

天齐锂业：行业底部已现或将现

公司点评

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

● 行业已经见底或者即将见底，2020年需求大概率会好于2019年

行业大概率在2019年下半年见底，存在部分可能行业低迷延期到2020年上半年。从三个角度来看，我们认为行业在2019年下半年见底的概率最高，相对悲观的情况下可能会延续到2020年上半年。从2020年的需求端来说，大概率会好于2019年。其一是因为国内会尽量实现200万辆电动车的政策目标；其二是因为2020年是海外车企巨头大规模推出车型的一年。

● 从行业长期空间上来看，锂产品的需求空间大估计不会存在太大的分歧

首先是全球汽车的电动化趋势才刚刚开始，这是较为明确的；其次是储能必然会兴起的趋势，市场对于这一点的关注度可能没有那么高。随着光伏和风电的装机越来越大之后，以及锂电池的成本越来越低、性能越来越好之后，储能必然会在某个时点兴起，极大地带动锂电池的需求，我们可能越来越接近临界点。长期看储能会对锂电的需求产生极大的拉动，会超过电动车对锂电的需求。

● 天齐锂业布局了全球成本最低的锂精矿和盐湖

对于矿业企业来说，核心竞争力是成本，成本低意味着在行业不景气的时候能够生存下来，抗过冬天，在行业景气来的时候，能赚的盆满钵满。天齐锂业布局了全球成本最低的锂精矿和盐湖，这就是卡位优势。从锂矿资源分布来看，格林布什矿的储量规模及品位位于全球第一。从卤水资源分布来看，SQM的Salar de Atacama拥有4290万吨LCE的锂储量，即世界上最大的卤水储量，锂品位为1840ppm，为所有卤水资源中的最高品位。

● 配股申请核准通过，收购SQM股权的大额举债带来的资金风险消除

天齐锂业之前最大的风险就是收购SQM股权的大额举债带来的资金风险，不过9月2日，证监会核准公司配股申请，这个风险基本就消除了。之前的股价部分隐含了这个风险，那么风险消除之后肯定会先有一个修复的过程，这个过程完成之后，股价的走势就取决于行业和公司的基本面。我们预计公司2019-2021年归母净利润为4.06/10.25/19.22，对应PE为81/32/17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

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)	15.4	15.0	81.2	32.2	17.2
P/B(倍)	3.6	3.3	3.2	3.0	2.6

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.09.25
收盘价(元):	28.89
一年最低/最高(元):	22.75/39.97
总股本(亿股):	11.42
总市值(亿元):	329.92
流通股本(亿股):	11.36
流通市值(亿元):	328.31
近3月换手率:	112.65%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	7.22	-0.44	-41.76
绝对	9.32	1.12	-27.38

相关报告

《财务费用拖累整体业绩，多渠道融资有望改善盈利水平》2019-08-22

《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

从2019年8月份开始，我们一直在强调一个观点，从3年的周期来看，我们最看好的公司是天齐锂业。市场很难达成一致认同，特别是现阶段碳酸锂产品价格处在快速下跌的过程中。天齐锂业我们2019年初发过深度报告，现在依然重申观点。

首先，我们认为行业已经见底或者即将见底。行业大概率在2019年下半年见底，存在部分可能行业低迷延期到2020年上半年。从三个角度来看，我们认为行业在2019年下半年见底的概率最高，相对悲观的情况下可能会延续到2020年上半年。

(1) 扩产周期，资源的扩产周期为2-2.5年，加工的扩产周期在2年左右，上一轮价格的高点在2017年8月，产能释放的高峰对应的点就是2019年下半年-2020年上半年，而2019年下半年是国内补贴政策退坡开始的时间，叠加了需求的扰动，所以2019年下半年见底的概率最大。

(2) 从主流的咨询机构以及我们测算的供需平衡表来看，锂产品在较长的时间周期内都将处于供过于求的状态，从边际的角度来2019年和2020年是压力较大的年份。由于供需平衡表的测算，假设条件和变量较多，扩产的进展又是动态的，和价格息息相关，所以精准测算是比较难的，从行业经验来看，边际变化的趋势对价格的判断更为重要一些。

