天齐锂业（002466）中报点评

经营稳健，锂价下行、财务费用拖累业绩

买入（维持）

2019 年 08 月 30 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,244	5,459	7,158	9,346
同比（%）	14.2%	-12.6%	31.1%	30.6%
归母净利润（百万元）	2,200	423	897	1,383
同比（%）	2.6%	-80.8%	112.1%	54.2%
每股收益（元/股）	1.93	0.37	0.79	1.21
P/E（倍）	12.01	62.50	29.46	19.11

投资要点

- **营收同降 21.3%、归母净利润同降 85.2%，Q2 环比有继续下滑：**19H 营收 25.9 亿，同比-21.28%；归母净利润 1.93 亿，同比-85.23%。其中二季度营收 12.53 亿，同比-22.71%，归母净利润 0.82 亿元，同比-87.35%。公司预计前三季度盈利 2-2.5 亿，同比-88.2~-85.2%。收入、利润大幅下滑的原因，一是锂矿产品价格大幅下滑，二是 SQM 盈利不及预期、收购产生的大额财务费用影响等。

- **经营层面，锂盐产品价格下滑影响毛利，锂盐产品满产满销、泰利森盈利状况仍好：1）**19H1 电池级碳酸锂/氢氧化锂均价分别 7.77/10.01 万元/吨，同比下滑 49.5%/32.7%，7 月起继续下滑，目前销售价格已接近成本支撑，叠加下半年下游景气度回升，锂盐价格进一步下跌空间不大。**2）**19H 锂盐产品 1.97 万吨，产能利用率 89%，销量 1.94 万吨，产销率 98.5%，基本满产满销，全年看销量预计 4 万吨以上；3）公司与 SKI、Ecopro、LG 化学等采购协议，保障增量产能消纳，另外公司取得莱茵 TÜV 认证，护航长期发展；**4）**泰利森上半年归属天齐的净利润 3.52 亿，同比+34.9%，经营仍稳健，泰里森二期 60 万吨今年完成扩产后产能将达 134 万吨（锂精矿），盈利有望进一步增厚。

- **SQM 收购事项为公司带来财务负担，天齐多渠道融资减负可期：1）**SQM 中报归母净利润 1.51 亿美元、同比下滑 39.1%不及预期，公司确认投资收益 2.48 亿元低于预期。**2）**银团贷款展期压力不大，但给 19H 带来 8.61 亿元财务费用，财务负担较大，拖累本期净利润。**3）**公司后续继续推进配股融资+多渠道融资方式，配股事项预计年内可完成，可置换约 10 亿美元并购贷款，后续可转债继续推进，负债有望逐步降低。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年归母净利润为 4.23/8.97/13.83 亿，同比分别-80.8%/+112.1%/+54.2%，对应 EPS 分别为 0.37/0.79/1.21 元，对应现价 PE 分别 63 倍/29 倍/19 倍。19-21 年公司业绩主要受并购贷款产生的财务费用拖累，但公司锂盐主业经营稳健，锂价目前的下行空间已不大，2020 年起有望逐步企稳回升，公司业绩有望逐步释放，维持“买入”评级。

- **风险提示：**配股、可转债发行不及预期；锂盐产能增长超预期；下游需求不及预期等

股价走势

市场数据

收盘价(元)	23.14
一年最低/最高价	22.75/39.69
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	26296.51

基础数据

每股净资产(元)	8.87
资产负债率(%)	74.50
总股本(百万股)	1141.99
流通 A 股(百万股)	1136.41

相关研究

1、《天齐锂业（002466）年报点评：业绩符合预期，锂盐价格进入底部震荡》2019-04-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

