

## 财务费用高企、锂价下跌拖累公司业绩， 新建项目进展顺利

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入37.97亿元,同比减少20.2%;实现归母净利润1.39亿元,同比减少91.7%;实现扣非后的归母净利润1550万元,同比减少99%。同时公司公布了2019年度的业绩指引,全年归母净利润的区间为0.8-1.2亿元,同比减少96%-94.6%。
- **业绩略低于预期,财务费用大幅增长是主因。** 公司并购全球最大的盐湖锂资源供应商SQM 23.77%的股权新增的35亿美元借款,导致公司财务费用大幅增长,前三个季度公司财务费用为16.5亿元,同比增长560%,其中Q3单季度的财务费用为6.4亿元,环比增加了1.4亿元。资产负债率也由去年同期的42%升至目前的75%,这是公司净利润大幅下降的主要原因。
- **碳酸锂价格持续下跌也对公司业绩产生不利影响。** 电池级碳酸锂的价格今年前三季度均价为7万元/吨,相比去年同期13万元/吨的价格,下跌了48%,目前最新的市场价格已经跌破6万元/吨,整个行业还处在寻底价阶段,碳酸锂价格的持续下跌也对公司利润产生了直接的影响,公司Q3单季度的毛利率为53.2%,环比Q2季度下降了7.9个百分点。
- **配股融资偿还部分贷款,新建项目进展顺利。** 公司的配股申请已经取得证监会的批准,本次可配售股份数量为3.4亿股,配股募资净额将全部用于偿还并购贷款;公司西澳奎纳纳的第一期“年产2.4万吨电池级单水氢氧化锂项目”已从调试阶段过渡到运营阶段,预计将在2019年年底进入连续生产和产能爬坡状态,同时已与“LG化学”和“Northvolt”签订了《长期供货协议》,协议约定的单一年度氢氧化锂产品基础销量数量约占公司氢氧化锂项目达产产能后的21-25%。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2019-2021年的营业收入分别为52.86亿元、64.85亿元和80.38亿元,归母净利润分别为1.2亿元、6.2亿元和20.3亿元,对应PE分别为244倍、48倍和15倍,首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 碳酸锂价格或大幅波动、下游新能源汽车销量不及预期、公司新投产产能释放不及预期、海外项目经营风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6244.42	5286.10	6485.30	8037.90
增长率	14.16%	-15.35%	22.69%	23.94%
归属母公司净利润(百万元)	2200.11	120.98	621.41	2029.78
增长率	2.57%	-94.50%	413.64%	226.64%
每股收益EPS(元)	1.93	0.11	0.54	1.78
净资产收益率ROE	23.49%	5.44%	8.69%	16.03%
PE	13	244	48	15
PB	2.92	2.76	2.62	2.24

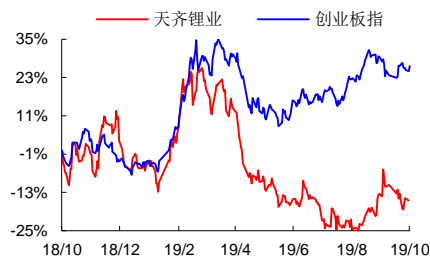
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦  
执业证号: S1250519060005  
电话: 010-58251916  
邮箱: lml@swsc.com.cn

分析师: 刘岗  
执业证号: S1250517100001  
电话: 010-58251918  
邮箱: lg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.42
流通A股(亿股)	11.39
52周内股价区间(元)	22.95-38.99
总市值(亿元)	295.55
总资产(亿元)	467.77
每股净资产(元)	8.87

### 相关研究

## 公司概况：全球锂资源巨头

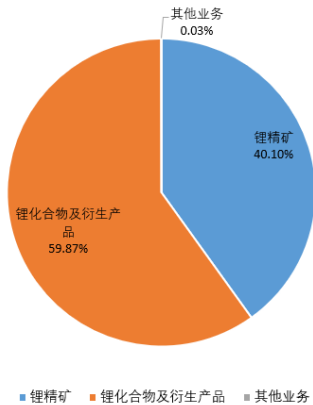
天齐锂业是国内最大的锂产品供应商，一直致力于锂相关产品的生产和销售。公司自2010年A股深交所上市以来，先后于2014年完成了对泰利森母公司文菲尔德的51%权益收购，在2015年收购了位于江苏张家港的碳酸锂生产基地，并在2018年购买了智利锂业巨头SQM公司23.77%的股权。公司的资源、生产基地和横跨三个大陆多座城市，实现了新能源产业上、中下游的全面垂直整合。截止2018年底，天齐锂业的锂矿采选冶炼行业年生产量达到72.4万吨，化学原料及化学制品制造业年生产量达到3.96万吨。按2018年度销售收入计算，该公司是世界第二大及亚洲最大的锂产品生产商，也是中国唯一通过大型、单一且稳定的锂精矿供给实现自给自足的锂化合物及衍生物生产商。

