

天齐锂业 (002466.SZ) 动力电池
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价(人民币): 32.32 元

产品销售量价齐升, 上下游延伸进行时

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	36.75
总市值(百万元)	4,751.04
年内股价最高最低(元)	58.90/19.96
沪深 300 指数	3044.09
中小板指数	6518.81


公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.248	0.265	0.395	0.741	1.226
每股净资产(元)	3.23	9.73	10.33	11.44	13.28
每股经营性现金流(元)	0.36	-0.27	0.27	-0.34	0.32
市盈率(倍)	N/A	208.42	76.17	40.63	24.53
行业优化市盈率(倍)	80.70	90.75	79.89	79.89	79.89
净利润增长率(%)	-16.98%	6.62%	49.35%	87.45%	65.61%
净资产收益率(%)	15.36%	4.08%	5.74%	9.71%	13.86%
总股本(百万股)	147.00	147.00	147.00	147.00	147.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内碳酸锂行业龙头企业, 占据锂产业链最稳定的盈利位置:** 公司上市以来积极扩大碳酸锂等锂产品产能, 到 2011 年底各类锂产品合计产能将接近 1.5 万吨, 全年销量预计将达 1.2 万吨, 稳居行业龙头地位。
- **稳步向产业链上下游延伸, 打开未来盈利空间:** 公司在上游拥有高品位的优质锂辉石矿资源, 下游与技术实力雄厚的央企结下资本纽带、在锂电池及正极材料生产上展开深度合作, 有望在未来通过毛利率提升和产品线延伸, 进一步打开盈利空间。
- **动力锂电用正极材料技术路线尚不确定的情况下, 拥有资源优势的上游基础锂产品龙头供应商是锂电池板块理想的投资标的:** 磷酸铁锂、锰酸锂、以及三元材料中, 谁将成为未来动力锂电正极材料的主流仍无定论, 但碳酸锂、氢氧化锂和氯化锂却是生产各种锂电正负极材料和电解液的共用原材料, 不存在技术替代风险; 而拥有优秀资源优势的锂产品供应商更是能长期有效控制自身的成本, 规避原材料供应风险。
- **新兴需求逐渐启动, 拉动上游基础锂产品需求高速增长:** 在消费电子产品用锂电池需求平稳增长的基础上, 电动汽车用动力锂电和电网储能用锂电的需求也开始逐渐启动; 此外, 国内近期对铅酸电池行业的治理和对电动自行车重量的限制也将进一步刺激锂电池需求的增长。
- **事件性刺激亦不可忽视:** 即 Chemetall 和 FMC 高调宣布产品提价 20% 后, SQM 未来可能发出的提价公告、以及预期公司未来可能获得的甲基卡锂辉石矿采矿权证等事件性刺激, 都将是公司股价上涨的催化剂。

盈利预测、估值与投资建议

- 我们预测公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.40, 0.74 和 1.23 元, 三年净利润复合增速达 67%。
- 鉴于公司在碳酸锂行业的龙头地位和锂产业链延伸上的努力, 我们认为公司有望成为未来动力电池产业的重要参与者, 其市场地位及产业前景良好, 建议“买入”。

风险

- 锂电池需求增长低于预期; 盐湖提锂技术实现重大突破。

张帅

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

姚遥

 联系人
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

内容目录

盈利预测、估值与投资建议.....	3
盈利预测：2011~2013 年 EPS 分别为 0.395，0.741，1.226 元.....	3
产能与销量快速增长	3
成本与毛利率预测：2010 年毛利率企稳回升，未来有逐步提升空间	3
产品价格预测：国际龙头厂商宣布提价，国内旺盛需求启动，公司锂产品存在提价可能.....	4
估值与投资建议：建议“买入”	5
上下游延伸进行时，致力于打造锂产品全产业链龙头	5
上游锂矿：甲基卡锂辉石矿勘探取得阶段性成果，采矿权证办理中	5
下游锂电池及正极材料生产：增资上海航天电源，意义深远	6
中游锂产品产能大幅提升，高端产品进一步完善产品线	7
IPO 项目顺利投产，碳酸锂产能达万吨级，规模优势增强	7
氢氧化锂、无水氯化锂等产品有望成为公司未来重要的利润增长点	7
高纯碳酸锂、金属锂等高端产品投产，改善公司产品结构	7
锂电池新兴应用领域的发展推动锂产品需求高速增长	8
动力锂电池、电网储能电池逐渐启动	8
锂产品行业集中度高，且具有较高的进入壁垒	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：公司主要产品产能及销量预测（单位：吨）	3
图表 2：公司综合毛利率走势及预测	3
图表 3：电池级碳酸锂价格走势及预测（单位：元/吨）	3
图表 4：公司分产品销售预测	4
图表 5：可比公司估值（2011 年 6 月 30 日收盘价）	5
图表 6：锂产业链全貌及产品加工路径.....	6
图表 7：锂产品的下游应用领域	8
图表 8：不同类型电动汽车（轿车）的电池级碳酸锂用量对比	8
图表 9：全球锂产品需求量（折算为碳酸锂）	9

