

公司研究

战投落地，反转将至

——天齐锂业（002466.SZ）全资子公司引入战投进展公告点评

要点

事件：2021 年 6 月 21 日，天齐锂业公告全资子公司“TLEA”增资扩股引入战略投资者。鉴于澳大利亚税务局针对上述税务影响的审查评估时间可能较长，为了尽快完成交易，经与 IGO 协商，双方同意按照《投资协议》约定的时间在 2021 年 6 月 30 日或之前完成项目交割。

点评：公司引入 IGO 战投事宜基本落地，双方仅差澳大利亚税务局审查和评估确认内部重组实施步骤是否将产生资本利得税。本次“TELA”增资所获资金将用于偿还银团并购贷款本金 12 亿美元及相关利息，剩余部分将预留在 TLEA 作为其子公司 TLK 所属奎纳纳氢氧化锂工厂运营和调试补充资金。届时，公司 A+C 类贷款还剩余 6.84 亿美金于 2022 年 11 月 25 日到期，B 类贷款 12 亿美金于 2024 年 11 月 29 日到期，公司后续仍将推进各类融资方案。

锂精矿和锂盐产品价格均向好，业绩反转将至：受益于下游新能源汽车的快速发展，未来锂需求将持续向好。5%品位氧化锂价格已突破 715 美元/吨；氢氧化锂价格已连续 26 周上涨，已突破 9.2 万元/吨，主要系高镍三元需求旺盛；碳酸锂价格连续六周下滑后止跌回稳，目前企稳高位 8.65 万元/吨，后续仍有上涨空间。预计 2021 年和 2022 年市场锂盐中枢价格分别达到 9 万元/吨以及 11 万元/吨。

未来产能扩张指引明确：根据 IGO 公告，21 年格林布什技术级+化学级锂精矿产能合计 135 万吨，后续 III 期规划总产能突破 200 万吨；锂盐板块后续新增澳洲 4.8 万吨氢氧化锂产线以及遂宁 2 万吨碳酸锂产线，中期锂盐产能规划将突破 11 万吨，较目前产能翻番。预计 2021 年和 2022 年公司锂精矿产能达到 135 万吨和 163 万吨；2021 年和 2022 年公司锂盐产能保持 4.5 万吨左右。

布局全球最优质资源，抢占战略高地：公司是全球极少数同时布局优质锂矿山和盐湖卤水矿两种原材料资源的企业之一：矿石方面，公司控股子公司泰利森拥有的格林布什锂辉石矿氧化锂品位高达 2.1%，同时开采成本位于全球成本曲线最左侧（如图 5 所示）；盐湖方面，公司通过参股日喀则扎布耶 20%的股权和参股 SQM25.85%的股权分别布局禀赋优质的 Atacama 盐湖以及中国扎布耶盐湖。

盈利预测与评级：鉴于公司未来产品价格提升以及财务费用下降，我们上调盈利预测，预计 2021-2022 EPS 分别为 0.3 元、0.85 元、分别上调 96%、57%，新增预测 2023 年 EPS 1.44 元。对应 2021-2023PE 为 192、67、39。鉴于公司全球行业龙头地位及资本结构的逐步改善，我们维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业供给侧产能过快释放；债务流动性风险；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险；海外运营风险；技术路径变化风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,841	3,239	5,857	7,164	9,716
营业收入增长率	-22.48%	-33.08%	80.79%	22.32%	35.62%
净利润（百万元）	-5,983	-1,834	436	1,251	2,124
净利润增长率	-371.96%	-	-	186.76%	69.77%
EPS（元）	-4.05	-1.24	0.30	0.85	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	-85.93%	-35.22%	7.73%	18.15%	23.56%
P/E	-	-	192	67	39
P/B	12.0	16.1	14.9	12.2	9.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-06-22