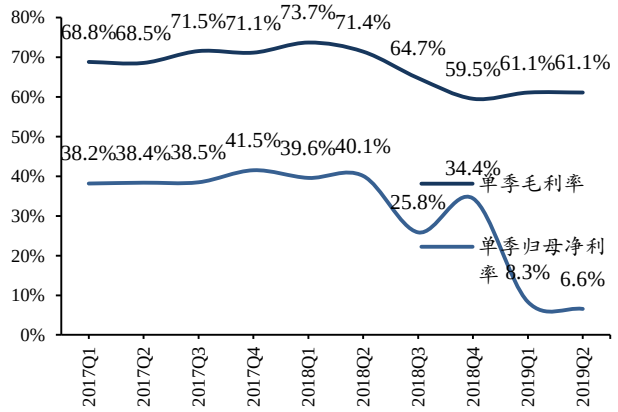
营收同降 21.3%、归母净利润同降 85.2%，Q2 环比有继续下滑。公司发布 2019 年半年报，报告期内实现营业收入 25.9 亿元，同比下降 21.28%；实现利润总额 7.03 亿元，同比下降 66.46%；实现归属母公司净利润 1.93 亿元，同比下降 85.23%，对应 EPS 为 0.17 元。其中第 2 季度，实现营业收入 12.53 亿元，同比下降 22.71%，环比下降 6.32%；实现归属母公司净利润 0.82 亿元，同比下降 87.35%，环比下降 26.22%。2 季度对应 EPS 为 0.07 元。2019H1 毛利率为 61.07%，同比下降 11.47pct，第二季度毛利率 61.07%，同比下降 10.31pct，环比上升 0.01pct；2019H1 归母净利率为 7.47%，同比下降 32.34pct，第二季度归母净利率 6.56%，同比下降 33.50pct，环比下降 1.77pct。收入、利润大幅下滑的原因，一是锂矿产品价格大幅下滑，二是 SQM 盈利不及预期、收购产生的大额财务费用影响等。公司给出了三季报指引，预计前三季度盈利 2-2.5 亿元，同比-88.2%~-85.2%。

表 1：2019 年 H1 收入 25.9 亿元，同比下降 21.28%；盈利 1.93 亿元，同比下降 85.23%

天齐锂业	2019H1	2018H1	同比	2019Q2	2018Q2	单季度同比	2019Q1	环比
营业收入	25.90	32.89	-21.3%	12.53	16.20	-22.7%	13.37	-6.3%
毛利率	61.1%	72.5%		61.1%	71.4%		61.1%	
营业利润	6.18	20.74	-70.2%	2.81	10.05	-72.1%	3.38	-16.9%
利润总额	7.03	20.96	-66.5%	3.12	10.35	-69.9%	3.91	-20.4%
归属母公司净利润	1.93	13.09	-85.2%	0.82	6.49	-87.4%	1.11	-26.2%
扣非归母净利润	1.09	12.86	-91.6%	0.26	5.93	-95.5%	0.82	-67.8%
归母净利率	7.5%	39.8%		6.6%	40.1%		8.3%	
股本	11.42	11.42		11.42	11.42		11.42	-
EPS	0.17	1.15	-85.2%	0.07	0.57	-87.4%	0.10	-26.2%

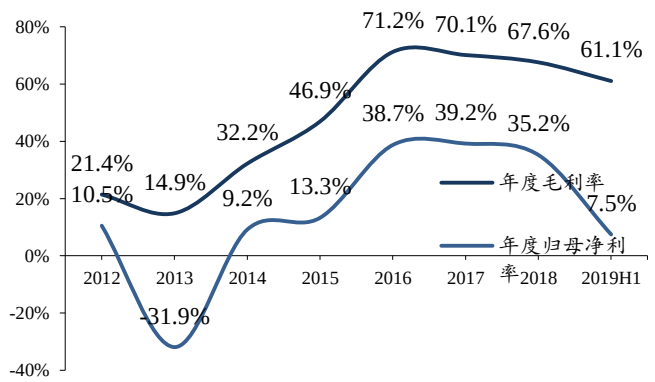
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：季度毛利率同比下滑、环比持平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：年度毛利率下滑