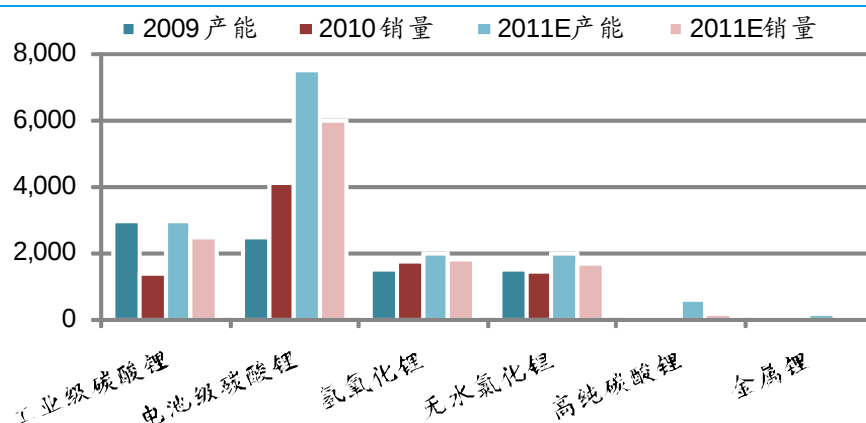
盈利预测、估值与投资建议

盈利预测：2011~2013 年 EPS 分别为 0.395，0.741，1.226 元

产能与销量快速增长

- 公司在 2010 年基本完成了募投项目“年产 5000 吨电池级碳酸锂项目”的建设，进行了无水氯化锂等项目的技改扩能，以及高纯碳酸锂和电池级金属锂的产品开发，基础锂产品产能大幅提升，高端深加工产品的成功开发则改善了公司的产品结构，提供了新的利润来源。此外，公司又于近日公告拟使用超募资金建设“年产 4000 吨电池级氢氧化锂项目”，预计 2012 年 3 月可启用投产。

图表1：公司主要产品产能及销量预测（单位：吨）

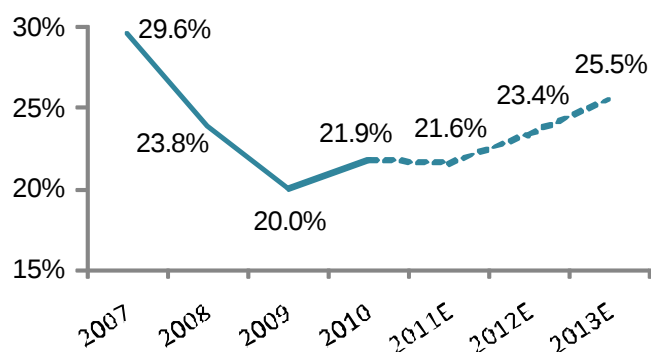


来源：国金证券研究所

成本与毛利率预测：2010 年毛利率企稳回升，未来有逐步提升空间

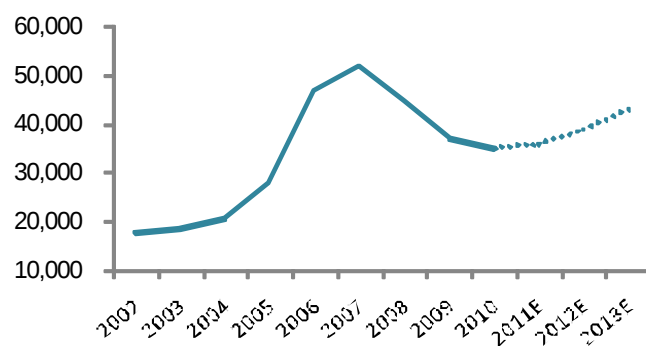
- 公司主营成本中锂辉石成本占到约 60%，由于锂矿石的竞争格局与铁矿石不同，不存在卖方市场，因此公司存在较强的议价能力，其采购价格很大程度上随下游产品价格波动而同向变化。
- 由于公司主要生产设备在强酸环境下运行，故采用加速折旧的会计处理，受“年产 5000 吨电池级碳酸锂项目”投产影响，我们预计公司电池级碳酸锂产品 2011 的成本将有小幅上涨，之后随着产量的提升和折旧影响的减小，毛利率将有所回升；
- 产品附加值较高的高纯碳酸锂由于 2010 年产量较少，较高的折旧摊销致使毛利率偏低，随着产量的提升，毛利率将逐步恢复至应有的较高水平；
- 未来高端锂产品占比的提高、甲基卡锂辉石矿开始供应生产、以及可能发生的产品提价，都将是公司未来毛利率进一步提升的重要动力。我们保守预测公司自有矿山将于 2012 年底开始出矿，根据目前的技术水平和外购矿石价格，用自有矿石生产碳酸锂将节省成本约 5000 元/吨。