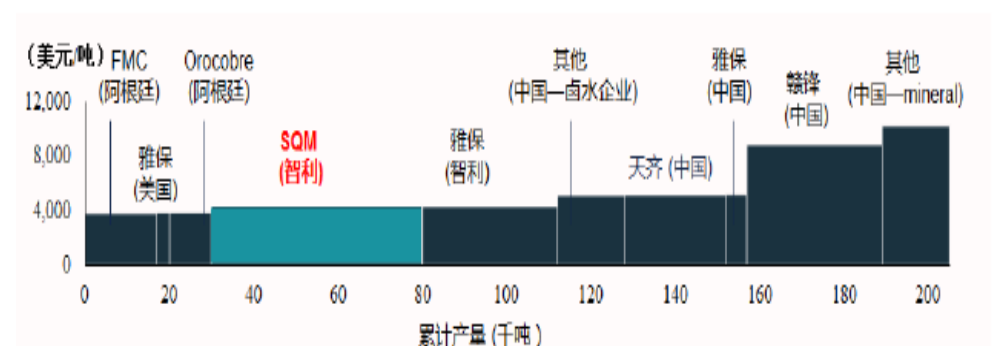
表1：全球锂行业供求关系表（万吨）

供求项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
需求端	13.4	15.3	17	18.8	20.9	22.9	26	30	36	43
需求端增速		14%	11%	11%	11%	10%	14%	15%	20%	19%
供给端	16.6	16.4	17	18.3	22.3	21.9	28	45	55	65
供给端增速		-1%	4%	8%	22%	-2%	28%	61%	22%	18%

资料来源：CRU, Roskill, 新时代证券研究所预测

(3) 从成本曲线来看，目前的碳酸锂价格在6万附近，已经低于不少企业的成本线。我们对于锂生产商的成本结构进行了拆解，可以发现折旧占成本比例不高（10-12%），因此对于此类行业属性的公司来说，一旦价格跌破了现金成本，企业停产或者退出行业的行为会更加迅速，出清较快。

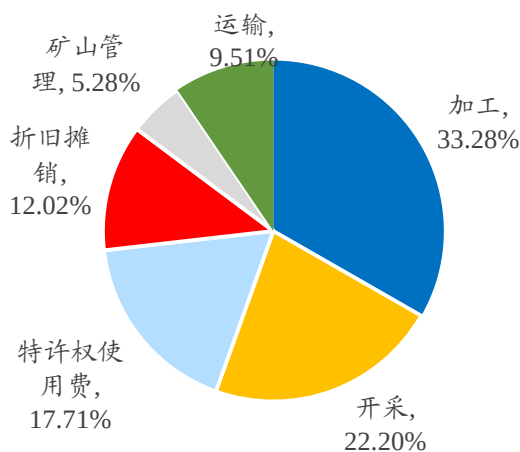
图1：全球碳酸锂成本曲线



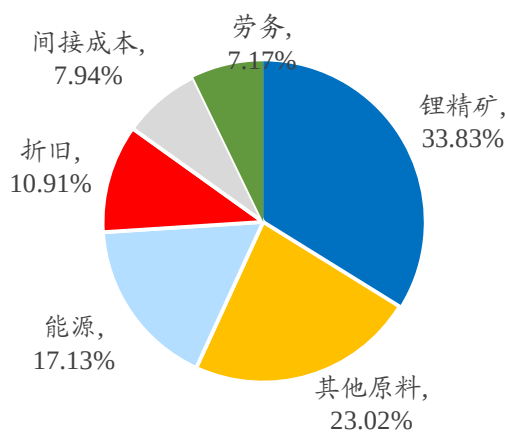
资料来源：Roskill 2018, 新时代证券研究所

图2：锂精矿的成本结构

图3：锂化合物的成本结构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所



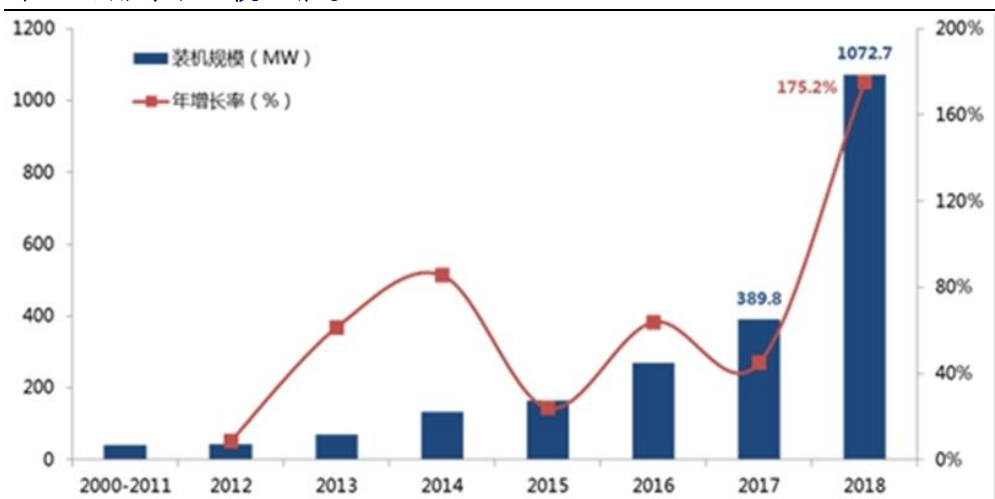
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

其次，从2020年的需求端来说，大概率会好于2019年，其一是因为国内会尽量实现200万辆电动车的政策目标；其二是因为2020年是海外车企巨头大规模推出车型的一年。

从行业长期空间上来看，锂产品的需求空间大估计不会存在太大的分歧。首先是全球汽车的电动化趋势才刚刚开始，这是较为明确的；其次是储能必然会兴起的趋势，市场对于这一点的关注度可能没有那么高。随着光伏和风电的装机越来越大之后，以及锂电池的成本越来越低、性能越来越好之后，储能必然会在某个时点兴起，极大地带动锂电池的需求，可能越来越接近临界点。长期看储能会对锂电的需求产生极大的拉动，会超过电动车对锂电的需求。彭博社新能源财经(BloombergNEF)预测全球储能系统部署(不包括抽水蓄能)将呈指数性增长，预计到2040年电动汽车和固定式储能系统的总体需求将达到4,584GWh，其中储能到2,850GWh。

中关村储能产业技术联盟发布《储能产业研究白皮书2019》，截至2018年底，全球投运储能项目累计装机规模181.0吉瓦，同比增长3.2%。其中，电化学储能项目的累计装机规模达6625.4兆瓦，同比增长126.4%，所占比重为3.7%，较2017年同期增长了2.0个百分点。2018年，全球新增投运的电化学储能项目装机规模达3698.8兆瓦，同比增长304.6%，2018年，中国新增投运电化学储能项目的装机规模为682.9兆瓦，同比增长464.4%。当然2019年因为工商业电价下降等因素使国内电化学储能的发展并不好，但是由于光伏风电装机的持续增长，这种情况并不会持续太久。

图4： 储能装机规模及增速

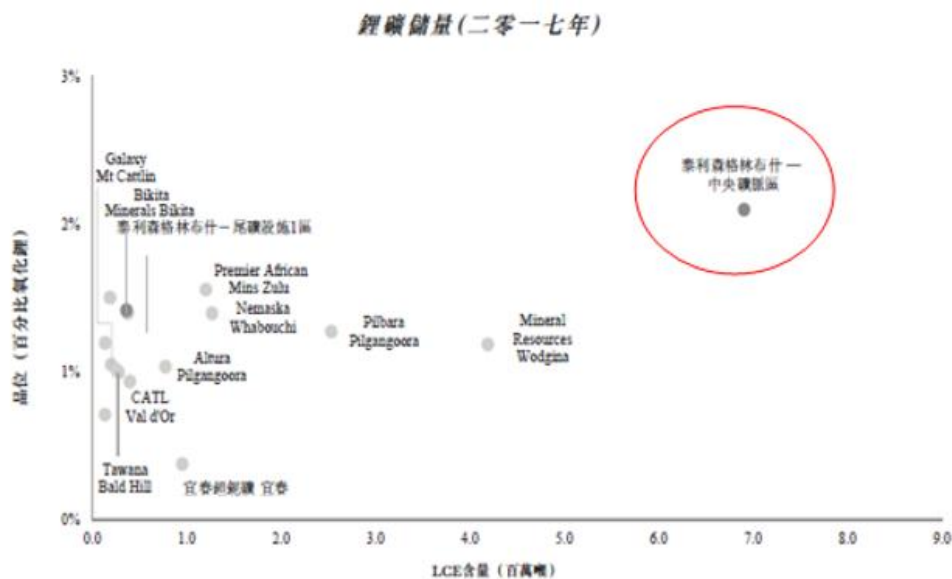


资料来源：CNESA，新时代证券研究所

对于矿业企业来说，核心竞争力是成本，成本低意味着在行业不景气的时候能够生存下来，抗过冬天，在行业景气来的时候，能赚取超额的利润。天齐锂业布局了全球成本最低的锂精矿和盐湖，这就是卡位优势。

从锂矿资源分布来看，格林布什矿的储量规模及品位位于全球第一。截止 2018 年 3 月 31 日，格林布什矿厂中央矿脉区的总储量约为 690 万吨 LCE，其中氧化锂品位约为 2.1%。与之比较，大部分营运中的硬岩锂矿厂、短期生产商等的矿物储量不足一百万吨 LCE 且氧化锂品位为 0.9-1.5%。

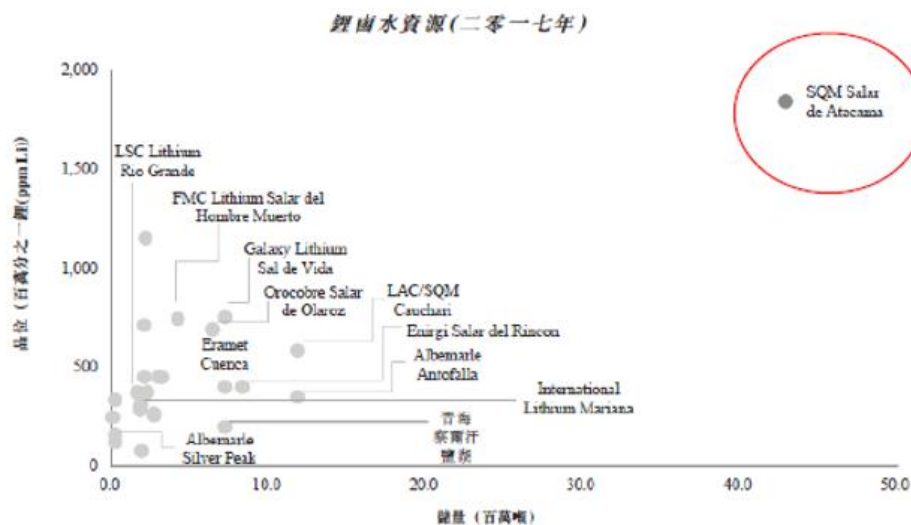
图5：全球锂矿分布



资料来源：Roskill，新时代证券研究所

从卤水资源分布来看，SQM的Salar de Atacama拥有4290万吨LCE的锂储量，即世界上最大的卤水储量，锂品位为1840ppm，为所有卤水资源中的最高品位。相比之下，大部分卤水资源的为100-700万吨LCE，品位在300-1000ppm之间。