增持（维持）

当前价：56.77 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

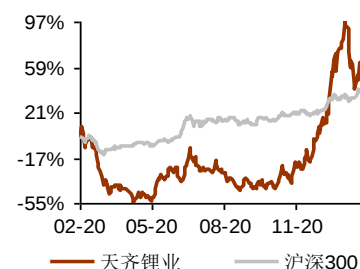
021-52523811

wangzh@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.77
总市值(亿元):	838.55
一年最低/最高(元):	18.65/70.13
近 3 月换手率:	343.72%

股价相对走势

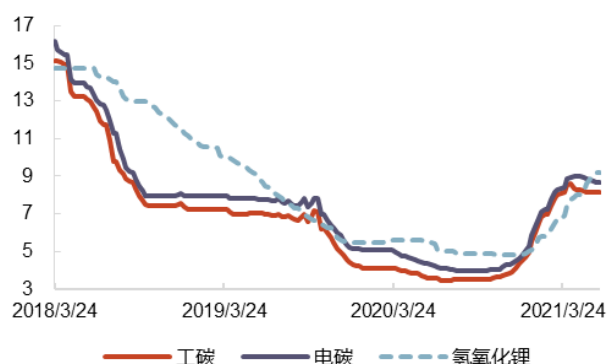


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.56	44.82	92.57
绝对	4.92	47.07	116.84

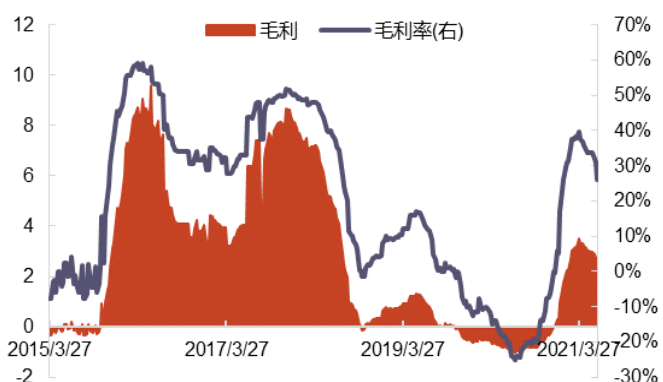
资料来源：Wind

图 1: 电碳、工碳和电池级氢氧化锂价格(万元/吨), 截止 21-6-18



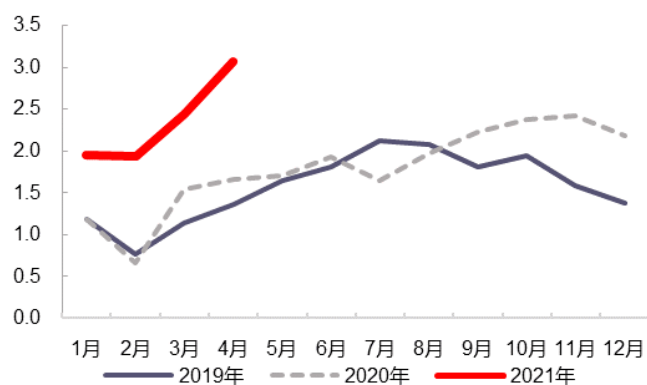
资料来源: Wind, 百川盈孚

图 2: 碳酸锂测算毛利和毛利率(万元/吨, %), 截止 21-6-18



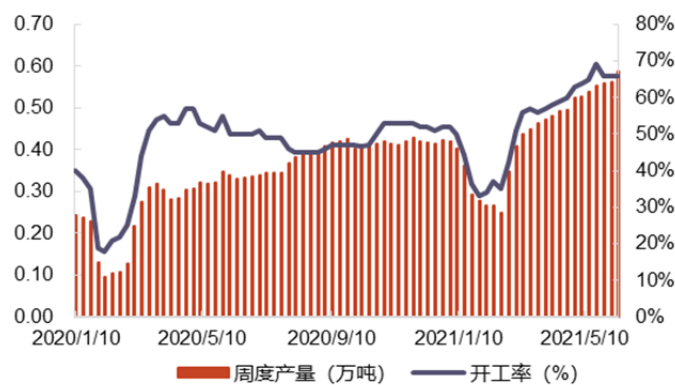
资料来源: Wind, 百川盈孚

图 3: 碳酸锂月度表观消费量(万吨)