图表2：公司综合毛利率走势及预测



来源：国金证券研究所

图表3：电池级碳酸锂价格走势及预测（单位：元/吨）



产品价格预测：国际龙头厂商宣布提价，国内旺盛需求启动，公司锂产品存在提价可能

- 基础锂产品的行业集中度较高，主要厂商对下游企业的议价能力很强，几乎拥有定价权，可按照市场需求情况和自身需要调节价格。
- 国际锂产品巨头德国 Chemetall 和美国 FMC（分别占全球基础锂产品市场份额 20% 左右）已分别于 6 月 16 日和 23 日在其官方网站上公告将从 7 月 1 日起提高旗下所有锂产品的全球售价（包括碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、金属锂等），其中碳酸锂提价 20%，其他锂产品提价 15%-25% 不等。
- 随着汽车动力电池、电网储能电池等下游需求的不断释放，对上游锂电材料的需求也将快速增加。此外，近期国内对铅酸电池行业的治理、以及对电动自行车重量的限制，矣在一定程度上推动了电动自行车用动力电池从铅酸电池向锂电池的切换，从而进一步促进了对锂电材料需求的增长。而行业内的产能扩张则并不十分激进（资源与技术壁垒，以及相对合理的毛利率水平限制了潜在新进入者的投资冲动）。
- 综上，我们判断，经过金融危机以来的持续下跌，锂产品销售价格将迎来拐点，公司各类锂产品的下半年实际销售价格有望走高。

图表4：公司分产品销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
电池级碳酸锂						
平均售价（元/吨）	46,137	37,484	34,901	34,500	34,900	35,300
销售数量（千吨）	3.19	4.30	4.12	6.00	8.50	12.00
销售收入（百万元）	147.08	161.18	143.96	207.00	296.65	423.60
毛利率	31.99%	27.76%	25.05%	24.50%	26.00%	28.00%
占总销售额比重	51.65%	52.82%	48.92%	47.93%	39.85%	38.66%
工业级碳酸锂						
平均售价（元/吨）	36,595	31,540	30,351	30,300	30,500	30,500
销售数量（千吨）	2.04	1.57	1.40	2.00	2.50	3.00
销售收入（百万元）	74.78	49.44	42.41	60.60	76.25	91.50
毛利率	19.85%	12.01%	17.97%	18.00%	19.00%	19.00%
占总销售额比重	26.26%	16.20%	14.41%	14.03%	10.24%	8.35%
氢氧化锂						
平均售价（元/吨）	33,827	31,726	31,284	31,000	31,300	31,600
销售数量（千吨）	1.17	1.64	1.75	1.80	3.50	6.00
销售收入（百万元）	39.57	52.00	54.75	55.80	109.55	189.60
毛利率	6.94%	10.90%	21.76%	22.00%	23.00%	28.00%
占总销售额比重	13.89%	17.04%	18.60%	12.92%	14.72%	17.30%
无水氯化锂						
平均售价（元/吨）	40,204	30,290	28,953	29,000	29,300	29,600
销售数量（千吨）	0.31	1.11	1.45	1.70	1.80	3.00
销售收入（百万元）	12.45	33.68	41.98	49.30	52.74	88.80
毛利率	8.98%	2.16%	9.58%	13.00%	14.00%	15.00%
占总销售额比重	4.37%	11.04%	14.27%	11.42%	7.08%	8.10%
高纯碳酸锂						
平均售价（元/吨）			58,883	60,000	60,500	61,000
销售数量（千吨）			0.06	0.20	0.40	0.60
销售收入（百万元）			3.53	12.00	24.20	36.60
毛利率			11.89%	20.00%	25.00%	25.00%
占总销售额比重			1.20%	2.78%	3.25%	3.34%
金属锂						
平均售价（元/吨）				380,000	370,000	350,000
销售数量（千吨）				0.10	0.20	0.30
销售收入（百万元）				38.00	74.00	105.00
毛利率				22.00%	22.00%	27.00%
占总销售额比重				8.80%	9.94%	9.58%
磷酸铁锂						
平均售价（元/吨）					250,000	250,000
销售数量（千吨）					0.40	0.60
销售收入（百万元）					100.00	150.00
毛利率					25.00%	25.00%
占总销售额比重					13.43%	13.69%
销售总收入（百万元）	284.77	305.13	294.26	431.84	744.43	1095.67
平均毛利率	23.79%	20.00%	21.87%	21.57%	23.36%	25.53%

来源：国金证券研究所

估值与投资建议：建议“买入”

- 我们选取的锂行业可比公司包括：拥有卤水锂矿资源的公司、初级锂产品公司、锂电池正负极材料及隔膜产品公司，可比公司的 PE 均值为 67x11PE 和 44x12PE，其中拥有资源优势的企业享有明显的估值溢价。
- 公司致力打造的锂全产业链已初现雏形：在上游拥有高品位的优质锂辉石矿资源，中游锂产品产能扩张迅速，下游又与技术实力雄厚的央企在锂电池生产上展开了深入合作。随着下游需求的启动，公司有望迎来超过行业增速的快速成长。
- 鉴于公司在碳酸锂行业的龙头地位和锂产业链延伸上的努力，我们认为公司有望成为未来动力电池产业的重要参与者，其市场地位及产业前景良好，建议“买入”。

图表5：可比公司估值（2011 年 6 月 30 日收盘价）

代码	公司简称	现价	EPS			P/E		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002460.SZ	赣锋锂业	29.08	0.28	0.41	0.53	103.9	70.9	54.9
000762.SZ	西藏矿业	33.18	0.10	0.20	0.36	331.8	165.9	92.2
000839.SZ	中信国安	10.41	0.17	0.19	0.27	62.7	54.8	38.6
000009.SZ	中国宝安	17.22	0.30	0.40	0.56	57.4	43.1	30.8
600884.SZ	杉杉股份	18.27	0.29	0.46	0.67	63.0	39.7	27.3
000973.SZ	佛塑科技	13.28	0.28	0.45	0.61	47.4	29.5	21.8
均 值						111.0	67.3	44.2
002466.SZ	天齐锂业	32.32	0.26	0.40	0.74	122.2	81.8	43.6