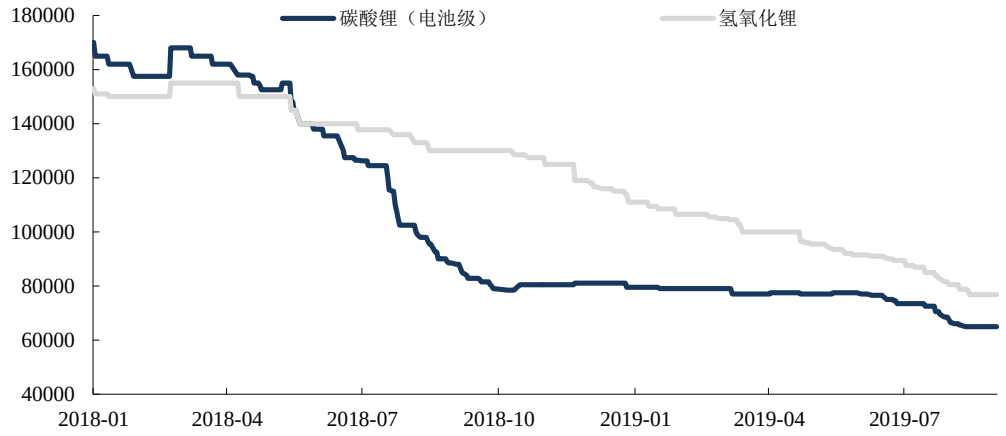
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

经营层面，锂盐产品价格下滑影响毛利，锂盐产品满产满销、泰利森盈利状况仍好：

- **锂盐价格向下空间不大。**2018 年以来，随着锂盐产能集中投放，锂盐供给逐步走向过剩，价格持续回落，到 2019H1 逐步企稳，但年中 7 月起进一步下滑。据百川资讯，19 年上半年电池级碳酸锂/氢氧化锂均价分别 7.77/10.01 万元/吨，同比下滑 49.5%/32.7%，8 月 27 日电池级碳酸锂/氢氧化锂报价分别 6.50/7.68 元/吨，较年初继续下滑，但幅度收窄。从成本端看，19Q3 锂精矿价格约在 600 美元/吨，电池级碳酸锂加工现金成本约 2 万元/吨，测算国内加工产能现金成本约 5.4 万元/吨，对应税前售价 6.2 万元/吨，目前的销售价格已经接近成本支撑，叠加下半年下游景气度回升，锂盐价格进一步下滑的空间不大。

图 3： 18 年碳酸锂价格持续下调，19 年年中继续下滑（元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **19H 锂盐产品仍满产满销，降价影响近 7 亿毛利。**截至中报公司锂盐产能包括射洪 2.42 万吨/年（其中氢氧化锂约 5000 吨）、张家港 2 万吨/年，上半年实际产量 1.97 万吨，产能利用率 89%，考虑两基地均刚完成技改正在爬坡，上半年锂盐产品基本满产；上半年锂盐销量 1.94 万吨，产销率 98.5%，基本满销；全年看销量预计在 4 万吨以上。成本端来看，19H1 公司锂盐产品单吨生产成本 3.79 万元、基本持平，但产品单价下滑，使得锂化工产品毛利率同比减少 17.95pct 至 52.63%、毛利润同比减少 6.93 亿元。

- **采购协议保障增量产能消纳，取得莱茵 TÜV 认证护航长期发展。**短期看，截至目前公司签订的销售合同超过 1.7 万吨，下半年仍会新增较大数量的短期订单，可保障今年产能的消纳；长期看，西澳奎纳纳氢氧化锂一期 2.4 万吨今年年底投产、二期 2.4 万吨预期 20 年年底投产，遂宁 2 万吨碳酸锂预计 20 年年底投产，到 2020 年年底公司锂盐产能将突破 10 万吨，为此，公司已与 SKI、Ecopro 签订长期订单，19 年 8 月又与 LG 化学签订 3 年期长单，保障未来新增产能的消纳。此外，公司子公司天齐锂业（江苏）和重庆天齐取得德国莱茵 TÜV