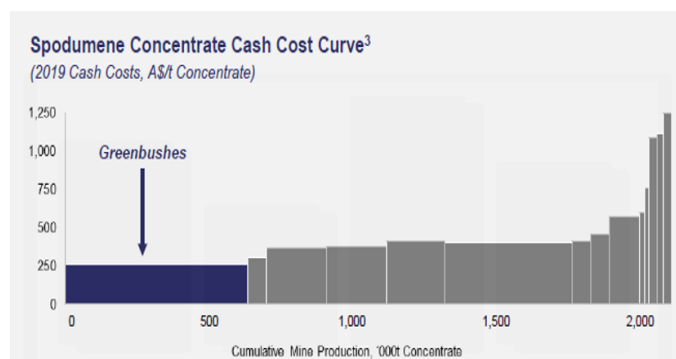
资料来源: Wind, 百川盈孚

图 4: 碳酸锂产量和开工率(右), 截止 21-6-18



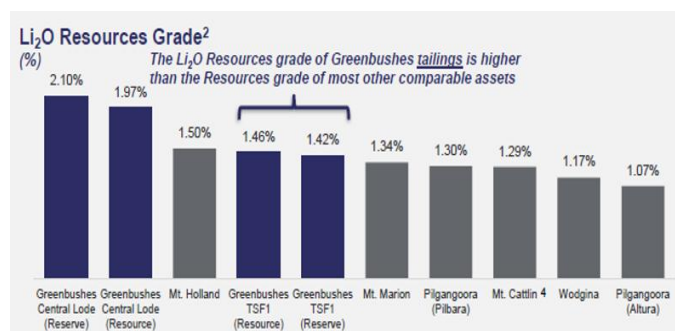
资料来源: Wind, 百川盈孚

图 5: 全球矿山现金成本曲线



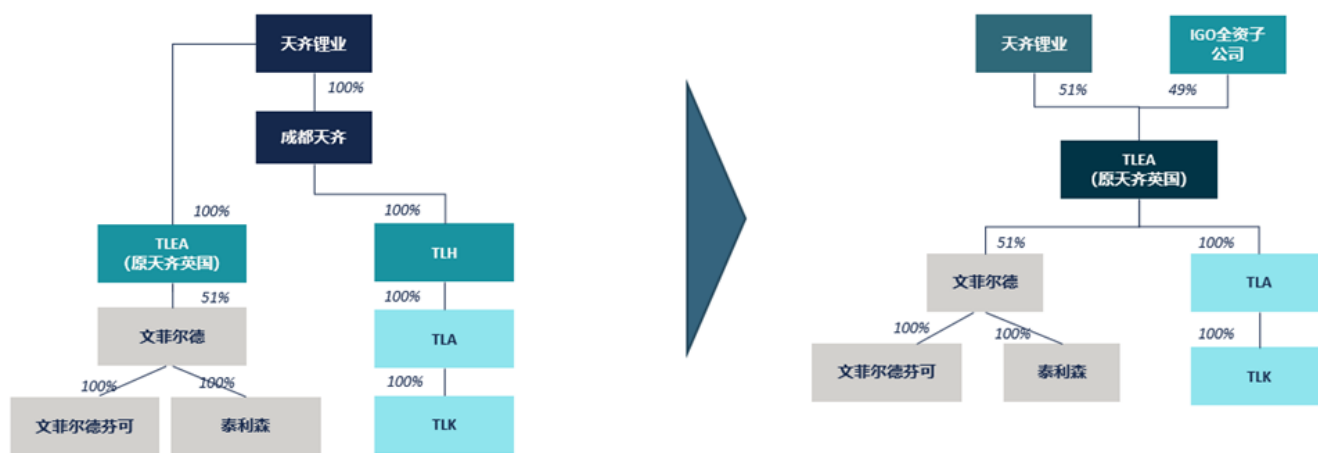
资料来源: IGO 公告

图 6: 全球矿山资源品位



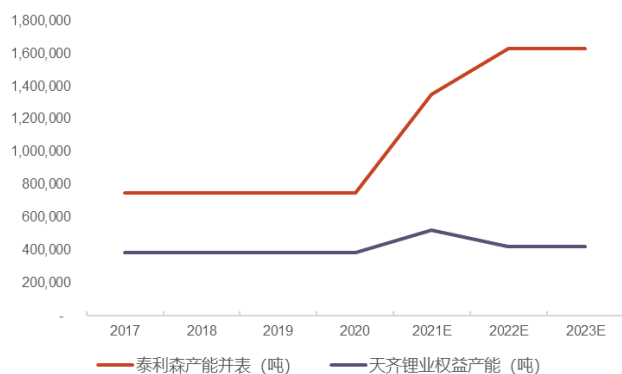
资料来源: IGO 公告

图 7：引入 IGO 前后股权结构变化



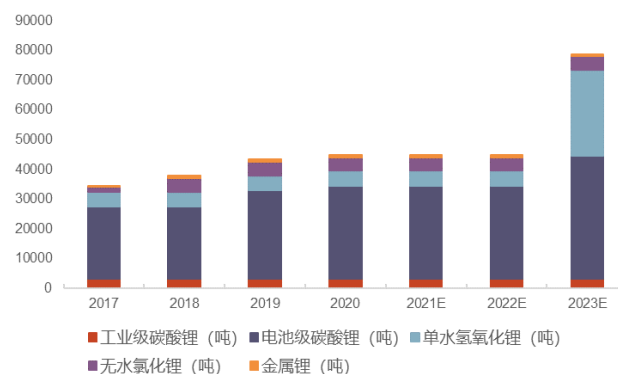
资料来源：天齐锂业公告

图 8：泰利森锂精矿产能和天齐锂业权益产能（吨）



资料来源：天齐锂业和 IGO 公告

图 9：天齐锂业各产品产能规划



资料来源：天齐锂业和 IGO 公告

风险提示

下游电动车等需求不及预期；行业供给侧资本开支加剧，全球产能过快释放，锂盐价格下跌；公司债务流动性风险；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险；地缘政治因素以及海外公司运营风险；估值过高风险；技术路径变化的风险；宏观政策以及流动性调整的风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,841	3,239	5,857	7,164	9,716
营业成本	2,103	1,895	2,492	2,843	3,546
折旧和摊销	332	343	494	623	733
税金及附加	25	27	49	60	81
销售费用	44	21	37	45	62
管理费用	422	405	733	897	1,216
研发费用	48	24	44	54	73
财务费用	2,028	1,330	926	629	918
投资收益	337	148	495	564	648
营业利润	-4,538	-1,022	2,142	3,105	4,429
利润总额	-4,480	-1,054	1,702	3,125	4,449
所得税	1,002	73	389	713	1,015
净利润	-5,482	-1,127	1,314	2,411	3,433
少数股东损益	501	706	877	1,160	1,309
归属母公司净利润	-5,983	-1,834	436	1,251	2,124
EPS(按最新股本计)	-4.05	-1.24	0.30	0.85	1.44

