



(锂公司研究之四)全面掌控融达矿业未来的大型锂供应商

2012年7月31日

推荐/维持

路翔股份

专题报告

——路翔股份(002192)研究报告

林阳	有色金属行业首席分析师 linyang@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480510120003 010-6655 4024
----	------------------------------------	---

公司看点:

由传统产业向锂资源进军，公司资源储量巨大，拥有亚洲最大的锂辉石矿，2015年公司由目前的24万吨产能扩产105万吨，将成为名符其实的大型锂精矿供应商，短期估值偏高，但长期看资源价值高。

观点:

1、锂辉石储量巨大，资源价值可观

公司2009年8月收购甘孜州融达锂业51%的股权，收购价格合计为7310万元。其中广州融捷投资管理集团有限公司转让其所持有的融达锂业21%的股权给公司，转让价为2310万元；四川矿业转让其所持有的融达锂业30%的股权给公司，转让价为5000万元，公司由此正式介入锂辉石资源开发领域。

2011年8月，甲基卡134号脉延深勘探完毕，资源储量大幅增加。根据延深勘探结果以及融达锂业原来已经探明的储量，该矿区保有资源储量约为2,898.50万吨，品位1.42%。四川甲基卡锂辉石矿134号矿脉属我国最大、同时也是亚洲最大的伟晶岩型锂辉石矿床，具有储量规模大，可靠性高的特点，在全国锂资源开发利用中占有重要的影响地位，同时由于部分矿体呈正地形裸露地表，矿床开采技术条件简单。

表1 公司资源情况

矿权	矿脉	矿石量(万吨)	氧化物资源储量(吨)			
			Li ₂ O	BeO	Nb ₂ O ₅	Ta ₂ O ₅
原采矿权内	No134	526.1	77207	2397	723	353
新增探矿权内	No134	2373.4	335066	10376	2803	1151
合计	No134	2899.5	412273	12773	3526	1504

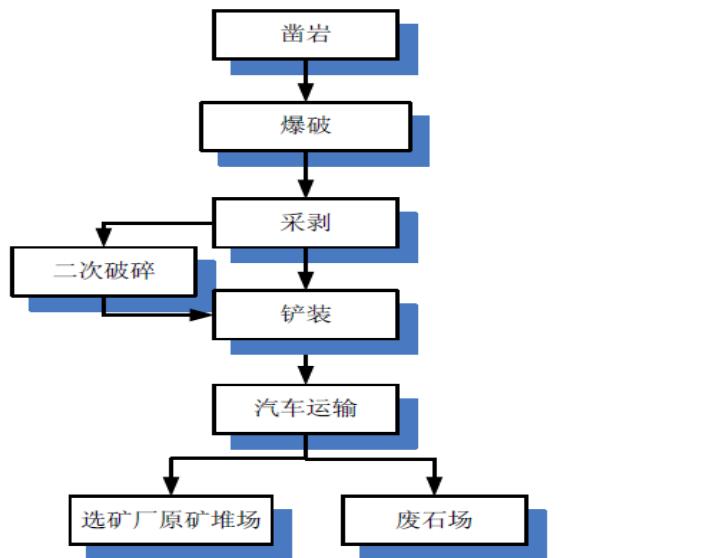
资料来源：公司公告、东兴证券

2. 融达锂业即将进行大规模扩产

公司锂辉石矿的采选工艺方案为：山坡露天开采——螺旋式公路汽车开拓运输——两段闭路破碎——两段磨矿——重磁选收钽铌精矿——浮选——浓缩——过滤产锂辉石精矿的整体工艺流程，可分为采矿工艺流程及选矿工艺流程两部分：

甲基卡锂辉石矿属大型花岗伟晶岩矿床，矿体厚大、埋藏浅、覆盖层薄，且局部地表有裸露，适合于采用露天开采。

图 1：公司采矿工艺流程



资料来源：公司公告、东兴证券

融达锂业选矿工艺流程分为碎矿、磨矿，重选—磁选—浮选联合工艺流程为主线的选矿新工艺，即通过重选—磁选分离钽铌铁矿、锡石、选锂物料；重选精矿中主要矿物有磁铁矿、钽铌铁矿、锡石，采用先弱磁选去除磁铁矿后再强磁选得到钽铌精矿和锡石精矿，重选得到的选锂物料采用再磨—浮选工艺回收锂辉石精矿。尾矿自流至尾矿池，用尾矿泵送至尾矿库。