汽车质量管理体系认证，天齐射洪仍在认定过程中，这标致着天齐进入国际主流车企的供应体系，护航公司的长期发展。

表 2：锂盐产品运营情况

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019H
锂盐产销：						
锂盐产量（吨）	19,061	16,974	26,933	32,258	39,603	19,700
产量 YoY		*-10.9%*	*58.7%*	*19.8%*	*22.8%*	
锂盐销量（吨）	13,164	22,176	24,305	32,393	37,656	19,400
销量 YoY		*68.5%*	*9.6%*	*33.3%*	*16.2%*	
产销率	*69.1%*	*130.7%*	*90.2%*	*100.4%*	*95.1%*	*98.5%*
锂盐单价/成本：						
收入（万元）	48,632	99,134	282,475	369,626	404,100	155,025
单位售价（万元/吨）	2.55	5.84	10.49	11.46	10.20	7.87
百川电池碳酸锂报价参考（万元/吨）			13.32	12.73	10.37	6.70
成本（万元）	43,285	61,836	72,378	113,063	140,436	73,433
单位成本（万元/吨）	3.29	2.79	2.98	3.49	3.73	3.79
毛利率(%)	*11.0%*	*37.6%*	*74.4%*	*69.4%*	*65.2%*	*52.6%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **泰利森稳中有进，低成本保障高毛利。**精矿端的供需情况好于锂盐加工，公司持股 51%的泰利森拥有全球成本最低的固体锂矿石资源 Greenbush，盈利仍然丰厚。19H 公司锂精矿营收 10.39 亿，同比小幅-9.8%，毛利率高达 73.64%，同比小幅-2.52pct。泰利森母公司文菲尔德 19H 营收 18.25 亿元，同比+34.8%，净利润 8.81 亿元，同比+49.7%，其中归属天齐的净利润 3.52 亿，同比+34.9%，经营仍稳健。目前泰利森锂精矿年产能 74 万吨，二期 60 万吨今年完成扩产，产能将达 134 万吨，盈利有望进一步增厚。

表 3：泰利森母公司文菲尔德盈利情况（亿元）

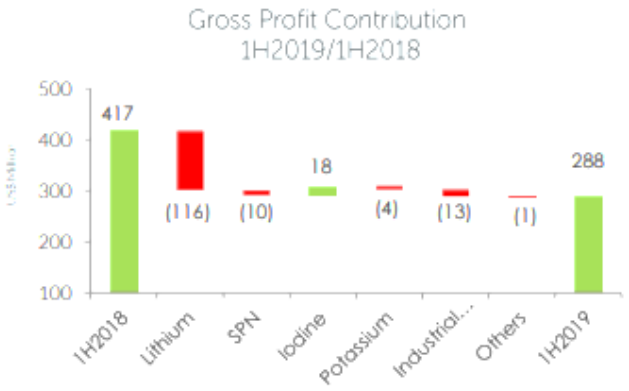
	2019H	2018H	*2019H YoY*
营业收入	18.25	13.53	*34.8%*
净利润	8.81	5.89	*49.7%*
综合收益总额	8.67	4.24	*104.3%*
经营活动现金流	7.43	6.82	*9.0%*

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

SQM 收购事项为公司带来财务负担，天齐多渠道融资减负可期：

- **SQM 中报不及预期，公司确认投资收益 2.48 亿元低于预期。**SQM 上半年实现营收 9.98 亿美元，同比下滑 13.7%，实现归母净利润 1.51 亿美元，同比下滑 39.1%。天齐上半年确认对 SQM 的投资收益 2.48 亿元，低于此前预期。SQM 中报不及预期的原因是：1）同样受到锂价下滑影响；2）SQM 考虑供应过剩，推迟了对 Atacama 的扩产计划，原定 19 年扩产至 12 万吨 LCE/年，推迟至 2021 年完成，且出货量可能维持在 18 年 4.5 万吨 LCE/年的水平；3）其他业务板块钾肥等价格小幅下跌，毛利率降低等。

