指，是国内极少数能够进入到全球核心动力电池产业链公司之一。公司与全球动力电池龙头 LGC 合作，全资子公司 TLK 与 LG 化学签订《长期供货协议》，单一年度氢氧化锂产品基础销售数量不低于 TLK 位于澳洲奎纳纳地区的氢氧化锂建设项目达产后年产能的 15%。事实上，在政策推动以及技术突进下，新能源汽车以及

电池企业快速成长且头部集中愈发明显，对全供应链的稳定性和连续性要求不断提升；而锂盐上游端，经历 15-17 年牛市后，锂盐供应企业不断增多的同时产品、资源卡位等差异亦在不断加大。如何双向匹配，做到“门当户对”，是行业内企业都在做的事情，公司作为上游资源龙头，拥有资源禀赋与高端锂盐工艺双重壁垒，更为重要的是，与全球核心电动产业链下游合作绑定，特别是在行业洗牌过程中，这将是公司中长期增长的源动力之一，成长价值凸显。

- **盈利预测及投资建议：**假设电池级碳酸锂价格均价为 7 万/吨、6.5 万/吨、6.5 万/吨，2019-2021 年归母净利润分别约为 4.2 亿、6.6 亿、12.0 亿，截止目前 274 亿市值，对应 PE 分别为 65 倍、42 倍、23 倍。虽然短期因为受锂价下行与财务费用的压力的影响，公司业绩承压，但公司作为行业龙头，拥有中长期成长价值，更为重要的是，锂价进入底部区域，维持“买入”评级。

**图表 5：公司业绩弹性测算表**

电池级碳酸锂 (万/吨)	5.5	6	6.5	7	7.5
归母净利润 (万)	36,675	51,258	65,842	80,426	95,010
电池级碳酸锂 (万/吨)	8	8.5	9	9.5	10
归母净利润 (万)	109,594	124,178	138,762	153,346	167,930

数据来源：公司公告、中泰证券研究所

- **风险提示事件：**宏观经济波动，行业供给超预期释放，动力电池以及消费电池领域需求超预期走弱。

**图表：公司财务报表及预测**

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3904.56	5470.04	6244.42	5695.74	6948.13	8875.36
减：营业成本	1122.65	1633.25	2023.39	2573.54	3380.05	4182.29
营业税金及附加	43.63	56.27	209.23	20.28	24.74	31.60
营业费用	35.89	38.27	43.70	44.02	53.69	68.59
管理费用	197.98	258.49	369.35	293.80	358.41	457.82
财务费用	95.51	55.31	470.92	2020.30	1737.03	1775.07
资产减值损失	265.84	7.11	13.83	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	71.32	26.63	539.10	466.40	508.69	508.69
公允价值变动损益	2.18	-6.54	-8.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-49.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	2216.56	3441.44	3595.30	1210.20	1902.90	2868.68
加：其他非经营损益	-57.87	25.70	48.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	2158.69	3467.14	3643.33	1210.20	1902.90	2868.68
减：所得税	372.13	847.53	833.76	185.95	348.55	590.00
净利润	1786.56	2619.61	2809.56	1024.25	1554.35	2278.68
减：少数股东损益	274.51	466.59	604.23	601.63	895.92	1082.48
归属母公司股东净利润	1512.05	2153.02	2205.33	422.62	658.42	1196.20
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1069.23	4660.84	1257.15	24667.45	26901.60	29831.10
应收和预付款项	1491.24	1669.82	1235.18	1428.75	1825.63	2328.80
存货	470.81	477.08	560.65	759.24	974.29	1170.69
其他流动资产	416.15	155.94	126.32	126.32	126.32	126.32
长期股权投资	556.03	660.45	30408.20	30408.20	30408.20	30408.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1837.37	3417.79	6379.21	6640.28	6341.36	5502.44
无形资产和开发支出	3270.71	3430.01	3470.31	3116.16	2762.02	2407.87
其他非流动资产	1350.09	2266.24	227.75	227.75	227.75	227.75
资产总计	10461.62	16738.16	43664.77	67374.15	69567.16	72003.16
短期借款	1363.69	841.60	1938.21	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	537.29	936.37	1240.81	1373.44	2012.10	2169.42
长期借款	1934.17	3960.10	27653.57	52153.57	52153.57	52153.57
其他负债	828.79	362.07	868.13	858.83	858.83	858.83
负债合计	4663.94	6100.15	31700.72	54385.84	55024.50	55181.82
股本	994.42	1142.05	1142.05	1142.05	1142.05	1142.05
资本公积	2559.53	4135.79	4176.12	4176.12	4176.12	4176.12
留存收益	1037.37	3791.83	4817.98	5240.60	5899.03	7095.23
归属母公司股东权益	4591.31	9069.67	10136.15	10558.78	11217.20	12413.40
少数股东权益	1203.21	1565.30	1801.07	2402.70	3298.63	4381.10
股东权益合计	5794.53	10634.97	11937.22	12961.48	14515.83	16794.51
负债和股东权益合计	10461.62	16738.16	43664.77	67374.15	69567.16	72003.16
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	1804.13	3055.07	3738.42	3819.31	5193.29	5422.81
投资性现金净流量	-2054.41	-1468.81	-31161.72	-542.89	68.69	508.69
筹资性现金净流量	1113.76	2263.95	23543.31	20133.88	-3027.83	-3002.01
现金流量净额	950.88	3768.05	-3854.58	23410.30	2234.16	2929.49

来源：公司公告，中泰证券研究所

**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。