



金属, 采矿, 制品/原材料

天齐锂业 (002466)

矿石提锂界的翘楚

	桑永亮	康凯
	021-38676052	0755-23976023
	sangyongliang@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880109054282	S0880209030388

本报告导读:

建议天齐锂业询价区间为 25.5-30 元, 对应 2010 年 PE 为 50-60 倍。如此高估值是因为我们认为近期锂概念为市场热点, 50 倍 PE 下申购成功率较低。

投资要点:

- 天齐锂业是全国规模最大的锂产品生产企业, 在我国锂行业中技术领先、规模最大、最具综合竞争力。公司在生产锂产品包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、氢氧化锂、电池级无水氯化锂、高纯碳酸锂等高端锂产品, 在我国高端锂产品综合产业中具有明显优势。
- **技术优势:** 公司拥有矿石法生产电池级碳酸锂和电池级无水氯化锂等核心技术, 行业标准起草者。
- **资源优势:** 四川省雅江县措拉锂辉石矿的探矿权, 该矿是亚洲最大的锂辉石矿——四川省甘孜州甲基卡锂辉石矿的一部分, 资源折合氧化锂含量 6% 的 SC6.0 规格锂精矿约 372 万吨。
- **市场地位优势:** 电池级碳酸锂国内龙头, 市场份额达 53%。目前国内领先的正极材料厂商如当升科技、比亚迪、杉杉股份、中信国安盟固利都是公司的客户。
- **产品结构优势:** 电池级碳酸锂产量比例越来越大。从公司历史生产数据来看, 过去几年电池级碳酸锂保持了增长势头, 而低端的工业级碳酸锂产量有所下滑。另外公司产品种类愈发丰富, 抵御下游风险的能力增强。
- **技术水平还有提高空间,** 反应在电池级碳酸锂纯度还不够。
- **财务风险。** 公司工业级碳酸锂滞销, 存货增多。2010 年上半年利润中政府补贴占比大。公司 2010 年半年的应收账款达到 2009 年全年的 2.81 倍。
- **盐湖提锂技术成熟对碳酸锂市场格局及供需冲击的风险。**
- **建议询价区间为 25.5-30 元。** 由于目前锂电池是市场热点, 其相关公司的估值都特别高 (大多 60 倍 PE 以上)。因此我们认为即便新股申购要有安全边际, 天齐也至少需要 50 倍 PE 以上, 才比较大, 此时对应股价 25.5-30 元。

建议询价区间

25.50-30.00

上市首日定价区间

40.00-50.00

2010.08.13

发行上市资料

总股本 (万股)	7,350
发行量 (万股)	2,450
发行日期	2010.08.17
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.23
净资产收益率 (%)	15.4%
资产负债率 (%)	38.9%

主要股东和持股比例

成都天齐实业有限公司	85.00%
张静	13.32%
深圳乾元投资有限公司	1.67%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	285	305	370	500	600
(+/-)%	-7%	7%	21%	35%	20%
经营利润 (EBIT)	48	42	53	85	120
(+/-)%	-31%	-13%	25%	62%	41%
净利润	44	36	50	83	113
(+/-)%	-32%	-17%	38%	65%	36%
每股净收益 (元)	0.60	0.50	0.51	0.84	1.15
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司四项主要优势

1.1. 技术优势：拥有矿石法生产电池级碳酸锂和电池级无水氯化锂等核心技术，行业标准起草者

天齐锂业是全国规模最大的锂产品生产企业，是我国锂行业中技术领先、规模最大、最具综合竞争力的企业，在世界同行业内独家拥有矿石法生产电池级碳酸锂和电池级无水氯化锂等核心技术。

在锂产品领域，公司拥有五项发明专利。公司开发的矿石法生产电池级碳酸锂、电池级无水氯化锂技术，开创了我国矿石法提锂技术新工艺，代表了世界矿石法提锂技术发展的新方向。

并且，作为行业内的技术领先者，2006年8月1日执行的电池级碳酸锂行业标准也是由公司获国家主管部门授权主持起草。

表1 公司拥有5项发明专利

序号	类别	专利名称	专利申请日	授权公告日	专利号	证书号
1	发明	硫酸锂溶液生产低镁电池级碳酸锂的方法	2007.8.21	2009.3.18	ZL200710049813.X	480172
2	发明	电池级无水氯化锂的制备方法	2007.9.18	2009.3.18	ZL200710050050.0	480173
3	发明	除去电池级无水氯化锂中杂质钠的精制剂及制备方法	2007.9.18	2009.3.4	ZL200710050051.5	475751
4	发明	电池级单水氢氧化锂的制备方法	2007.12.28	2009.1.28	ZL200710051016.5	465807
5	发明	电池级磷酸二氢锂的制备方法	2008.5.6	2009.4.29	ZL200810044349.X	492707

