

研究员: 刘敏达 执业证书编号: S0570510120047
☎ 025-83290904 ✉ liuminda@mail.htsc.com.cn
http://t.zhangle.com/4053

天齐锂业(002466)

近看量价齐升, 远看锂电替代

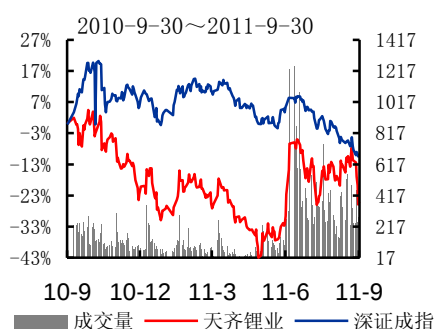
投资评级: 观望(首次评级)

稀有金属 II

当前价格(元): 34.48

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

投资要点:

最近, 我们对天齐锂业进行了调研, 认为公司未来三年的业绩已经进入释放期。

◆ 近期来看, 公司生产的锂产品价格已进入稳步上行的通道, 此块传统业务为公司提供了经营保障, 但是考虑到公司原材料及人工成本的同期上升, 我们认为公司未来持续的盈利增长点主要还是来自高附加值的高端锂产品产能的释放。

远期来看, 公司业绩将受益于锂电池替代的行业利好和公司产业链的延伸。在国家政策大力扶持的宏观背景以及技术改进、成本下降的行业背景下, 新能源概念将从概念估值过渡到业绩估值阶段, 锂电替代已经成为了动力电池不可阻挡的行业趋势, 公司的电池类材料的需求有望迎来爆发性的增长。同时, 公司寻求长期合作, 向上掌控锂矿资源, 向下进军锂电池领域, 积极进军上下游的一体化战略举措更是降低产品成本, 获得超行业发展速度的有力保证。

◆ 保守估计, 我们认为 2011-2013 年电池级碳酸锂的价格年增长幅度在 2% 左右, 未来随着各项在建产能的逐步达产, 公司 12 年底的产能规模有望达到 1.8 万吨左右, 基于这一假设, 我们预测 2011-2013 年公司将实现营业收入 3.77、7.27 及 9.45 亿元, EPS 分别为 0.38、0.61 及 0.73 元。对应于目前的股价, 市盈率分别为 101.08 倍、62.05 倍及 52.52 倍, 目前概念估值较高, 给予“观望”评级。

◆ 风险提示: 公司的项目投产进度低于预期; 措拉锂矿的采矿权获取不及预期; 盐湖提锂技术的突破性进展

公司基本资料

总股本(万)	14700.00
流通 A 股(万)	3859.50
52 周内股价区间(元)	26.01-72.99
总市值(亿)	50.02
总资产(亿)	10.91
每股净资产(元)	6.56

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	2.94	3.79	7.31	9.50
+/-%	-3.56	28.70	92.96	30.00
净利润(百万)	38.88	55.44	90.31	106.69
+/-%	6.59	42.59	62.90	18.14
EPS(元)	0.32	0.38	0.61	0.73
P/E	120.11	101.08	62.05	52.52

一、强者愈强：巩固高端产能优势，打造一体化产业链

1.1 电池级锂产品的龙头企业，积极拓展高端锂产品产能

天齐锂业（002466）是全球规模最大的矿石提锂生产商，由于技术领先、规模较大、综合竞争力较强，占据国内锂行业的龙头地位。公司的主要产品包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、氢氧化锂以及无水氯化锂等，下游包括电池正极材料、化工、特种工程塑料、橡胶、核工业、航空航天、金属冶炼等领域。

图表 1：公司主要产品和应用

产品名称	主要用途
工业级碳酸锂	铝电解、特种玻璃、陶瓷、玻璃，珐琅等行业。可转化为氯化锂、氟化锂、溴化锂、单水氢氧化锂等系列锂化合物。
电池级碳酸锂	锂离子电池的正极材料及电解质材料行业，也是核工业、高档Al-Li合金、特种玻璃和背投彩电工业等的基础原料。
高纯碳酸锂	是各种高纯锂盐，含锂单晶的原材料，用于光学特种玻璃、搪瓷工业、医药、催化剂、彩色荧光粉、锂离子电池材料等。
电池级无水氯化锂	主用应用于一步电解制取电池级金属锂等。
单水氢氧化锂及无尘级单水氢氧化锂	主要用作锂基润滑脂、碱性电池、耐腐蚀锌基染料等产品的重要添加剂，也可做二氧化碳吸附剂。
高纯级和电池级单水氢氧化锂	用于生产锂电池，也是其他高纯含锂化合物的重要原料。
金属锂	广泛应用于原子能，航空航天、锂合金、锂电池、受控核聚变反应堆、军事工业、合成橡胶及制药等行业。
磷酸二氢锂	主要用于生产锂离子电池的正极材料磷酸亚铁锂。

