

（锂公司研究之三）全球最大矿石提锂企业，自有矿山将大幅降低成本

2012年7月31日

推荐/首次

天齐锂业

专题报告

——天齐锂业(002466)研究报告

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480510120003	
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024		
联系人: 李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-6655 4028		

公司看点:

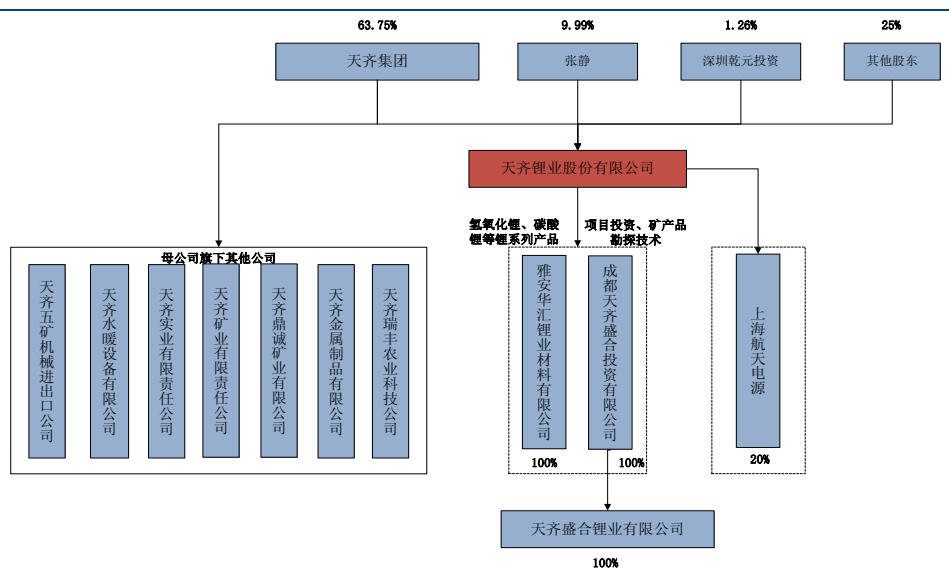
公司作为全球最大的矿石提锂生产商和电池级碳酸锂行业标准的制定者，公司将依托自有锂辉石矿山建设，预计公司 10 万吨锂精矿将于 2013 年底逐步建成投产，锂精矿自给率的提升将大幅降低公司碳酸锂生产成本，看好公司中长期业绩增长。

观点:

1. 矿石提锂龙头，电池级碳酸锂产能居前

公司是国内较具规模的电池级碳酸锂生产企业，公司采用锂辉石提锂工艺，产品以基础锂盐为主，产能规模居行业前列。目前，公司电池级碳酸锂产能 7500 吨、工业级碳酸锂 3000 吨、无水氯化锂产能 1500 吨、氢氧化锂产能 2500 吨和高纯碳酸/磷酸二氢锂生产能力 600 吨。公司上市以来迅速扩张高端锂产品产能，IPO 募投项目中，5000 吨电池级碳酸锂预计今年达产 60%，由于前端工序的问题，预计 2012 年底可以全面达产；原计划年产 4000 吨氢氧化锂变更为 5000 吨；1500 吨无水氯化锂项目改由自有资金建设实施，达产时间不确定。另外，利用自有资金建设的 200 吨金属锂项目进展顺利，目前一期的两条生产线共计 100 吨产能已经建成。待在建项目逐步达产后，公司的综合锂产品产能将接近 20000 吨。

图 1: 公司股权及产业链结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券

表 1：公司锂相关产品的主要用途

分类	锂产品	用途	应用领域
基础锂盐	工业级碳酸锂	1) 主要用于制取各种深加工锂产品 2) 用于玻璃陶瓷工业	玻璃陶瓷、原料
	氢氧化锂	1) 用于制锂盐及锂基润滑脂 2) 碱性蓄电池的电解液	石油、化工
	氯化锂（工业级）	1) 电解制备金属锂；2) 铝的焊剂、非 冷冻型空调吸湿剂及特种水泥添加剂	冶金、水泥
锂深加工产品	电池级碳酸锂	1) 生产二次锂离子电池的各种材料	电池材料
	金属锂（高纯级、电池级、工业级）	1) 制药、合成橡胶、香料等 2) 核裂变反应堆中作为制冷剂	医药、化工、核电

资料来源：东兴证券

表 2：公司新增产能情况

项目名称	实施类型	预计投产时间
新增年产 5000 吨电池级碳酸锂	募投项目	2012 年底
新增年产 5000 吨氢氧化锂	募投项目（变更）	2013 年
新增年产 1500 吨无水氯化锂	自有资金实施	2013 年

资料来源：东兴证券

2. 全球最大的矿石提锂企业，自有矿山将大幅降低生产成本

公司是全球最大的矿石提锂企业，主要原材依赖进口澳大利亚 Talison 的锂辉石矿，每年采购量约 15 万吨左右，采购价格半年一定。进口锂辉石价格是影响公司盈利水平的重要因素之一，为了减小锂辉石价格波动对公司业务的影响，公司积极向上游进行拓展。公司通过全资子公司天齐盛合锂业拥有四川省雅江县措拉锂辉石探矿权和采矿权，该矿区是世界第二亚洲最大的锂辉石矿四川省甘孜州甲基卡矿山的一部分。措拉矿区锂辉石矿石量 1,971.4 万吨，折合氧化锂源量（资源量级别 332+333+334）25.5 万吨，平均品位 1.24%，折合 SC6.0 锂精矿约 372 万吨。

盛合锂业于 2012 年 4 月收到四川省国土资源厅颁发的采矿证，生产规模：120 万吨/年。公司首期规划建成日处理 1200 吨原矿的生产能力，计划年产锂精矿 10 万吨。未来，公司将根据其锂产品产能扩充情况逐步增加矿山产能。我们预计选矿厂 2012 年第四季度试生产，2013 年下半年正式竣工投产。如果矿山建成达产后，预计自产锂精矿成本费用在 1200 元/吨左右，与目前进口锂精矿约 2000 元/吨的采购成本相比，可节约成本 800 元/吨左右，对应锂产品生产成本降低 5000-6000 元/吨，降幅达 20%。

表 3：卤水提锂与矿石提锂成本比较

生产商	生产方式	工艺方法	预计成本
西藏矿业	盐湖卤水提锂	太阳池浓缩法	15000 元/吨
赣锋锂业	SQM 卤水提锂	盐析法	26000~29000 元/吨
SQM、FMC	盐湖卤水提锂	沉淀法为主	12000~15000 元/吨
天齐锂业	进口锂辉石	硫酸法	28000 元/吨
	自产锂精矿	硫酸法	22400 元/吨

资料来源：东兴证券

3. 掌握从锂辉石直接制备电池级碳酸锂核心技术，竞争优势明显

目前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仍然具有较高的难度。公司成功开发矿石提锂的新工艺路线，实现了以锂辉石为原材料直接生产电池级碳酸锂和无水氯化锂等高端锂产品技术的产业化。该工艺在生产过程中，净化工序采用有别于工业级碳酸锂的净化剂，除杂更彻底；在蒸发浓缩和沉锂工序采用有别于工业级碳酸锂的工艺控制指标和控制方法，得到的碳酸锂主含量更高，杂质含量更低。与传统工艺相比，流程优化，成本大大降低。公司是国内同行业中唯一拥有以锂辉石直接生产电池级碳酸锂的企业，技术竞争优势明显。

公司电池级无水氯化锂的生产技术领先行业，该工艺利用生产碳酸锂的中间产品为原料，与廉价的氯化钙进行反应，然后经过除杂、浓缩和干燥制得优质的无水氯化锂产品。在该工艺技术中应用了一项公司独有的除钠技术，可控制产品中钠的含量在 10ppm 以下。与传统的氯化锂生产工艺（即用氢氧化锂或碳酸锂与盐酸进行中和反应，然后进行除杂和干燥制得无水氯化锂产品）相比，该工艺优势十分明显：（1）不用贵重原料——氢氧化锂或碳酸锂（氢氧化锂或碳酸锂需要用硫酸锂溶液制成），而直接采用相对价廉的硫酸锂溶液和氯化钙作原料，缩短了生产流程，减少了重复作业，从而降低了生产成本；（2）氯化钙为固体，较盐酸运输方便，生产中无酸雾产生，对环境无污染。

另外公司新建的锂辉石焙烧工段在国内率先采用了 PLC 自控系统，从锂辉石的进料到硫酸锂浸出液的产出，包括尾气处理系统，全程实现了自动化控制。采用自动控制后，矿石晶转率、酸化率和浸出率均有较大提高，氧化锂回收率显著提高。

表 4：工业级与电池级碳酸锂对比

指标	等级	碳酸锂含量	应用领域
工业级碳酸锂	Li ₂ CO ₃ -0	99.2%	在电解铝行业，添加碳酸锂可以降低电解质的挥发性、粘性、密度和熔化温度；合成制冷剂溴化锂的原料；
	Li ₂ CO ₃ -1	99.0%	
	Li ₂ CO ₃ -2	98.5%	
电池级碳酸锂	国家标准	99.5%	合成钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂等锂电池正极材料，应用于手机、笔记本电脑等电子设备、电动车辆、储能设备、电动工具以及军事等领域；

资料来源：东兴证券

4. 参股航天电源（持股比例为 20%），积极开拓下游锂电应用

公司核心产品电池级锂产品是生产锂电池材料的基础性原材料。近年来，随着储能电池、动力电池及新兴市场消费的兴起，锂产品将面临强劲的需求增长。同时，中国有望成为全球最大新能源汽车市场，而离子动力电池是新能源汽车发展的核心，为了积极布局锂电下游应用领域，公司参股了上海航天电源技术公司（持股比例为 20%），并按持股比例增资航天电源。航天电源核心技术来源于上海空间电源研究所（航天 811 所），目前已经成为中国航天科技集团公司大力发展航天锂离子电池技术应用产业的支撑平台，承担了上海市“高性能锂离子动力电池及管理系统产业化”重点项目。

目前，航天电源一期年产 1500 万安时车用动力电池芯及集成系统生产示范线建设建成投产，具备中等批量（2000 辆/年）中小型纯电动车用动力电池组系统配套能力，目前已与上汽、东风等国内主力整车厂建立紧密的合作联系。随着动力电池市场的需求逐渐扩大，航天电源计划启动投资规模为 4.5 亿元的“年产 5000 万安时动力电池芯及集成系统生产和配套能力二期产业化建设项目”。该项目预计形成 1 万套纯电动轿车动力电池组系统集成配套能力（预计 2012 年 6 月 30 日前投入试生产）。

公司以航天电源为平台参与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。

5. 公司业绩预测与敏感性分析

综上所述,我们假设电池级碳酸锂和工业级碳酸锂产能稳步扩张,公司锂辉石矿山建设进度符合预期,2013年下半年建成投产,由于公司自产锂精矿成本低于进口锂精矿,预计每吨节约成本 800 元/吨左右,公司业绩在 2014 年将会有较大幅度的提升,在此基础上测算公司 2012 年~2014 年的 EPS 分别为: 0.45 元、0.55 元和 0.94 元。

表 5: 公司主要产品产量预测(单位: 吨)

产品	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
电池级碳酸锂	2500	5500	7500	7500	7500
工业级碳酸锂	3000	3000	3000	3000	3000
氢氧化锂	1500	4000	5000	6500	6500
无水氯化锂	1500	1500	1500	3000	3000
高纯碳酸锂	400	400	400	400	400
磷酸二氢锂	200	200	200	200	200
金属锂	25	25	50	80	100

资料来源: 东兴证券

表 6: 价格假设 (含税价)

	2011E	2012E	2013E	2014E
进口锂辉石 (不含税,元/吨)	1750	2000	2000	2000
金属锂 (万元/吨)	40	42	42	42
氯化锂 (万元/吨)	3.2	3.7	3.7	3.7
氟化锂 (万元/吨)	6.2	7.5	7.5	7.5
电池级碳酸锂 (万元/吨)	3.7	4.3	4.3	4.3

资料来源: wind、东兴证券

表 7: 盈利预测

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	402.73	523.77	673.25	744.23
(+/-)%	36.86%	30.05%	28.54%	10.54%
经营利润 (EBIT)	49.93	101.78	130.77	203.62
(+/-)%	-3.86%	103.85%	28.48%	55.71%
净利润	40.23	66.34	80.74	138.19
(+/-)%	3.45%	64.91%	21.71%	71.16%
每股净收益 (元)	0.270	0.451	0.549	0.940

资料来源: 东兴证券

表 8：2012 年公司每股收益敏感性分析表

敏感性测试 电池级碳酸锂产量 (基准：5500 吨)	电池级碳酸锂价格（基准价：4.30 万元/吨）								
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
-20%	0.28	0.32	0.36	0.39	0.43	0.46	0.50	0.53	0.56
-15%	0.28	0.32	0.36	0.40	0.43	0.47	0.50	0.54	0.57
-10%	0.29	0.32	0.36	0.40	0.44	0.48	0.51	0.55	0.58
-5%	0.29	0.33	0.37	0.41	0.45	0.48	0.52	0.56	0.59
0%	0.29	0.33	0.37	0.41	0.45	0.49	0.53	0.57	0.61
5%	0.29	0.33	0.38	0.42	0.46	0.50	0.54	0.58	0.62
10%	0.29	0.33	0.38	0.42	0.46	0.50	0.55	0.59	0.63
15%	0.29	0.34	0.38	0.42	0.47	0.51	0.55	0.60	0.64
20%	0.29	0.34	0.38	0.43	0.47	0.52	0.56	0.61	0.65

资料来源：东兴证券

结论：

公司作为全球最大的矿石提锂生产商和电池级碳酸锂行业标准的制定者，公司将立足于电池级碳酸锂产品，依托自有的矿产资源，通过增资入股航天电源，参与到下游以央企为主力的新能源汽车动力锂电池产业，从而形成从上游矿山、中游锂电材料到下游动力锂电池的产业布局。我们预计公司 2012-2014 年每股收益将达到 0.45 元、0.55 元、0.94 元，对应 PE 分别为：46、41 和 29 倍，首次给予“推荐”投资评级。

风险提示：

- 1) 工业级、电池级碳酸锂价格大幅下降对公司业绩造成的影响
- 2) 锂盐产品下游需求减少，公司新增产能项目进展低于预期

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	402.73	523.77	30.05%	673.25	28.54%	744.23	10.54%
营业成本	336.19	414.81	23.39%	530.46	27.88%	522.86	-1.43%
营业费用	10.67	14.67	37.48%	18.85	28.54%	20.84	10.54%
管理费用	20.05	26.08	30.10%	33.53	28.54%	37.06	10.54%
财务费用	(6.11)	(7.18)	N/A	(2.74)	N/A	0.89	N/A
投资收益	0.31	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	40.53	71.92	77.47%	89.27	24.12%	158.49	77.53%
利润总额	48.44	79.92	65.00%	97.27	21.71%	166.49	71.16%
所得税	8.21	13.59	65.45%	16.54	21.71%	28.30	71.16%
净利润	40.23	66.34	64.91%	80.74	21.71%	138.19	71.16%
归属母公司所有者的净利润	40.23	66.34	64.91%	80.74	21.71%	138.19	71.16%
NOPLAT	28.58	53.74	88.02%	71.82	33.66%	132.29	84.19%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	377.33	487.11	29.09%	626.13	28.54%	692.13	10.54%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	26.91	34.44	27.99%	44.27	28.54%	48.94	10.54%
预付款项	20.85	29.14	39.79%	39.75	36.40%	50.21	26.31%
存货	183.74	227.29	23.70%	290.66	27.88%	286.50	-1.43%
流动资产合计	698.53	890.46	27.48%	1,145.38	28.63%	1,237.59	8.05%
非流动资产	424.21	295.10	-30.44%	310.87	5.34%	266.63	-14.23%
资产总计	1,122.74	1,185.56	5.59%	1,456.25	22.83%	1,504.22	3.29%
短期借款	14.37	34.42	139.57%	245.34	612.75%	223.91	-8.73%
应付帐款	34.92	42.05	20.43%	53.77	27.88%	53.00	-1.43%
预收款项	10.23	11.28	10.24%	12.62	11.94%	14.11	11.79%
流动负债合计	112.83	142.48	26.28%	372.80	161.66%	351.67	-5.67%
非流动负债	25.68	25.68	0.00%	25.68	0.00%	25.68	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	984.24	1,017.41	3.37%	1,057.78	3.97%	1,126.87	6.53%
净营运资本	585.70	747.98	27.71%	772.59	3.29%	885.91	14.67%
投入资本 IC	626.27	554.72	-11.42%	666.99	20.24%	658.65	-1.25%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	40.23	66.34	64.91%	80.74	21.71%	138.19	71.16%
折旧摊销	15.51	0.00	N/A	44.24	N/A	44.24	0.00%
净营运资金增加	(134.10)	162.28	N/A	24.60	-84.84%	113.33	360.61%
经营活动产生现金流	9.41	34.44	265.96%	27.73	-19.48%	159.42	474.82%

投资活动产生现金流	(164.41)	96.38	N/A	(62.00)	N/A	(2.00)	N/A
融资活动产生现金流	(27.31)	(21.05)	N/A	173.29	N/A	(91.41)	N/A
现金净增（减）	(182.30)	109.77	N/A	139.02	26.64%	66.00	-52.52%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。