2010年9月15日，融达锂业完成“呷基卡锂辉石矿生产规模24万吨/年采选工程项目”综合竣工验收，正式达产。融达锂业于2010年4月4日开机进行生产调试，2010年度，融达锂业采出原矿13.69万吨，原矿处理12.99万吨，生产锂精矿1.92万吨，实现销售收入1,237.27万元；2011年度是融达锂业的第一个达产年度，由于生产作业尚处于磨合期并且由于气候原因全年生产天数未达预期，导致融达锂业产能未完全释放，全年采出原矿19.50万吨，生产锂精矿3.16万吨，实现销售收入4,427.41万元。

2011年8月，融达锂业取得甲基卡134号脉深部延深勘探权，并于2012年1月完成矿产资源延深勘探工作。融达锂业已经得到划定矿区范围的批复意见，正在进行探矿权价款分期付款申请及储量占用登记工作，报送国土资源部的资源储量为2,898.50万吨。基于甲基卡锂辉石矿资源储量的大幅增加，融达锂业计划于2013年开始实施产能扩张计划，锂辉石矿的采选规模由目前的24万吨/年扩张到105万吨/年。上述扩产项目预计于2015年达产，达产后每年采出原矿约105万吨，生产锂精矿约19万吨，铍精矿约3,000吨，钽铌精矿约70吨。

3. 2015 年后锂矿石业绩贡献显著增加

公司未来几年精矿产量预测假设：

精矿产量=原矿产量 × {平均地质品位 × (1-采矿贫化率) × 选矿回收率 / 精矿品位 }

平均地质品位：锂为 1.44%，铍为 0.044%，钽铌矿为 0.017% 计算未来产量；

采矿贫化率为 5%，锂选矿回收率为 83%，铍精矿回收率为 68.5%，钽铌矿回收率为 20%；

精矿品位：锂精矿为 6%，铍精矿为 10%，钽铌精矿为 50%；

表 2：公司主要产品产量假设

产品	2012E	2013E	2014E	2015E
矿石处理量（万吨）	20	22	24	105
锂精矿（万吨）	3.78	4.16	4.54	19.87
铍精矿（吨）	572	629	686	3003
钽铌精矿（吨）	13	14.3	15.6	68.25

资料来源：东兴证券

公司目前只回收锂精矿，其他矿种产量比较小暂且不计入收入预测，未来 105 万吨达产后将铍精矿、钽铌精矿将计入收入预测。假设品位为 6% 锂精矿 2012、2013、2014、2015 年吨价格分别为 1850、1950、2100、2200 元，品位为 10% 的铍精矿每吨度 2015 年价格为 800 元，品位为 50% 的钽铌精矿 2015 年吨价格为 35 万元。

2012、2013、2014、2015 年融达锂业收入分别为 6993 万、8112 万、9534 万、4.85 亿，2015 年公司随着扩产完成，业绩将呈现爆发性增长。

4. 业绩预测及投资评级

不考虑增发，我们预计公司 2012、2013、2014、2015 年 EPS 分别为：0.05、0.08、0.11、0.58 元，对应的动态 PE 分别为 284、184、126、24 倍，短期估值较高，考虑公司未来锂辉石资源储量丰富且扩产后业绩将会爆发性增长，给予公司“推荐”的投资评级。

表 3：盈利预测

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	
主营收入（百万元）	1,182.76	1,636.67	1,991.18	2,482.68	3,097.29
主营收入增长率	94.80%	38.38%	21.66%	24.68%	24.76%
EBITDA（百万元）	59.43	70.88	82.29	124.35	140.84
EBITDA 增长率	52.34%	19.27%	16.09%	51.13%	13.25%
净利润（百万元）	21.00	4.25	6.07	9.34	13.64
净利润增长率	0.95%	-79.77%	42.88%	53.93%	45.98%
					417.57%

ROE	8.00%	1.63%	2.30%	3.48%	4.96%	22.74%
EPS (元)	0.170	0.030	0.050	0.077	0.112	0.582
P/E	83.65	474.00	284.38	184.75	126.56	24.45
P/B	6.58	6.61	6.55	6.43	6.27	5.56
EV/EBITDA	34.64	28.58	24.92	16.67	14.85	9.29

资料来源：东兴证券

风险提示：

- 1) 融达锂业主要生产场所位于海拔 4200 米以上的高寒地区，每年 3 个月左右的封冻期严重影响融达锂业的正常生产，并导致其经营业绩存在一定的季节性波动。同时，融达锂业矿区处于高原地区和少数民族聚居地区，不排除因自然灾害、政策等给融达锂业的生产经营带来不利影响的可能性。
- 2) 宏观经济影响下游需求带来盈利预期下降的风险。

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	1,636.67	1,991.18	21.66%	2,482.68	24.68%	3,097.29	24.76%
营业成本	1,516.03	1,846.84	21.82%	2,303.95	24.75%	2,875.52	24.81%
营业费用	9.05	11.55	27.61%	14.40	24.68%	17.96	24.76%
管理费用	55.63	67.70	21.69%	84.41	24.68%	105.31	24.76%
财务费用	39.63	28.87	-27.14%	32.45	12.40%	36.70	13.10%
投资收益	0.00	0.08	N/A	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	8.52	3.43	-59.77%	7.79	127.36%	13.52	73.52%
利润总额	9.18	9.43	2.71%	13.79	46.30%	19.52	41.54%
所得税	4.29	2.36	-45.07%	3.45	46.30%	4.88	41.54%
净利润	4.89	7.07	44.65%	10.34	46.30%	14.64	41.54%
归属母公司所有者的净利润	4.25	6.07	42.88%	9.34	53.93%	13.64	45.98%
NOPLAT	(78.06)	45.87	N/A	54.80	19.48%	57.54	5.00%
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	186.90	219.03	17.19%	273.10	24.68%	340.70	24.76%
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	284.15	349.14	22.87%	435.32	24.68%	543.09	24.76%
预付款项	114.92	114.92	0.00%	114.92	0.00%	114.92	0.00%
存货	311.19	354.19	13.82%	441.85	24.75%	551.47	24.81%
流动资产合计	934.05	1,080.43	15.67%	1,319.00	22.08%	1,617.31	22.62%
非流动资产	390.93	561.26	43.57%	577.15	2.83%	586.54	1.63%
资产总计	1,324.97	1,641.70	23.90%	1,896.15	15.50%	2,203.85	16.23%
短期借款	486.59	543.43	11.68%	620.26	14.14%	705.43	13.73%
应付帐款	163.02	192.27	17.94%	239.86	24.75%	299.37	24.81%
预收款项	113.24	192.89	70.33%	292.20	51.48%	416.09	42.40%
流动负债合计	982.66	1,304.79	32.78%	1,553.57	19.07%	1,853.45	19.30%
非流动负债	6.86	5.49	-20.00%	5.49	0.00%	5.49	0.00%
少数股东权益	74.17	75.17	1.35%	76.17	1.33%	77.17	1.31%
母公司股东权益	261.28	263.65	0.91%	268.32	1.77%	275.14	2.54%
净营运资本	(48.61)	(224.36)	N/A	(234.57)	N/A	(236.14)	N/A
投入资本 IC	635.15	663.21	4.42%	691.66	4.29%	717.03	3.67%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	4.89	7.07	44.65%	10.34	46.30%	14.64	41.54%
折旧摊销	22.73	0.00	N/A	84.11	N/A	90.61	7.73%
净营运资金增加	13.09	(175.74)	N/A	(10.22)	N/A	(1.57)	N/A
经营活动产生现金流	76.15	114.56	50.45%	119.27	4.11%	130.89	9.74%

投资活动产生现金流	(33.46)	(104.92)	N/A	(104.92)	N/A	(104.92)	N/A
融资活动产生现金流	3.48	22.50	546.99%	39.71	76.53%	41.64	4.85%
现金净增(减)	46.16	32.13	-30.39%	54.07	68.25%	67.61	25.05%

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。

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。