

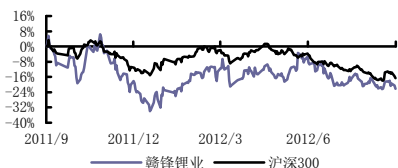
原材料 - 有色

2012 年 9 月 21 日

市场数据	2012 年 9 月 21 日
当前价格 (元)	20.75
52 周价格区间 (元)	18.81-30.36
总市值 (百万)	3325.50
流通市值 (百万)	1738.90
总股本 (百万股)	150.00
流通股 (百万股)	78.43
日均成交额 (百万)	71.60
近一月换手 (%)	61.55%
第一大股东	李良彬
公司网址	http://www.ganfenglithium.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	21.11%	4.61%
净利率	11.43%	3.74%
净资产收益率	7.50%	12.29%
总资产收益率	6.54%	4.55%
资产负债率	10.88%	58.22%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	61.58	0.00
市净率	4.59	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
赣锋锂业	-7.34%	-41.51%	-57.73%
沪深 300	-3.38%	-13.40%	-18.24%

相关报告

周宥

执业证书号 S1030511010002
0755-83199424

zhouyong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 周宥, 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。

锂深加工龙头企业

—赣锋锂业 (002460) 研究报告

评级: 增持 (首次)

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	475	511	614	724
净利润 (百万元)	54	65	79	92
每股收益 (元)	0.36	0.44	0.53	0.62
净利润增长率%	27.3%	20.4%	20.6%	17.1%
市盈率	61	47	39	34

资料来源: 世纪证券研究所

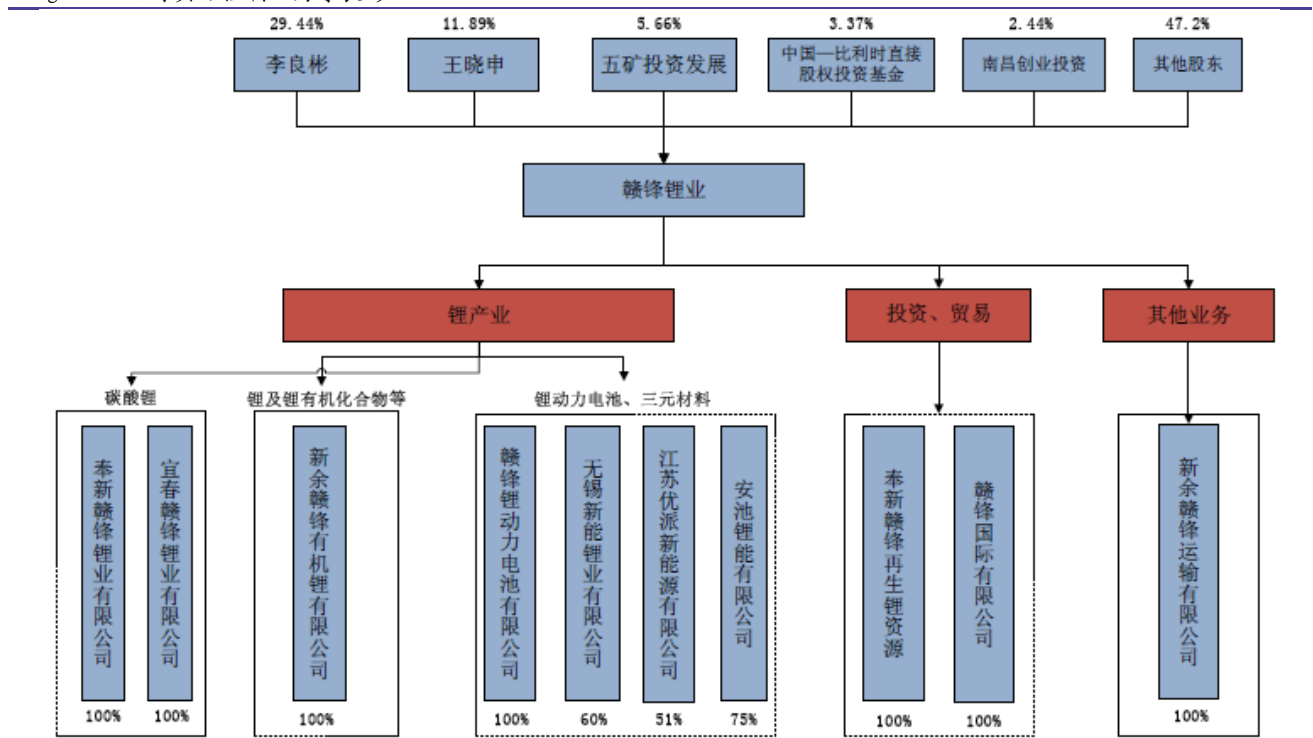
- 锂行业深加工龙头企业。**公司长期致力于深加工锂产品的研发和生产, 是国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的专业生产商, 也是国内唯一的规模化利用含锂回收料生产锂产品企业, 综合从企业的研发能力、产品技术水平、生产规模和市场份额来看, 综合实力位列国内深加工锂产品领域第一。主要产品包括金属锂、碳酸锂、氯化锂、丁基锂、氟化锂等。
- 公司未来业绩增长看点之一——公司产能释放。**募集资金运用项目建成, 公司金属锂的生产能力增加 250 吨, 达到 650 吨/年, 丁基锂的生产能力增加 150 吨, 达到 225 吨/年。随着毛利率较高产品的占比增加, 整体毛利率将得到提升。另外, 万吨锂盐项目预计将在 2013 年投产。
- 公司未来业绩增长看点之二——碳酸锂价格长期看涨。**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。深加工产品如丁基锂、金属锂材、金属锂锭由于技术限制, 供需面要好于碳酸锂, 呈现供略小于求的状态, 未来深加工锂产品价格仍将维持高位。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。
- 盈利与估值。**预计公司 2012-14 年每股收益分别为 0.44 元、0.53 元和 0.62 元。从估值来看, 锂上市公司的估值水平均较高, 但是考虑到电动自行车以及城市轨道交通基站电源等新兴锂电池领域的突起, 我们预计锂的需求仍然旺盛, 锂价仍维持强势; 同时结合公司产能扩充带来的业绩持续增长, 我们认为尽管估值偏高, 仍给与“增持”。
- 风险因素。**全球经济增长放缓, 价格波动造成盈利波动; 随着深加工产品产能的大规模扩张, 公司的市场开拓能力将面临考验。