来源：朝阳永续，国金证券研究所

上下游延伸进行时，致力打造锂产品全产业链龙头

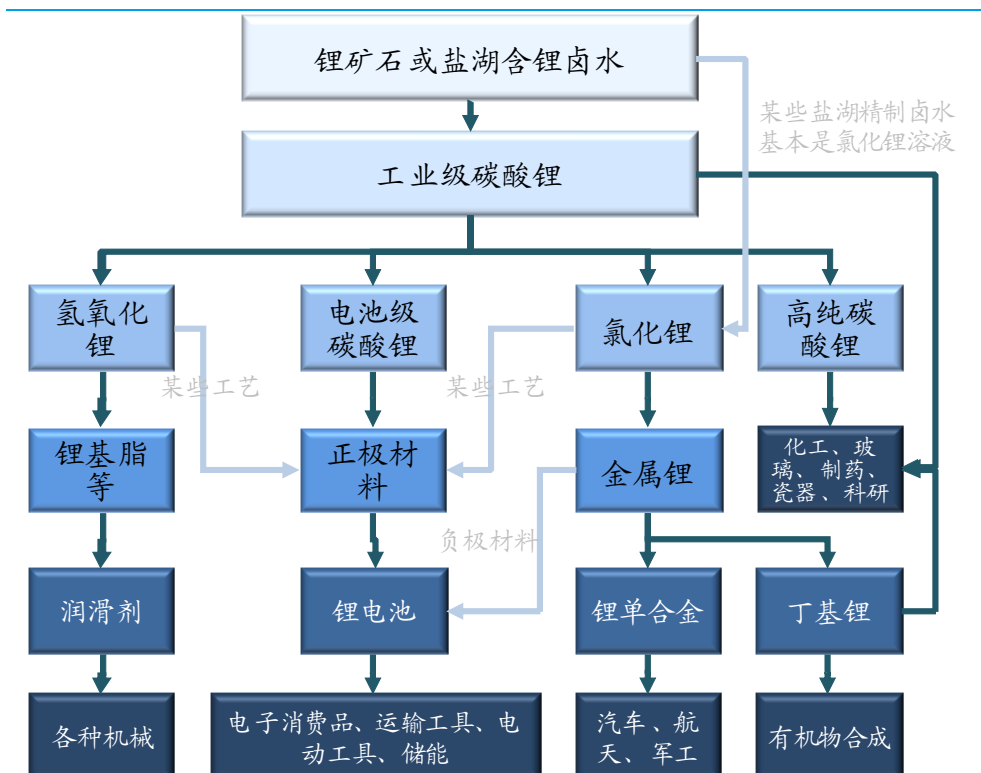
上游锂矿：甲基卡锂辉石矿勘探取得阶段性成果，采矿权证办理中

- 2010 年 12 月，四川省地质矿产勘查开发局完成了对甲基卡锂辉石矿区 632 和 668 号主矿脉的重点地质勘探工作，并提交勘察报告，目前报告已获得四川省储量评审中心评审通过，四川省国土资源厅对报告提交的资源储量进行了备案。目前公司已着手办理该两条矿脉的采矿权证。
- 通过对 632 和 668 号矿脉的地质勘探工作，申报的资源储量为：折合氧化锂 99,652 吨，平均品位 1.20%。
- 大力推进甲基卡矿的进一步勘探及开采准备工作，是公司 2011 年重要工作之一，从而保证上游资源优势尽快转化为经济优势。
- 公司与锂辉石供应商澳大利亚塔里森锂业拥有长期稳固的合作关系，长期采购协议保障了公司在甲基卡出矿前主要生产原材料的供应。
- 公司与塔里森锂业澳大利亚有限公司的锂辉石长期采购协议的合同期限为 2011 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日；采购价格每半年确定一次，在该半年内的采购价格固定不变；2011 年基础采购数量为 10 万吨，2012 年基础采购数量为 12.50 万吨，2013 年至 2015 年基础采购数量为 15 万吨/年，在基础采购量之外，公司还可优先按确定价格追加采购数量。
- 此外，公司控股股东“成都天齐实业（集团）有限公司”即 2010 年成功参股澳大利亚塔里森锂业有限公司后，今年 3 月又完成了对加拿大内玛斯卡勘探有限公司的投资，并成为其第一大股东；跨出了海外优质锂矿资源布局的重要一步。详情请参见天齐集团公司网站新闻：
<http://www.tianqigroup.cn/news1.php>
- 内玛斯卡在加拿大魁北克省拥有包括瓦布什锂辉石矿、赛麦克锂辉石矿在内的多处矿产资源，其中锂矿品位高、地质条件优秀、周边配套设施齐全，可以保证较低的开采成本。

下游锂电池及正极材料生产：增资上海航天电源，意义深远

- 今年6月4日，公司公告称使用超募资金8,208.96万元增资上海航天电源技术有限责任公司，占其增资后注册资本总额的20%，成为其第二大股东（第一大股东为上海航天工业总公司，股权占比61.47%），增资用途将主要用于航天电源二期年产5000万安时动力锂离子电池芯（约需磷酸铁锂2800吨）生产基地建设项目，并形成1万套纯电动轿车动力电池组系统集成配套能力。
- 公司将以此为平台参与到下游以中央企业为主力的新能源汽车动力锂电池产业，推动其上游电池原材料产业发展，有利于加快形成从上游矿山、中游锂电材料到下游动力锂电池的产业布局，并将有效促进公司磷酸铁锂等高端锂材料的产业化步伐。
 - 目前，航天电源一期年产1500万安时车用动力锂离子电池芯及集成系统生产示范线已建成投产，并已同上汽集团等众多国内主力整车厂建立了配套合作关系。
- 公司大手笔深入产业链下游的意义，除了增加利润来源、帮助基础锂产品扩张产能的消化外，更重要的则是以资本纽带加固、加深了公司与下游电池企业的合作关系，而这种密切的合作关系在动力锂电池及其正负极材料这一新兴领域的研发与生产过程中必不可少的。
 - 电池企业对材料供应商的产品供应量、质量稳定性、一致性等均有较高要求，深入下游产业链有利于产品质量控制、市场开拓、与下游客户的充分交流（尤其是在有资本纽带的合作关系下），确保材料供应商与电池企业双方能够在产品开发中毫无保留地通畅沟通。
 - 此外，电动汽车在推广初期，大量的政府采购和政策补贴将是推动需求启动的重要力量，公司合作方上海航天电源的央企身份，将使其产品未来在电动汽车的推广中占有一定优势。
- 公司磷酸铁锂已经进入小批量生产阶段，并成功应用于包括航天电源在内的锂电池生产线。通过航天电源平台，公司有望高效整合下游资源与市场资源，实现优势互补，提高营销竞争能力。

图表6：锂产业链全貌及产品加工路径



来源：国金证券研究所

中游锂产品产能大幅提升，高端产品进一步完善产品线

IPO 项目顺利投产，碳酸锂产能达万吨级，规模优势增强

- 公司已于年初完成了年产 5000 吨电池级碳酸锂的 IPO 募投项目建设，并顺利投产，使碳酸锂总产能达到万吨级；氢氧化锂和无水氯化锂的生产线通过技改，实际产能也均从 1500 吨提高到约 2000 吨。公司主导产品产能迅速增长，同时生产自动化程度、生产效率和原料利用率也得到了提升。
- 产品生产的稳定性和参数一致性是下游锂电正极材料企业对原材料供应商的最核心要求，因此下游企业更愿意与产品质量稳定且供应能力充足的大厂保持长期合作关系。公司的产能扩张除了能够更好地实现规模效应降低成本外，更重要的意义在于提升了企业在行业中的地位，从而在行业集中度提升的过程中占据更有利的竞争位置。

氢氧化锂、无水氯化锂等产品有望成为公司未来重要的利润增长点

- 公司 5 月 25 日公告称，拟使用超募资金 5,180 万元建设“年产 4000 吨电池级氢氧化锂项目”，项目预计从 2011 年 6 月开始施工建设，2012 年 2 月完成，3 月正式投产。
 - 下游的锂电池正极材料企业中，有越来越多地开始使用氢氧化锂（而非碳酸锂）作为原材料进行生产，需求增长迅速。除用于生产锂电池正极材料外，氢氧化锂还是生产高纯碳酸锂和高端润滑剂原料锂基脂的原材料。项目完成后，公司氢氧化锂产能将达到 5500 吨。
 - 与生产电池级碳酸锂相比，在生产电池级氢氧化锂时，矿石提锂较盐湖提锂在成本上具有更显著的优势，因此我们认为，公司投资扩大氢氧化锂产能，有利于最大程度发挥未来锂辉石自供的资源优势，并将其转化为成本优势。
- 在中游锂产品环节，公司所贯彻的产能建设与技术看研齐头并进的战略对公司长期可持续发展尤为重要。此外，由于不同产品的产能在一定程度上可以进行调配，因此丰富的产品线也为公司在下游需求的品种结构发生变化时提供了一定的抗风险能力。
 - 2010 年 12 月，国家知识产权局受理了公司申请的“单水氢氧化锂及其制备方法”和“高纯碳酸锂的制备方法”两项专利申请。
 - 工信部 2010 年 11 月 22 日公布了由公司独家起草的《电池级无水氯化锂行业标准》，该标准将从 2011 年 3 月 1 日起实施。

高纯碳酸锂、金属锂等高端产品投产，改善公司产品结构

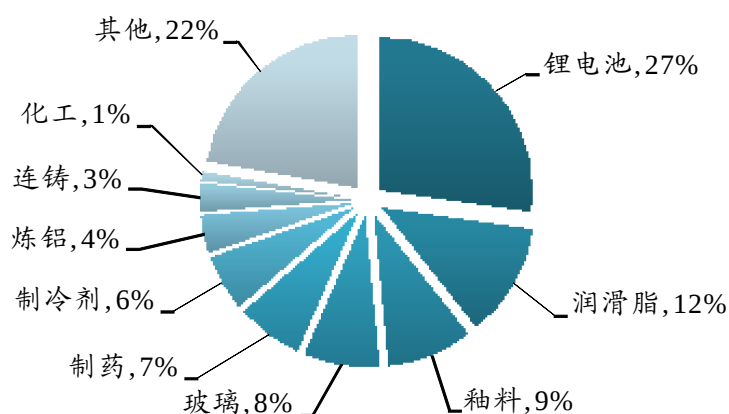
- 除扩大碳酸锂、氢氧化锂等基础锂产品产能以巩固规模优势外，公司还大力开发附加值较高的高端深加工锂产品，如高纯碳酸锂、电池级金属锂等。
- 高纯碳酸锂指纯度达到 99.99%（4N）的碳酸锂，是生产锂电池电解液的主要原材料。
 - 公司采用电池级单水氢氧化锂直接制备 4N 级高纯碳酸锂，并为该生产方法申请了技术专利。2010 年公司已实现约 60 吨高纯碳酸锂的销售。
- 电池级金属锂由无水氯化锂制备，可用于生产锂电池负极材料等下游高端锂产品。
 - 公司于 2009 年开始利用自有资金投建年产 200 吨金属锂工程，截止 2010 年底，该项目已完成一期工程建设并开始试生产，具备年产 50 吨金属锂产能。