图1：公司发展历程

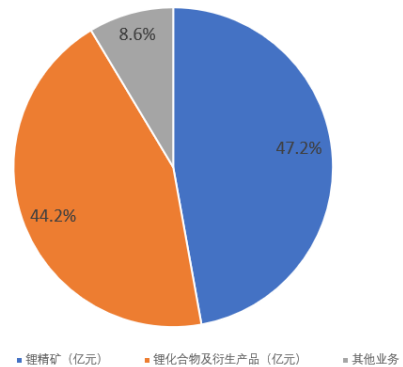
◆ 1992年7月 第一座碳酸锂工厂在四川射洪兴建，标志着天齐在锂行业的开端。	◆ 2004年6月 天齐锂业创始人、董事长蒋卫平先生通过天齐集团收购射洪锂业。
◆ 2010年8月 天齐锂业成功在深圳交易所上市（股票代码：002466）。	
◆ 2014年6月 公司收购西藏矿业持有的扎布耶锂业20%股权。	◆ 2012年7月 公司取得四川雅江县措拉锂辉石矿开采权。
◆ 2015年6月 收购全自动电池级碳酸锂生产工厂——江苏张家港生产基地，设计年产能1.7万吨。	◆ 2014年8月 公司收购泰利森锂业51%股权，拥有其位于西澳大利亚的格林布什锂辉石矿藏。
◆ 2017年2月 公司通过收购额外的运营资产，增加了锂金属产能，目前设计年产能达600吨。	◆ 2016年9月 位于西澳大利亚奎纳纳的全自动锂盐化工厂开工建设，项目共分为两期，完全投产运营后每年将生产4.8万吨电池级单水氢氧化锂。
◆ 2018年12月 位于西澳大利亚奎纳纳的第一期年产2.4万吨电池级单水氢氧化锂项目主体工程建设完成，并启动阶段性调试工作。	◆ 2018年12月 完成了对智利化学矿业公司（SQM）23.77%A类股权的收购，对SQM公司合计持股达25.86%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务结构：**2019年上半年，公司收入主要来自**锂精矿和锂化合物及衍生产品**，锂精矿的销售占营业收入的40.1%，毛利率达到73.64%。锂化合物及衍生产品的销售占营业收入的59.87%。毛利率为52.63%。由于锂价格持续下跌导致锂产品盈利恶化，主营业务毛利率均有下滑。

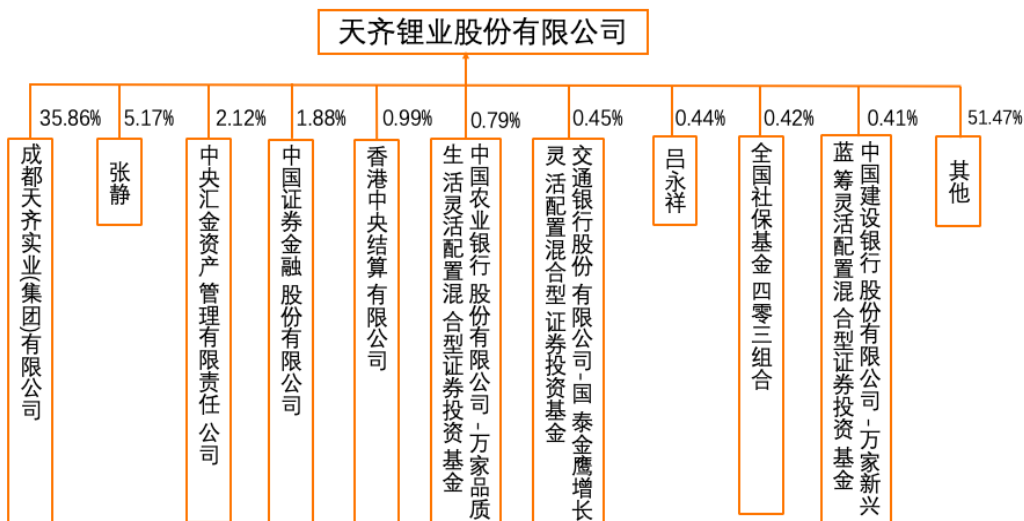
**图 2：公司 2019 年上半年主营业务结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 3：公司 2019 年上半年主营业务毛利结构情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

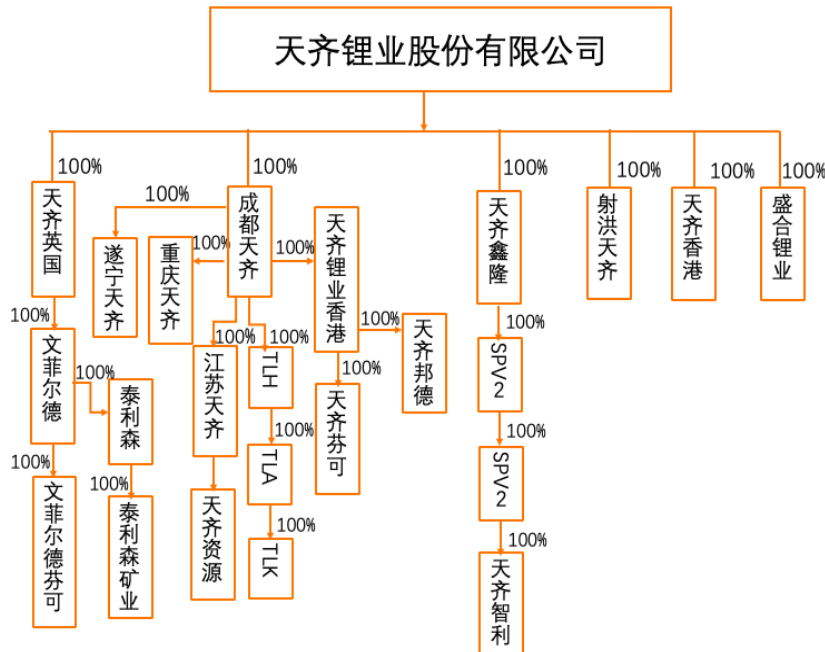
**股权控制结构：**公司十大股东中，张静女士与成都天齐实业(集团)有限公司实际控制人(即本公司实际控制人)蒋卫平先生系夫妻关系。截止到 2019 年 7 月，前两大股东合计持有 4.69 亿股，占公司股份比例为 41.03%。除此以外，未知其他流通股股东之间是否存在关联关系，也未知其他股东之间是否属于《上市公司收购管理办法》中规定的一致行动人。公司股权质押总量为 8340 万股，占公司总股本的比例为 7.3%，质押率较低。

**图 4：公司股权结构稳定**


数据来源：公司公告，西南证券整理

截止 2018 年年报，公司拥有纳入合并报表范围的子公司共 6 家，其中锂精矿业务主要由控股子公司泰利森经营，包括锂辉石的开采、加工及化学级、技术级锂精矿的销售；锂化合物产品则主要由公司位于国内的四川射洪、江苏张家港、重庆铜梁三个生产基地负责生产和销售。公司所有产品的销售均采用直销模式，不经过中间经销商。随着锂产品市场的增长，定价机制将日趋透明，预期需求量确定性也逐步提高。

图 5: 公司主要控股参股公司

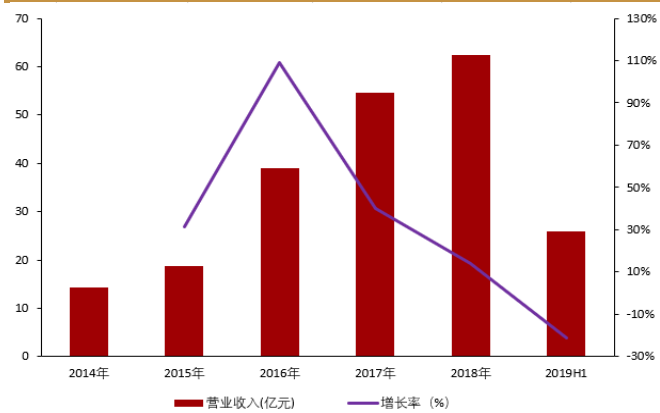


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司业绩状况:** 公司年报数据显示, 2018 年公司实现营收 62.44 亿元, 同比增长 14.16%, 归母净利润 22 亿元, 同比增长 2.57%。公司锂精矿与锂化合物及衍生产品销售量分别为 43.45 万吨和 3.77 万吨, 同比增长 6.7% 和 16.25%。