资料来源：国泰君安证券

锂产品行业具有较高的进入壁垒。无论采用矿石提锂还是卤水提锂，都具有较高的技术要求。目前我国采用矿石提锂技术路线生产工业级碳酸锂已较为成熟，但以较低成本从锂矿石原料直接生产电池级碳酸锂及无水氯化锂等高端锂产品的规模化生产技术仍然具有较高的技术难度；盐湖卤水提锂由于需要根据不同类型盐湖的成分采取不同的生产技术，具有更高的技术难度。

1.2. 资源优势：拓展产业链上游锂矿资源开采业务，保证原料供应

公司通过全资子公司天齐盛合于2008年10月17日以3500万元竞拍获得四川省雅江县措拉锂辉石矿的探矿权，该矿是亚洲最大的锂辉石矿——四川省甘孜州甲基卡锂辉石矿的一部分，目前该矿的地质详查、选矿实验等工作已初步完成，资源折合氧化锂含量6%的SC6.0规格锂精矿约372万吨。公司一旦开采成功并形成生产能力，将为公司长期可持续发展提供充足的原料保障，并显著降低成本。

1.3. 市场地位的优势：电池级碳酸锂国内龙头，市场份额达 53%

公司电池级碳酸锂品质优势明显，市场占有率高达 53%。由于公司的产品系列完整、质量稳定，是国内主要正极材料的长期供应商，目前国内领先的正极材料厂商如当升科技、比亚迪、杉杉股份、中信国安盟固利都是公司的客户。

而同时，电池级碳酸锂还有一定的市场壁垒。锂电池产业链中的企业对原材料供应规模和质量稳定性都有极高的要求，新供应商甚至新生产线产品都要经过长期严格的检测认证才能获得厂家的认可，因此电池级碳酸锂生产企业和锂电正极材料生产企业之间通常都具有长期稳固的合作关系。

表 2 全球主要生产企业 2009 年电池级碳酸锂产量

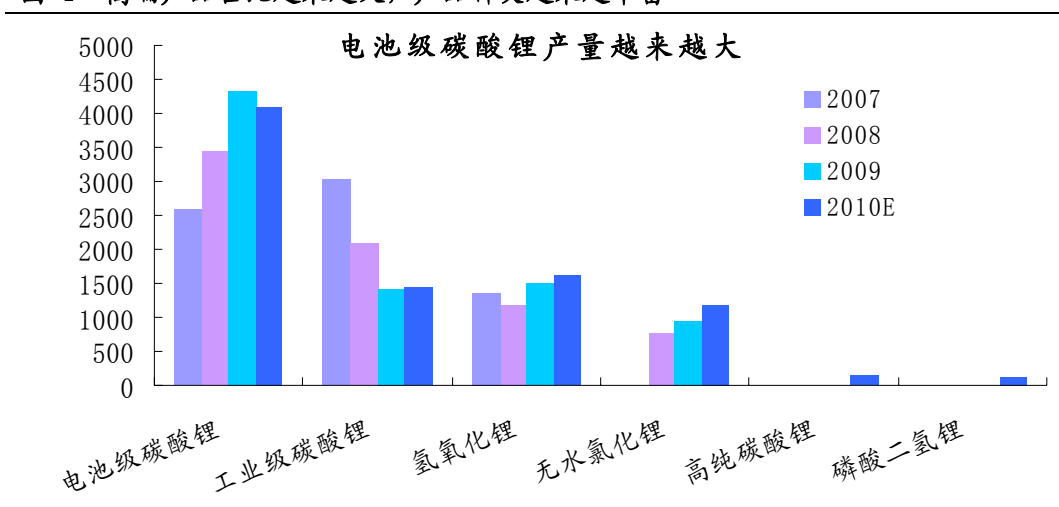
	名称	电池级碳酸锂产量（吨）
国际供应商	Chemetall	12000
	FMC	10000
	SQM	15000
	四川天齐锂业股份有限公司	4000
国内供应商	赣锋锂业	1100
	南通泛亚锂钴材料有限公司	1000
	赣州品泰锂业有限公司	1500

资料来源：国泰君安证券

1.4. 产品结构优势：电池级碳酸锂产量比例越来越大

从公司历史生产数据来看，过去几年电池级碳酸锂保持了增长势头，而低端的工业级碳酸锂产量有所下滑。另外公司产品种类愈发丰富，抵御下游风险的能力增强。

图 1 高端产品占比越来越大，产品种类越来越丰富



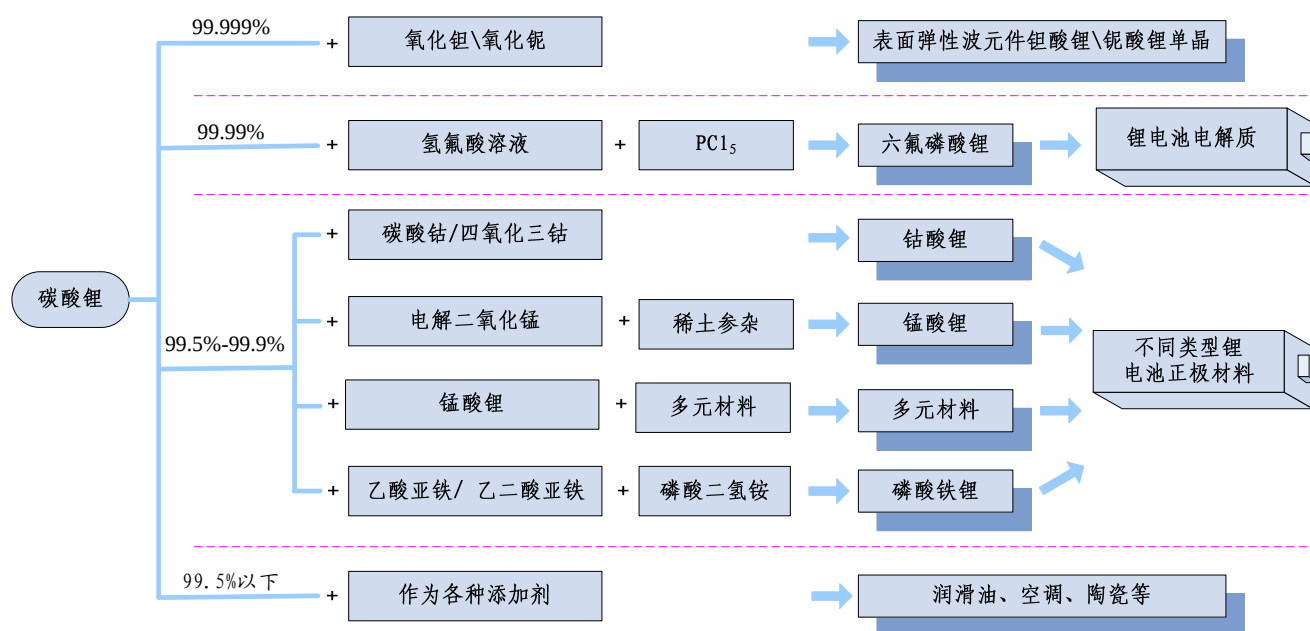
资料来源：国泰君安证券

2. 公司不足与风险

2.1. 技术水平还有提高空间

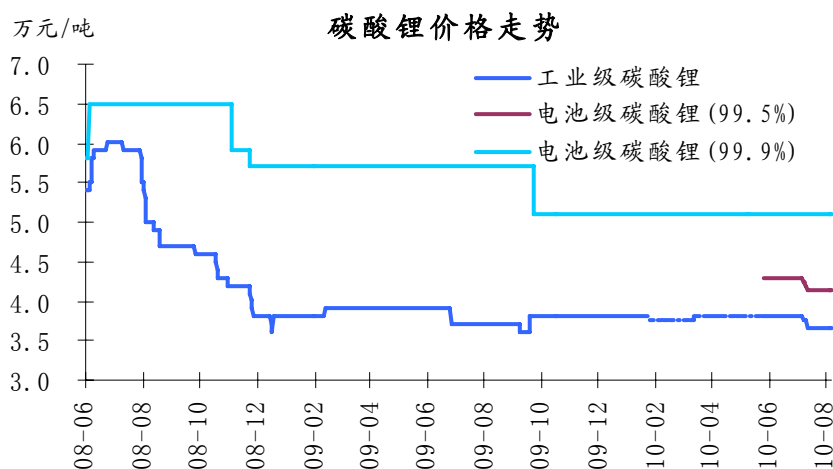
从公司产品价格来看，公司电池级碳酸锂的纯度还集中在 99.5% 左右，这个纯度的碳酸锂做电池正极材料，由于杂质略多，还是会影响电池性能。因此如果公司电池级碳酸锂纯度将来能够提高到 99.9% 的水平。将能进一步提升产品竞争力、提高产品价格、拓展产品下游市场。

图 2 锂电池的不同生产路径



资料来源：国泰君安证券

图 3 不同纯度碳酸锂产品的市场价格



资料来源：国泰君安证券

表 3 天齐锂业产品平均售价

	2010 年 1-6 月	2009	2008	2007
工业级碳酸锂	32,084.12	31,540.24	36,595.10	40,579.61

电池级碳酸锂	36,595.84	37,483.79	46,137.30	51,032.04
氢氧化锂	33,631.02	31,725.89	33,826.64	35,053.18
无水氯化锂	28,140.91	30,290.23	40,203.55	
高纯碳酸锂	56,451.10			

资料来源：国泰君安证券

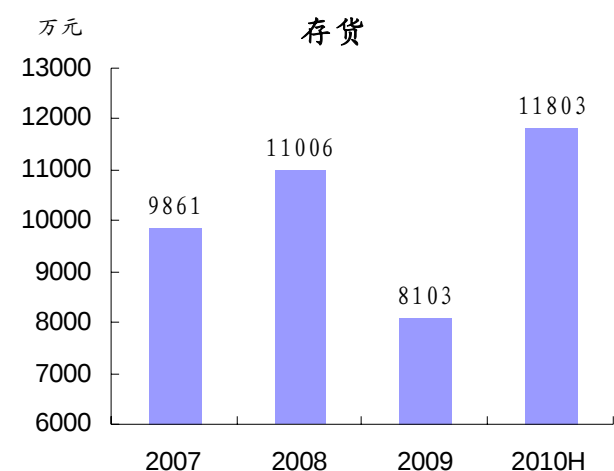
2.2. 财务风险

公司工业级碳酸锂滞销，存货增多。2009 年底至 2010 年来，工业级碳酸锂的市场价格未出现大幅波动，基本维持在 3.2 万元/吨。公司 2010 年工业级碳酸锂的产量为 716.63 吨，与 2009 年的产量的一半基本持平，但工业级碳酸锂的销售收入却出现大幅下滑，下滑幅度为 36.08%，可见公司工业级碳酸锂可能出现一定程度的滞销。同时，伴随的是存货的大幅走高，达到历史高点。

2010 年上半年利润中政府补贴占比大。公司的净利润超 2009 年的一半，增长率为 4% 左右。但是考虑到，2010 年净利润中 447.47 万元是政府补助以及递延收益摊销，占净利润的 19.48%。比例远高于 2009 年度全年的 507.47 万元，2008 全年度的 197.34 万元。

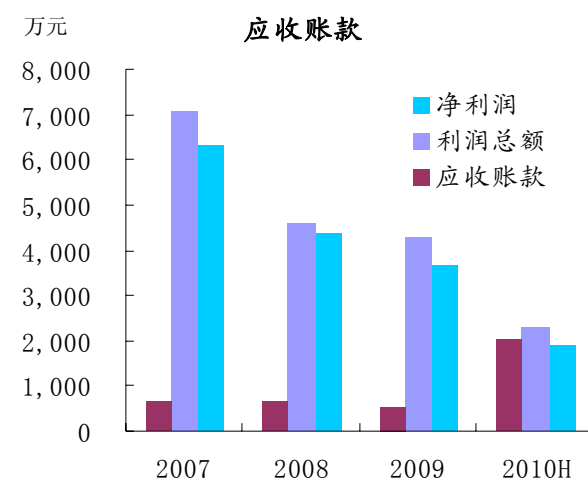
公司 2010 年半年的应收账款达到 2009 年全年的 2.81 倍，可见公司 2010 年更多的采用赊销的方式，但并未带来销售收入的提高。

图 4 存货达到历史高点



资料来源：公司公告

图 5 存货达到历史高点



资料来源：公司公告

2.3. 盐湖提锂技术成熟对碳酸锂市场格局及供需冲击的风险

如果国内卤水提取电池级碳酸锂的技术趋于成熟，碳酸锂的市场格局及供需状况可能会发生大的变化。天齐锂业电池级碳酸锂的市场地位及盈利能力将下降。目前来看，市场潜在的竞争者包括：

- 赣锋锂业作为卤水提锂的生产企业，首次提出了一种利用氯化锂溶液制备电池级碳酸锂的方法，做到了从卤水中直接提取电池级碳酸锂。同时考虑到项目 2009 年 7 月公司卤水直接提取电池级碳酸锂生产线产业化，2010 年电池级碳酸锂的产量可能超过 2009 年产量的 2 倍。
- 以西藏矿业为代表，原先只能提取工业级碳酸锂，目前，公司

计划非公开发行股票，将电池级碳酸锂项目的建设提上日程。

筹建电池级碳酸锂项目，计划产能为 5000 吨。公司生产的电池级碳酸锂是在原有产品工业级碳酸锂的基础上进行提纯，将纯度由 99.3% 提高到 99.5% 以上，从而直接受益于下游锂电池行业的发展。

综合以上分析，我们估计天齐电池级碳酸锂国内市场占有率下降将是大概率事件。同时，世界上大的电池级碳酸锂的产量均在万吨以上，同时采用的方法均为卤水提取法。因此，一旦国内卤水提取的技术达到生产要求，因其具有成本优势，以及国内卤水资源的丰富，将迅速抢占市场，成为主流生产工艺，而矿石提纯的市场空间将被大幅挤占。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

由于我们对工业级碳酸锂的供需状况表示担忧，对电池级碳酸锂不明朗的未来持谨慎乐观，因此我们假设天齐锂业的产品销量如表 4。同时，我们也假定碳酸锂价格未来保持稳定，得到利润表如表 5。

表 4 产品销量预测

产量（吨）	2009年	2010E	2011E	2012E
电池级碳酸锂	4300	5100	7000	9000
工业级碳酸锂	1570	1200	1000	1000
氢氧化锂	1800	2000	2500	2500
无水氯化锂	1100	1600	2200	3000

资料来源：国泰君安证券

表 5 利润表预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	285	305	370	500	600
营业成本	217	244	295	385	445
营业税金及附加	2	2	3	4	5
营业费用	7	7	9	12	14
管理费用	11	9	11	14	16
息税前利润（EBIT）	48	42	53	85	120
财务费用	2	4	2	8	8
资产减值损失	2	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	44	39	55	93	128
营业外收支	2	4	4	4	4
税前利润	46	43	59	97	132
所得税	2	6	9	15	20
净利润	44	36	50	83	112
少数股东损益	0	0	0	0	0

归属于母公司的净利润	44	36	50	83	112
每股收益 (EPS)	0.45	0.37	0.51	0.84	1.15

资料来源：国泰君安证券

3.2. 估值——建议询价区间为 25.5-30 元

由于目前新能源是市场热点，其相关公司的估值都特别高，除了中信国安盐湖品质不被市场认可而 PE 较低外，其他公司的估值都在 60 倍 PE 以上。而近期赣峰锂业上市首日近 200% 的涨幅，也会刺激投资者申购天齐锂业的热情，从而推高申购价。同时，天齐锂业属于有资源有技术的较优质公司，因此我们认为即便新股申购要有安全边际，天齐也至少需要 50 倍 PE，申购到的可能性才比较大，此时对应股价 25.5 元。

表 6 公司估值

代码	股票	最新 股价	最新市 值(亿)	EPS			PE		
				2009	2010	2011	2009	2010	2011
000762.SZ	西藏矿业	30.20	83.26	0.08	0.21	0.30	377.5	143.8	100.6
000839.SZ	中信国安	12.07	189	0.39	0.30	0.40	31.11	40.33	30.59
002192.SZ	路翔股份	30.31	36.80	0.17	0.33	0.55	178.29	91.85	55.1
300014.SZ	亿纬锂能	32.9	43.43	0.45	0.42	0.60	73.37	79.59	55.56
300073.SZ	当升科技	57.24	45.79	0.67	0.87	1.44	86.72	66.39	40.16
002460.SZ	赣峰锂业	57.40	57.40	0.45	0.44	0.62	127.6	130.5	92.6
	平均						145.77	92.08	62.44

资料来源：国泰君安

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		