图6：全球锂卤水储量分布



资料来源：Roskill，新时代证券研究所

天齐锂业之前最大的风险就是收购 SQM 股权的大额举债带来的资金风险，不过 9 月 2 日，证监会核准公司配股申请，这个风险基本就消除了。之前的股价部分隐含了这个风险，那么风险消除之后肯定会先有一个修复的过程，这个过程完成之后，股价的走势就取决于行业和公司的基本面。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7865	3868	3710	5004	5137
现金	5524	1943	1570	1727	1755
应收票据及应收账款合计	1611	1171	1160	1917	1992
其他应收款	78	47	58	81	96
预付账款	19	20	13	31	24
存货	477	561	784	1122	1143
其他流动资产	156	126	126	126	126
非流动资产	9975	40766	39490	40604	41540
长期投资	660	30408	30008	29508	28908
固定资产	1467	1680	2087	3247	4418
无形资产	3014	3054	3015	2976	2935
其他非流动资产	4834	5623	4379	4874	5279
资产总计	17840	44634	43201	45608	46676
流动负债	2530	4387	11672	23550	27919
短期借款	842	1938	4032	15001	19490
应付票据及应付账款合计	674	1129	1207	2104	1831
其他流动负债	1014	1320	6434	6445	6598
非流动负债	4675	28309	19279	8748	3217
长期借款	3960	27654	18623	8092	2561
其他非流动负债	715	656	656	656	656
负债合计	7205	32697	30951	32298	31137
少数股东权益	1565	1801	1913	2194	2722
股本	1142	1142	1142	1142	1142
资本公积	4190	4203	4203	4203	4203
留存收益	3721	5693	6163	7347	9568
归属母公司股东权益	9070	10136	10337	11116	12818
负债和股东权益	17840	44634	43201	45608	46676

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3095	3620	2463	2450	3305
净利润	2612	2804	518	1307	2450
折旧摊销	234	261	263	359	501
财务费用	55	471	1962	1500	1166
投资损失	-27	-539	-410	-510	-610
营运资金变动	46	678	108	-228	-224
其他经营现金流	173	-55	22	22	22
投资活动现金流	-1469	-31162	1400	-985	-848
资本支出	1560	3428	-875	1614	1535
长期投资	216	-27738	400	-1209	600
其他投资现金流	307	-55472	925	-580	1287
筹资活动现金流	2264	23543	-6879	-12003	-7055
短期借款	-522	1097	-548	274	-137
长期借款	2026	23693	-9031	-10531	-5531
普通股增加	148	0	0	0	0
资本公积增加	1549	13	0	0	0
其他筹资现金流	-936	-1260	2700	-1746	-1388
现金净增加额	3808	-3973	-3015	-10538	-4598

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5470	6244	5232	6908	8776
营业成本	1633	2023	2622	3717	4418
营业税金及附加	56	209	42	55	70
营业费用	38	44	37	48	61
管理费用	258	369	288	366	439
研发费用	0	49	42	55	70
财务费用	55	471	1962	1500	1166
资产减值损失	7	14	10	14	18
公允价值变动收益	-7	-9	-9	-9	-9
其他收益	4	3	5	5	5
投资净收益	27	539	410	510	610
营业利润	3426	3586	623	1645	3127
营业外收入	50	65	65	65	65
营业外支出	24	17	17	17	17
利润总额	3452	3634	671	1693	3175
所得税	840	829	153	386	725
净利润	2612	2804	518	1307	2450
少数股东损益	467	604	112	282	528
归属母公司净利润	2145	2200	406	1025	1922
EBITDA	3775	5442	1902	2931	4579
EPS(元)	1.88	1.93	0.36	0.90	1.68

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	40.1	14.2	-16.2	32.0	27.0
营业利润(%)	54.6	4.7	-82.6	164.0	90.1
归属于母公司净利润(%)	41.9	2.6	-81.5	152.3	87.5
获利能力					
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
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E	15.4	15.0	81.2	32.2	17.2
P/B	3.6	3.3	3.2	3.0	2.6
EV/EBITDA	9.0	11.6	32.4	21.2	13.5

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。

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