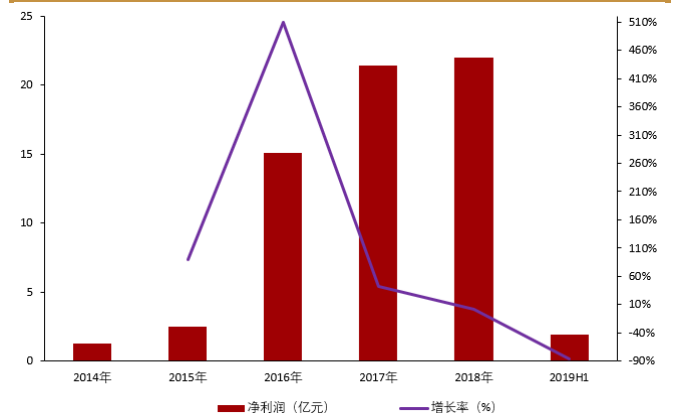
2019 年半年报数据显示, 上半年实现营收 25.9 亿元, 同比减少 21.28%, 实现归母净利润 1.93 亿元, 同比减少 85.23%, 公司净利润大幅下降的主要原因是: 公司收购 SQM 股权需要 35 亿美元借款, 导致公司财务费用大幅增长, 报告期内公司财务费用为 10.1 亿元, 同比增长 666%, 另外公司主营的产品电池级碳酸锂的价格今年上半年均价为 7.74 万元/吨, 相比 2018 年上半年碳酸锂均价 14.78 万元/吨, 同比下跌了 47.6%。

图 6: 公司 2014 年以来的营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司 2014 年以来归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**关键假设：**

假设 1：2019-2021 年电池级碳酸锂价格分别是 6.7、5.7 和 6.2 万元/吨；

假设 2：2019-2021 年电池级氢氧化锂价格分别是 7.9、6.8 和 7.2 万元/吨；

假设 3：2019-2021 年锂精矿的进口价格分别是 600、550 和 550 美元/吨。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
锂矿	收入	2201.9	2384.6	2494.8	3326.4
	增速	29.7%	8.3%	4.6%	33.3%
	毛利率	71.9%	72.2%	69.7%	69.7%
锂化合物及衍生品	收入	4041.0	2900.0	3989.0	4710.0
	增速	34.5%	-28.2%	37.6%	18.1%
	毛利率	65.2%	41.7%	37.1%	47.3%
其他	收入	1.5	1.5	1.5	1.5
	增速	521.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%
合计	收入	6244.4	5286.1	6485.3	8037.9
	增速	14.2%	-15.3%	22.7%	23.9%
	毛利率	67.6%	55.5%	49.6%	56.6%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 52.86 亿元、64.85 亿元和 80.38 亿元，归母净利润分别为 1.2 亿元、6.2 亿元和 20.3 亿元，EPS 分别为 0.11 元、0.54 元和 1.78 元，对应 PE 分别为 244 倍、48 倍和 15 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 2：可比上市公司估值情况**

证券代码	证券名称	股价 (元) 10 月 22 日	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002460.SZ	赣锋锂业	22.17	0.93	0.69	0.9	1.09	24	32	24	20
002240.SZ	威华股份	7.33	0.3	0.33	0.42	0.51	24	22	18	14
002466.SZ	天齐锂业	25.88	1.93	0.11	0.54	1.78	13	244	48	15

数据来源：Wind，西南证券整理。备注：赣锋锂业和威华股份的 EPS 来自 Wind 一致预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6244.42	5286.10	6485.30	8037.90	净利润	2804.34	711.66	1242.82	2706.37
营业成本	2023.39	2352.40	3266.00	3488.00	折旧与摊销	260.88	443.93	443.93	443.93
营业税金及附加	209.23	21.14	25.94	32.15	财务费用	470.92	2021.41	1555.77	1067.98
销售费用	43.70	43.87	51.88	64.30	资产减值损失	13.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	369.35	343.60	389.12	401.90	经营营运资本变动	755.19	183.37	155.07	-118.54
财务费用	470.92	2021.41	1555.77	1067.98	其他	-685.18	-399.61	-401.23	-499.45
资产减值损失	13.83	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3619.98</b>	<b>2960.76</b>	<b>2996.37</b>	<b>3600.29</b>
投资收益	539.10	400.00	400.00	500.00	资本支出	-3189.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-8.76	0.00	0.00	0.00	其他	-27972.69	400.00	400.00	500.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-31161.72</b>	<b>400.00</b>	<b>400.00</b>	<b>500.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>3585.69</b>	<b>903.67</b>	<b>1596.58</b>	<b>3483.57</b>	短期借款	1096.61	-1938.21	0.00	0.00
其他非经营损益	48.02	13.38	14.59	17.61	长期借款	23892.71	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3633.72</b>	<b>917.05</b>	<b>1611.18</b>	<b>3501.18</b>	股权融资	13.42	0.00	0.00	0.00
所得税	829.38	205.39	368.36	794.81	支付股利	-228.41	-440.02	-24.20	-124.28
净利润	2804.34	711.66	1242.82	2706.37	其他	-1231.02	-1809.28	-1555.77	-1067.98
少数股东损益	604.23	590.68	621.41	676.59	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>23543.31</b>	<b>-4187.51</b>	<b>-1579.97</b>	<b>-1192.26</b>
归属母公司股东净利润	2200.11	120.98	621.41	2029.78	<b>现金流量净额</b>	<b>-3973.02</b>	<b>-826.76</b>	<b>1816.40</b>	<b>2908.03</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1943.32	1116.56	2932.96	5840.99	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1235.18	959.76	1202.58	1495.14	销售收入增长率	14.16%	-15.35%	22.69%	23.94%
存货	560.65	651.90	907.55	968.83	营业利润增长率	4.66%	-74.80%	76.68%	118.19%
其他流动资产	128.98	111.27	133.43	162.12	净利润增长率	7.38%	-74.62%	74.64%	117.76%
长期股权投资	30408.20	30408.20	30408.20	30408.20	EBITDA 增长率	16.20%	-21.97%	6.75%	38.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6379.21	6258.18	6137.16	6016.13	毛利率	67.60%	55.50%	49.64%	56.61%
无形资产和开发支出	3470.31	3147.40	2824.50	2501.59	三费率	14.16%	45.57%	30.79%	19.09%
其他非流动资产	508.08	508.08	508.08	508.08	净利率	44.91%	13.46%	19.16%	33.67%
<b>资产总计</b>	<b>44633.93</b>	<b>43161.35</b>	<b>45054.44</b>	<b>47901.07</b>	ROE	23.49%	5.44%	8.69%	16.03%
短期借款	1938.21	0.00	0.00	0.00	ROA	6.28%	1.65%	2.76%	5.65%
应付和预收款项	1664.25	1626.30	2245.76	2496.93	ROIC	35.77%	23.69%	27.08%	40.64%
长期借款	25326.06	25326.06	25326.06	25326.06	EBITDA/销售收入	69.14%	63.73%	55.45%	62.15%
其他负债	3768.18	3125.05	3180.06	3193.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>32696.70</b>	<b>30077.41</b>	<b>30751.88</b>	<b>31016.42</b>	总资产周转率	0.20	0.12	0.15	0.17
股本	1142.05	1141.99	1141.99	1141.99	固定资产周转率	3.97	3.26	4.33	5.83
资本公积	4203.16	4203.23	4203.23	4203.23	应收账款周转率	13.84	10.85	14.35	14.02
留存收益	5693.05	5374.01	5971.23	7876.72	存货周转率	3.88	3.86	4.17	3.71
归属母公司股东权益	10136.15	10692.19	11289.40	13194.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.63%	—	—	—
少数股东权益	1801.07	2391.75	3013.16	3689.75	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11937.22</b>	<b>13083.93</b>	<b>14302.56</b>	<b>16884.64</b>	资产负债率	73.26%	69.69%	68.25%	64.75%
负债和股东权益合计	44633.93	43161.35	45054.44	47901.07	带息债务/总负债	90.50%	91.94%	89.92%	89.16%
					流动比率	0.88	1.61	2.12	3.13
					速动比率	0.75	1.24	1.75	2.77
					股利支付率	10.38%	363.71%	3.89%	6.12%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4317.49	3369.01	3596.29	4995.48	每股收益	1.93	0.11	0.54	1.78
PE	13.43	244.29	47.56	14.56	每股净资产	8.88	9.36	9.89	11.55
PB	2.92	2.76	2.62	2.24	每股经营现金	3.17	2.59	2.62	3.15
PS	4.73	5.59	4.56	3.68	每股股利	0.20	0.39	0.02	0.11
EV/EBITDA	13.28	16.49	14.95	10.18					
股息率	0.77%	1.49%	0.08%	0.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn