

天齐锂业（002466）定价报告

定价区间
28.20—32.90 元

原材料 / 化学制品

发布时间：2010 年 8 月 30 日

投资要点：

- 公司是国内最大的锂盐生产商，也是全球最大的矿石提锂生产商。公司已经拥有年产 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/磷酸二氢锂的生产能力。
- 公司是四川工业“7+3”产业规划中锂电新能源、新材料领域的领军企业。公司主打产品电池级碳酸锂在国内市场的占有率高达 50%左右。在国内卤水提取电池级碳酸锂产能还未能大规模释放的情况下，公司的竞争优势比较稳固。
- 募投项目达产后，公司的电池级碳酸锂产能将达到 7500 吨，是现在的三倍；无水氯化锂产能将达到 3000 吨，是原来的两倍。公司的产能增长较大。新产能的释放将明显提高公司今后几年的业绩增速。
- 考虑到公司在行业中突出的龙头地位，及今后募集资金项目达产后产能的高扩张性，我们认为公司上市后合理定价区间在 28.20-32.90 元之间，对应的 2010 年的动态市盈率为 60-70 倍。

发行数据	2009 年
发行前股本（万股）	7,350
发行数量（万股）	2,450
发行价格（元）	30.00
发行前 EPS（元）	0.50
发行后 EPS（元）	0.37
发行前每股净资产（元）	3.49
发行日期	2010-8-18
上市日期	2010-8-31
主承销商	国金证券

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	30,513	7.15	3,648	-16.98	0.37			
2010E	33,605	10.13	4,571	25.38	0.47			
2011E	47,349	40.90	6,809	48.96	0.68			
2012E	52,240	10.33	7,642	12.22	0.78			

分析师：潘喜峰

执业证书编号：S0550108121436

TEL: (8621)6337 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

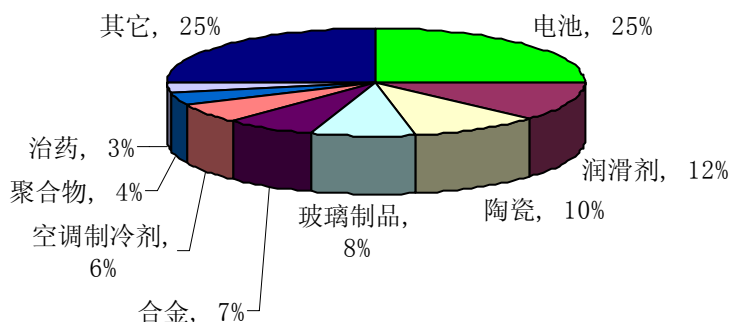
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、碳酸锂：“锂电池正极材料之母”

碳酸锂是一种十分重要的基础锂盐，大部分锂盐都是通过对其处理、化合而制得的。因此，其在锂工业中具有十分重要的地位。碳酸锂在电池、润滑剂、陶瓷、玻璃制品、合金冶炼和空调制冷剂等众多领域都得到了广泛的应用。其中，电池领域现在已经成为碳酸锂的最大下游。

图 1 碳酸锂的市场划分



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

2009 年以来，我国不断加大新能源汽车的推广力度。而锂动力电池作为新能源汽车的动力之源则更是炙手可热。作为制备锂电池的正极材料钴酸锂、锰酸锂、多元材料、磷酸铁锂等锂系功能陶瓷粉末的核心原材料“碳酸锂”也备受关注。此外，由于小型锂动力电池在电动工具、电动自行车和灯具等领域对镍氢、镍镉和铅酸电池等其他二次电池的替代，以及锂电池在风电储能、太阳能储能等新兴领域的应用将会使碳酸锂的需求更大。长期来看，碳酸锂行业必将迎来大发展时期。

由于世界上锂资源的分布极不平衡，碳酸锂行业具有很高的资源壁垒。目前世界上 70% 的碳酸锂都是由智力的 SQM(产能 2.8 万吨/年)、美国的 FMC(产能 2.1 万吨/年)和德国 Chemetall(产能 1.5 万吨/年)等三大公司提供，行业具有明显的寡头垄断特征。我国的碳酸锂生产仍还以矿石提锂为主，成本较高，在 2 万元/吨以上。而以卤水提锂为主的中信国安和西藏矿业由于各自的问题，碳酸锂的产量都还远小于设计产能，其产品基本也还只是工业级碳酸锂，而不是纯度要求更高的电池级碳酸锂。短期内，我国仍需从国外进口电池级碳酸锂。

二、天齐锂业：矿石法提锂的龙头

2.1 国内最大的电池级碳酸锂生产商

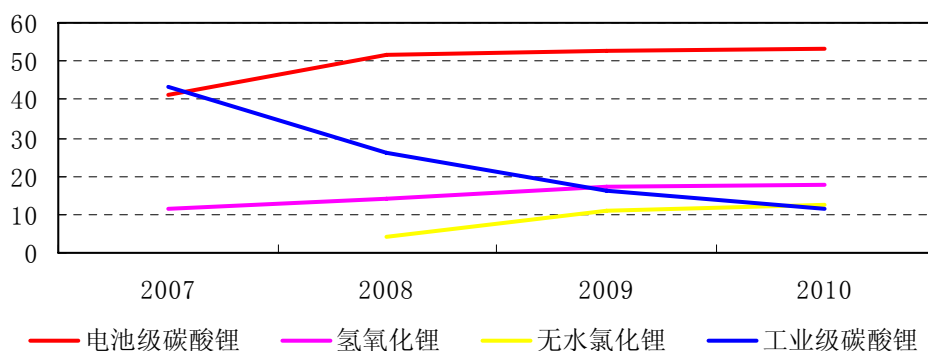
公司是国内最大的锂盐生产商，也是全球最大的矿石提锂生产商。目前公司已经拥有年产 2500 吨电池级碳酸锂、3000 吨工业级碳酸锂、1500 吨无水氯化锂、1500 吨氢氧化锂和 600 吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂的生产能力。公司是四川工业“7+3”产业规划中锂电新能源、新材料领域的领军企业。公司主打产品电池级碳酸锂在国内市场的占有率高达 50% 左右。在国内卤水提取电池级碳酸锂产能大规模释放之前，公司的竞争优势将十分稳固。

2.2 营收规模增长放缓

目前,公司的营收规模在3亿元左右。受经济形势变化的影响,公司营收规模的增长在近几年有所放缓。从营收构成的变化上看,电池级碳酸锂一直是公司营收的主要来源,营收占比高达50%以上。未来随着募投项目的投产,这一趋势将进一步强化。与电池级碳酸锂相对应的是:工业级碳酸的营收占比则呈逐年减小的态势,目前已经只有10%左右。氢氧化锂和无水氯化锂的营收占比也呈逐年增加的态势,但由于占比偏小,对总营收的变化不起决定性作用。

图2 公司的营收结构的变化

单位:%



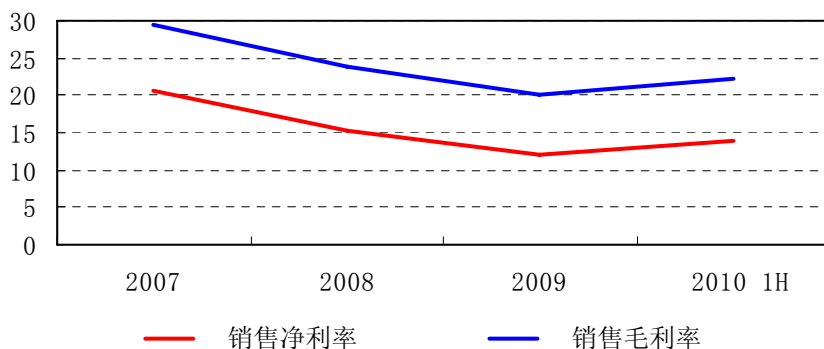
资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

2.3 利润率触底回升

受金融危机影响,公司的利润率在2009年跌至近几年的低点。2010年上半年,公司的利润率随着下游需求的好转和主要产品价格的回升也触底回升。公司的净利润率在近几年均高于10%,明显高于下游电池正极材料生产商。从分产品的情况看,电池级碳酸锂明显是公司的核心产品,其盈利能力最强,毛利率一直在25%以上。短期内,由于经营环境的改善,公司的毛利率有望保持稳定。长期来看,随着国内卤水提产能的释放将给公司利润率的提升带来压力。

图3 公司销售毛利率和销售净利润率的走势变化

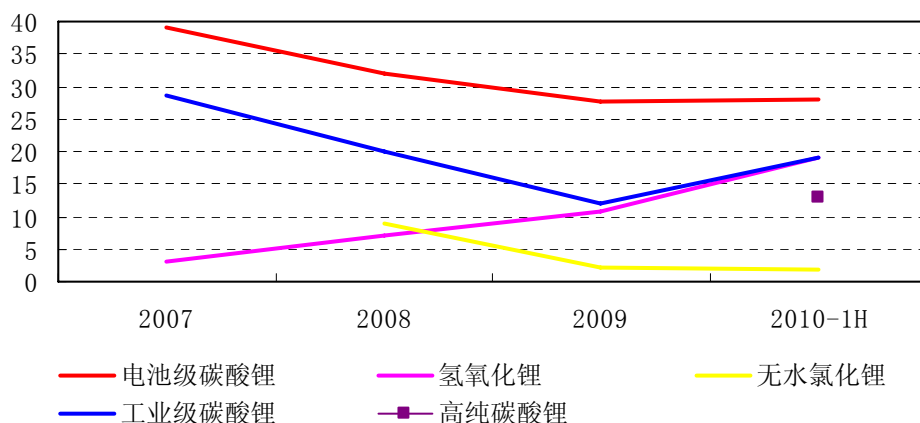
单位: %



资料来源: 东北证券金融与产业研究所整理

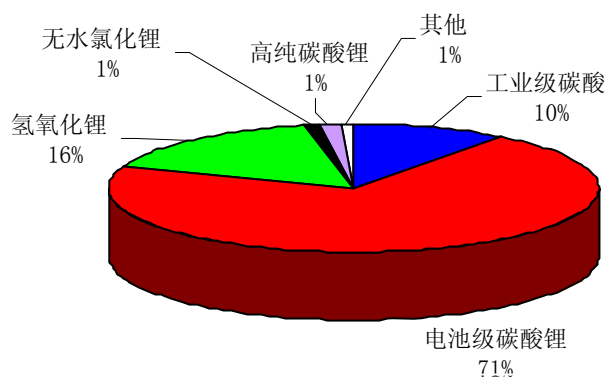
图 4 分产品毛利率的走势

单位：%



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

图 5 公司的毛利构成



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

三、发行前后股本的变化

本次发行前公司的股本总额为 7350 万股。本次拟发行 2450 万股，占发行后总股本的 25%。发行前后公司的实际控制人并不发生变化，均为蒋传平先生。

表 1 发行前后公司股本的变化

股东类别	发行前		发行后	
	数量 (股)	比例 (%)	数量 (股)	比例 (%)
一、有限售条件流通股	73,500,000	100.00	73,500,000	75.00
成都天齐实业(集团)有限公司	62,478,000	85.00	62,478,000	63.75
张静	9,792,000	13.32	9,792,000	9.99
深圳乾元投资有限公司	1,230,000	1.67	1,230,000	1.26
二、本次发行流通股	-		24,500,000	25.00
合计	73,500,000	100.00	98,000,000	100.00

资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

四、募投项目将拉动公司业绩增长

公司本次拟募集资金 26497 万元，扣除发行费用后的实际募集资金，将按照轻重缓急依次投资于新增年产 5000 吨电池级碳酸锂和 1500 吨无水氯化锂技改扩能项目技术、技术中心扩建项目等两个项目。如果募投项目达产，公司的电池级碳酸锂产能将达到 7500 吨，是现在的三倍；无水氯化锂产能将达到 3000 吨，是原来的两倍。公司的产能增长较大。由于公司利用自有资金提前对年产 5000 吨电池级碳酸锂项目进行了建设，该项目将在今年 10 月试生产，并极有可能在 2011 年就能达产。新产能的提前释放将明显提高公司近几年的业绩增速。

表 2 公司募集资金投向

序号	项目名称	投资总额（万元）	第一年	第二年	合计
1	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
2	技术中心扩建项目	2,867	2,867		2,867
	合 计	26,497	14,682	11,815	26,497

资料来源：公司招股说明书

五、向上游拓展，增强公司竞争力

为了应对原材料价格波动的风险和卤水提锂的挑战，公司积极向上游拓展。公司于 2008 年 10 月 17 日获得四川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-四川甘孜州甲基卡锂辉石矿的一部分。措拉矿区锂辉石量 1905.43 万吨，氧化锂资源量 22.34 万吨（折合金属锂资源量约 9.57 万吨），折合 SC 锂辉石约 372 万吨，按静态计算，该区锂储量能确保现有条件约 40 年的开采能力。公司正在争取年底获得采矿权，2012 年争去释放 6 万吨左右的产能。届时，公司的碳酸锂成本将大幅下降 5000 元/吨左右，竞争力将进一步加强。

六、估值分析和盈利预测

由于公司主营产品碳酸锂是锂电池正极材料的原材料，属于锂电产业链的上游。A 股市场上与公司业务最有可比性的公司有中信国安、西藏矿业、路翔股份、佛山照明和赣锋锂业等几家。上述几家公司的 2010 年的动态市盈率在 45-150 倍之间。

考虑到公司在行业中突出的龙头地位，及今后募集资金项目达产后产能的高扩张性，我们认为公司上市后合理定价区间在 28.20-32.90 元之间，对应的 2010 年的动态市盈率为 60-70 倍。

七、风险

碳酸锂制取工艺因使用原料不同而分为矿石提锂和盐湖卤水提锂两大类。盐湖卤水蕴藏的锂资源丰富，全球已探明的锂资源超过 90% 储存于盐湖卤水中，目前国外公司生产碳酸锂的主要原料是盐湖卤水，全球碳酸锂及其衍生产品供应量约 80% 来自盐湖卤水提锂生产企业，只有 20% 来自矿石提锂生产企业。我国已探明的锂资源约 80% 储存于盐湖

卤水，已有青海中信国安科技发展有限公司、西藏日喀则扎布耶锂业高科技有限公司等进行盐湖卤水锂资源的开发，形成了一定的生产能力。虽然由于资源条件及技术等因素的制约，目前我国盐湖卤水提锂生产企业尚未形成大规模产业化的能力，但如果实现盐湖卤水提锂技术和生产规模的实质性突破，其生产成本将显著降低，将对公司的碳酸锂市场将形成冲击。

表 3 可比公司估值情况表

证券代码	证券简称	总股本/股	PE 2009	PE 2010	8 月 27 日 收盘价(元)
000839.SZ	中信国安	1567930541	34.61	45.00	11.79
002192.SZ	路翔股份	121400000	200.58	106.19	30.31
000762.SZ	西藏矿业	275701250	410.38	156.33	30.20
000541.SZ	佛山照明	978563745	75.45	57.24	13.65
002460.SZ	赣锋锂业	100000000	200.23	136.16	57.40
平均值			100.19		

表 4 公司利润预测表 (万元)

(单位: 万元)	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	30,513	33,605	47,349	52,240
减: 主营业务成本	24,409	25,641	36,025	39,961
减: 主营业务税金及附加	232	49	69	76
营业费用	735	823	1,160	1,280
管理费用	924	1,210	1,610	1,672
财务费用	447	504	473	261
资产减值损失	-108	0	0	0
加: 公允价值变动收益		0	0	0
投资收益		0	0	0
二、营业利润	3,872	5,378	8,011	8,990
加: 营业外收入	507	0	0	0
减: 营业外支出	84	0	0	0
三、利润总额	4,296	5,378	8,011	8,990
减: 所得税费用	648	807	1,202	1,349
四、净利润	3,648	4,571	6,809	7,642
归属于母公司所有者的净利润	3,646	4,571	6,809	7,642
少数股东损益	0.99	0	0	0
六、每股收益 (元)	0.37	0.47	0.69	0.78

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。