

天齐锂业 (002466.SZ)

评级:

前次:

目标价(元):

18-20.25

联系人

分析师

于剑

李将军

0531-81776398

S0740208020083

yujian@qlzq.com.cn

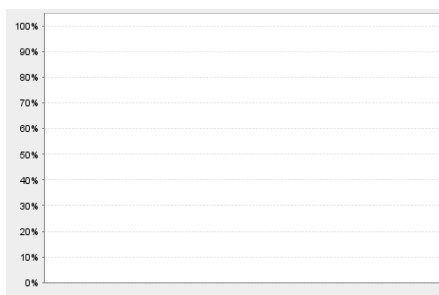
0531-81776392

lijyjs@qlzq.com.cn

2010年8月15日

行业龙头继续向高端发展、巩固行业地位
基本状况

总股本(百万股)	73.50
流通股本(百万股)	0.00
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	284.77	305.13	308.43	345.19	407.53
营业收入增速	-7.03%	7.15%	1.08%	11.92%	18.06%
净利润增长率	-32.16%	-16.98%	21.14%	26.72%	21.68%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.50	0.45	0.57	0.70
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	—	—	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	3.23	3.23	7.87	8.44	9.14
每股现金流量	0.07	0.38	0.97	0.88	1.11
净资产收益率	18.49%	15.36%	5.73%	6.77%	7.61%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	73.50	73.50	98.00	98.00	98.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **锂电池的广泛应用以及其它领域的消费带动整个锂加工行业快速发展。**锂电池的快速增长主要受益于下游电子设备行业,尤其是便携式电子设备行业的快速增长。全球对于手机、数码相机和笔记本电脑的需求近年来呈现持续强劲增长态势,如果未来混合动力汽车和电动自行车锂电池领域被大规模的商业化应用,电池级碳酸锂的需求将会出现爆炸式增长。
- **公司是全国规模最大的锂产品生产企业。**公司是国内锂产品市场中的龙头企业。公司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。在生产工业级碳酸锂等基础产品的同时,致力于发展电池级碳酸锂、无水氯化锂等高端产品。
- **募投项目投产后将继续巩固公司在行业内的地位。**项目投产后公司的电池级碳酸锂产能将扩张至 7500 吨,无水氯化锂产能将扩至 3000 吨,将进一步扩大公司在高端锂产品市场的占有率,巩固公司在高端锂产品市场的龙头地位。预计 2013 年底募投项目将达产。
- **盈利预测和估值定价。**预计 2010-2012 年公司的营业收入分别为 3.08 亿元、3.45 亿元、4.07 亿元,将分别实现每股收益 0.45 元、0.57 元、0.70 元。结合公司的行业地位以及最近的发行情况分析,我们认为按照 40-45 倍的 PE 申购相对合理,对应价格区间为 18 元-20.25 元,对应超募倍数分别为 0.66 倍和 0.87 倍。
- **风险因素:** 市场风险、产品价格及原材料价格波动的风险、盐湖卤水提锂对公司冲击的风险等。

内容目录

盈利预测及估值.....	- 3 -
主要预测假设.....	- 3 -
盈利预测.....	- 3 -
估值定价：18-20.25 元.....	- 3 -
锂电池及其它消费将拉动未来锂加工产品需求快速增长.....	- 4 -
锂的应用范围十分广泛.....	- 4 -
盐湖卤水提锂的优势在于资源优势丰富、成本较低.....	- 5 -
矿石提锂的优势主要在于工艺灵活、质量稳定.....	- 5 -
锂电池未来发展空间巨大，将拉动电池级碳酸锂需求增长.....	- 5 -
天齐锂业是行业内的龙头企业，致力于发展高端锂产品.....	- 6 -
天齐锂业掌控电池级碳酸锂等高端锂产品市场.....	- 6 -
募投项目将继续巩固公司在电池级碳酸锂等高端锂产品的龙头地位.....	- 6 -
公司的竞争优势明显.....	- 7 -
财务状况分析.....	- 8 -
风险因素.....	- 9 -

图表目录

图表 1：盈利预测简表.....	- 3 -
图表 2：近期中小板发行数据统计.....	- 4 -
图表 3：锂的应用领域分布.....	- 5 -
图表 4：锂主要产品产业链情况.....	- 5 -
图表 5：锂电池在锂产品的消费占比逐年增大.....	- 6 -
图表 6：募投项目产能释放假设.....	- 7 -
图表 7：未来产量假设.....	- 7 -
图表 8：募投项目介绍.....	- 7 -
图表 9：公司工业级碳酸锂占比不断下降.....	- 8 -
图表 10：营业收入净利润变化情况.....	- 8 -
图表 11：毛利率情况.....	- 8 -

盈利预测及估值

主要预测假设

- 假设募投项目将于此次 IPO 募集资金到位后 2 年投产，2013 年底达产。
- 工业级碳酸锂等低端产品随着未来竞争不断增大，假设毛利率逐年递减。
- 电池级碳酸锂等高端产品未来几年内仍将保持相对较高的毛利率水平。
- 预计公司费用率维持当前水平。
- 预计公司 2010-2012 仍按 15% 缴纳所得税。

盈利预测

- 我们预计 2010-2012 年公司的营业收入分别为 3.08 亿元、3.45 亿元、4.07 亿元，将分别实现每股收益 0.45 元、0.57 元、0.70 元。

图表 1：盈利预测简表

指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	305.13	308.43	345.19	407.53
营业收入增速	7.15%	1.08%	11.92%	18.06%
净利润增长率	-16.98%	21.14%	26.72%	21.68%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.45	0.57	0.70
总股本（百万元）	73.50	98.00	98.00	98.00

来源：齐鲁证券研究所

估值定价：18-20.25 元

- 统计近期 20 家中小板发行上市的新股情况，以 2009、2010 两年摊薄后每股收益计算的平均市盈率分别为 40.53 和 31.44，以此估算天齐锂业的对应价格分别为 15.20 元和 14.15 元（以发行后股本摊薄计算 EPS）。本次募集资金项目计划共需 26,497 万元人民币，结合以上两个价格，以公司发行 2,450 万股计算，资金超募倍数分别为 0.41 倍、0.31 倍（超额融资部分），近期平均超募倍数为 1.31 倍。
- 结合公司的行业地位以及最近的发行情况分析，我们认为按照 40-45 倍的 PE 申购相对合理，对应价格区间为 18 元-20.25 元，对应超募倍数分别为 0.66 倍和 0.87 倍。

图表 2：近期中小板发行数据统计

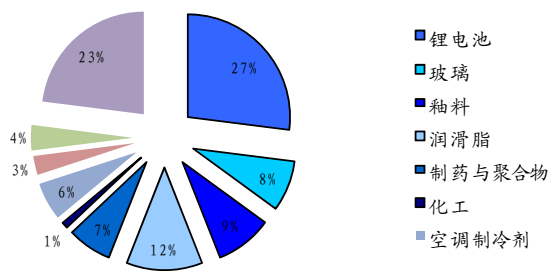
代码	名称	发行价格 (元)	EPS		发行 PE		募集资金(亿元)		超募倍数 (倍)	发行数量 (万股)
			2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	预计募 资	实际募 资		
002444.SZ	巨星科技	29.00	0.85	1.00	34.15	28.94	6.13	18.42	2.00	6350.00
002445.SZ	中南重工	18.80	0.55	0.72	34.48	26.28	3.77	5.83	0.55	3100.00
002446.SZ	盛路通信	17.82	0.41	0.52	43.75	34.37	1.87	4.63	1.48	2600.00
002447.SZ	壹桥苗业	28.98	0.64	0.82	45.01	35.17	2.48	4.93	0.99	1700.00
002448.SZ	中原内配	21.80	0.72	1.01	30.42	21.69	3.91	5.12	0.31	2350.00
002449.SZ	国星光电	28.00	0.53	0.70	52.41	39.95	5.04	15.40	2.05	5500.00
002450.SZ	康得新	14.20	0.29	0.43	49.60	33.09	1.61	5.74	2.57	4040.00
002451.SZ	摩恩电气	10.00	0.32	0.43	31.39	23.44	2.97	3.66	0.23	3660.00
002452.SZ	长高集团	25.88	0.75	0.87	34.72	29.68	3.46	6.47	0.87	2500.00
002453.SZ	天马精化	14.96	0.39	0.56	38.82	26.95	1.63	4.49	1.75	3000.00
002454.SZ	松芝股份	18.20	0.63	0.87	28.77	21.00	4.60	10.92	1.37	6000.00
002455.SZ	百川股份	20.00	0.60	0.65	33.28	30.54	2.85	4.40	0.54	2200.00
002456.SZ	欧菲光	30.00	0.53	0.85	56.49	35.18	2.41	7.20	1.98	2400.00
002457.SZ	青龙管业	25.00	0.84	1.06	29.82	23.66	2.53	8.75	2.46	3500.00
002459.SZ	天业通联	22.46	0.47	0.78	47.34	28.72	3.27	9.66	1.96	4300.00
002458.SZ	益生股份	24.00	0.75	0.78	31.94	30.86	2.73	6.48	1.37	2700.00
002460.SZ	赣锋锂业	20.70	0.34	0.43	61.13	48.14	1.39	5.18	2.72	2500.00
002462.SZ	嘉事堂	12.00	0.27	0.29	45.27	41.74	2.10	4.80	1.29	4000.00
002461.SZ	珠江啤酒	5.80	0.13	0.16	46.03	37.37	10.67	4.06	(0.62)	7000.00
002463.SZ	沪电股份	16.00	0.45	0.50	35.83	32.01	9.15	12.80	0.40	8000.00
平均值					40.53	31.44			1.31	

来源：齐鲁证券研究所

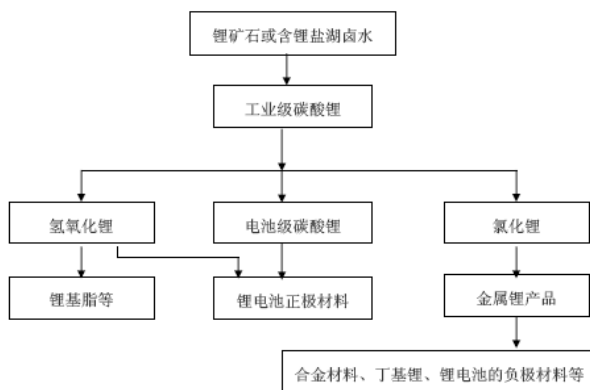
锂电池及其它消费将拉动未来锂加工产品需求快速增长

锂的应用范围十分广泛

- 由于锂金属优异的金属特性，其不仅在原子能、宇航及国防尖端工业中使用，而且在电池、电子、冶金、玻璃陶瓷、石油化工、钢铁、橡胶、医疗等多个领域中得到广泛的应用。
- 锂具有密度小、高比能量等特殊的化学特性，是电池的理想电极材料，目前能源领域已经成为锂系列产品最主要的下游行业之一。
- 锂产品虽然在工业中用量不多，但是其作用很大，锂和其化合物可以用于多个行业产品中的添加剂，被称为“工业味精”。
- 用锂生产的铝锂和镁锂合金，由于其抗疲劳、强度高、韧性好、质量轻等特点，广泛应用于航空工业中。

图表 3：锂的应用领域分布


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：锂主要产品产业链情况


来源：齐鲁证券研究所

盐湖卤水提锂的优势在于资源优势丰富、成本较低

- 世界上 90% 的锂资源储存于盐湖卤水中。
- 盐湖卤水提锂的主要优势在于其资源丰富，如果能较好利用卤水中的其他元素资源，可降低工业级碳酸锂的生产成本。盐湖提锂的成本相比较低主要由于与钾盐及其它产品共同分摊了成本。如果就单一锂产品进行直线利用，生产成本将大大提高，因此盐湖提锂是一项系统工程，包含了钾、镁、锂等多种元素的综合利用。
- 卤水提锂的工艺受自然环境和技术的较大影响，生产质量不能得到有效保证，卤水提锂的碳酸锂仅能作为工业级碳酸锂，必须进行进一步的加工处理后才能转换为其它高端产品。

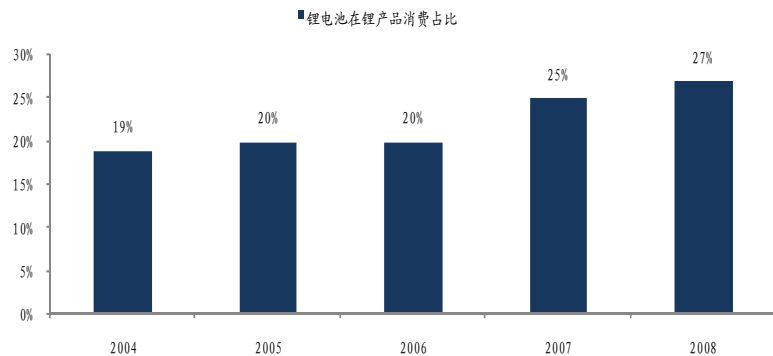
矿石提锂的优势主要在于工艺灵活、质量稳定

- 矿石提锂的工艺灵活，可以实现多种锂产品同时生产。
- 由于矿石提锂采用的原料主要为锂辉石精矿，原料化学组成较稳定，杂质成分较少，除了硅和铝意外的其它杂质含量相对较低，而且该工艺经过了 50 多年的发展，工艺过程易于控制，产品质量稳定可靠。
- 天齐锂业采用矿石提锂的工艺生产相关的锂产品。

锂电池未来发展空间巨大，将拉动电池级碳酸锂需求增长

- 锂电池的快速增长主要受益于下游电子设备行业，尤其是便携式电子设备行业的快速增长。全球对于手机、数码相机和笔记本电脑的需求近年来持续强劲增长，如果未来混合动力汽车和电动自行车锂电池领域被大规模的商业化应用，电池级碳酸锂的需求则会出现爆炸式增长。
- 锂电池产品在所有锂产品的消费总量中的占比逐年增大，2008 年占所有锂产品的 27% 左右。

图表 5：锂电池在锂产品的消费占比逐年增大



来源：齐鲁证券研究所

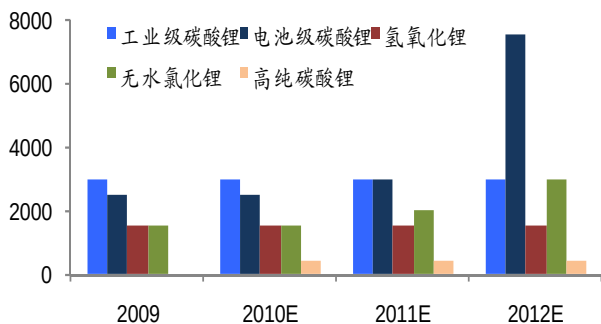
天齐锂业是行业内的龙头企业，致力于发展高端锂产品

天齐锂业掌控电池级碳酸锂等高端锂产品市场

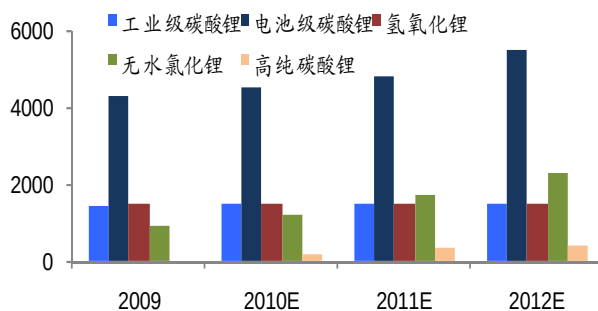
- 公司是全国规模最大的锂产品生产企业，在世界同行业内独家拥有矿石法生产电池级碳酸锂和电池级无水氯化锂等核心技术。在生产工业级碳酸锂等基础产品的同时，致力于发展电池级碳酸锂、无水氯化锂等高端产品。
- 目前公司拥有年产 2500 吨电池级碳酸锂、3000 吨工业级碳酸锂、1500 吨无水氯化锂、1500 吨氢氧化锂、600 吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂的生产能力。

募投项目将继续巩固公司在电池级碳酸锂等高端锂产品的龙头地位

- 本次发行前公司总股本为 7,350 万股，本次拟发行 2,450 万股，占发行后总股本的 25%，发行后总股本为 9,800 万股。公司的实际控制人为蒋卫平，蒋卫平在此次发行前通过天齐集团和张静女士间接控制公司合计 97.13% 的股份。
- 本次发行募集资金在扣除发行费用后将主要用于“新增年产 5000 吨电池级碳酸锂和 1500 吨无水氯化锂技改扩能项目”以及“技术中心扩建项目”。拟募集资金 26,497 万元。
- 项目投产后将实现销售收入 26217.95 万元，净利润 4370.90 万元。
- 项目投产后公司的电池级碳酸锂产能将扩张至 7500 吨，无水氯化锂产能将扩至 3000 吨，将进一步扩大公司在高端锂产品市场的占有率，巩固公司在高端锂产品市场的龙头地位。

图表 6：募投项目产能释放假设


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：未来产量假设


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：募投项目介绍

项目名称	投资总额(万元)	资金注入计划		
		第一年	第二年	合计
新增年产 5000 吨电池级碳酸锂和 1500 吨无水氯化锂技改扩能项目	23,630	11,815	11,815	23,630
技术中心扩建项目	2,867	2,867		2,867
合计	26,497	14,682	11,815	26,497

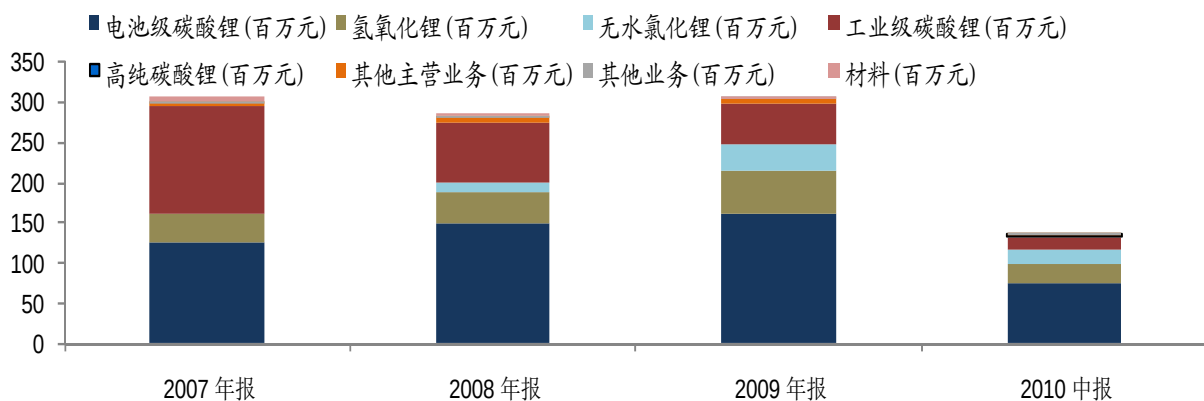
来源：齐鲁证券研究所

公司的竞争优势明显

- 核心技术优势明显。**电池级碳酸锂的行业标准由公司主持起草,并于2006年8月1日开始执行。在锂产品领域,公司拥有5项发明专利,在世界上首次实现以锂辉石为原料直接生产电池级碳酸锂和无水氯化锂等高端锂产品,与传统的工艺相比,公司优化了流程,降低了成本。国内其它锂产品生产企业只能通过加工工业级碳酸锂或氢氧化锂后得到电池级碳酸锂和无水氯化锂,生产成本大大提高。
- 综合成本优势。**成本控制是锂产品生产企业综合竞争优势的核心之一,而核心技术优势为公司带来了极大的成本优势,公司再通过不断改进生产工艺,并在国内率先使用了PLC自控系统,生产成本得到进一步的降低。
- 错位竞争优势。**为了避免未来几年内在低端锂产品市场竞争日益激烈的局面、更好的应对市场竞争,公司不断提升自身的盈利能力,逐渐调整产品结构,降低基础锂产品(工业级碳酸锂)的比重,不断研发高端锂产品,目前以电池级碳酸锂为代表的高端锂产品已经成为公司的核心产品。
- 规模优势。**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吨氢氧化锂和600吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂的生产线,合计9100吨的锂产品生产能力,实际产量规模在国内锂产

品生产企业中名列第一。

图表 9：公司工业级碳酸锂占比不断下降

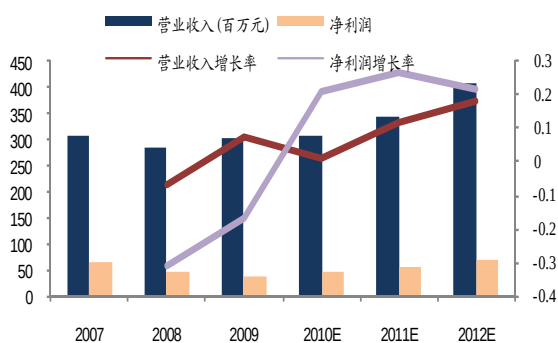


来源：齐鲁证券研究所

财务状况分析

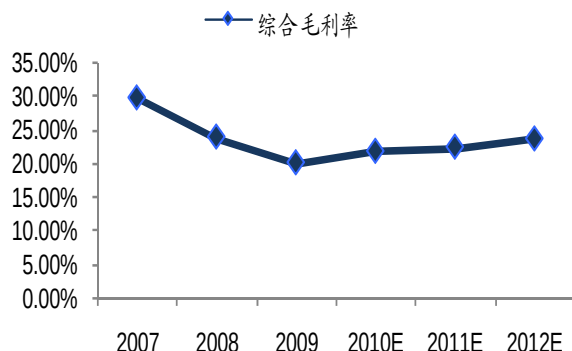
- 公司2007-2009年实现营业收入分别为3.06亿元、2.85亿元、3.05亿元，同比分别下降7.03%、增长7.05%。2008年公司收入下降的主要原因是受金融危机影响，产品价格出现较大幅度下降造成的。
- 公司2007-2009年的综合毛利率分别为29.56%、23.79%、20%。毛利率下降的主要原因是产品的价格从2007年开始快速下降，产品价格下降的幅度超过原材料价格下降的幅度，但是公司通过调整产品结构，加大高毛利率产品电池级碳酸锂的生产和销售，在一定程度上抵消了原材料价格上涨、产品价格下降带来的不利影响。

图表 10：营业收入净利润变化情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 11：毛利率情况



来源：齐鲁证券研究所

风险因素

- 市场风险：募投项目投产后，公司产能大幅提升，尽管公司产品具有较强的竞争力，但不排除相关的市场销售风险。
- 产品价格、原材料价格波动风险：产品价格和原材料价格对公司业绩影响较大，如果产品价格和原材料价格向不利于公司的方向运动，将对公司业绩造成不利影响。
- 盐湖卤水提锂冲击的风险：如果未来盐湖卤水提锂技术和生产规模出现实质性突破，生产成本大幅降低，将对公司工业级碳酸锂市场造成重大冲击。

附录1：财务预测简表
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	305	308	345	408
增长率	7.2%	1.1%	11.9%	18.1%
营业成本	-244	-242	-268	-312
%销售收入	80.0%	78.3%	77.7%	76.5%
毛利	61	67	77	96
%销售收入	20.0%	21.7%	22.3%	23.5%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-3
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-7	-7	-8	-9
%销售收入	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-9	-11	-12	-14
%销售收入	3.0%	3.5%	3.4%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	42	47	55	70
%销售收入	13.8%	15.3%	16.0%	17.2%
财务费用	-4	0	6	5
%销售收入	1.5%	0.0%	-1.7%	-1.3%
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	39	47	61	75
营业利润率	12.7%	15.2%	17.7%	18.5%
营业外收支	4	5	5	5
税前利润	43	52	66	80
利润率	14.1%	16.9%	19.1%	19.7%
所得税	-6	-8	-10	-12
所得税率	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润	36	44	56	68
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司	36	44	56	68
净利率	12.0%	14.3%	16.2%	16.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	36	44	56	68
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	11	21	36	53
非经营收益	6	-3	-5	-5
营运资金变动	-26	33	-1	-7
经营活动现金	28	95	86	109
资本开支	30	144	145	90
投资	-8	0	0	0
其他	7	0	0	0
投资活动现金	-31	-144	-145	-90
股权募资	0	490	0	0
债权募资	35	-59	0	0
其他	-41	-2	0	0
筹资活动现金	-6	430	0	0
现金净流量	-9	380	-59	19

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	45	426	367	386
应收款项	52	45	50	62
存货	81	79	73	68
其他流动资产	21	14	17	20
流动资产	199	565	507	536
%总资产	51.3%	64.0%	54.1%	53.1%
长期投资	0	0	0	0
固定资产	95	221	330	369
%总资产	24.4%	25.0%	35.2%	36.5%
无形资产	46	49	53	56
非流动资产	189	318	431	473
%总资产	48.7%	36.0%	45.9%	46.9%
资产总计	388	882	938	1,010
短期借款	59	0	0	0
应付款项	15	34	34	36
其他流动负债	6	5	5	7
流动负债	79	39	39	43
长期贷款	50	50	50	50
其他长期负债	21	21	21	21
负债	151	111	111	114
普通股股东权益	237	772	828	896
少数股东权益	0	0	0	0
负债股东权益	388	882	938	1,010

比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标				
每股收益 (元)	0.496	0.451	0.571	0.695
每股净资产 (元)	3.229	7.873	8.444	9.139
每股经营现金	0.379	0.969	0.878	1.110
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	15.36%	5.73%	6.77%	7.61%
总资产收益率	9.40%	5.01%	5.97%	6.75%
投入资本收益	11.90%	10.11%	9.16%	10.63%
增长率				
营业总收入增	7.15%	1.08%	11.92%	18.06%
EBIT增长率	-12.79%	11.90%	16.85%	27.26%
净利润增长率	-16.98%	21.14%	26.72%	21.68%
总资产增长率	4.95%	127.28%	6.36%	7.60%
资产管理能力				
应收账款周转	7.2	8.0	7.0	6.0
存货周转天数	142.9	120.0	100.0	80.0
应付账款周转	17.1	30.0	28.0	25.0
固定资产周转	82.3	114.8	176.5	193.5
偿债能力				
净负债/股东权	26.60%	-48.70%	-38.28%	-37.47%
EBIT利息保障	9.4	452.9	-9.4	-13.7
资产负债率	38.85%	12.55%	11.82%	11.30%

来源：齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双鸽

大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501