

公司研究

新股研究

建议询价区间：18.00-20.25 元

锂辉石直提碳酸锂核心技术差异化优势显著

——天齐锂业(002466)新股研究

核心观点

申购建议：

公司合理股价为 **20.00-22.50 元**。考虑到限售期的影响，建议按 10% 的折扣价申购，建议申购价为 **18.00-20.25 元**。

主要依据：

公司为国内锂产品龙头。公司主要产品包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、无水氯化锂、氢氧化锂等四大系列锂产品，目前各项锂产品年生产能力约为9,100吨，公司的锂产品产销规模居国内首位。公司拟初步形成锂矿资源、锂盐和锂金属加工三大业务体系、布局完整的锂产业链。**碳酸锂逐渐成长为公司主导产品，综合毛利率有望企稳回升。**公司近年来不断优化产品结构，附加值较高的电池级碳酸锂贡献公司收入、毛利各在50%、70%以上。锂辉石占公司锂产品生产成本低达55%以上，近三年锂辉石价格呈现先涨后跌的剧烈波动，而公司产品售价降幅高于原材料成本的降幅，导致公司综合毛利率从2007年的29.56%降至2010上半年的22.27%，预计随着公司毛利率较高的电池级碳酸锂业务比重的提升，未来综合毛利率有望企稳甚至回升。

锂被誉为“工业味精”与“能源金属”，电池级碳酸锂产品迎来高速增长期。锂具有特殊的物理和化学性质，既可用作催化剂、引发剂和添加剂等“工业味精”，又凭借最高的标准氧化电势而成为电池领域最佳“能源金属”。在爆发式增长的锂电动汽车的带动下，预计全球碳酸锂需求量将从2010年的5970吨增长20倍至2015年的111,390吨，CAGR高达79.5%。**锂资源分布较为集中，盐湖卤水提锂为主流工艺，公司的锂辉石直提锂核心技术差异化优势显著。**全球锂资源集中分布在南美洲的智利、玻利维亚、阿根廷及中国。目前碳酸锂制取包括矿石提锂和盐湖卤水提锂两大类，后者约占全球碳酸锂总产量的70%以上；公司作为国内唯一拥有锂辉石直提锂核心技术，其工艺流程与成本控制差异化优势显著。

募投重点增资扩建金属锂及丁基锂项目。此次 IPO 主要募投 2.36 亿元用于新增年产 5,000 吨电池级碳酸锂和 1,500 吨无水氯化锂技改扩能项目，较目前年产能分别扩产 200%、100%，全部达产后贡献销售收入、净利润 2.62、0.44 亿元，分别相当于 09 年的 85.92%、119.85%。

预计公司 2010-12 年营业收入、净利润的年均复合增速分别为 29.91%、47.31%，对应每股收益分别为 0.50 元、0.78 元、1.09 元。给予公司 2010 年 40-45 倍的动态估值较为合理，合理股价为 **20.00-22.50 元**。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	305	361	490	609
同比增速(%)	7.15%	18.22%	35.87%	24.20%
净利润(百万)	36	49	77	106
同比增速(%)	-16.98%	34.36%	56.28%	38.85%
EPS(元)	0.37	0.50	0.78	1.09

基础数据

总股本(万股)	7350.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	3.88
每股净资产(元)	3.23
建议询价区间(元)	18.00-20.25

研究员：肖世俊

电话：010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940209090162

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1: 本次发行基本情况

公司名称	四川天齐锂业股份有限公司
公司简称	天齐锂业
发行地	深圳
发行日期	2010. 8. 18
申购代码	002466
发行股数	2,450万股, 占发行后总股本的25.00%
发行方式	网下询价, 上网定价
发行后总股本	9,800万股
每股盈利(2009)	0.44元
发行后全面摊薄每股收益(2009)	0.37元
发行前每股净资产	3.23元

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

2、公司概况

2.1、公司为国内锂产品龙头

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, 其电池级碳酸锂产品是国家级重点新产品。公司的锂产品产销规模居国内首位, 公司目前各项锂产品年生产能力约为 9,100 吨, 包括 2,500 吨/年电池级碳酸锂、3,000 吨/年工业级碳酸锂、1,500 吨/年无水氯化锂、1,500 吨/年氢氧化锂、600 吨/年高纯碳酸锂。

公司目前拥有五项发明专利, 也是我国电池级碳酸锂行业标准的主持起草单位。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, 加快发展电池级碳酸锂、电池级无水氯化锂等高端锂产品。此次 IPO 募投项目完成后, 公司各类锂产品的年产能将达到 15,000 吨, 初步形成锂矿资源、锂盐和锂金属加工三大业务体系、布局完整的锂产业链。

