

原材料 - 有色

近两年产能不断释放带动业绩增长

—天齐锂业（002466）深度研究报告

2012 年 8 月 30 日

评级：**增持(首次评级)**

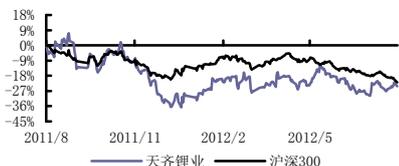
市场数据	2012 年 8 月 29 日
当前价格(元)	30.02
52 周价格区间(元)	25.06-42.45
总市值(百万)	4412.94
流通市值(百万)	1158.62
总股本(百万股)	147.00
流通股(百万股)	38.60
日均成交额(百万)	66.72
近一月换手(%)	92.98%
Beta(2 年)	1.15
第一大股东	成都天齐实业(集团)有限公司
公司网址	http://www.likunda-china.com

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	402	459	610	752
净利润(百万元)	40	51	67	87
每股收益(元)	0.27	0.35	0.45	0.59
净利润增长率%	3.5%	27.0%	30.3%	30.9%
每股净资产(元)	6.7	6.9	7.2	7.5
市盈率	111	85	67	50

资料来源：世纪证券研究所

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	16.52%	4.61%
净利率	9.99%	3.74%
净资产收益率	4.09%	12.29%
总资产收益率	3.58%	4.55%
资产负债率	12.34%	58.22%
市盈率	111.19	101.00
市净率	4.48	4.5

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
天齐锂业	15.29%	-1.36%	-57.10%
沪深 300	-5.15%	-13.40%	-23.20%

相关报告

周宬

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

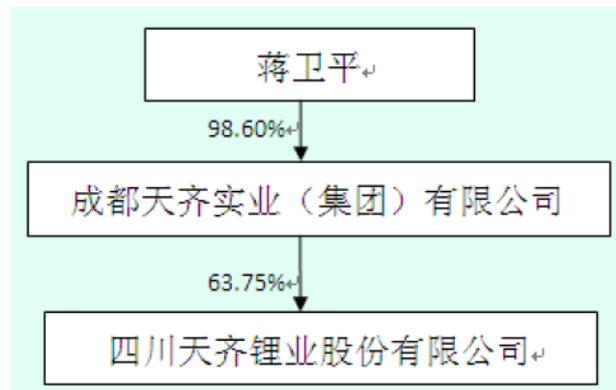
本人，周宬，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司产能情况。** 公司是我国目前锂行业中产量和销售规模最大的企业，拥有五项发明专利。公司主要从事锂系列产品的研发、生产和销售，主要产品在 2012 年底产能情况如下：工业级碳酸锂（3000 吨）、电池级碳酸锂（7500 吨）、无水氯化锂（1500 吨）、氢氧化锂（6500 吨）、金属锂（200 吨）、高纯碳酸锂与磷酸二氢锂等（600 吨）。
- 公司未来业绩增长看点有三方面，一是碳酸锂长期看涨，二是公司近两年产能不断释放，三是未来自有矿投产带来成本的下降。**
- 碳酸锂价格长期看涨。** 供应相对集中、下游需求前景看好，使我们相信碳酸锂价格长期看涨，近期由于智利盐湖供给偏紧、中间商囤货等原因，我们认为碳酸锂将在 4 万元/吨以上的高位盘整。
- 公司近两年产能不断释放，锂产品总产能将由 2010 年的 8500 吨增加到 1.9 万吨。** “新增年产 5000 吨电池级碳酸锂技改扩能项目”将于 2012 年 12 月底竣工达产；超募资金投资项目“年产 5000 吨氢氧化锂项目”将于 2012 年 9 月底竣工。锂产品产量增长将在 2012、2013 年报中表现出来。
- 措拉锂辉石矿投产将大幅降低原料成本。** 截止 2012 年 6 月 30 日，矿山工程建设已累计投入 1.3 亿元，预计 2013 年底投产，2014 年产生贡献。一期锂精矿产能 10 万吨/年，以目前公司到厂的澳矿 2000 元/吨粗略计算，每生产 1 万吨自给的锂精矿，约增加利润 500 万元左右。如果一期工程投产，年节约原材料成本约 5000 万元，贡献 EPS0.34 元。
- 盈利预测与估值。** 从估值来看，锂上市公司的估值水平均较高，但是考虑公司未来三年公司产能扩充带来的业绩持续增长以及年内供应偏紧碳酸锂涨价的大背景，我们认为尽管估值偏高，但股价在年内难以下跌，给与“增持”。
- 风险因素。** 估值偏高。对塔力森锂辉矿的依赖度过高。