资料来源：公司资料，华泰证券

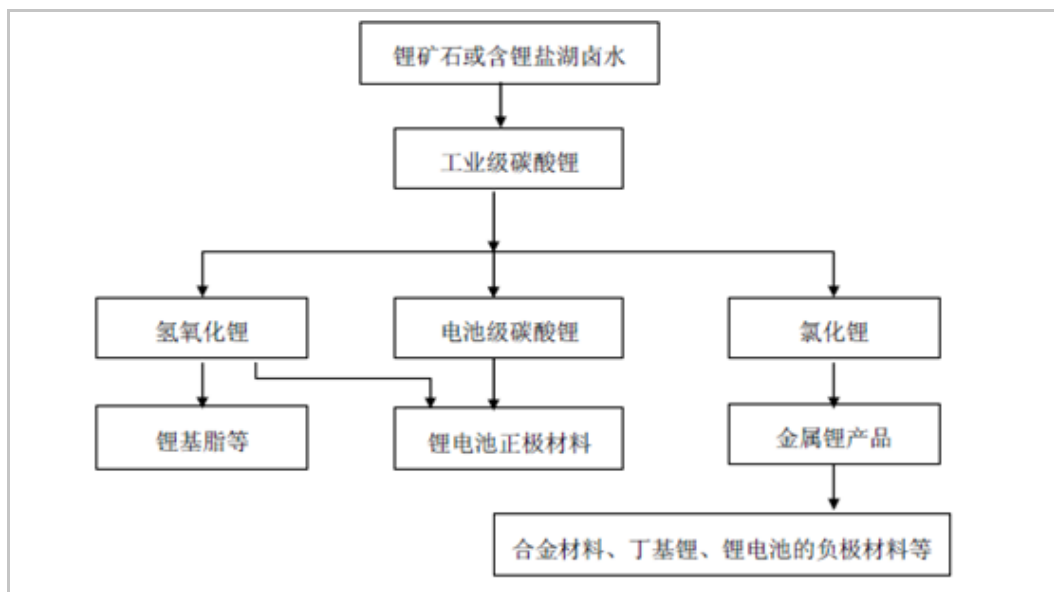
根据加工难度、工艺水平和技术含量等因素，锂产品可以分为基础锂产品和高端锂产品两类。基础锂产品一般指工业级碳酸锂、工业级氢氧化锂等大宗产品，其纯度相对较低，杂质含量较多，一般用于锂产品的深加工以及要求较低的领域；高端锂产品包括电池级碳酸锂、电池级氯化锂、电池级氢氧化锂、高纯碳酸锂、磷酸二氢锂、电池级金属锂等，此类产品对生产技术和工艺流程要求较高，产品纯度高，杂质少，主要用于锂离子电池及电解质材料行业，也是一些精密加工的基础原料。

公司的核心竞争优势主要体现在电池级别的高端锂产品上，在技术水平、产品品质以及生产规模方面，都处于行业的领军地位。

➤ 雄厚的技术研发实力构筑公司的成本优势。

在技术水平上，公司是中国电池级锂产品市场的开拓者和行业标准的制定者，具有五项专利技术，成功开发了矿石提锂的新工艺路线，可用锂辉石直接生产电池级碳酸锂和无水氯化锂等高端锂产品。相较于国内其他锂产品生产企业，这一技术优势已成功转化为成本优势，生产环节减少带来的流程优化以及锂回收率的提高，这使得公司的成本大大降低。

图表 2: 锂产品产业链图

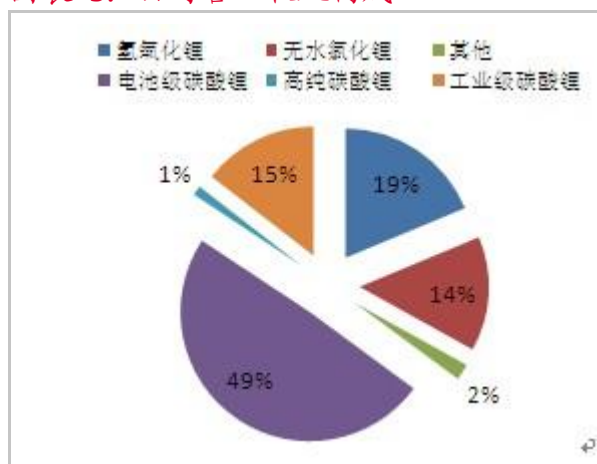


资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券

➤ 实际产量规模在国内锂产品生产商中名列第一。

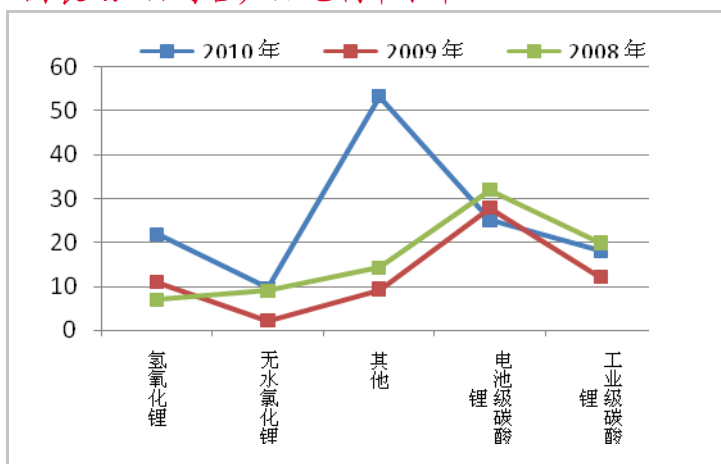
截止到 2011 年 7 月, 公司已具有 3,000 吨工业级碳酸锂、5,500 吨电池级碳酸锂(募投项目的 5000 吨电池级碳酸锂 2011 年释放产能 60%, 2012 年底产能将完全释放), 1,500 吨无水氯化锂(新增的 1500 吨产能将在 2012 年投产), 2,000 吨氢氧化锂(目前有 4,000 吨在建, 预计 2012 年上半年投产), 100 吨金属锂(计划建成 200 吨)以及 600 吨高纯碳酸锂/磷酸二氢锂的生产能力。

图表 3: 公司营业收入构成



资料来源: 公司公告, 华泰证券

图表 4: 公司各产品毛利率水平



资料来源: 公司公告, 华泰证券

➤ 稳定可靠的产品质量占据国内锂电池材料主要的市场份额。

由于电池制造工艺原因, 下游材料客户对电池级锂产品的质量要求较高, 看重产品长期的品质稳定性

以及大批量供货的能力。公司建立了一整套严格的内部质量控制机制，经过十余年的发展，树立了良好的企业形象和市场信誉，其“锂坤达”商标在国内外同行中具有较高的知名度，占据了国内锂电池材料主要的市场份额。国内主要锂电池材料生产厂商，如杉杉新材料，当升材料，瑞翔新材料等均为公司固定客户，形成了长期良好的合作关系。目前国内电池级碳酸锂的市场容量大约 9000 吨，公司产品销量在 4500-5000 吨左右，牢牢占据 50%以上的市场份额。

1.2 内外兼修，保障公司的原材料供给

锂产品根据原材料的不同可以分为矿石提锂和卤水提锂两种工艺路线。公司采用的是矿石提锂，为了保障原材料的供应，公司内外兼修，通过两方面的途径，积极向上游矿山渗透，寻求更大的资源掌控力。

➤ 对外，建立与外部矿山公司的长期战略合作关系。

首先，公司与塔力森公司建立长期战略合作关系。塔力森公司是世界锂辉石的主要供应商，其拥有的澳大利亚格林布什矿山是目前全球开采规模最大、品质最稳定的高品位锂辉石矿山，资源储量折合金属锂超过 45 万吨，供应量约占全球锂辉石矿的 2/3。作为中国最大的矿石提锂生产企业（公司目前采购的锂辉石约塔力森产量的 25%左右），公司与塔力森公司建立了长期稳定、互利互惠的合作关系，签署了长期采购协议，并达成协议到期时将无限期自动续签等优惠条款，不仅保障了原材料来源，更锁定了采购价格，有利于公司原材料的渠道和成本稳定。

其次，母公司天积极入股内玛斯卡公司。母公司天齐集团于 2011 年 3 月完成了对加拿大内玛斯卡勘探有限公司的投资。其通过旗下荷兰子公司持有内玛斯卡约 10%的股份以及 4,963,050 份认股权证，成为该公司最大股东。内玛斯卡目前已拥有 2,500 万吨已测量和指示资源量，拥有 25 年的资源开采潜力。母公司参股内玛斯卡，规避了供应商单一的潜在风险，为天齐锂业的锂辉石供应提供了长远的保障。

➤ 对内，获得措拉锂辉石矿的探矿权，并正在申请采矿权。

为了从根本上解决锂辉石供应问题，公司更是积极寻求矿产资源储备，入主国内矿山，向上游延伸，获得长期稳定的原材料保障。公司的全资子公司天齐盛合投资有限公司于 2008 年 10 月获得四川省雅江县措拉锂辉石矿（四川省甘孜州甲基卡矿山的一部分，这一矿区为世界第二、亚洲最大的锂辉石矿山，探明氧化锂储量 92 万吨，折合金属锂 39 万吨）的探矿权。公司已经完成对 632 和 668 号主矿脉的重点地质勘探工作，其在四川省国土资源厅的资源储量备案为氧化锂（331+332+333）99,652 吨，平均品位 1.2%。据保守的估计，我们认为公司将于 2012 年中期拿到采矿权，2012 年底出矿，达产后将形成年产 64 万吨的产能。按照每吨碳酸锂需要的锂辉石的投料比计算，我们估计自产的锂辉石将使得公司每吨碳酸锂产品的成本下降 20%左右。

1.3 战略部署，延伸下游锂电池的产业链

2011 年 4 月 7 日，公司与上海航天电源技术有限责任公司签署《增资扩股框架协议》，成为航天电源除国资以外的第二大股东，在航天电源现有 1,500 万安时动力锂电池生产线的基础上，共同在上海建造 5,000 万安时的动力锂电池生产基地。这一举措不仅可以和下游客户形成更亲密的伙伴关系，增加客户粘度，更是为公司进入动力锂电池行业打开了快速通道。

资源紧张、环境保护、新能源规划即将出台，这些都预示着新能源汽车产业将迎来爆发式发展，而动力电池领域也将大幅度受益。航天电源具有深厚的央企背景，是央企电动车产业联盟成员；具备丰富和成熟的产业化配套经验，为亚运会、世博会、中国首个电动车国际示范区上海嘉定区等项目做过多次锂电池动力车配套，同时具有良好的客户关系，已与上汽集团、东风汽车、上海通用、上海华普等国内汽车制造商建立了广泛的合作关系。公司可以此合作为契机，以此合作平台更加深入的介入到以中央企业为主力的下游新能源汽车动力电池产业，为公司进入动力电池行业打开了快速通道，具有极其重要的战略意义。

二、价格上行与产能释放提振短期业绩

我们认为，公司生产的基础锂产品价格已进入稳步上行的通道，此块传统业务为公司提供了经营保障，但是考虑到公司原材料及人工成本的同期上升，我们认为公司未来持续的盈利增长点主要还是来自高附加值的高端锂产品产能的释放。

2.1 电池级碳酸锂价格上涨趋势已经确定

我们认为，在消费电子类锂电池下游需求高速增长的推动下，电池级锂产品的价格有望摆脱近三年的颓势，进入上升通道。同时，较高的行业集中度和进入壁垒，以及下游电池厂商成本对碳酸锂等电池材料价格的相对不敏感，都有力的支撑了价格的上涨，国外两大锂产品巨头的联手提价也预示着，电池级碳酸锂的国内价格调高已为期不远。

图表 5：锂电池与其他电池优势比较

性能	与其他电池比较
工作电压高	工作电压可达 3.6V，是镍镉和镍氢电池工作电压的三倍
能量比高	目前已达 140Wh/kg，是镍镉电池的 3 倍，镍氢电池的 1.5 倍
循环寿命长	锂电池循环寿命已达 1,000 次以上，在低放电深度下可达几次
自放电小	锂电池月自放电率仅为 6-8%，远低于镍镉电池及镍氢电池
无记忆效应	可以根据要求随时充电，而不会降低电池性能
环保程度高	锂电池中不存在有害物质，绿色环保

资料来源：电池网站，华泰证券

➤ 消费电子类锂电池需求保持稳定增长，市场拐点近在眼前。

据容量大小，锂电池可分为小容量电池和大容量电池。小容量锂电池主要应用于手机、相机、笔记本电脑等手持电子设备，大容量锂电池主要应用于汽车、电动自行车等领域。根据 IIT 的数据统计，目前锂电池仍然是消费电子占据主导地位，全球锂电电芯的 77% 左右用在手机、笔记本电脑等设备上。

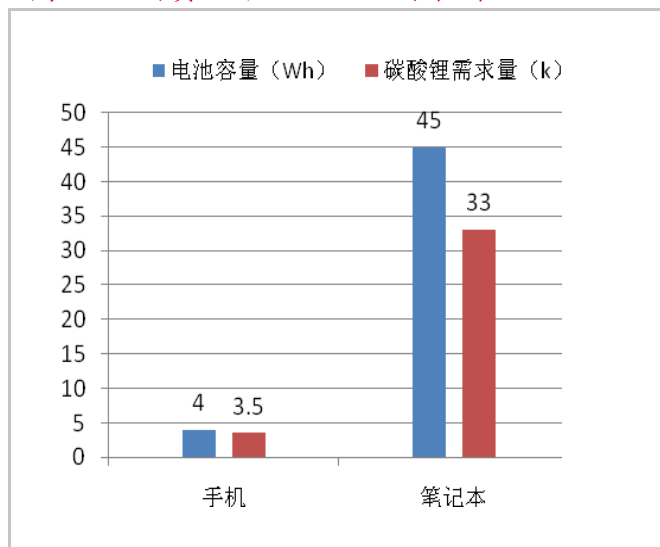
在手机数码方面，据 Strategy Analytics 最新研究显示，2011 年二季度全球手机出货量比去年同期增长 13%，达到 3.611 亿台，而全球智能手机销量同比增长率更是高达 74%（Gartner 的最新报告），我们认为随着全球手机需求的增长，同时，其中智能机等高端手机占比的不断提高导致的平均单台手机对碳酸锂的需求的增长（目前手机单台需求碳酸锂在 3.3-3.5 克左右，同比大约上升了 10% 左右），这两点因素将使手机对碳酸锂的需求维稳在 15% 左右。

在笔记本方面，单台笔记本需要碳酸锂 33 克左右，考虑到笔记本电脑对台式电脑代替，以及笔记本电脑自身的更新换代，新兴市场以及商用市场的需求，我们预计全球笔记本电脑市场仍将保持较为稳定的增长。根据 DRAMeXchange 的预测数据，2011 年笔记本电脑总出货量约 2.19 亿台，年增 12.9%。考虑到新兴市场以及商用市场的需求，未来五年，这一增速将维持在 10% 左右。

值得一提的是，销售量增长迅猛的平板电脑将为锂电池的快速增长做出越来越大的贡献。根据 Gartner 最新研究显示，2011 年全球平板电脑出货量为 6360 万台，相较 2010 年的 1760 万台，同期增长 261.4%，并且这一强劲的需求趋势有望延续，2015 年的销售量预计将达到 3.263 亿台，年复合增长率为 150%。平板电脑的爆发性增长将极大拉动消费电子类锂电池的需求。

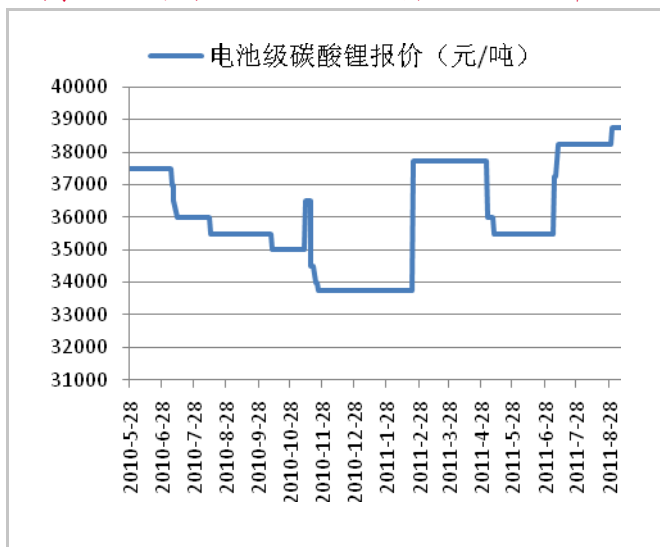
总之，考虑到智能手机，笔记本电脑以及平板电脑行业未来几年的高速增长，锂产品将充分享受到锂电池需求快速增长带来的价格上升。

图表 6：消费电子类锂电池需求情况



资料来源：华泰证券

图表 7：国内电池级碳酸锂价格进入上升通道



资料来源：百川资讯，华泰证券

➤ 行业壁垒较高以及下游厂商对产品价格不敏感对价格形成有力支撑。

高端锂产品具有较高的市场进入壁垒，一般电池级碳酸锂生产企业和锂电池材料生产厂商需要形成了长期稳定的合作关系，新的供应商、甚至新生产线产品都要经过长期、严格的质量检测程序和质量保证体系认证过程才能获得锂电池材料生产厂商的认可，此外该行业还有一定资源及技术壁垒，相对较高的进入壁垒使得行业避免了新进入者的恶性竞争，有利于产品价格的维稳。

虽然根据锂电池正极使用材料（钴酸锂、锰酸锂、三元复合材料）的不同，碳酸锂占整个阳极材料的生产成本有所不同，但一般也保持在 5%-6% 左右，成本占比较低使得电池材料厂商对碳酸锂价格的敏感度不高，这有助于支撑碳酸锂价格的上行。

此外，国外厂商已经吹响了涨价的号角，这也为国内碳酸锂价格的上涨提供了一定的契机。美国 FMC、德国 Chemetall（两者大约占全球 40% 以上的碳酸锂产能）已经从 7 月 1 日起联手提价，虽然最终整个行业的价格趋势还要看龙头老大——智利 SQM（占全球 30% 以上的碳酸锂产能）的态度，但是我们认为，这次

两大巨头的联手涨价可以看做是碳酸锂摆脱摆脱三年颓势，进入上升通道的一个信号。我们在与公司的沟通中也了解到，目前电池级碳酸锂的报价近三年来首次突破 40000 元，并且这一上升趋势将继续。

2.2 公司高端锂产品产能释放正在进行时

在下游化工电子行业需求快速增长的局面下，公司为了满足市场需求，抢占市场份额，积极扩大附加值高的高端锂产品的生产规模。除募投新增年产 5,000 吨电池级碳酸锂和 1,500 吨无水氯化锂技改扩能项目之外，还利用超募资金和技改专项资金建设电池级氢氧化锂和金属锂项目。

目前，“新增年产 5000 吨电池级碳酸锂项目”已于 2011 年 3 月开始试生产，产能已经释放 60%，预计 2012 年底产能有望完全释放，1500 吨的技改氯化锂产能将在 2012 年投产，新增的 4000 吨电池级氢的产能规模有望达到 1.8 万吨左右。氧化锂项目也将在 2012 年投产，同时，公司计划将随着下游市场增长的需要，将金属锂的产能扩张到 200 吨，未来随着各项在建产能的逐步达产，公司 2012 年底的产能将达到 1.8 万吨左右。

考虑到目前新增的约 1 万吨的产能基本都为毛利率较高的电池级高端锂产品，我们认为短期内，这些产能的释放即将开始对公司产生较大的业绩贡献。

图表 8：公司产能释放情况（吨）

产品	工业级碳酸锂	电池级碳酸锂	无水氯化锂	工业级氢氧化锂	电池级氢氧化锂	高纯碳酸锂/磷酸二氢锂	金属锂	合计
募投前产能	3000	2500	1500	1500	0	600	0	9100
扩建产能	0	5000	1500	0	4000	0	200	10700
2011 年产能	3000	5500	1500	1500	0	600	100	12200
2012 年产能	3000	7500	2000	1500	3200	600	200	18000

资料来源：公司公告，华泰证券

三、两大因素鼎力锂电替代，公司长期受益

长期来看，公司的业绩将显著受益于锂电池行业替代带来的绝对利好。在国家铅酸电池行业整顿力度加大、国家对新能源汽车各项政策纷纷出台等宏观背景下，再加上锂电自身成本降低和性能提升两大因素的鼎力助推，锂电池替代已经成为动力电池行业不可逆转的趋势。

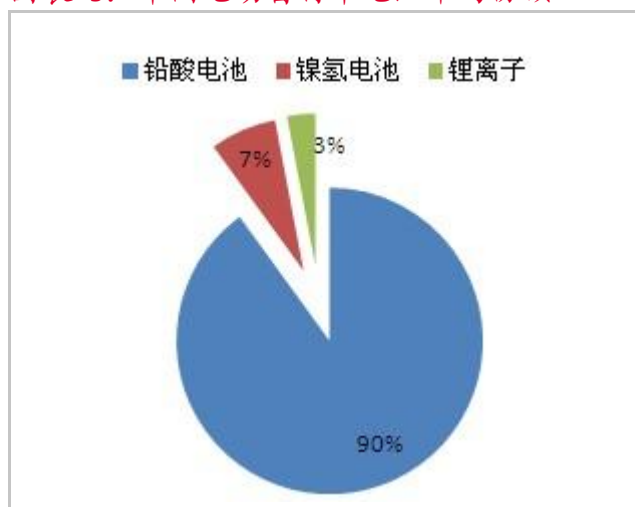
3.1 性价比提升，锂电电动车的市场份额将迎来突破

今年以来，由于锂电自身技术的不断推进（电池寿命延长而成本快速降低），较高的性价比已经使其具备了一定的竞争优势，同时，由于环保等问题，国家整治铅酸电池和电动自行车行业的政策力度空前，这将在微观和宏观两个层面推动锂电取代铅酸电动车的进程，未来三年，电动自行车的锂电需求量的复合增长率将超过 40%。

➤ 锂电产品自身成本降低和性能提升提供锂电规模产业化驱动力。

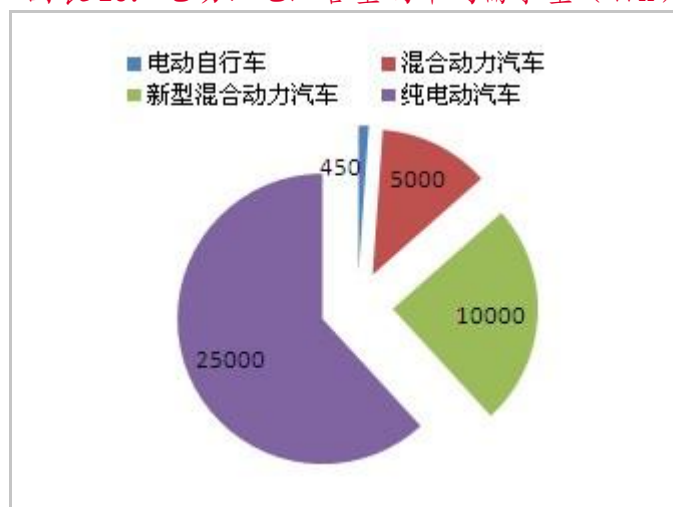
虽然与传统的铅酸、镍镉以及镍氢电池相比，锂电池具有体积小、质量轻、工作电压高、比能量大、循环寿命长、无污染以及安全性能好等诸多优点，但由于价格普遍比铅酸蓄电池电动车高出几百元到上千元不等，目前锂离子及其它电池只占整个电动车市场份额的3%左右。但随着锂电池技术日臻成熟，电池寿命和稳定性的问题已得到了部分解决，目前已经可以批量生产使用年限长达2-3年，价格在800~900元的锂电池，这已经使得锂电具备了一定的成本优势。同期，我们认为随着锂电池生产（外形尺寸、接口和保护电路）的标准化，锂电池生产企业与整车厂商合作的不断深入，锂离子电池取代铅酸电池在电动车市场的主导地位已经成为不可逆转的趋势。

图表 9：中国电动自行车电池市场份额



资料来源：中国自行车协会，华泰证券

图表 10：电动锂电池容量的平均需求量（Wh）



资料来源：电池网站，华泰证券

➤ 双管齐下的国家政策为锂电自行车创造良好的政策环境。

2011年以来，国家加快了对铅酸电池行业的整治，5月18日，环保部更是进一步下发了《关于加强铅蓄电池及再生铅行业污染防治工作的通知》，对企业污染物稳定达标排放、落实防护距离、建立重金属污染责任终身追究制等提出要求。目前全国范围近2000家铅酸电池企业，共有583家企业被取缔，比例达到30%，而据统计，国内已有将近80%的小铅酸电池厂停止生产。与此同时，近日4部委联合下发《关于加强电动自行车管理的通知》，将“最高时速大于20码，重量大于40公斤”的电动车列为“超标”车，限期淘汰，“限重”条款使得锂电池的轻便、高能量密度的优点开始显现，市场应用将逐步扩大。

同时考虑到我国锂电池电动车的市场只有3%左右（国外已达到50%左右），市场份额提升空间巨大，我们保守估计，2015年国内锂电池的电动自行车的市场份额有望达到30%左右，市场容量大概为9GWh。

3.2 国家政策打开锂电汽车的高成长空间

能源和环境这些因素使得我国把新能源汽车列为战略性新兴产业之一，推出各项电动汽车产业扶持政策，如加大在相关领域的研发投入，加大购车补贴力度，实行税收优惠政策等，我们认为，这些政策将极大刺激新能源汽车，尤其是纯电力汽车的飞速发展，推动动力锂电池的爆发性需求，2015年新能源汽

车领域锂电池市场容量将有望达到 30GWh，年复合增长率超过 100%。

根据 2011 年 9 月最新的《节能与新能源汽车产业规划》的征求意见稿显示，我国新能源汽车发展的总体目标是，到 2020 年，新能源汽车累计产销量达到 500 万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的 50%以上，这显示了发展电动汽车为主、节能汽车为辅的技术路线，同时该规划还将突破电池瓶颈作为未来十年的一个研发重点，这一规划描绘了新能源汽车，尤其是纯电动汽车广阔的发展前景。

考虑到锂电池与其他电池相比，在作为汽车动力具有着不可替代的独特优势（如具有最高的比能密度，能量储存能力强因而可以满足车辆动力性能，同时又不会因为过重而降低车辆性能），因此我们认为，动力锂电池将直接最大受益新能源汽车增长，高成长空间已经被打开。虽然目前我们的电动汽车仍然存在比容量低，生产成本高等问题，但是国家对新能源汽车的产业化道路的强制要求和财政补助使得我们保守估计，2015 年新能源汽车领域锂电池需求量有望超过 30GWh。

图表 11：新能源车相关政策一览

日期	相关政策	政策要点
2011.09	《节能与新能源汽车产业规划》的征求意见稿	到 2020 年，新能源汽车累计产销量达到 500 万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的 50%以上
2010.10	《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》	对插电式混合动力和纯电动汽车最高补贴额度分别为 5 万元和 6 万元
2010.05	《“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则》	对消费者购买节能汽车给予一次性为 3000 元/辆定额补助
2010.04	工信部推出电动车“国家标准”	4 项标准通过审查成为电动车国家标准。
2010.03	工信部与六车企就新能源汽车路线达成共识	只要能够达到节能的目的，国家都将给予政策支持。
2009.12	新能源汽车示范推广试点城市范围扩大	将节能与新能源汽车示范推广试点城市由 13 个扩大到 20 个，选择 5 个城市进行对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点
2009.07	《新能源生产企业及产品准入规则》正式实施	
2009.05	国务院安排 200 亿元资金支持技改	国务院决定以贷款贴息的方式，安排 200 亿元资金支持技改
2009.03	《汽车产业调整和振兴规划》出台	提出未来 3 年新能源汽车形成 50 万辆产能，占乘用车销量的 5%；推动新能源车及关键零部件产业化。
2009.02	《节能与新能源财政补助管理暂行办法》出台	混合动力、纯电动、燃料电池车最高单车补贴。
2009.01	《新能源汽车示范推广通知》出台	计划用 3 年时间，发展推出新能源车的城市，并对给予补助
2009.01	国务院原则通过汽车产业振兴规划	首次提出新能源汽车战略，安排 100 亿元支持

资料来源：政府网站，汽车网站，华泰证券

四、盈利预测与投资评级

经营假设与盈利预测

我们认为，公司未来三年的业绩已经进入释放期，这个可以从公司和行业两个层面来分析。近期来看，公司生产的基础锂产品的价格已进入稳步上行的通道，此块传统观业务为公司提供了经营保障，但是考虑到原材料及人工成本的同期增长，公司持续的盈利增长主要还是来自高附加值的高端锂产品产能的释放。

远期来看，受益于国家政策，技术改进以及成本的下降，锂电替代已经成为了不可阻挡的行业趋势，新能源概念将从概念估值过渡到业绩估值阶段，公司的电池类材料的需求有望迎来爆发性的增长，公司寻求长期合作，向上控制锂矿资源，向下进入电池生产领域的积极进军上下游的战略举措更是可获得超行业发展的有力保证。

根据以上的分析，我们对公司的主要经营情况作如下假设：

图表 12：盈利预测主要经营假设

	2009A	2010A	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
价格假设（不含税）					
电池级碳酸锂（元/吨）	37,484	34,901	35,948	36,308	37,034
工业级碳酸锂（元/吨）	31,540	30,351	31,748	32,008	32,534
氢氧化锂（元/吨）	31,726	36,498	37,948	38,308	39,034
无水氯化锂（元/吨）	30,290	26,000	31,000	32,550	32,550
高纯碳酸锂（元/吨）		58,883	59,820	61,016	61,627
金属锂（元/吨）			366,670	381,229	381,447
营业收入（万元）					
电池级碳酸锂(万元)	16,118	14,396	19,376	29,046	37,034
工业级碳酸锂(万元)	4,944	4,241	4,445	4,641	4,880
氢氧化锂(万元)	5,200	5,475	6,831	17,621	20,102
无水氯化锂(万元)	3,368	4,198	4,340	5,859	7,812
高纯碳酸锂(万元)		353	1,196	2,441	4,930
其他(万元)	507	595	1,467	13,050	19,697

资料来源：华泰证券

基于上述经营假设，我们预测 2011-2013 年公司将实现营业收入 3.77、7.27 及 9.45 亿元，归属母公司的净利润为 0.55、0.90 及 1.07 亿元，EPS 分别为 0.38、0.61 及 0.73 元。对应于目前的股价，市盈率分别为 101.08 倍、62.05 倍及 52.52 倍，目前概念估值较高，给予“观望”评级。

投资风险提示

- 1、公司的项目投产进度低于预期
- 2、措拉锂矿的采矿权获取不及预期
- 3、盐湖提锂技术的突破性进展

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	776	660	732	897
现金	530	504	415	475
应收账款	17	10	22	31
其他应收款	2	2	5	6
预付账款	8	14	29	41
存货	144	60	115	151
其他流动资产	75	71	146	193
非流动资产	274	441	516	618
长期投资	0	82	82	82
固定资产	76	164	240	328
无形资产	45	44	43	42
其他非流动资产	153	151	151	167
资产总计	1050	1101	1249	1515
流动负债	56	43	80	220
短期借款	0	0	0	109
应付账款	34	25	54	81
其他流动负债	22	18	26	31
非流动负债	40	59	79	99
长期借款	15	35	55	75
其他非流动负债	25	24	24	24
负债合计	96	102	159	319
少数股东权益	0	0	0	0
股本	98	147	147	147
资本公积	772	723	723	723
留存收益	84	130	220	327
归属母公司股东权益	954	999	1090	1196
负债和股东权益	1050	1101	1249	1515

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-26	127	-33	51
净利润	39	55	90	107
折旧摊销	11	11	18	26
财务费用	1	-19	-16	-9
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-80	76	-126	-74
其他经营现金流	4	4	-0	1
投资活动现金流	-66	-182	-91	-129
资本支出	71	102	91	129
长期投资	0	82	0	0
其他投资现金流	5	2	-0	0
筹资活动现金流	576	30	36	138
短期借款	-59	0	0	109
长期借款	-35	20	20	20
普通股增加	25	49	0	0
资本公积增加	653	-49	0	0
其他筹资现金流	-8	10	16	9
现金净增加额	484	-26	-89	60

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	294	379	731	950
营业成本	230	300	577	754
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	8	11	21	27
管理费用	14	19	36	47
财务费用	1	-19	-16	-9
资产减值损失	1	-0	0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	40	68	110	130
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	47	68	110	130
所得税	9	12	20	23
净利润	39	55	90	107
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	55	90	107
EBITDA	52	59	113	147
EPS (元)	0.40	0.38	0.61	0.73

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-3.6%	28.7%	93.0%	30.0%
营业利润	4.5%	67.0%	62.9%	18.1%
归属于母公司净利润	6.6%	42.6%	62.9%	18.1%
获利能力				
毛利率(%)	21.9%	20.7%	21.0%	20.7%
净利率(%)	13.2%	14.6%	12.4%	11.2%
ROE(%)	4.1%	5.5%	8.3%	8.9%
ROIC(%)	8.6%	9.6%	12.8%	12.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	9.1%	9.2%	12.7%	21.0%
净负债比率(%)	15.66%	34.44%	34.64%	57.59%
流动比率	13.85	15.38	9.18	4.08
速动比率	11.28	13.98	7.74	3.39
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.35	0.62	0.69
应收账款周转率	24	25	41	32
应付账款周转率	10.02	10.30	14.76	11.22
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.38	0.61	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.18	0.86	-0.22	0.35
每股净资产(最新摊薄)	6.49	6.80	7.41	8.14
估值比率				
P/E	144.11	101.08	62.05	52.52
P/B	5.87	5.61	5.14	4.68
EV/EBITDA	97	85	45	34

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。