图表 2: 公司主要产品及其应用领域

主要产品	应用领域及其用途
工业级碳酸锂	1) 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, 提高电解质的导电性, 从而减少热损失, 提高电流效率, 节省电能, 降低阳极原材料的消耗, 延长电解槽的使用寿命; 2) 合成制冷剂溴化锂的原料; 3) 用于制备金属锂的原料氯化锂; 4) 用于制备特殊钢材保护渣; 5) 制备高纯碳酸锂和药用碳酸锂的原料及其他锂盐生产的原料等。
电池级碳酸锂	1) 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、摄像机、笔记本电脑等手持电子设备、电动车辆、储能设备、电动工具以及军事等领域; 2) 合成六氟磷酸锂等锂电解质材料; 3) 合成磷酸二氢锂、高纯碳酸锂等高质量锂产品的原料等。
无水氯化锂	1) 作为熔盐电解生产金属锂的原料; 2) 在新材料领域, 作为高分子材料聚苯硫醚等产品的催化剂、甲壳素的生产等; 3) 用于空调除湿剂、漂白剂、杀虫剂、合成纤维、锂电池、太阳能电池、金属合金焊接剂或助焊剂; 4) 用于锂 A 分子筛的生产, 用以气体净化; 5) 在医药上用于治疗糖尿病、遗传研究; 6) 在生物学中用于分离提取 RNA 及少量 DNA 的提取和纯化; 7) 作为诱变剂, 应用于食品(啤酒)、医药、环保等行业选育优质菌种, 培育高产菌株、合成医药中间体, 对菌种进行遗传改造; 8) 在有机结构分析方面, 氯化锂是一种重要的阳离子添加剂;

- 9) 氯化锂及其衍生产品在受控核聚变反应、铝锂合金、锂电池、光通信中的非线性光学材料等行业的需求大幅增长等。
- 1) 制造高级锂基润滑脂, 适用温度范围宽 (-50℃ ~ +300℃)、防火性能好、难氧化、多次加热—冷却—加热循环时性能稳定, 使用寿命长, 抗水性强;
- 2) 作为离子交换树脂可以吸收放射性同位素, 可用作核反应堆的热载体和金属表面的保护剂;
- 3) 用于潜水艇中空气净化、飞行员呼吸罩;
- 4) 可作为水净化剂、生产多孔混凝土的乳化剂、特种光学玻璃原料以及合成维生素 A 和其他很多锂盐产品的原料等。

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

2.2、公司实际控制人为蒋卫平

公司控股股东为成都天齐集团, 持有公司股份 6,247.80 万股, 占发行前总股本的 85.00%; 公司实际控制人为蒋卫平先生, 此次发行前, 通过天齐集团间接持有公司 83.81% 的股份, 发行后仍持股 62.86%; 蒋卫平先生之妻张静女士持有公司 13.32% 的股份, 发行后持股 9.99%; 此次发行后蒋卫平夫妇合计持有公司 72.85% 的股份。

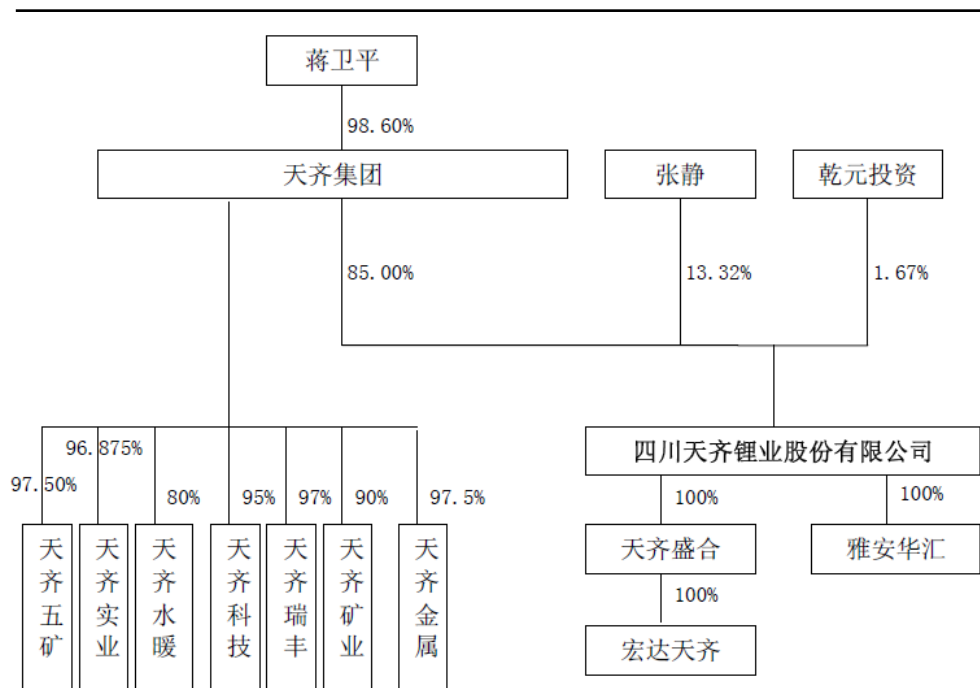
目前公司共有 2 家全资子公司, 分别为雅安华汇和天齐盛合, 及宏达天齐 1 家全资孙公司。

图表 3: 公司发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	比例 (%)	持股数量 (万股)	比例 (%)
成都天齐实业(集团)有限公司	6,247.80	85.00	6,247.80	63.75
张静	979.20	13.32	979.20	9.99
深圳乾元投资有限公司	123.00	1.67	123.00	1.26
社会公众股			2,450.00	25.00
总股本	7,350.00	100.00	9,800.00	100.00

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

图表 4: 天齐锂业发行人股权结构及控股、参股子公司



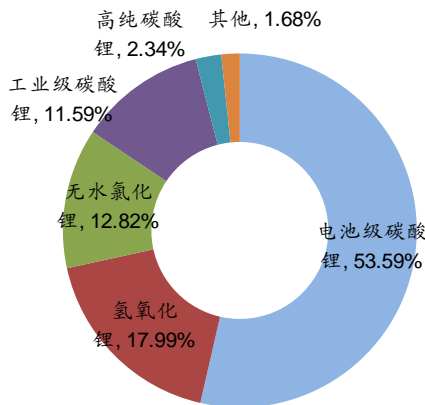
资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

2.3、碳酸锂逐渐成长为公司主导产品，综合毛利率有望企稳回升

2010 上半年，公司主要产品电池级碳酸锂、氢氧化锂、无水氯化锂、工业级碳酸锂、高纯碳酸锂的销售收入占公司收入比例分别为 53.59%、17.99%、12.82%、11.59%、2.34%，相应的毛利占比各为 70.27%、16.01%、1.16%、10.29%、1.41%。公司近年来不断优化产品结构，加大对附加值较高的高端产品的市场开拓力度，其中电池级碳酸锂已发展成为公司最大收入来源，也是公司未来发展的重点，此外氢氧化锂和新开发的无水氯化锂 08 年起实现了较快增长，也已成为公司新的收入增长点。

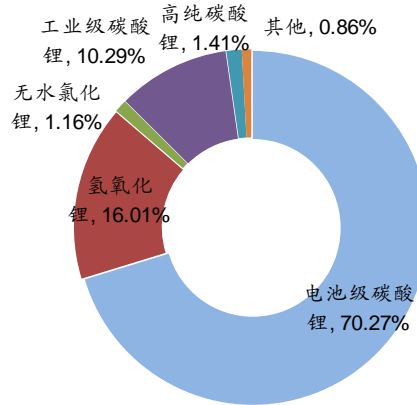
近三年公司营业收入分别为 3.06 亿元、2.85 亿元、3.05 亿元，同比变化依次为-7.03%、7.15%。在公司的产品结构调整中，除工业级碳酸锂的销量年均下滑约 30%以外，其他三种主要产品电池级碳酸锂、氢氧化锂、无水氯化锂的销量年均增长分别高达 32%、28%、259%；近三年公司营收基本持平主要受累于产品价格的下跌，主导产品电池级碳酸锂的年均售价已从 07 年的 5.10 万元/吨跌至 3.75 万元/吨，年均跌幅 14.17%（图表 7）。

图表 5：1H2010 公司营业收入构成



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 6：1H2010 公司营业毛利构成



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 7：近三年公司主要产品的量价变化

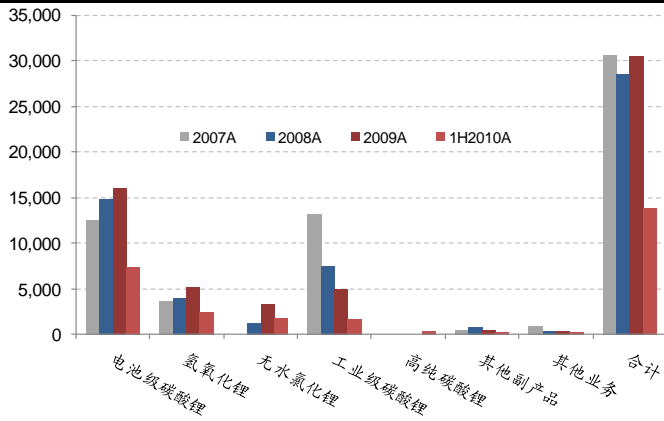
产品	项目	2007A	2008A	2009A	产品	项目	2007A	2008A	2009A
电池级碳酸锂	销量(吨)	2,466	3,188	4,300	氢氧化锂	销量(吨)	1,010	1,170	1,639
	YOY		29.27%	34.89%		YOY		15.81%	40.12%
	销售均价(元/吨)	51,032	46,137	37,484		销售均价(元/吨)	35,053	33,827	31,726
	YOY		-9.59%	-18.76%		YOY		-3.50%	-6.21%
工业级碳酸锂	收入(万元)	12,585	14,708	16,118	无水氯化锂	收入(万元)	3,540	3,957	5,200
	YOY		16.87%	9.59%		YOY		11.76%	31.42%
	销量(吨)	3,261	2,043	1,568		销量(吨)		310	1,112
	YOY		-37.34%	-23.29%		YOY			259.14%
无水氯化锂	销售均价(元/吨)	40,580	36,595	31,540	销售均价(元/吨)		40,204	30,290	
	YOY		-9.82%	-13.81%	YOY			-24.66%	
	收入(万元)	13,233	7,478	4,944	收入(万元)		1,245	3,368	
	YOY		-43.49%	-33.88%	YOY			170.59%	

资料来源：公司招股说明书，国都证券

公司的生产成本中原材料占比较高(图表 10)，2007-2009 年公司三大主要原材料锂辉石、纯碱、硫酸占公司产品成本分别为 73.90%、75.91%、64.82%；其中锂辉石占产品成本高达 55%以上。近三年锂辉石受金融危机影响，其价格呈现先涨后跌的剧烈波动；近 3 年又一期公司

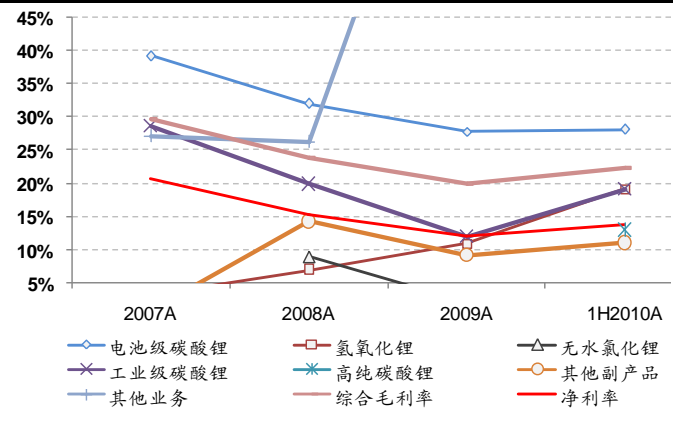
的锂辉石采购均价分别为 2,010 元/吨、2,279 元/吨、2,026 元/吨、1,838 元/吨。公司综合毛利率从 2007 年的 29.56% 下降到 2010 上半年的 22.27% (图表 9), 主要是公司产品售价降幅高于主要原材料成本的降幅, 预计随着公司毛利率较高的电池级碳酸锂业务比重的提升, 未来综合毛利率有望企稳回升。

图表 8: 近三年半公司主营业务收入变化趋势



资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

图表 9: 近三年半公司盈利能力变化趋势



资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

图表 10: 公司锂产品生产所需的主要原材料成本构成

原材料构成 (万元)	2007A		2008A		2009A		1H2010A	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
锂辉石	13,169	61.04%	12,824	59.09%	13,559	55.55%	5,651	48.90%
纯碱	1,695	7.86%	1,906	8.78%	1,558	6.38%	781	6.76%
硫酸	1,079	5.00%	1,745	8.04%	706	2.89%	416	3.60%
合计	15,943	73.90%	16,475	75.91%	15,823	64.82%	6,848	59.26%

资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

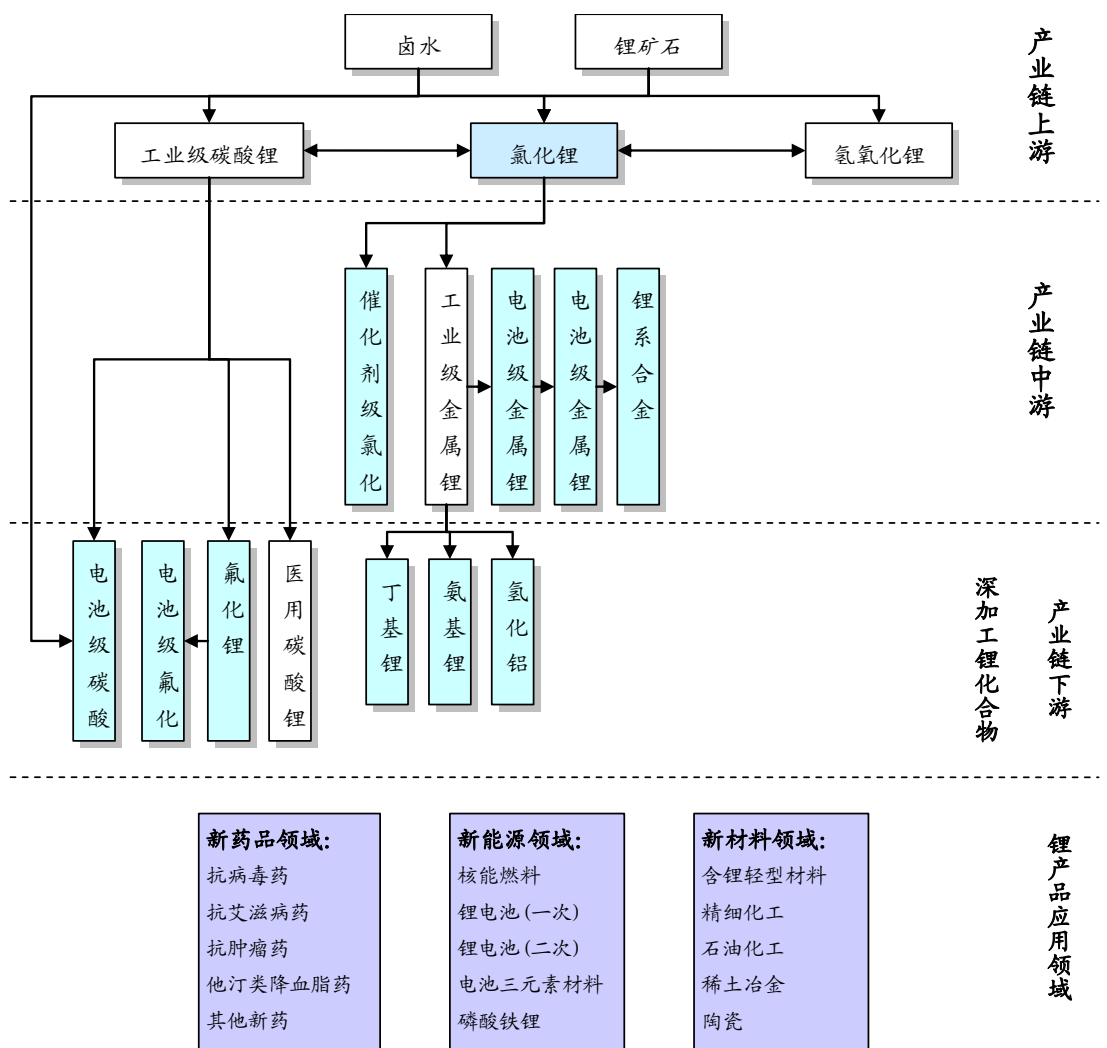
3、行业发展趋势及公司竞争力分析

3.1、锂被誉为“工业味精”与“能源金属”，下游深加工产品大有作为

锂是自然界最轻的金属元素, 具有特殊的物理和化学性质, 既可用于作催化剂、引发剂和添加剂等用途, 又可以用于直接合成新型材料以改善产品性能。被誉为“工业味精”; 同时, 锂具有各种元素中最高的标准氧化电势, 成为电池和电源领域最佳元素, 也被称为“能源金属”。

按锂产品的生产流程和产品链条划分, 锂行业可分为基础锂产品和深加工锂产品两个细分行业。其中, 1) 基础锂产品包括工业级碳酸锂、氯化锂和氢氧化锂三种, 主要由矿石或卤水中提取生成, 主要用于生产金属锂、丁基锂、电池级碳酸锂等深加工锂产品, 其直接应用领域范围较小, 以传统的玻璃和冶金工业生产过程中的添加剂为主; 2) 深加工锂产品系根据下游新产品生产的特殊技术和性能要求, 对基础锂产品进行深加工而形成的后续产品, 包括金属锂、丁基锂、催化剂级氯化锂、电池级碳酸锂、氟化锂等数十种产品, 将成为未来锂行业发展的重要基础和推动力。

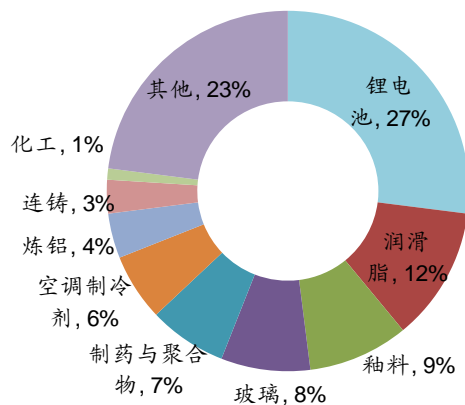
图表 11: 锂系列产品的加工产业链分布



资料来源: 赣锋锂业招股说明书、国都证券研究所

随着全球新能源、新材料开发与技术进步及对健康科技重视的热潮, 带动了深加工锂产业的发展。在新能源领域, 深加工锂产品主要用于生产一次高能电池、二次锂电池和动力锂电池; 在新材料领域, 深加工锂产品主要用于生产新型合成橡胶、新型工程材料、陶瓷和稀土冶炼等; 在新药品领域, 深加工锂产品主要用作生产他汀类降脂药和新型抗病毒药等新药品的关键中间体。

图表 12: 全球锂的应用领域分布



资料来源: SQM 2008, 国都证券

3.2、供需局势：工艺制约供应扩张缓慢，供需略微平衡

锂资源的基础储量十分丰富,根据MIR的统计,全球锂的基础储量折合金属量约2,866万吨,但目前具备可经济开采的锂资源折合金属量仅在400万吨左右。全球一半以上的锂资源集中分布在南美洲,其中,智利、玻利维亚、阿根廷各约占全球的24%、19%、9%。中国也是全球锂资源大国之一,储量约占全球12%。

我国锂资源丰富,储量居世界前列,其中约80%为盐湖卤水锂矿,主要分布于青海和西藏的盐湖中。目前西藏扎布耶盐湖和青海东、西台吉乃尔盐湖已开始进入盐湖卤水提锂开发阶段。但受限于镁锂比例很低、自然环境及基础设施等不利条件,我国盐湖卤水提锂的开发仍处于初级阶段。我国固体锂矿资源较为丰富,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,但该矿由于地处高原,交通不便,目前开采规模很小。

根据制取过程中使用的原料不同,碳酸锂制取分为矿石提锂和盐湖卤水提锂两大类。因盐湖卤水中蕴藏的锂资源约占全球的83%,盐湖卤水提锂为目前世界前三大厂商碳酸锂制备的主流工艺,2009年碳酸锂产量为48,097吨,约占全球总产量的70%。

图表 13: 全球锂资源分布较为集中

图表 14: 2008 年全球主要碳酸锂供应商分布

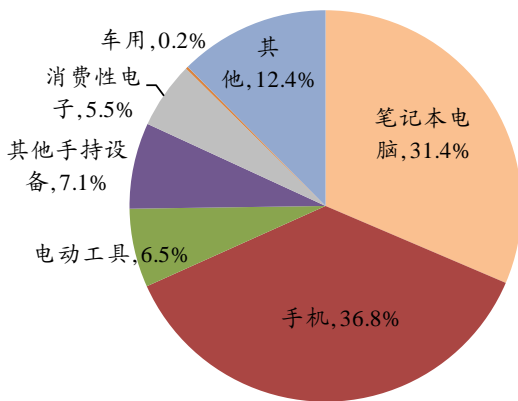
(吨)	生产商	资源地	现有产能	拟新增产能
	SQM	Atacama	40,000	
	FMC	Hombre Muerto	18,000	
	Chemetall SCL	Atacama	14,000	
	Chemetall Foote USA		5,000	
盐湖	ADY	Rincon		23,000
	西藏矿业扎布耶	扎布耶	2,000	25,000
	中信国安	台吉乃尔	2,000	32,000
	青海锂业	台吉乃尔	1,000	19,000
	中川	当雄措		5,000
		小计		82,000
矿石	天齐锂业	进口	6,000	
	新疆锂厂	进口	5,000	
	尼科国润	四川	3,000	
	集祥锂业	四川	2,000	
	阿坝锂厂	四川	2,000	
	小计		18,000	
	总计		100,000	99,000

3.3、碳酸锂：蓄势待发的电动汽车市场将推动需求高速增长

锂电池目前主要应用在消费电子产品，包括手机、笔记本电脑及其他便携式数码产品等小型锂电池领域，其中手机、笔记本电脑各占 36.8%、31.4%，车用动力电池仅为 0.2%。预计未来小型锂电池平均增速在 10%左右，未来锂电池的增长空间主要来自车用动力电池及其他动力与储能领域（如电动自行车、风光发电厂储能电池等）。

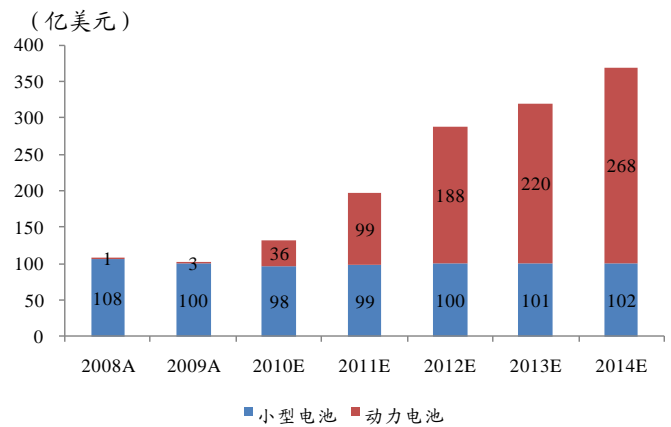
从全球锂离子电池的需求量及销售收入来看，2002-08 年锂离子电池的需求量保持了年均 20%左右的增长速度，2008 年全球锂离子电池销售收入将达到 100 亿美元，09 年受金融危机影响下滑了 7.2%至 93 亿美元。目前全球 EV 所需锂离子电池规模仅为 3 亿美元，预计 2012 年 EV 动力电池将超越小型电池至 190 亿美元，2014 年进一步增长至 270 亿美元，加上小型电池的 100 亿美元，届时全球锂电池市场规模合计达 370 亿美元，期间年均复合增长 30%以上。

图表 16：2008 年全球锂电池应用领域分布



资料来源：IIT，国都证券

图表 17：EV 助推锂电进入持续快速增长阶段



资料来源：FujiKeizai，国都证券

09 年全球手机出货量约 11 亿部，所需锂电池容量约 3000MWh，加上笔记本电脑和其他便携式数码设备，全球小型锂电池容量约 10,000~15,000MWh，即 50 万-75 万辆 EV 所需锂电池容量相当于全球整个便携式设备所需锂电池容量。目前全球新车年销量约 7000 万辆，因此，全球 EV 市场渗透率每提升 1 个百分点，全球锂电池容量较目前即可大致增加一倍。

图表 18：一辆 EV 所需锂电池容量相当于 6700 部手机



资料来源：技术在线，国都证券

图表 19：全球 EV 市场渗透率每提升 1 个百分点即可使得全球锂电池容量较目前增加一倍

应用领域	09 年全球销量 (百万)	单个所需锂电池容量 (Wh)	09 年全球锂电池需求量 (MWh)
手机	1,046	3	3,138
笔记本电脑	165	70	11,550
其他数码产品			6,300
小型锂电池合计			20,988
EV	假设 EV 市场渗透率 1%，全球 EV 销量 70 万辆	20,000	则全球 EV 所需锂电池容量 18,000MWh

资料来源：国都证券

根据日本 IIT 预计，在爆发式增长的动力锂电池汽车的带动下，全球碳酸锂需求量将从 2010 年的 5970 吨近增长 20 倍至 2015 年的 111,390 吨，年均复合增速高达 79.5%。

3.4、公司核心竞争力：锂辉石直提核心技术优势、综合成本优势及错位竞争优势

1) 锂辉石直提核心技术优势：公司作为我国电池级碳酸锂的行业标准主持起草单位，其在锂产品领域已拥有五项发明专利。公司成功开发了矿石提锂的新工艺路线，在世界上首次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。该方法与传统工艺相比，流程优化，成本大为降低。目前公司作为该项技术国内唯一掌握者，技术优势显著，也构筑了公司的核心技术优势。与之形成对比的是，国内其他锂产品生产企业生产电池级碳酸锂和无水氯化锂，均只能以工业级碳酸锂或氢氧化锂为原料进行加工后制得。

2) 综合成本优势：成本控制是锂产品厂商综合竞争优势的核心之一。公司作为国内同行业中唯一拥有以锂辉石直接生产工业级碳酸锂、电池级碳酸锂、无水氯化锂和氢氧化锂生产工艺的企业，可以根据市场需求灵活调节各项锂产品的生产，从而大大降低生产成本。公司利用已掌握的核心技术，即直接利用锂辉石为原料生产电池级碳酸锂，不需要经过其他繁琐的转化，锂回收率更高，生产成本较低。此外，公司通过对各种生产工艺、设备、技术的不断完善和革新，降低单位产品成本。而在锂辉石原材料供给及采购成本控制方面，公司除与供货商澳大利亚塔力森公司签订有长期供货协议外，公司已于 2008 年 10 月取得四川省雅江县措拉锂辉石矿探矿权，并已进入地质详查阶段，一旦开采成功并形成生产能力，将为公司长期可持续发展提供充足的原料保障，并显著降低成本。

3) 与盐湖卤水提锂企业的错位竞争优势：目前国内盐湖卤水提锂企业仅能小规模生产工业级碳酸锂，国际三大盐湖卤水提锂企业 SQM、FMC 和 Chemetall 拥有较为成熟的盐湖卤水提锂技术，并已实现了大规模的工业化生产，国际巨头在锂产品的生产规模、产品结构等方面均占有一定优势，特别是在工业级碳酸锂领域具有成本优势。然而，盐湖卤水提锂的直接产品一般为工业级碳酸锂，要加工成其他锂产品，还必须进一步加工，从而增加了生产成本。与此错位不同的是，公司拥有的矿石提锂生产工艺灵活，可以用酸化焙烧后的硫酸锂浸出液和其他廉价的化工原料直接生产其他多种锂产品，而且原料为锂辉石精矿，原料化学组成较稳定，杂质组分较少，工艺过程易于控制，产品质量稳定可靠，从而使得公司的电池级碳酸锂等高端锂产品生产具有明显优势。

4、募投项目分析

公司拟将此次募集资金中投向 2 个项目：1) 2.36 亿元用于新增年产 5,000 吨电池级碳酸锂和 1,500 吨无水氯化锂技改扩能项目，较目前年产能分别扩产 200%、100%；项目建设期 3 年，截至 2010 年 6 月 30 日，项目已经完成酸化窑、锅炉系统等辅助设施建设。2) 0.29 亿元用于技术中心扩建项目，以进一步完善实验设备设施，扩建中试车间生产厂房，提升公司技术中心的整体技术研发能力和装备水平。

公司募投的新增年产 5,000 吨电池级碳酸锂和 1,500 吨无水氯化锂技改扩能项目，项目建成后，试产期为 1 年，试产期产能达到设计产能的 60%；投产后的第二年达到设计产能的 80%，投产后第三年全部达产。项目全部达产后年平均销售收入 2.62 亿元，年平均净利润 0.44 亿元，分别相当于公司 09 年营收、净利润的 85.92%、119.85%。

图表 20: 公司 IPO 募投项目分析

拟投资项目	拟投资金额 (万元)	建设周期 (月)	目前公司产能	扩产幅度	全部达产后 销售收入 (万元)	净利润 (万元)	税后投资回 收期(年)
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	23,630	36	电池级碳酸锂: 2,500吨/年、无水氯化锂: 1,500吨/	电池级碳酸锂: 200%、无水氯化锂: 100%	26,218	4,371	6.9
技术中心扩建项目	2,867						
合计	26,497				26,218	4,371	

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

5、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年营业收入、归属于母公司净利润的年均复合增速分别约为 29.91%、47.31%，按发行后公司总股本 9,800 万股计算，预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.50 元、0.78 元、1.09 元。

图表 21: 天齐锂业盈利预测假定

产品	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电池级碳酸锂	产能(吨)	2,500	2,500	2,500	2,500	5,500	7,500
	销量(吨)	2,466	3,188	4,300	5,160	7,224	9,752
	销售均价(元/吨)	51,032	46,137	37,484	38,000	38,500	39,000
	销售收入(万元)	12,585	14,708	16,118	19,608	27,813	38,035
	销售成本(万元)	7,650	10,003	11,644	14,020	19,469	26,054
	毛利率	39.21%	31.99%	27.76%	28.50%	30.00%	31.50%
工业级碳酸锂	产能(吨)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
	销量(吨)	3,261	2,043	1,568	1,600	1,500	1,500
	销售均价(元/吨)	40,580	36,595	31,540	32,000	32,500	32,500
	销售收入(万元)	13,233	7,478	4,944	5,120	4,875	4,875
	销售成本(万元)	9,446	5,994	4,350	4,122	3,900	3,900
	毛利率	28.62%	19.85%	12.01%	19.50%	20.00%	20.00%
氢氧化锂	产能(吨)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
	销量(吨)	1,010	1,170	1,639	2,000	2,500	2,500
	销售均价(元/吨)	35,053	33,827	31,726	34,000	35,000	35,500
	销售收入(万元)	3,540	3,957	5,200	6,800	8,750	8,875
	销售成本(万元)	3,429	3,682	4,633	5,508	7,000	7,100
	毛利率	3.13%	6.94%	10.90%	19.00%	20.00%	20.00%
无水氯化锂	产能(吨)		1,500	1,500	1,500	2,400	3,000
	销量(吨)		310	1,112	1,500	2,500	3,000
	销售均价(元/吨)		40,204	30,290	30,291	30,292	30,293
	销售收入(万元)		1,245	3,368	4,544	7,573	9,088
	销售成本(万元)		1,133	3,295	4,317	6,816	7,907
	毛利率		8.98%	2.16%	5.00%	10.00%	13.00%
合计	销售收入(万元)	29,358	27,387	29,630	36,072	49,011	60,873
	销售成本(万元)	20,525	20,811	23,922	27,966	37,185	44,960
	毛利率	30.09%	24.01%	19.26%	22.47%	24.13%	26.14%

资料来源: 国都证券研究所

图表 22: 天齐锂业盈利预测 (单位: 万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	30,631	28,477	30,513	36,072	49,011	60,873
YOY%	/	-7.03%	7.15%	18.22%	35.87%	24.20%
减: 营业成本	21,576	21,703	24,410	27,966	37,185	44,960
毛利率	29.56%	23.79%	20.00%	22.47%	24.13%	26.14%
营业税金及附加	180	195	232	271	368	457
销售费用	624	653	735	878	1,073	1,200
管理费用	1,203	1,097	925	1,148	1,450	1,711
财务费用	136	240	447	344	23	32
期间费用率 (%)	6.41%	6.99%	6.90%	6.57%	5.20%	4.83%
资产减值损失	-287	159	-108	100	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0	0
二、营业利润	7,200	4,431	3,872	5,367	8,912	12,513
YOY%	/	-38.46%	-12.61%	38.59%	66.07%	40.41%
加: 营业外收入	100	197	507	500	300	200
减: 营业外支出	232	40	84	100	200	200
三、利润总额	7,069	4,588	4,296	5,767	9,012	12,513
减: 所得税	726	212	648	865	1,352	1,877
四、净利润	6,342	4,376	3,648	4,902	7,660	10,636
归属于母公司的净利润	6,475	4,393	3,647	4,900	7,658	10,634
YOY(%)	/	-32.16%	-16.98%	34.36%	56.28%	38.85%
少数股东损益	-133	-17	1	1	2	3
净利率 (%)	21.14%	15.43%	11.95%	13.58%	15.63%	17.47%
总股本 (万股)	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800	9,800
五、每股收益 (元)	0.66	0.45	0.37	0.50	0.78	1.09

资料来源: 国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

目前国内 A 股上市公司中主营业务与天齐锂业同类可比的上市公司主要有赣锋锂业、西藏矿业、杉杉股份、中国宝安等 (参见图表 23)。按 2010 年 8 月 12 日收盘价计算, 可比上市公司的 2010 年、2011 年、2012 年动态市盈率中值分别为 49 倍、35 倍、25 倍。可比上市公司 2010-12 年的净利润的 CAGR 中值为 38%, PEG 中值为 1.24, 结合我们对公司未来三年净利润 CAGR 约 47% 的预测, 我们认为, 给予公司 2010 年 40-45 倍的动态估值较为合理。按我们预计公司 2010 年的每股收益 0.50 元计算, 公司合理股价为 20.00-22.50 元。考虑到限售期的影响, 建议按 10% 的折扣价申购, 建议申购价为 18.00-20.25 元。

图表 23: 同类可比上市公司的估值比较 (以 2010 年 8 月 12 日收盘价计算)

公司简称	代码	股价	总市值 百万元	EPS				P/E				PEG
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
杉杉股份	600884	17.25	7,087	0.23	0.35	0.72	1.16	75	49	24	15	0.60
当升科技	300073	56.53	4,522	0.50	0.91	1.52	2.27	113	62	37	25	1.07
新宙邦	300037	43.49	4,653	0.56	0.71	0.92	1.35	78	61	47	32	1.62
江苏国泰	002091	26.22	7,866	0.49	0.60	0.81	1.10	54	44	32	24	1.24
华芳纺织	600273	13.17	4,149	-0.13	0.35	0.55	0.68	/	38	24	19	0.96
亿纬锂能	300014	31.90	4,211	0.30	0.45	0.62	0.81	106	71	51	39	2.07
西藏矿业	000762	30.20	8,326	0.08	0.26	0.42	0.63	378	116	72	48	2.09
赣锋锂业	002460	20.70	5,740	0.34	0.43	0.60	0.73	61	48	35	28	1.59
中国宝安	000009	9.67	10,548	0.23	0.41	0.52	0.72	42	24	19	13	0.72
中值								75	49	35	25	1.24

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵		liyun@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com