公司概况

公司主要从事锂系列产品的研发、生产和销售，主要产品为“锂坤达”牌工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、无水氯化锂、氢氧化锂等四大系列、十多个品种规格的锂产品。公司电池级碳酸锂产品是国家级重点新产品，于2006年11月获得国家科技部、商务部等四部委颁发的《国家级重点新产品证书》。公司是我国目前锂行业中产量和销售规模最大的企业，拥有五项发明专利。公司充分发挥技术创新优势，在生产工业级碳酸锂等基础锂产品的基础上，致力于发展电池级碳酸锂、电池级无水氯化锂等高端锂产品，在我国锂产品产业中具有综合优势。公司前身射洪锂业成立于1995年10月16日。2007年12月，射洪锂业以经四川君和审计的截至2007年11月30日的净资产175,477,974.59元折为发起人股份7,200万元，以整体变更方式设立股份有限公司。

Figure 1 公司实际控制人为蒋卫平



资料来源: 2011 年报、世纪证券研究所

公司所处行业背景

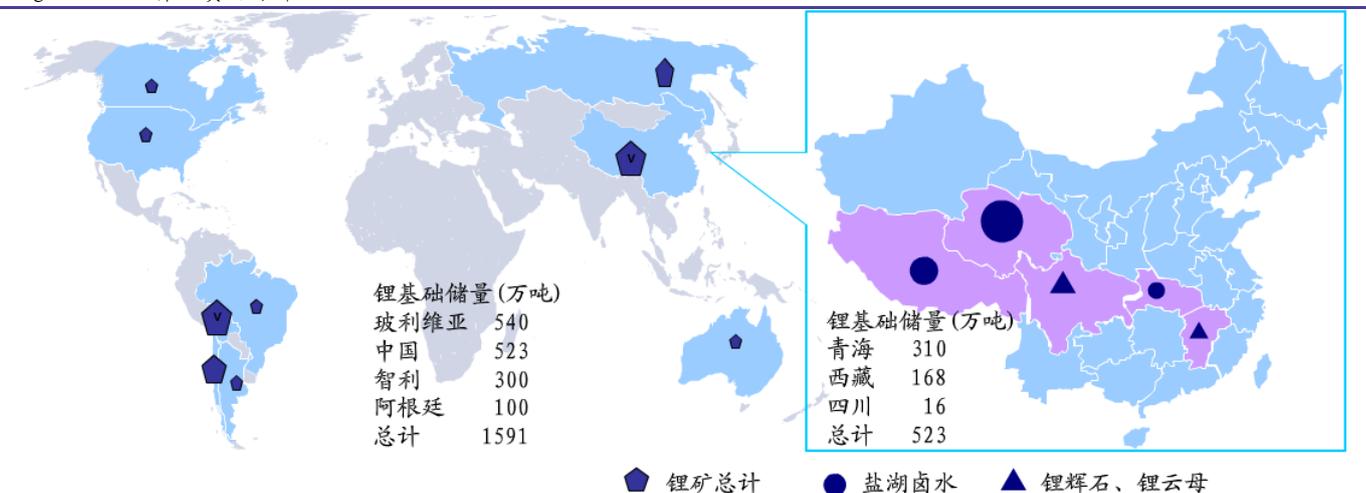
全球已探明的锂资源约 90% 储存于盐湖卤水中。锂矿分为固体矿和液体矿两大类。固体锂矿分为锂辉石和锂云母两大类。全球锂辉石矿主要分布于澳大利亚、加拿大、津巴布韦、扎伊尔、巴西和中国；锂云母矿主要分布于津巴布韦、加拿大、美国、墨西哥和中国。

我国锂矿 80% 为盐湖卤水锂矿，但由于技术、资源等因素，卤水提锂产量很小。主要分布于青海和西藏的盐湖中。目前已开始进入盐湖卤水提锂开发领域的有西藏扎布耶盐湖和青海东、西台吉乃尔盐湖。西藏扎布耶盐湖是世界上三个锂资源超百万吨的超大型盐湖之一，其特点是镁锂比例很低，容易分离提取碳酸锂，但自然环境恶劣，海拔高，基础设施极差，开采难度很大。其他盐湖则普遍存在镁锂比例高，分离难度大，

开采条件较为恶劣的问题。到目前为止，我国盐湖卤水锂矿的开发还处于初级阶段。

我国锂矿 20%为固体矿，资源较为丰富，主要分布在四川、新疆和江西。四川甘孜州甲基卡矿山是世界第二、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。该矿由于地处高原，交通不便，目前开采规模很小。新疆可可托海锂矿经过近 50 年的开发，资源已基本开采殆尽，矿山已于 1999 年关闭。江西宜春是重要的锂云母矿产地，已开发多年，开采规模较小，矿石品质较低。

Figure 2 世界锂资源分布



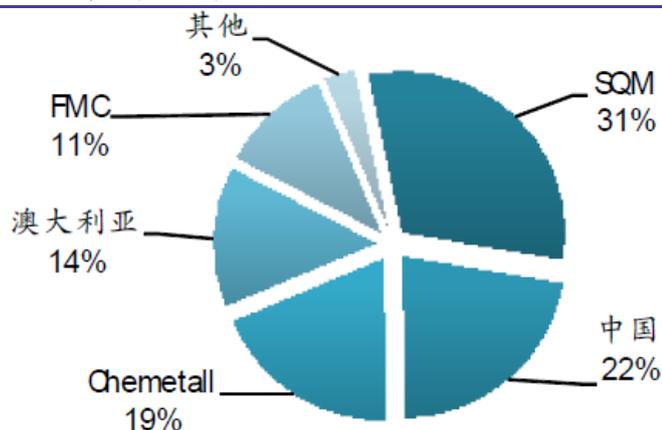
资料来源：招股书 世纪证券研究所

存在两种工艺路线——盐湖提锂和矿石提锂。盐湖卤水提锂成本低，但镁锂比制约产量。盐湖卤水提锂的最主要影响因素有两个：一是盐湖中锂含量的高低，通常盐湖锂含量越高成本越低；二是盐湖中镁锂比，一般镁锂比越小越好。矿石提锂成本略高，但工艺成熟。矿石提锂的产能主要集中在我国。我国锂行业的主要企业均为矿石提锂企业。在矿石供应方面，我国国内原有新疆、江西和四川三大锂矿产地。其中新疆可可托海锂辉石矿已因开采殆尽而于 1999 年闭矿；江西宜春系锂云母矿；四川甲基卡矿虽然资源储量丰富，但由于交通不便、基础设施差而未能大规模开采，仅在金川和马尔康等地分别有小规模锂辉石矿生产。目前国内锂辉石矿供应量约为 3.6 万吨/年左右，远远不能满足各矿石提锂企业生产的需要。

碳酸锂行业集中度高，前三名占全球六成。目前全球锂行业集中度非常高，主要产能集中在 SQM、FMC 和 Chemetall 三家手中。以 2011 年度为例，SQM、FMC 和 Chemetall 三家锂产品在全球的市场份额约为 70%，

我国锂产品在全球的市场份额约为 22%。

Figure 3 2011 年全球锂盐的供给



资料来源: SQM2011 年报 世纪证券研究所

高镁低锂型盐湖大规模工业化开采还有难度，意味着锂的供给仍有限制。目前全球主要的碳酸锂产能集中于盐湖卤水提锂。盐湖卤水开发通常是对各有用成分进行分别提取，而不是单纯提锂。盐湖卤水提锂的生产成本低，其关键是它的开采、浓缩成本已计入盐湖卤水开发的钾盐及其他产品中。所以，盐湖提锂的成本低廉实际上取决于与钾盐及其他产品共同分摊成本。世界三大盐湖卤水提锂生产企业 SQM、FMC 和 Chemetall 主要以开发条件较好、镁锂比较低的盐湖作为生产基地。如 FMC 开发的阿根廷翁布雷穆尔托盐湖，其卤水镁锂比为 1.2:1，Chemetall 开发的美国银峰盐湖，其卤水镁锂比为 1.5:1，SQM 开发的智利阿塔卡玛盐湖，其卤水镁锂比为 6:1。而玻利维亚的乌尤尼盐湖，含锂量世界第一，但镁锂比高达 22:1，SQM、FMC 均对其进行过开发尝试，均未获成功，至今未能实现工业化生产。三大巨头从产品结构来讲，其主要产品是钾肥、硼肥等其他产品，锂产品仅占很小的部分。

Figure 4 SQM 和 FMC 锂产品收入占公司总收入的比例小

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
SQM	7.2%	8.1%	9.1%	12.4%	15.1%	9.7%	8.0%	8.0%	9.0%
FMC	7.8%	7.3%	8.1%	7.8%	8.0%	7.3%	6.2%	6.8%	6.7%

资料来源: SQM、FMC 历年年报 世纪证券研究所

未来两年碳酸锂的新增供给主要来自中国。近两年约有 5 万吨的产能形成，保守考虑，如果高镁低锂盐湖提锂技术不突破，仅国内矿山提锂产能的释放就达到 2 万吨。实际上近两年中国锂盐供给全球份额不断上

升，据 SQM 统计，2008 年中国占 22%，2009 年中国上升到 29%。下图为我们统计各方面资料后所得，中国碳酸锂的产能上升较快，2009 年产量约 2 万吨，估计到 2013 年产量可以增加近 5 万吨。以上统计中包括工业级碳酸锂及电池级碳酸锂，我们判断，从技术角度，工业级碳酸锂提纯到电池级碳酸锂难度并不太大，据了解，成本将上升 3000 元/吨左右，只要需求旺盛，工业级碳酸锂向电池级的转化速度将会较快。从上述不全的统计中，近两年约有 5 万吨的产能形成，考虑到盐湖提锂技术进展不顺，仅国内矿山提锂产能的释放达到 2 万吨。

Figure 5 2009 年我国主要锂产品生产企业碳酸锂实际产量统计一览表

企业名称	产量(吨)	资源	近两年产能增加	目前成本
四川天齐锂业	6000	澳洲锂辉石， 未来增加甲基卡矿	增加5000吨，2012年试车	3万左右
融达锂业（路翔股份）	0	甲基卡矿	增加10000吨，2012年底试车	-
新疆昊鑫锂盐 （原新疆锂厂）	3200	进口澳矿、新疆锂辉石	不详	3万左右
四川阿坝广盛锂业	1500	马尔康自有矿	增加3000吨，2010年底投产	2-2.5万
四川阿坝闽峰锂业	1500	马尔康自有矿为主	增加4000吨，2011年6月份投产	2-2.5万
四川尼科国润锂业（原江西锂厂）	2000	四川马尔康自有矿	增加3000吨，彭山	2-2.5万
江西赣峰锂业	2000	进口卤水	增加2000吨	2.8-3万
四川省集祥锂业	500	进口澳矿和国内采购	不详	3万左右
赣州晶泰（西部资源）	2000	进口矿石	不详	-
白银扎布耶锂业（西藏矿业）	1200	西藏扎布耶盐湖	增加7000吨	1万左右， 目前运输 成本高
青海盐湖（中信国安）	5000	东、西台吉乃尔盐湖	增加5000吨	2万以下
蓝科锂业（盐湖集团）	0	青海察尔汗别勒盐湖	增加5000吨	-
中国合计	25000		中国增加5万吨左右	
SQM（智利）	21300	智利阿塔卡玛盐湖	产能达到40000吨	9000元左右
FMC（美国）	28000	美国银峰盐湖		
Chemetal1（德国）	23000	阿根廷翁布雷穆尔托盐湖		
全球合计			增加6-7万吨	

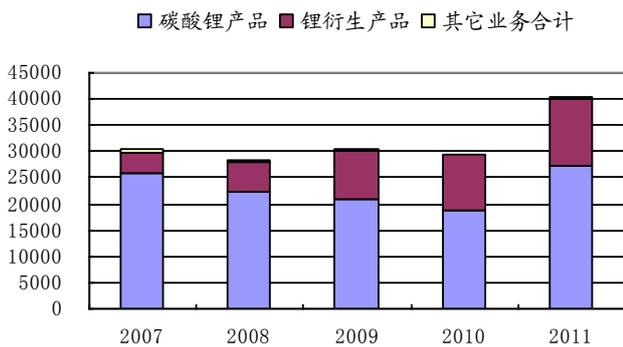
资料来源：有色经济研究院、公司年报、世纪证券研究所整理（国内盐湖增量按规划的一半计算）

公司主营业务分析

2011 年产量增加带来收入增长。公司主要产品已扩充为工业级碳酸锂、

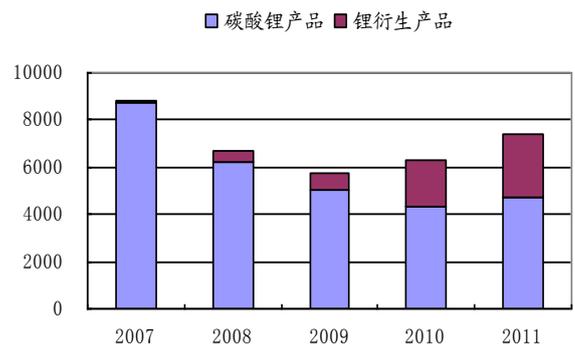
电池级碳酸锂、无水氯化锂和氢氧化锂等系列锂产品，成为我国目前规模最大的锂产品生产企业。公司 2011 年起产品统计口径发生改变，不再披露细项，仅分为碳酸锂和锂衍生品及其它业务。下图为公司产品收入结构，公司在 2011 年之前，收入较为平稳，一方面是产能没有扩张，另一方面产品价格较为平稳。2011 年收入大幅增长与公司产能扩张有关，公司募股项目 5000 吨电池级碳酸锂项目已部分有产出，公司 2011 年碳酸锂产量达 8732 吨，同比增长 58%。另外，2007 年利润特别高与当年碳酸锂含税价格高达 5 万元/吨以上有直接关系。

Figure 6 产品收入结构 (单位: 万元)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

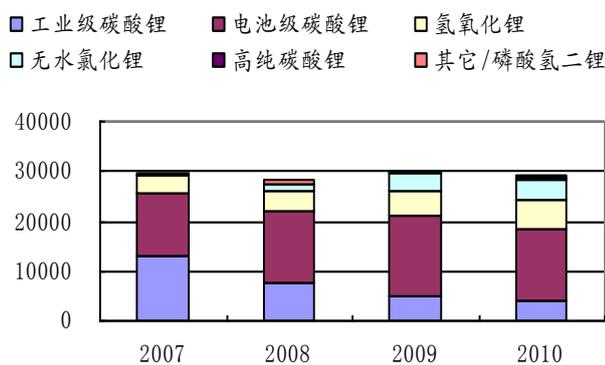
Figure 7 产品利润结构



资料来源: WIND、世纪证券研究所

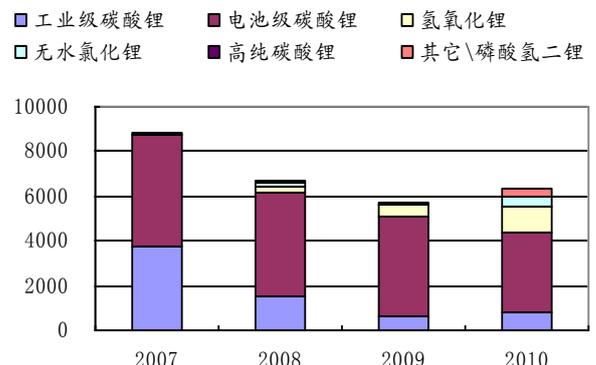
细分产品的主营收入及利润情况来看 (统计口径改变, 只有 2010 年之前的数据), 氢氧化锂和无水氯化锂的收入和利润贡献在不断提升, 说明公司产品在向高端走。由于 2011 年募投项目产能释放了一部分, 我们预计细分产品中主要是工业级碳酸锂的产量以及氢氧化锂的产量增长, 贡献了收入和利润的增长。

Figure 8 细分产品的收入情况 (单位: 万元)



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 9 细分产品的利润情况 (单位: 万元)

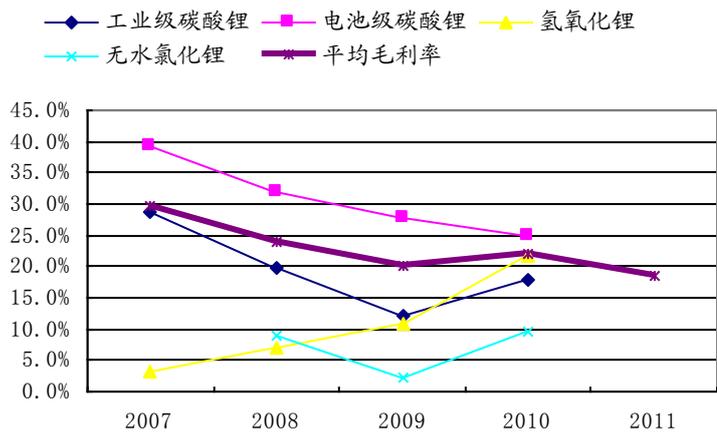


资料来源: WIND、世纪证券研究所

公司产品平均毛利率 20%左右, 未来随碳酸锂价格走高以及自有矿投产, 毛利率有走高趋势。其中公司毛利率与碳酸锂价格走势相关, 2011 年有所下降, 一是 2011 年公司碳酸锂销售均价 3.119 万元/吨, 同比下滑 7.6%

二是成本上升，主要是人工成本以及辅料价格上涨（公司2011年原煤和精煤采购均价较10年上涨7.3%，工业硫酸采购均价较10年上涨29.7%，工业纯碱采购均价较10年上涨25.5%，原材料锂精矿采购均价基本持平）。成本大幅上涨使得产品销售综合毛利率由2010年度的22%下降为16.5%。

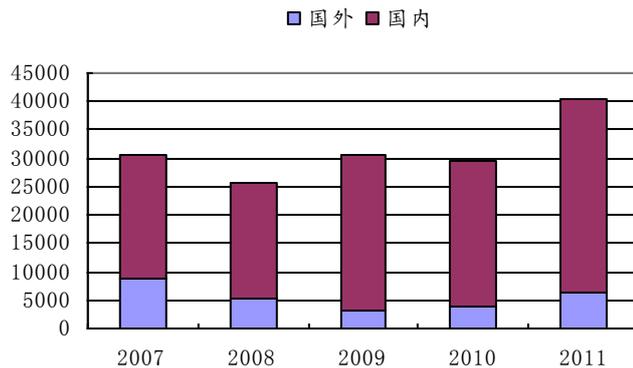
Figure 10 细分产品毛利率情况



资料来源：WIND、世纪证券研究所

公司产品以内销为主，出口占比10%-28%。2011年国外收入有所提高，占主营收入的15%左右，说明国际开拓市场步伐加快，但是由于人民币持续升值，产生汇兑损益152万元。

Figure 11 国内国外收入（单位：万元）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

公司所需原料锂辉矿全部由塔力森供给，2015年前有保障。2010年5月6日，公司与澳大利亚塔力森锂业有限公司就2009年~2011年锂辉石长期采购协议签订补充合同，将合同期限修订为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。

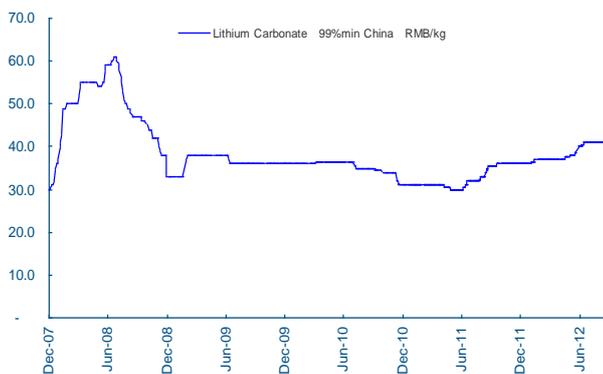
未来业绩增长看点

公司未来业绩增长看点有三方面，一是碳酸锂长期看涨，二是公司近两年产能不断释放，三是未来自有矿投产带来成本的下降。

一、碳酸锂价格长期看涨

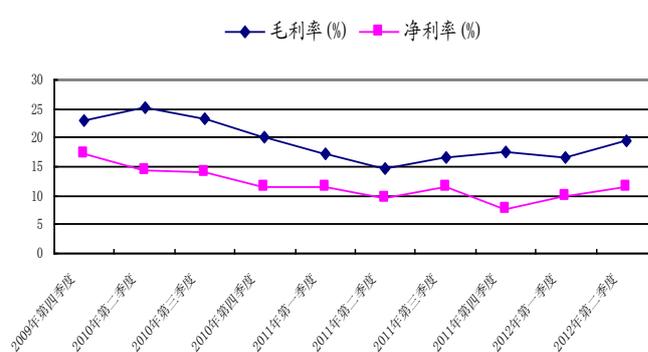
从供给来看，全球三大厂商SQM、Chemetall、FMC共占市场份额六成以上，行业集中度高，主要厂商对下游企业的议价能力很强，几乎拥有定价权。需求方面，每增加100万辆锂电汽车，需要新增3万吨碳酸锂的需求，每增加100万辆锂电自行车，需要新增1000-2000吨碳酸锂，随着未来锂电池在电动自行车、电动汽车和电网储能领域的大规模应用，碳酸锂需求将呈现爆发式增长。供应相对集中、下游需求前景看好，使我们相信碳酸锂价格长期看涨，近期由于智利盐湖供给偏紧、中间商囤货等原因，我们认为碳酸锂将在4万元/吨以上的高位盘整。

Figure 12 碳酸锂价格走势



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 13 单季度毛利率随价格回升明显提高



资料来源：WIND、世纪证券研究所

二、公司近两年产能不断释放

公司2012中报披露，募集资金投资项目“新增年产5,000吨电池级碳酸锂技改扩能项目”新增投入5883万元，预计2012年12月底竣工达产；不过，由2011年报年披露碳酸锂产量增长58%，我们估计部分产能已实现产出（预计3000吨左右）。

超募资金投资项目“年产5000吨氢氧化锂项目”新增投入2736万元，预

计 2012 年 9 月底竣工。由于三元正极材料的需求旺盛，公司在原募股项目基础上增加 1000 吨，年底达产后，氢氧化锂产能将达到 6500 吨。锂产品产量增长将在 2012、2013 年报中表现出来。

Figure 14 募股项目投产后增加产能 (单位: 吨)

	2009 年产能	2011 年产能	2012 产能
工业级碳酸锂	3000	3000	3000
电池级碳酸锂	2500	5500	7500
氢氧化锂	1500	1500	6500
无水氯化锂	1500	1500	1500
金属锂		200	200
高纯碳酸锂与磷酸二氢锂		600	600
合计	8500	12300	19300

资料来源: 世纪证券研究所整理

三、自有矿预计在 2014 年有产出

措拉锂辉石矿投产将大幅降低原料成本，以目前公司到厂的澳矿 2000 元/吨粗略计算，每生产 1 万吨自给的锂精矿，约增加利润 500 万元左右。公司子公司天齐盛合于 2008 年 10 月 17 日以 3,500 万元竞拍获得四川省雅江县措拉锂辉石矿的探矿权。已于 2012 年 4 月 23 日收到四川省国土资源厅颁发的《采矿权许可证》。该矿是亚洲最大的锂辉石矿四川甘孜甲基卡矿的一部分。甲基卡锂辉石矿是上世纪 70 年代发现的一个超大型矿床，该矿区面积 23.54 平方公里。四川省地质矿产勘查开发局 108 地质队《四川省雅江县措拉锂辉石矿地质详查 2009 年度工作报告》显示，措拉矿区锂辉石矿石量 1,905.43 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），平均品位 1.24%，折合 SC6.0 锂辉石约 372 万吨，资源储量丰富。措拉矿区锂辉石矿采选条件较好，可以露天开采。截止 2012 年 6 月 30 日，矿山工程建设已累计投入 1.3 亿元，预计 2013 年底投产，2014 年产生贡献。一期锂精矿产能 10 万吨/年，二期产能 20 万吨/年。矿山建成达产后，预计自产锂精矿成本费用在 1500 元/吨左右，与进口塔力森锂精矿约 2000 元/吨的采购成本相比，节约成本 500 元/吨左右。如果一期工程投产，年节约原材料成本约 5000 万元，贡献 EPS0.34 元。

Figure 15 措拉锂辉石矿基本情况

	资源量级别	氧化锂资源量 (万吨)	平均品位	拟建设规模(日处理: 吨/日)	锂精矿 (万吨)	预计建成投产时间
雅江措拉锂辉石矿	331+332+333	25.6	1.3%	1200	10	2013 年底

资料来源: WIND、世纪证券研究所

盈利预测

假设条件:

- 1、碳酸锂销量 2012-2014 年分别达到 9000 吨、11000 吨、12000 吨，氢氧化锂分别达到 3000 吨、5000 吨、7000 吨，无水氯化锂分别为 1500 吨、1500 吨、2000 吨，工业级碳酸锂销量保持不变；
- 2、产品价格每年增长 3%，与毛利率水平保持目前水平。
- 3、自有矿 2014 年有 2 万吨锂精矿产出。
- 4、所得税按目前水平计算。

Figure 16 盈利预测 (单位: 百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	403	459	610	752
营业成本	336	370	489	593
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	11	12	16	20
管理费用	20	23	31	38
财务费用	-6	-3	0	2
资产减值损失	1	1	1	1
营业利润	41	55	73	98
加: 营业外收入	8	5	5	5
减: 营业外支出	0			
利润总额	48	60	78	103
减: 所得税	8	9	12	15
净利润	40	51	67	87
每股收益(元)	0.27	0.35	0.45	0.59

资料来源: WIND、世纪证券研究所

从估值来看, 锂上市公司的估值水平均较高, 但是考虑未来三年公司产能扩充带来的业绩持续增长以及碳酸锂涨价的大背景, 我们认为尽管估值偏高, 但股价在年内难以下跌, 给与“增持”。

Figure 17 估值对比

	最新股价	2011EPS	2012EPS E	2013EPS E	2011PE	2012PE E	2013PE E	PB
天齐锂业	30	0.27	0.35	0.46	111	85	65	4.5
赣锋锂业	22.72	0.36	0.48	0.59	63	48	39	4.7
西藏矿业	14.24	0.11	0.11	0.21	126	127	68	3.6

资料来源: WIND 一致预测、世纪证券研究所

风险因素分析

整体估值下降风险。对塔力森锂精矿的依赖度过高。措拉矿的进展不如预期。锂产品价格下跌的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.