锂电池新兴应用领域的发展推动锂产品需求高速增长

动力锂电池、电网储能电池逐渐启动

- 锂电池作为锂产品下游中占比最大的应用领域，近年来随着手机、笔记本电脑等便携电子设备的普及实现了高速增长，其中可充电锂电池（即二次锂电）2000年~2010年市场需求的年均复合增长率达到22%。谨慎估计（仅考虑手机、数码电子产品等小型移动设备市场），2012年将达到14,000吨。
- 随着电动汽车大规模商业化应用的推进、电动自行车用电池中的锂电池份额逐步提升（目前以铅酸电池和镍氢电池为主）、新能源接入带来的电网储能需求增长，锂电池行业的需求增长空间巨大，届时电池级碳酸锂的需求有望实现爆发式增长。
- 目前我国已有25个城市开展新能源汽车项目试点，按照各个城市的推广计划，保守估计2015年前我国新能源汽车保有量有望达到20万辆。
- 国家风光储输示范工程（一期）项目的储能设备招标中，锂电池被选为主要技术路线，合计招标储能用锂电池143MWh（折合电池级碳酸锂用量1000吨左右），另一技术路线的液流电池仅8MWh。

图表7：锂产品的下游应用领域



来源：国金证券研究所

- 近年来，随着中国、韩国锂电池制造技术的开发和提升，全球锂电池生产正逐渐从日本向中国和韩国转移，这将一定程度上带动整个产业链向相同地区转移。我们预计，未来三到五年，我国锂产品（尤其是电池级碳酸锂）的需求增速将明显高于全球平均水平。

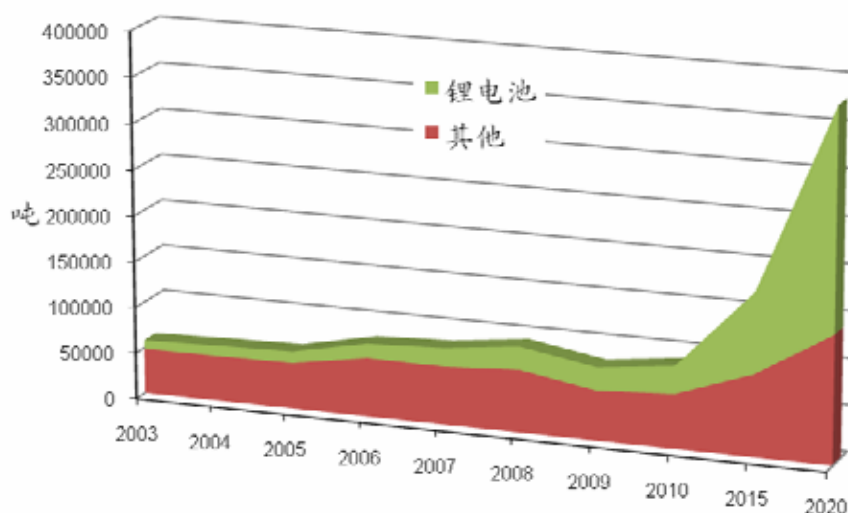
图表8：不同类型电动汽车（轿车）的电池级碳酸锂用量对比

电动汽车类型	动力系统模式	电池类型	电池级碳酸锂用量
HEV	内燃机为主，电池动力辅助	镍氢电池	-
锂电HEV	内燃机为主，电池动力辅助	锂电池	5公斤
PHEV	电池动力为主，内燃机辅助	锂电池	25公斤
BEV	储能电池提供全部动力，无内燃机	锂电池	50公斤

锂产品行业集中度高，且具有较高的进入壁垒

- 全球锂产品行业集中度高，主要产能集中在 SQM、FMC 和 Chemetall 三家国际龙头企业，三者合计约占全球市场份额的 70%，我国锂产品约占全球市场份额的 29%。
- 我国锂产品行业的起步以 1958 年新疆锂盐厂的建设为标志。国内主要锂产品生产企业除天齐锂业外，还有新疆锂盐厂、江西赣锋锂业等公司。随着行业整体技术加工水平的提高，行业产品结构重心正在逐步由基础锂产品向高附加值的高端锂产品转变，市场集中度将不断提高，最终形成少数具有综合竞争优势企业间竞争的市场格局。
- **资源壁垒：**锂是稀有金属，我国乃至全球范围内已探明的可供开采且规模较大的固体锂矿资源屈指可数，新的行业进入者很难获得优质且供应量稳定的矿石原料，无法实现大规模生产。
- **技术壁垒：**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，目前我国仅有的几家采用盐湖卤水为原料生产锂产品的企业经过多年的研究和试生产，仍无法实现稳定的大规模生产。
- **市场壁垒：**以电池级碳酸锂为例，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。

图表 9：全球锂产品需求量（折算为碳酸锂）



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	285	305	294	432	744	1,096
增长率		7.2%	-3.6%	46.8%	72.4%	47.2%
主营业务成本	-217	-244	-230	-339	-571	-816
% 销售收入	76.2%	80.0%	78.1%	78.4%	76.6%	74.5%
毛利	68	61	64	93	174	280
% 销售收入	23.8%	20.0%	21.9%	21.6%	23.4%	25.5%
营业税金及附加	-2	-2	-1	-1	-2	-3
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-7	-7	-8	-11	-18	-25
% 销售收入	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%
管理费用	-11	-9	-14	-19	-32	-44
% 销售收入	3.9%	3.0%	4.7%	4.5%	4.3%	4.0%
息税前利润（EBIT）	48	42	42	61	122	207
% 销售收入	17.0%	13.8%	14.3%	14.2%	16.4%	18.9%
财务费用	-2	-4	-1	10	9	8
% 销售收入	0.8%	1.5%	0.3%	-2.3%	-1.2%	-0.7%
资产减值损失	-2	1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	2	5
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	2.3%
营业利润	44	39	40	71	133	220
营业利润率	15.6%	12.7%	13.8%	16.4%	17.8%	20.1%
营业外收支	2	4	7	0	0	0
税前利润	46	43	47	71	133	220
利润率	16.1%	14.1%	16.1%	16.4%	17.8%	20.1%
所得税	-2	-6	-9	-13	-24	-40
所得税率	4.6%	15.1%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	44	36	39	58	109	180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	44	36	39	58	109	180
净利率	15.4%	12.0%	13.2%	13.4%	14.6%	16.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	0	39	58	109	180
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	11	16	25	35
非经营收益	0	0	4	1	-1	-4
营运资金变动	0	0	-80	-49	-166	-180
经营活动现金净流	0	0	-26	26	-33	31
资本开支	-61	-30	-71	26	-64	-85
投资	0	-8	0	-1	0	0
其他	13	7	5	0	2	5
投资活动现金净流	-48	-31	-66	25	-62	-80
股权募资	23	0	678	0	0	0
债权募资	38	35	-94	-25	0	1
其他	-3	-41	-8	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	58	-6	576	-26	-1	0
现金净流量	10	-37	484	26	-96	-49

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	53	45	530	556	459	411
应收款项	31	50	92	106	183	270
存货	110	81	144	186	313	447
其他流动资产	7	22	10	12	19	26
流动资产	201	199	776	860	974	1,154
% 总资产	54.4%	51.3%	73.9%	78.8%	78.3%	78.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	83	95	159	184	224	275
% 总资产	22.6%	24.4%	15.1%	16.9%	18.0%	18.7%
无形资产	46	46	47	44	44	43
非流动资产	169	189	274	231	270	320
% 总资产	45.6%	48.7%	26.1%	21.2%	21.7%	21.7%
资产总计	370	388	1,050	1,091	1,245	1,475
短期借款	74	59	0	0	0	0
应付款项	34	15	42	41	70	100
其他流动负债	1	6	14	23	39	57
流动负债	108	79	56	64	109	158
长期贷款	0	50	15	15	15	16
其他长期负债	16	21	25	0	0	0
负债	124	151	96	79	124	174
普通股股东权益	238	237	954	1,012	1,121	1,301
少数股东权益	8	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	370	388	1,050	1,091	1,245	1,475

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.299	0.248	0.265	0.395	0.741	1.226
每股净资产	3.233	3.229	9.733	10.325	11.436	13.276
每股经营现金净流	0.090	0.365	-0.268	0.265	-0.337	0.321
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.49%	15.36%	4.08%	5.74%	9.71%	13.86%
总资产收益率	11.88%	9.40%	3.70%	5.32%	8.75%	12.23%
投入资本收益率	14.42%	10.34%	3.56%	4.89%	8.79%	12.91%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.03%	7.15%	-3.56%	46.75%	72.38%	47.18%
EBIT增长率	-31.48%	-12.79%	-0.11%	45.42%	99.03%	70.30%
净利润增长率	-32.16%	-16.98%	6.62%	49.35%	87.45%	65.61%
总资产增长率	28.03%	4.95%	170.40%	3.95%	14.08%	18.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.7	7.2	13.7	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	175.5	142.9	178.6	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	37.8	17.1	36.4	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	90.3	80.2	94.5	110.4	81.4	70.4
偿债能力						
净负债/股东权益	8.28%	26.60%	-53.99%	-53.42%	-39.66%	-30.35%
EBIT利息保障倍数	20.1	9.4	48.5	-6.2	-13.4	-27.2
资产负债率	33.58%	38.85%	9.13%	7.26%	9.97%	11.77%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	1	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室