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,355	696	785	1,836	3,502
净利润	-5,983	-1,834	436	1,251	2,124
折旧摊销	332	343	494	623	733
净营运资金增加	-1,201	-531	1,576	1,660	1,700
其他	9,207	2,719	-1,722	-1,697	-1,056
投资活动产生现金流	-3,362	-505	-1,222	-603	-494
净资本支出	-3,735	-878	-1,142	-1,142	-1,142
长期投资变化	5,255	1,650	0	0	0
其他资产变化	-4,882	-1,277	-80	539	648
融资活动现金流	4,030	-3,522	1,200	-841	-2,242
股本变化	335	0	0	0	0
债务净变化	3,665	-3,897	2,124	-213	-1,326
无息负债变化	1,325	812	-568	-622	372
净现金流	3,039	-3,360	763	392	766

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	56.6%	41.5%	57.4%	60.3%	63.5%
EBITDA 率	163.2%	38.0%	46.9%	54.5%	56.4%
EBIT 率	156.3%	27.4%	38.5%	45.8%	48.9%
税前净利润率	-92.6%	-32.5%	29.1%	43.6%	45.8%
归母净利润率	-123.6%	-56.6%	7.5%	17.5%	21.9%
ROA	-11.8%	-2.7%	2.9%	5.2%	7.0%
ROE (摊薄)	-85.9%	-35.2%	7.7%	18.2%	23.6%
经营性 ROIC	62.4%	7.0%	9.9%	13.0%	17.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	81%	82%	81%	76%	70%
流动比率	0.29	0.11	0.17	0.22	0.31
速动比率	0.25	0.07	0.13	0.20	0.29
归母权益/有息债务	0.21	0.17	0.18	0.22	0.29
有形资产/有息债务	1.25	1.25	1.25	1.31	1.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	46,597	42,036	44,906	46,482	48,961
货币资金	4,439	994	1,757	2,149	2,915
交易性金融资产	48	0	0	0	0
应收帐款	352	233	389	1,290	1,749
应收票据	0	444	802	716	972
其他应收款 (合计)	152	32	57	151	203
存货	917	851	1,120	566	707
其他流动资产	522	290	669	858	1,228
流动资产合计	6,443	2,854	4,808	5,845	7,915
其他权益工具	50	50	50	50	50
长期股权投资	25,153	23,465	23,503	23,503	23,503
固定资产	4,184	4,206	5,908	7,227	8,221
在建工程	6,338	6,811	5,782	4,936	4,302
无形资产	3,116	3,273	3,350	3,278	3,213
商誉	416	416	416	416	416
其他非流动资产	79	70	84	84	84
非流动资产合计	40,154	39,181	40,098	40,637	41,046
总负债	37,687	34,603	36,159	35,324	34,370
短期借款	3,191	2,737	12,689	16,483	22,986
应付账款	1,199	818	1,076	711	887
应付票据	573	206	270	28	35
预收账款	177	0	0	358	486
其他流动负债	-	344	344	344	344
流动负债合计	22,337	26,813	28,204	26,796	25,269
长期借款	12,255	4,386	4,957	5,528	6,100
应付债券	2,071	1,943	1,943	1,943	1,943
其他非流动负债	104	103	105	106	109
非流动负债合计	15,351	7,790	7,955	8,528	9,101
股东权益	8,909	7,433	8,746	11,158	14,591
股本	1,477	1,477	1,477	1,477	1,477
公积金	7,149	7,157	7,201	7,326	7,508
未分配利润	-874	-2,717	-2,325	-1,198	744
归属母公司权益	6,963	5,206	5,643	6,894	9,018
少数股东权益	1,946	2,226	3,104	4,264	5,573

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.91%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%
管理费用率	8.71%	12.51%	12.51%	12.51%	12.51%
财务费用率	41.90%	41.04%	15.81%	8.78%	9.45%
研发费用率	1.00%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
所得税率	-22%	-7%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.59	0.47	0.53	1.24	2.37
每股净资产	4.71	3.52	3.82	4.67	6.11
每股销售收入	3.28	2.19	3.96	4.85	6.58

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	-	-	192	67	39
PB	12.0	16.1	14.9	12.2	9.3
EV/EBITDA	11.8	77.1	35.9	25.8	18.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE