

李琳琳

执业证书编号: S0730209090108

021-50588666-8045

lilili12345@sina.com

## 具备资源优势的电池级碳酸锂龙头

——天齐锂业（002466）新股定价报告

### 研究报告-新股定价报告

建议询价区间：22.20-25.90 元

发布日期：2010年8月16日

#### 报告关键要素：

公司是国内电池级碳酸锂行业的龙头，2009年国内市场占有率为54%，位居第一；是全球独有的矿石法电池级碳酸锂以及无水氯化锂生产商。具备上游矿山资源优势，未来有望受益锂电动汽车加速发展。公司募资项目达产后，锂产品产能将显著增加，与国际三大巨头差距缩小，竞争力得到有效提升。考虑公司良好的竞争力和行业良好的发展前景，我们认为公司合理价值在22.20-25.90元之间。

#### 事件：

- 天齐锂业拟在中小板发行上市。天齐锂业拟于中小板发行2450万股A股，发行后公司总股本为9800万股，投向5000吨电池级碳酸锂和1500吨无水氯化铝的扩产及技术中心扩建项目。

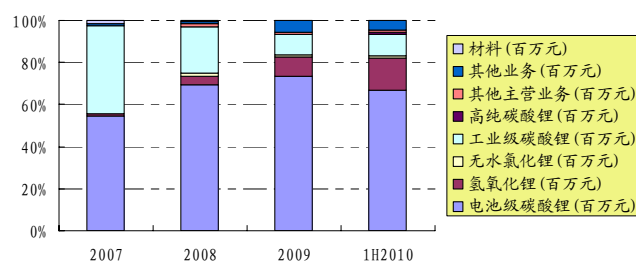
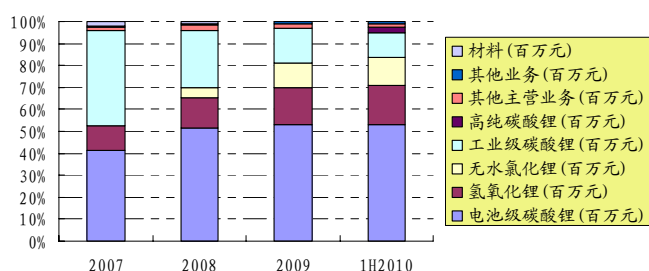
#### 点评：

- 公司是全球第四大锂产品供应商，也是国内电池级碳酸锂领域的龙头企业。公司目前拥有年产2500吨电池级碳酸锂、3000吨工业级碳酸锂、1500吨无水氯化锂、1500吨氢氧化锂、600吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂的实际生产能力，是我国规模最大，世界第四的锂产品供应商，同时公司也是全球最大的矿石提锂生产商。其中，电池级碳酸锂产品规模位居国内首位，市场份额为54%。2009年，公司实现收入3.05亿元，同比增长7.15%；净利润0.36元，同比下降16.98%。

图1：公司收入构成

单位：百万元 图2：公司毛利构成

单位：百万元



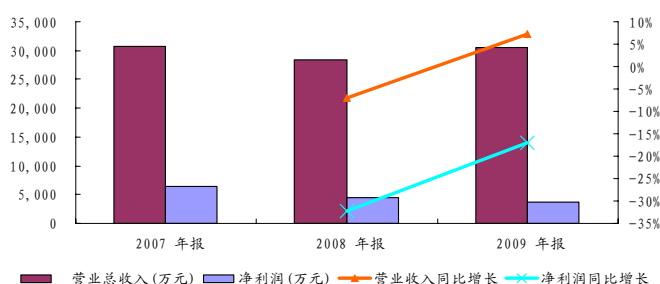
资料来源：Wind

资料来源：Wind

- 上游资源供应有保障。公司采用矿石提锂生产下游锂产品，上游资源通过两个途径保障：第一，公司与澳大利亚塔力森公司签订长期合作合同，2011年-2015年间，该公司每年向天齐供应锂精矿量不低于10万吨，半年确定一次价格，由于该公司拥有的格林布什锂辉石矿是全球储量最大品味最高的锂灰石矿，其产销量占全球总量的60%以上，因此公司的资源质量和供应量都将得到有力的保障；第二，公司目前已经获得四川雅江措拉锂矿的探矿权，今年年底有望获得采矿证。该矿经探明拥有SC6.0精矿372万吨，可满足公司近40年的锂矿需求，预计将于2012年投产，并形成年产5-6万吨的产能规模，届时将节约锂产品吨成本5000-6000元。

- **技术和客户资源优势突出。**目前公司拥有全球独有的矿石法电池级碳酸锂以及无水氯化锂的生产核心技术，是电池级碳酸锂行业标准的制定者。同时拥有锂电池电解液六氟磷酸锂上游原材料高纯碳酸锂和正极材料磷酸铁锂上游原材料电池级磷酸二氢锂的实验室储备技术，其中后者还拥有发明专利，采用独特的化工生产方法，产品一致性和稳定性较好，可以循环回收废液，目前已在申核建中和斯特兰等下游厂商试用。下游客户资源方面，A123、中信国安盟固利、比亚迪、杉杉股份等国内外知名下游锂电生产商均为公司的长期合作伙伴，客户资源优势突出。
- **经济危机等多因素导致公司08、09年业绩下滑，明后年有望回升。**受国际金融危机的影响，世界锂需求增速显著放缓，全球各大锂企的产量和收入均出现一定程度的下滑，公司也不例外。此外，由于世界锂产业集中度高，SQM等三家公司占据全球锂市场近80%的份额，具有一定的定价主导权。09年三季度，全球第一大锂企SQM公司下调了碳酸锂价格，下调幅度为20%，这一举动带动了国内碳酸锂价格的下滑。所有这些因素均导致了公司08、09年业绩的下滑。目前碳酸锂市场仍存在供过于求的现状，我们判断，2010年碳酸锂价格将维持在现有水平，很难出现大幅回升。我们预计，2011-2012年随着动力电池需求的爆发，碳酸锂价格有望重新回升，届时公司业绩有望回升。

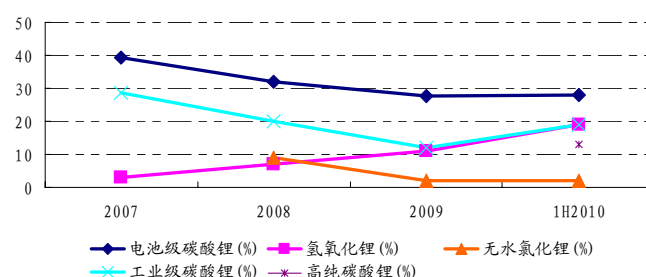
图3：公司近三年营业收入、净利润及同比增速



资料来源：Wind

图4：公司各主导产品毛利率走势

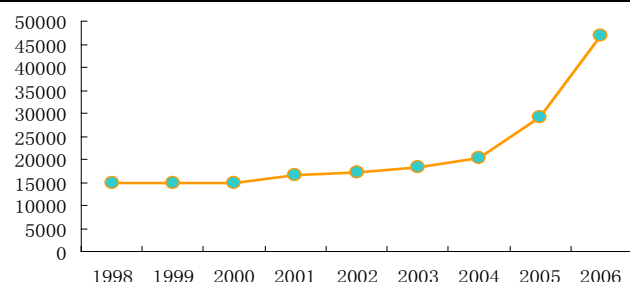
单位：%



资料来源：Wind

图5：碳酸锂价格的历史走势

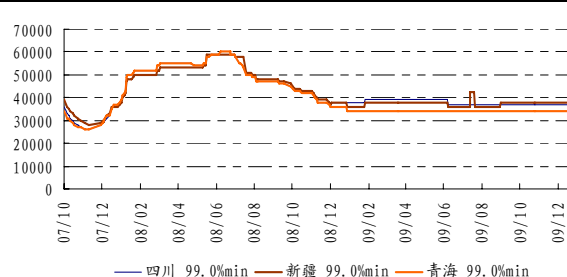
单位：元/吨



资料来源：中原证券

图6：近两年碳酸锂价格走势

单位：元/吨



资料来源：百川资讯

- **受益电动汽车快速发展，锂需求有望爆发。**未来锂产品下游最大的消费领域为大容量动力电池领域。由于锂电动汽车可以使人们减少对化石能源的依赖，消除污染，实现“低碳经济”，近年来各国政府纷纷出台相关政策鼓励该产业的快速发展。我们认为，未来锂电动汽车有望加速进入我们的日常生活。由于大部分动力锂电池生产线将于今年下半年投产，我们判断2011年-2012年有望成为碳酸锂需求的爆发年，按照2009年碳酸锂需求增速5%、2010年8%；2011年15%；2012年25%计算，2009

年碳酸锂的全球需求量约为9.66万吨，2010年约为10.43万吨；2011年约为11.99万吨；2012年约为14.39万吨，2014年有望超过30万吨。锂需求的快速增长将加速公司业绩的提升。

- **募集资金投向。**公司本次募集资金将投向电池级碳酸锂、无水氯化锂的扩产项目以及技术中心的扩建项目，项目投资总额2.65亿元，建设进度两年，募集资金项目实施后，公司锂产品总产能将显著增加，规模由9100吨达到1.56万吨，与世界三大巨头差距缩小。技术中心的扩建，有望加速公司新产品进入市场，如前文提到的磷酸二氢锂和高纯碳酸锂，提升公司的竞争实力。
- **盈利预测和投资建议。**根据行业发展前景和公司规划，我们按发行后总股本9800万股计算，公司2010年每股收益0.45元，2011年每股收益0.63元，考虑公司行业地位及可比公司估值，我们认为公司合理价值在22.2-25.9元之间，对应10年市盈率分别为49倍和57倍。
- **风险提示。**公司面临的主要风险是：（1）碳酸锂竞争激烈，国际巨头为抢占市场份额，持续打压价格；（2）锂电动汽车技术未获实质性突破，需求难以爆发；（3）盐湖提锂技术出现质的突破。

表1：公司募投项目资金投入计划

| 项目名称                                 | 投资总额<br>(万元) | 资金投入计划 |       |       |
|--------------------------------------|--------------|--------|-------|-------|
|                                      |              | 第一年    | 第二年   | 合计    |
| 新增年产5000吨电池级碳酸锂和<br>1500吨无水氯化锂技改扩能项目 | 23630        | 11815  | 11815 | 23630 |
| 技术中心扩建项目                             | 2867         | 2867   | -     | 2867  |
| 合计                                   | 26497        | 14682  | 11815 | 26497 |

资料来源：公司招股说明书

表2：公司募投项目投产前后产能对比

单位：吨

| 产品种类   | 原有产能  | 扩建产能  | 总产能    |
|--------|-------|-------|--------|
| 电池级碳酸锂 | 2500  | 5000  | 7500   |
| 工业级碳酸锂 | 3000  | -     | 3000   |
| 氢氧化铝   | 1500  | -     | 1500   |
| 无水氯化锂  | 1500  | 1500  | 3000   |
| 其他     | 600   | -     | 600    |
| 合计     | 9,100 | 6,500 | 15,600 |

资料来源：公司招股说明书

### 盈利预测

|            | 2008 年  | 2009 年  | 2010E  | 2011E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 284.77  | 305.13  | 380.27 | 485.87 |
| 增长比率 (%)   | -7.03%  | 7.15%   | 24.63% | 27.77% |
| 净利润 (百万元)  | 43.93   | 36.47   | 44.58  | 61.82  |
| 增长比率 (%)   | -32.16% | -16.98% | 22.24% | 38.67% |
| 基本每股收益 (元) | 0.45    | 0.37    | 0.45   | 0.63   |

### 发行数据

|           |                |
|-----------|----------------|
| 发行价 (元)   | ——             |
| 发行数量 (万股) | 2450           |
| 发行方式      | 网下配售<br>网上资金申购 |
| 预计发行日期    | 2010/8/18      |
| 上市日期      | ——             |

### 基础数据 (2010年6月30日)

|              |       |
|--------------|-------|
| 每股净资产 (元)    | 3.49  |
| 每股经营现金流 (元)  | -0.11 |
| 毛利率 (%)      | 22.27 |
| 净资产收益率 (%)   | 7.71  |
| 资产负债率 (%)    | 41.63 |
| 发行后总股本 (万股)  | 9800  |
| B 股/H 股 (万股) | ——    |

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。