图 4： SQM 中报毛利润影响拆分



数据来源：SQM，东吴证券研究所

- **银团贷款展期压力不大，但 19H 带来 8.61 亿元财务费用，财务负担大。**18 年公司因收购 SQM 事项增加 35 亿美元银团贷款，其中 23 亿美元还款期限为 1+1（1 年到期，可展期 1 年），12 亿美元还款期限为 3+1+1（3 年到期，可展期两次各 1 年），天齐积极推进多渠道的融资工作，且公司现金流较好、SQM 现金分红比例高，展期后还款压力不大。但贷款引起大额财务费用，19H 发生财务费用 10.1 亿元，同比+666.26%，其中因 35 亿美元银团贷款产生的借款利息费用（含摊销）8.61 亿元，严重拖累本期利润。

表 4：SQM 投资测算：财务压力逐年减小

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
锂价假设（US$/吨LCE）	12,970	16,293	9,677	9,193	9,193	10,112	11,124
归母净利润（亿人民币，汇率=6.9）	29.5	30.3	18.7	18.0	25.0	34.0	42.5
天齐锂业投资测算：							
天齐锂业持股比例（18年底完成）	2.10	2.10	25.86	25.86	25.86	25.86	25.86
确认的投资收益（亿元）			**4.83**	**4.67**	**6.47**	**8.78**	**10.99**
预计债务规模-SPV1（亿美元）			25	25	12	8	0
预计债务规模-SPV2（亿美元）			10	0	0	0	0
预计可转债规模（千美元）			0	7	7	7	7
财务费用（亿元，汇率=6.9）			**14.49**	**10.83**	**5.45**	**3.80**	**0.48**
收购引起归母净利润增量（亿元）			**-9.66**	**-6.17**	**1.01**	**4.99**	**10.51**
收购前EPS			1.12	1.47	1.85	2.23	2.67
收购后EPS（考虑配股）			0.27	0.72	1.50	2.05	2.76
收购后EPS-收购前EPS			**-0.85**	**-0.76**	**-0.36**	**-0.18**	**0.09**
收购后稀释EPS			0.24	0.64	1.34	1.84	2.48
收购后稀释EPS-收购前EPS			**-0.88**	**-0.83**	**-0.51**	**-0.38**	**-0.19**

**关键假设：35 亿美元贷款中，19 年末以配股融资置换 10 亿 SPV2 债务、SPV1 债务展期；20 年末以可转债募资 50 亿+自有现金流置换 SPV1 债务中的 A 类贷款 13 亿美元（期限为 1+1）；21-23 年逐步用自有现金流置换 SPV2 债务中的 B 类贷款 12 亿美元。*

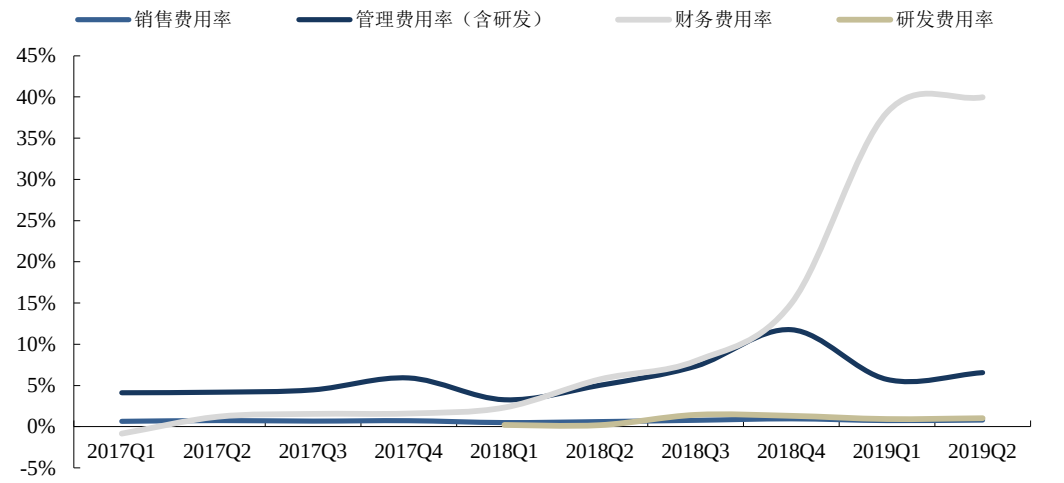
数据来源：公司公告，SQM，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **配股融资+后续多渠道融资持续推进，降低财务成本。**19 年 4 月公司公告配股预案，拟每 10 股配售 3 股，募资不超过 70 亿元，以置换部分并购贷款，目前配股事项顺利推进，假设年内可以完成，有望置换公司 10 亿美元并购贷款。后续，公司将继续推进可转债发行事项，拟募资不超过 50 亿元，配合公司的自有现金流及 H 股融资等渠道，将逐步降低负债、减轻财务压力，测算从 2019-21 年因并购基金引起的财务费用分别 14.49 亿/10.83 亿/5.45 亿元。

费用大幅增长，其中主要是并购贷款产生的财务费用。公司 2019H1 费用同比增长 315.79%至 11.89 亿元，期间费用率上升 37.22 个百分点至 45.91%。其中，销售、管理（含研发）、财务费用分别同比上升 9.83%、上升 16.85%、上升 666.26%至 0.2 亿元、1.59 亿元、10.1 亿元；费用率分别上升 0.22、上升 2、上升 35 个百分点至 0.77%、6.13%、39.01%。上半年研发费用同比上升 288.77%至 0.25 亿元，研发费用率同比增长 0.78pct 至 0.97%。第二季度，销售、管理（含研发）、财务费用分别同比+1.57%/+0.89%/+437.61%，费用率分别为 0.81%/6.56%/39.96%。

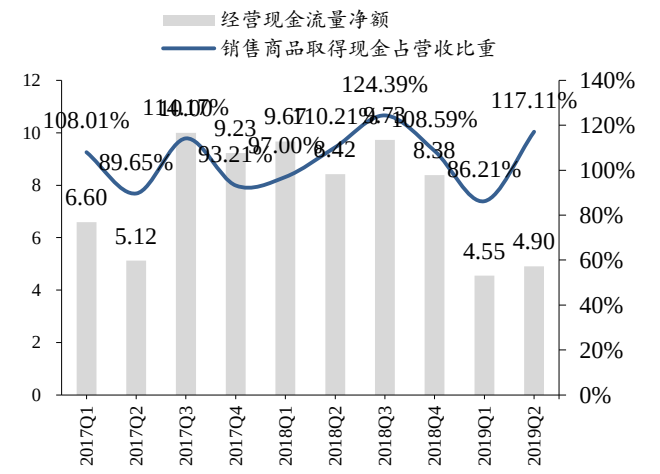
图 5：财务费用同比大幅提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

现金流持续稳健，预收账款环比增加。2019H1 经营活动现金流量净流入 9.45 亿元，同比下降 47.75%；销售商品取得现金 26.19 亿元，同比下降 23.06%。期末预收款项 0.73 亿元，比年初增长 2.41%。期末应收账款 5.38 亿元，较期初下降 0.4 亿元，应收账款周转天数上升 12.79 天至 38.81 天。期末存货 7.26 亿元，较期初上升 1.66 亿元；存货周转天数上升 22.57 天至 114.88 天。

图 6：现金流持续稳健，但也受到锂价下跌影响



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：预收账款环比增加（亿元）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：存货环比增长

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：应收账款微幅下降

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计 19-21 年归母净利润为 4.23/8.97/13.83 亿，同比分别-80.8%/+112.1%/+54.2%，对应 EPS 分别为 0.37/0.79/1.21 元，对应现价 PE 分别 63 倍/29 倍/19 倍。19-21 年公司业绩主要受并购贷款产生的财务费用拖累，但公司锂盐主业经营稳健，锂价目前的下行空间已不大，2020 年起有望逐步企稳回升，公司业绩有望逐步释放，维持“买入”评级。

风险提示：配股、可转债发行不及预期；锂盐产能增长超预期；下游需求不及预期等。

天齐锂业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**3,868**	**3,246**	**5,841**	**4,123**
现金	1,943	1,140	2,540	361
应收账款	578	211	824	527
存货	561	623	1,158	1,277
其他流动资产	786	1,272	1,319	1,958
非流动资产	**40,766**	**40,530**	**41,709**	**43,110**
长期股权投资	30,408	30,425	30,446	30,470
固定资产	1,680	2,024	3,362	4,608
在建工程	4,699	3,581	3,293	3,264
无形资产	3,054	3,576	3,684	3,844
其他非流动资产	924	924	924	924
资产总计	**44,634**	**43,777**	**47,550**	**47,233**
流动负债	**4,387**	**2,823**	**11,236**	**16,263**
短期借款	1,938	1,000	1,000	4,175
应付账款	898	772	1,741	1,695
其他流动负债	1,551	1,051	8,495	10,393
非流动负债	**28,309**	**28,109**	**21,990**	**14,563**
长期借款	27,654	27,453	21,334	13,908
其他非流动负债	656	656	656	656
负债合计	**32,697**	**30,932**	**33,226**	**30,826**
少数股东权益	1,801	2,491	3,319	4,241
归属母公司股东权益	10,136	10,353	11,005	12,166
负债和股东权益	**44,634**	**43,777**	**47,550**	**47,233**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,620	2,556	3,023	2,955
投资活动现金流	-31,162	509	-1,009	-1,189
筹资活动现金流	23,543	-3,868	-614	-7,120
现金净增加额	-3,973	-803	1,400	-5,355
折旧和摊销	261	223	314	453
资本开支	3,428	-253	1,158	1,377
营运资本变动	678	-144	-1	-309

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**6,244**	**5,459**	**7,158**	**9,346**
减:营业成本	2,023	2,308	3,473	4,748
营业税金及附加	209	27	36	47
营业费用	44	38	50	65
管理费用	369	328	429	561
财务费用	471	1,861	1,469	1,171
资产减值损失	14	0	0	0
加:投资净收益	539	500	487	670
其他收益	-9	-3	-4	-6
营业利润	**3,586**	**1,393**	**2,184**	**3,419**
加:营业外净收支	48	4	5	21
利润总额	**3,634**	**1,397**	**2,189**	**3,440**
减:所得税费用	829	284	464	1,135
少数股东损益	604	690	828	922
归属母公司净利润	**2,200**	**423**	**897**	**1,383**
EBIT	5,518	3,258	3,658	4,610
EBITDA	5,779	3,482	3,972	5,063

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	1.93	0.37	0.79	1.21
每股净资产(元)	8.88	9.07	9.64	10.65
发行在外股份(百万股)	1142	1142	1142	1142
ROIC(%)	10.5%	6.7%	7.1%	7.9%
ROE(%)	23.5%	8.7%	12.0%	14.0%
毛利率(%)	67.6%	57.7%	51.5%	49.2%
销售净利率(%)	35.2%	7.7%	12.5%	14.8%
资产负债率(%)	73.3%	70.7%	69.9%	65.3%
收入增长率(%)	14.2%	-12.6%	31.1%	30.6%
净利润增长率(%)	2.6%	-80.8%	112.1%	54.2%
P/E	12.01	62.50	29.46	19.11
P/B	2.61	2.55	2.40	2.17
EV/EBITDA	9.80	16.17	14.31	11.33

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn