

定增收购 Talison，或成全球最大锂辉石供应商

2012 年 12 月 27 日

强烈推荐/上调

天齐锂业

事件点评

——天齐锂业（002466）事件点评报告

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司拟非公开发行股票 1.7 亿股，募集资金总额不超过 40 亿元，用于以下两方面的股权收购：1) 向公司控股股东天齐集团购买其间接持有的泰利森 19.99%或 65%的股权，定价原则为收购成本加合理费用（包括经审计的资金利息及其他合理费用），金额不超过 37 亿元；2) 向天齐集团购买其直接持有的天齐矿业 100% 股权。

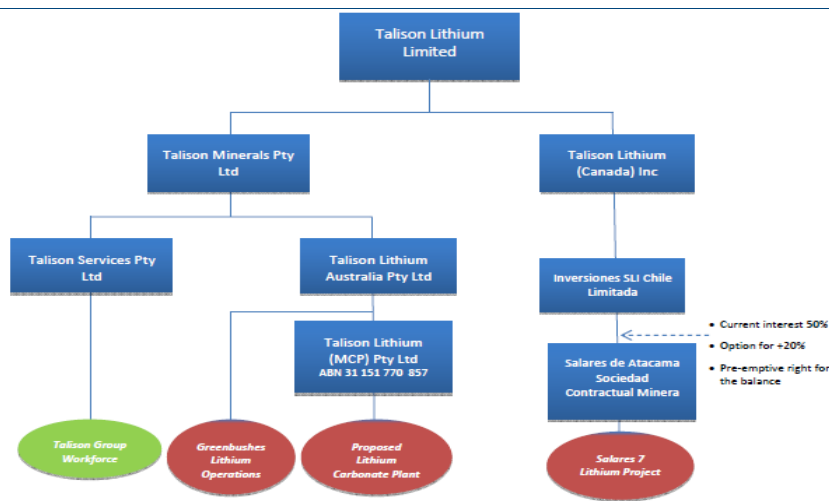
观点：

1. 非公开发行收购 Talison 股权，或成全球最大锂辉石矿企

公司此次非公开发行股票主要在于筹资 40 亿元，收购控股股东手中持有的泰利森股权，由于此前公司控股股东天齐集团拟通过全资子公司文菲尔德 45 亿元全面收购 Talison，澳大利亚锂辉石供应商 Talison 是全球最大锂辉石供应商，此次收购所涉及金额巨大，公司非公开发行主要为了解决收购 Talison 中所需资金问题。

Talison 拥有目前世界上正在开采的、储量最大、品质最好的锂辉石矿——西澳大利亚 Greenbushes（格林布什矿），是目前全球最大固体锂矿拥有者及供应商，也是目前公司唯一的锂精矿供应商。泰利森格林布什锂辉石矿储量约为 6,150 万吨，平均品位 2.8%，折合碳酸锂当量 430 万吨；另外，泰利森拥“Salares 7”项目的部分股权，该项目拥有智利地区的 7 个盐湖资源。由于天齐集团子公司文菲尔德目前已经持有泰利森 19.99%的股权，并于 2012 年 12 月 6 日与泰利森董事会签署了《协议收购协议》，收购泰利森公司剩余 80.01% 的股权，我们认为天齐集团距离成功收购泰利森更进一步。如果天齐集团全资子公司文菲尔德成功收购 Talison，公司有可能转型为资源型企业，成为全球最大的锂辉石供应商，公司市值也将成倍增长。

图 1：Talison Lithium 控股子公司



资料来源：公司公告、东兴证券

2. 整合海外锂产业链，提高锂资源保障能力

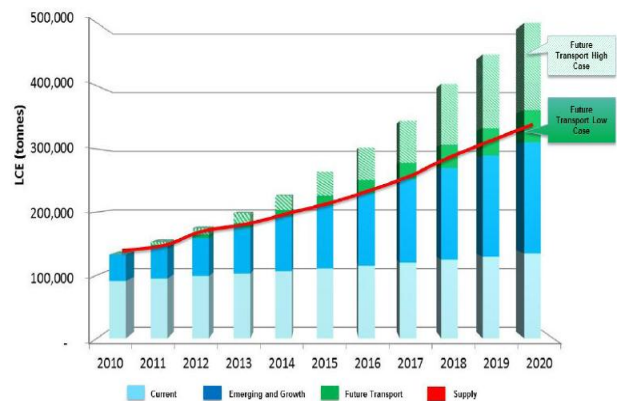
公司是全球最大的矿石提锂企业，主要原材依赖进口澳大利亚 Talison 的锂辉石矿，每年采购量约 15 万吨左右，采购价格半年一定，进口锂辉石价格是影响公司盈利水平的重要因素之一。尽管公司已取得雅江措拉锂辉石矿采矿权，并进行了大量的探矿投入，但最终形成锂矿开采能力大致尚需两年时间。如果泰利森的经营环境发生改变或因其它原因与本公司终止业务关系，而公司自有矿产暂时未能供应原材料，则可能会对本公司的生产和经营状况带来不利影响。公司以非公开发行股票募集资金收购泰利森公司股权，将有利于公司整合海外锂资源，提高公司锂资源保障能力。

图 2: Greenbushes Lithium



资料来源: Talison Lithium

图 3: 碳酸锂未来需求量和供给量预测



资料来源: Talison Lithium

表 1: Greenbushes 锂精矿产量 (单位: 万吨)

| | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 产能 | | | | 35.0 | 35.0 | 74.0 | 74.0 | 74.0 |
| 产量 | 27.1 | 23.5 | 20.9 | 26.2 | 34.2 | 35.7 | 55.0 | 74.0 |
| LCE(碳酸锂当量) | 2.5 | 3.3 | 3.1 | 3.9 | 5.1 | 5.3 | 7.8 | 11.0 |

资料来源: Talison, 东兴证券

虽然公司此次收购有利于产业链整合，项目发展前景良好，但公司非公开发行股票数量较大，募集金额高达 40 亿元，部分投资者可能对项目的市场前景、产业政策、盈利能力持谨慎态度，因此我们对此次非公开发行股票持谨慎乐观态度。

3. 供给受限需求强劲，碳酸锂价格进入上涨周期

碳酸锂供给方面，从近年的情况来看，全球碳酸锂的产能扩张缓慢，碳酸锂巨头的盐湖扩产进度和澳洲矿石提锂的进展都低于预期。目前全球三大碳酸锂供应商中仅有 Rockwood 旗下的 Chemetall 计划到 2014 年将其产能从 2.2 万吨提升至 5.0 万吨。由于中国盐湖提锂工艺尚不成熟，未来扩产计划能否如期达产也使得未来供给前景不容乐观。

表 2: 全球碳酸锂厂商扩产计划 (单位: 万吨)

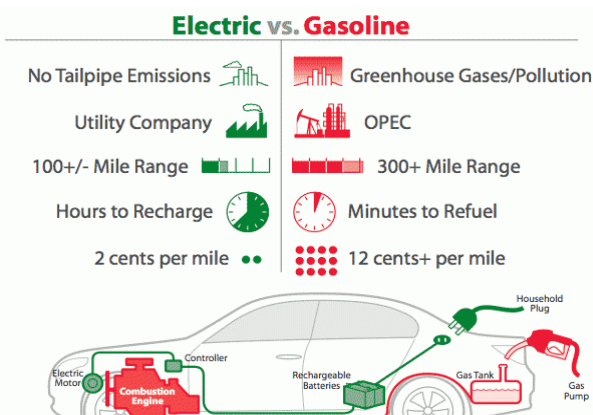
| 国家 | 主要厂商 | 现有产能 ²⁰¹¹ | 扩产后产能 | 预计达产时间 |
|------|---------|----------------------|-------------|--------|
| 澳大利亚 | Talison | 5.3 万吨 (LCE) | 11 万吨 (LCE) | 2013 年 |

| | | | | |
|---------------|-------------|---------------|--------------|----------------|
| 美国 | FMC | 2.5 万吨 | 2.5 万吨 | |
| 美国 | Rockwood | 2.2 万吨 | 5.0 万吨 | 2014 年 |
| 智利 | SQM | 4.5 万吨 | 4.5 万吨 | |
| 中国 | 西藏矿业 | 2283 吨 | 5000 吨 | 2013 年 |
| 中国 | 西藏城投 | 盐湖中试 | 5000 吨 | 2013 年底 |
| 中国 | 天齐锂业 | 1.5 万吨 | 2.2 万吨 | 2013 年 |
| 中国 | 赣锋锂业 | 1.1 万吨 | 2.1 万吨 | 2014 年 |
| 中国 | 新疆昊鑫 | 4000 吨 | 1.0 万吨 | 2014 年 |
| 中国 | 中信国安 | 暂时停产 (2000 吨) | 5000 吨 | 2013 年 |
| 中国 | 西部矿业 (青海锂业) | 停产技改 (3000 吨) | 2.0 万吨 | 2014 年 |
| 中国 | 盐湖集团 (蓝科锂业) | 试生产 (1000 吨) | 1.0 万吨 | 2014 年 |
| 中国 | 银河锂业 | 试生产 (3000 吨) | 1.7 万吨 | 2013 年 |
| 其他 | | 1.5 万吨 | 1.5 万吨 | |
| 全球产能合计 | | 14 万吨 | 25 万吨 | 2014 年底 |

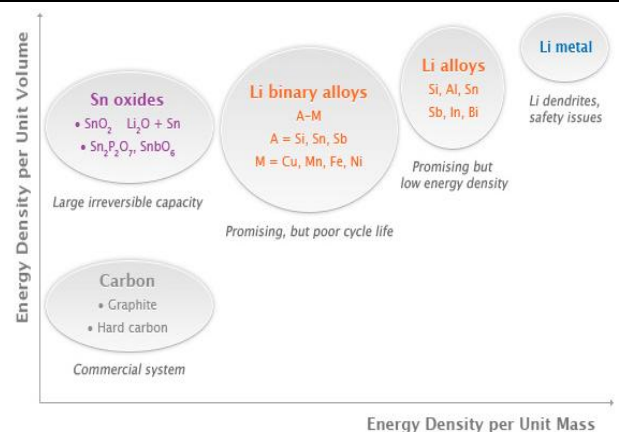
资料来源: 东兴证券

需求方面, 在目前的锂消费结构中, 增长较快是消费电子和电动自行车。我们预计在平板电脑、智能手机以及笔记本 PC 等主力消费电子产品的带动下, 2013 年消费电子碳酸锂需求量将从 2012 年的 2.6 万吨增长至 3.0 万吨。预计到 2015 年全球消费电子对碳酸锂的需求增速将保持在 15% 左右。按照国内电动自行车锂电池 25% 的渗透率测算, 到 2015 年国内电动自行车对碳酸锂的需求将保持 12% 的增速, 而全球电动自行车对碳酸锂的需求将保持年均 9% 的增速。

锂消费潜力最大的是新能源汽车领域的需求, 但是由于成本和技术原因, 目前全球新能源汽车的产业化仍然处于培育期。近期, 英国 Nexeon 公司研发的硅阳极电池 (Silicon Anode Batteries), 大幅度提升了锂电池的储电能力, 为新能源汽车的电池技术提供了新选择。硅阳极电池采用硅纳米线作为锂电池的阳极, 其理论储电能力是传统的石墨锂电池的 10 倍。普通锂电池一次充电可供电动车行驶 200 英里, 而配备了硅纳米线锂电池的电动车在一次充电后可至少行驶 380 英里。

图 4: 新能源汽车 VS 传统汽车


资料来源: 新能源汽车网

图 5: Nexeon 硅阳极电池优势


资料来源: Nexeon technology

硅阳极电池放弃了常用的碳素阳极材料，采用的新型的硅阳极材料。如果用硅阳极取代石墨阳极，锂离子电池每个单元就可存储高达 10 倍的能量。这种电池未来可应用在电子产品及电动车动力电池领域。由于其在充电过程中物理性质不稳定，硅阳极一直未被大多数厂商采用。Nexeon 公司通过改善硅的物理性质，使其成为了新型电池的阳极材料。硅阳极电池，尚处于技术萌芽期，据 Gartner 预测，这项技术 2~5 年内就会迎来应用高峰期。我们认为随着硅阳极电池的推广和应用，全球新能源汽车未来大规模的应用是可以期待的。

图 6: Silicon Anode Batteries 工作原理

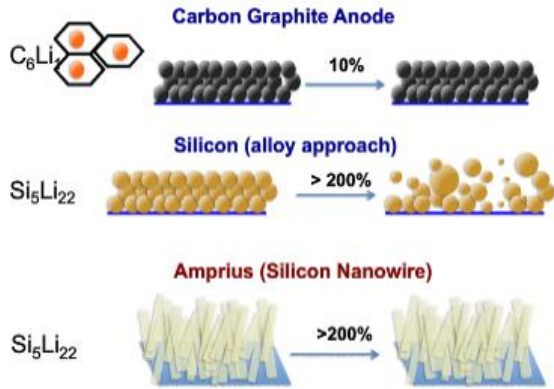
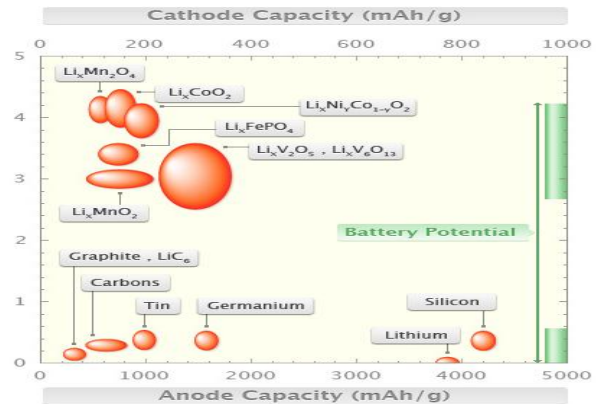


图 7: 硅阳极电池与其他类型锂电池容量比较



资料来源: Amprius technology

资料来源: Nexeon technology

通过我们对陶瓷和玻璃、消费电子、电动自行车、新能源汽车和电网储能等下游领域对碳酸锂需求的测算，我们可以推算出未来 5 年全球碳酸锂的需求量（折合为碳酸锂需求量）。

表 3: 2013—2016 年全球碳酸锂需求量预测（万吨/年）

| 碳酸锂下游领域 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 需求增速 |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| 主流应用领域 | | | | | | | |
| 陶瓷和玻璃 | 3.80 | 3.91 | 4.03 | 4.15 | 4.28 | 4.41 | 3% |
| 消费电子 | 3.51 | 4.04 | 4.64 | 5.34 | 6.14 | 7.06 | 15% |
| 电动自行车 | 0.59 | 0.71 | 0.77 | 0.81 | 0.86 | 0.91 | 9% |
| 其他领域 | 5.72 | 5.83 | 5.95 | 6.07 | 6.19 | 6.32 | 2% |
| 合计 | 13.62 | 14.49 | 15.39 | 16.37 | 17.47 | 18.69 | 6% |
| 锂潜在应用领域 | | | | | | | |
| 新能源汽车 | 1.00 | 2.00 | 3.20 | 6.00 | 11.20 | 12.80 | 66% |
| 电网储能 | 0.50 | 0.70 | 1.00 | 1.50 | 3.00 | 6.00 | 64% |
| 移动基站和 UPS | 0.30 | 0.50 | 0.70 | 0.90 | 1.10 | 1.30 | 25% |
| 潜在需求合计 | 1.80 | 3.20 | 4.90 | 8.40 | 15.30 | 20.10 | 62% |

资料来源: 东兴证券

在需求中性、供给乐观情景下，到 2015 年全球碳酸锂供给仅略大于需求，而在需求乐观情景下，到 2015 年全球碳酸锂供给缺口高达 10 万吨左右，因此我们认为全球碳酸锂的供需将保持中长期偏紧的状态，碳酸锂价格进入中期上涨周期，预计 2013 年工业级碳酸锂价格在 4.2~5.0 万元/吨之间。

盈利预测与投资建议:

我们看好碳酸锂行业的中长期需求前景, 如果公司通过定增成功完成收购Talison股权, 公司将成功实现海外锂产业链的整合, 或成长为全球最大的锂辉石供应商。公司此次收购有利于产业链整合, 项目发展前景良好, 但公司非公开发行股票数量较大, 募集金额高达40亿元, 部分投资者可能对项目的市场前景、产业政策、盈利能力持谨慎态度, 因此我们对此次非公开发行持谨慎乐观态度。如果2013、2014年考虑增发摊薄的股本的影响(按照收购65%的股权), 预计公司2012-2014年每股收益将达到0.46元、0.81元、1.11元, 对应PE分别为: 63、36和27倍, 上调至“强烈推荐”投资评级。

表 4: 2013~2015 年 Talison 业绩测算

| | 2011 年 | 2012 年 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 锂精矿产能(万吨) | 35.00 | 35.70 | 74.00 | 74.00 | 80.00 |
| 锂精矿产量(万吨) | 34.20 | 35.70 | 55.00 | 74.00 | 80.00 |
| 锂精矿销量(万吨) | 34.20 | 35.70 | 55.00 | 74.00 | 80.00 |
| 销售价格(元/吨) | 1,900.00 | 2,070.00 | 2,070.00 | 2,070.00 | 2,070.00 |
| 销售收入(万元) | 64,980.00 | 73,899.00 | 113,850.00 | 153,180.00 | 165,600.00 |
| 锂精矿成本(元/吨) | 1,250.00 | 1,300.00 | 1,300.00 | 1,300.00 | 1,300.00 |
| 毛利率(%) | 34% | 37% | 37% | 37% | 37% |
| 净利率(%) | 18% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| 净利润(百万元) | 116.96 | 147.80 | 227.70 | 306.36 | 331.20 |
| 少数股东权益(百万元) | | | 79.70 | 107.23 | 115.92 |

资料来源: Talison、东兴证券

风险提示:

- 1) 拟收购方案不执行的风险
- 2) 碳酸锂下游需求低于预期的风险

表 5: 盈利预测及关键指标

| 百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 402.73 | 529.06 | 1,830.06 | 2,299.02 |
| (+/-)% | 36.86% | 31.37% | 245.91% | 25.63% |
| 经营利润(EBIT) | 49.93 | 102.15 | 461.03 | 645.27 |
| (+/-)% | -3.86% | 104.58% | 351.35% | 39.96% |
| 净利润 | 40.23 | 68.09 | 258.00 | 351.91 |
| (+/-)% | 3.45% | 69.28% | 278.89% | 36.40% |
| 每股净收益(元) | 0.270 | 0.463 | 0.814 | 1.110 |
| PE | 109.15 | 63.62 | 36.21 | 26.55 |

资料来源: 东兴证券

| 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 | 529.06 | 31.37% | 1,830.06 | 245.91% | 2,299.02 | 25.63% |
| 营业成本 | 336.19 | 420.10 | 24.96% | 1,263.76 | 200.82% | 1,512.98 | 19.72% |
| 营业费用 | 10.67 | 14.02 | 31.43% | 51.24 | 265.49% | 62.07 | 21.14% |
| 管理费用 | 20.05 | 26.35 | 31.41% | 91.14 | 245.91% | 114.49 | 25.63% |
| 财务费用 | (6.11) | (7.00) | N/A | 27.51 | N/A | 68.88 | 150.38% |
| 投资收益 | 0.31 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 营业利润 | 40.53 | 72.11 | 77.92% | 389.29 | 439.86% | 532.16 | 36.70% |
| 利润总额 | 48.44 | 80.11 | 65.38% | 397.29 | 395.93% | 540.16 | 35.96% |
| 所得税 | 8.21 | 12.02 | 46.32% | 59.59 | 395.93% | 81.02 | 35.96% |
| 净利润 | 40.23 | 68.09 | 69.28% | 337.69 | 395.93% | 459.13 | 35.96% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 40.23 | 68.09 | 69.28% | 258.00 | 278.89% | 351.91 | 36.40% |
| NOPLAT | 28.58 | 55.34 | 93.65% | 354.28 | 540.14% | 510.88 | 44.20% |
| 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 | 492.03 | 30.40% | 1,701.95 | 245.91% | 2,138.09 | 25.63% |
| 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 | 34.79 | 29.29% | 120.33 | 245.91% | 151.17 | 25.63% |
| 预付款项 | 20.85 | 29.25 | 40.30% | 54.53 | 86.41% | 84.78 | 55.50% |
| 存货 | 183.74 | 230.19 | 25.28% | 692.47 | 200.82% | 829.03 | 19.72% |
| 流动资产合计 | 698.53 | 899.87 | 28.82% | 2,962.26 | 229.19% | 3,696.75 | 24.80% |
| 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 | 1,194.97 | 6.43% | 3,273.12 | 173.91% | 3,963.38 | 21.09% |
| 短期借款 | 14.37 | 42.12 | 193.13% | 1,606.17 | 3713.73% | 1,969.73 | 22.64% |
| 应付帐款 | 34.92 | 42.59 | 21.97% | 128.11 | 200.82% | 153.37 | 19.72% |
| 预收款项 | 10.23 | 11.29 | 10.35% | 14.95 | 32.43% | 19.54 | 30.76% |
| 流动负债合计 | 112.83 | 151.01 | 33.84% | 1,850.47 | 1125.42% | 2,257.55 | 22.00% |
| 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 | 79.70 | N/A | 186.92 | 134.55% |
| 母公司股东权益 | 984.24 | 1,018.29 | 3.46% | 1,317.29 | 29.36% | 1,493.24 | 13.36% |
| 净营运资本 | 585.70 | 748.86 | 27.86% | 1,111.79 | 48.46% | 1,439.20 | 29.45% |
| 投入资本 IC | 626.27 | 558.37 | -10.84% | 1,291.20 | 131.24% | 1,511.80 | 17.09% |
| 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 | 68.09 | 69.28% | 337.69 | 395.93% | 459.13 | 35.96% |
| 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) | 163.16 | N/A | 362.93 | 122.44% | 327.42 | -9.79% |
| 经营活动产生现金流 | 9.41 | 32.73 | 247.74% | (305.62) | N/A | 319.40 | N/A |
| 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) | (14.42) | N/A | 1,577.54 | N/A | 118.73 | -92.47% |
| 现金净增（减） | (182.30) | 114.69 | N/A | 1,209.92 | 954.92% | 436.13 | -63.95% |

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，研究所基础工业组负责人，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。