公司概况

公司成立于2000年3月，是锂及其衍生物的专业生产商，也是国内唯一规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业。拥有从碳酸锂、金属锂到丁基锂等二十余种锂产品，广泛应用于橡胶、制药、电池、精细化工、冶金等领域。其中，金属锂、丁基锂、氟化锂2007年、2008年的销量均居国内第一；电池级金属锂和电池级碳酸锂的销量也位居国内领先行列。此外，部分产品也出口到美国、欧盟，韩国、印度等国际市场，竞争优势明显。

实际控制人为李良彬。

Figure 1 公司实际控制人为李良彬

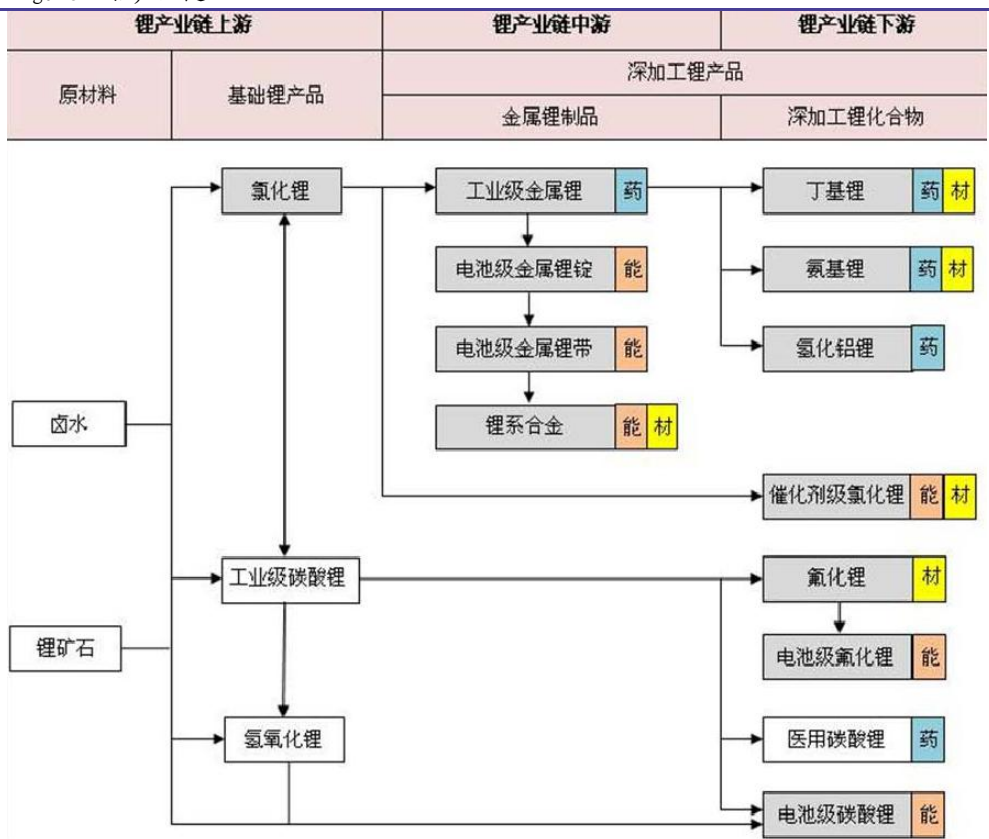


资料来源：WIND、世纪证券

公司所处行业背景

从锂产业链的构成看，主要包括原料锂、基础锂化学品和深加工锂化学品三大环节。其中，原料锂主要包括卤水锂和矿石锂；基础锂化学品包括氯化锂和碳酸锂，主要为碳酸锂；深加工锂化学品从大类上又可分为有机锂和无机锂，包括丁基锂、氟化锂和六氟磷酸锂等，种类众多，单品规模较小，功能多样化。

Figure 2 锂产业链



资料来源：招股书、世纪证券

上游原材料主要存在于锂矿石和盐湖卤水中。从世界范围看，近 40%的锂来源于矿石，60%左右的锂来源于卤水。从矿石中分选的主要产品包括锂辉石、锂云母和磷锂铝石等锂精矿；另外从盐湖卤水中提取生产的锂化学产品主要是碳酸锂和氯化锂。我国 80%的锂资源以卤水形态分布在西藏和青海等地。从储量看，青海柴达木盆地的台吉乃尔盐湖锂储量最大，占全国卤水锂的 80%左右；从质量看，西藏扎布耶盐湖是世界上唯一的富锂低镁优质碳酸盐型盐湖，开发成本更低，难度更小，但运输难度较大。目前，我国锂资源主要掌控在中信国安、西藏矿业和盐湖集团等大型国企手中。

基础锂盐包括碳酸锂、氯化锂、氢氧化锂。全球市场总体呈现寡头垄断的竞争格局，70%以上的市场份额集中在 SQM、Chemetal1 和 FMC 三大巨头手中。2008 年，三者市场份额约占全球总份额的 77%。其中，SQM 拥有碳酸锂产能约 4 万吨/年，规模最大，占有绝对优势；Chemetal1 拥有碳酸锂产能 2.7-3 万吨/年左右，位居第二；FMC 拥有碳酸锂产能约 1.7-2 万吨/年，位居第三。从成本看，以 SQM 为代表的三大巨头采用卤水法制备碳酸锂，吨完全成本在 1 万元-1.2 万元之间，与国内矿石提锂 3 万左右成本相比，国外盐湖具备较强的成本优势。

高端锂产品由于技术限制，供应紧俏，附加值较高，例如丁基锂和电池级金属锂作为产业链条的高端产品，其价格分别约是电池级碳酸锂价格的8倍和20倍。赣锋锂业属于锂产业的中下游加工企业，与国际巨头相比，公司在产品线丰富程度、高端产品的开发力度以及产品成本控制等方面均有差距，产品价格竞争力较弱。

Figure 3 锂深加工下游的竞争格局

	名称	金属锂	丁基锂	电池级碳酸锂	氯化锂	氟化锂
国际 供 应 商	Chemetall	700	2600	12000	5000	
	FMC	650	2200	10000	5000	
	SQM			15000		
	Novosibirsk	50				
国 内 供 应 商	赣锋锂业	400	75	*3000	3600	600
	四川天齐锂业股份有限公司			4000	4000	
	中核建中核燃料元件有限公司	300				
	燕山石化		80			
	巴陵石化		170			
	新疆锂盐厂	80				
	江苏宏伟锂业有限公司	40				
	江苏宏利达锂业有限公司	100				
	南通泛亚锂钴材料有限公司			1000		
	赣州晶泰锂业有限公司			1500		
	上海远东锂制品公司					80
	河北雄威化工股份有限公司					100
	新余市东鹏化工有限责任公司					100

资料来源：招股书、世纪证券

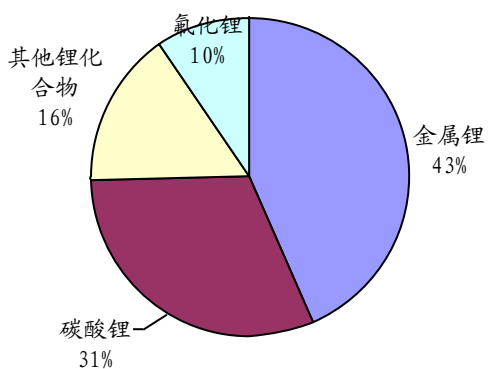
公司主营业务分析

公司长期致力于深加工锂产品的研发和生产，是国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的专业生产商，也是国内唯一的规模化利用含锂回收料生产锂产品企业，综合从企业的研发能力、产品技术水平、生产规模和市场份额来看，综合实力位列国内深加工锂产品领域第一。

金属锂是收入和利润的主要来源。公司深加工产品种类齐全，是我国有

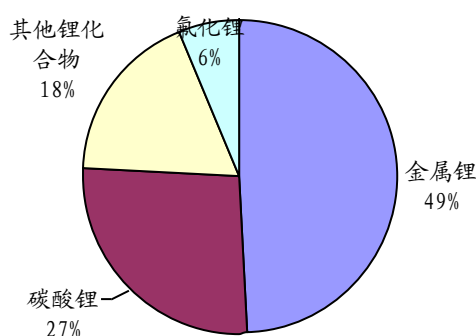
机锂产品龙头。2011 年报统计口径发生改变，产品分为金属锂、碳酸锂、氟化锂和其他锂化合物（含丁基锂、氯化锂等）。其中金属锂（主要用途：医药、化工和合金）占近三年的收入及利润的 40%以上，是公司最主要的收入和利润来源。2012 年中报金属锂收入占比 46%，利润占比达 51%。公司是国内唯一规模化供应丁基锂（运用于医药和化工领域）的企业，该项毛利率水平高达 40%左右。

Figure 4 2011 年主营收入构成



资料来源：WIND、世纪证券研究所

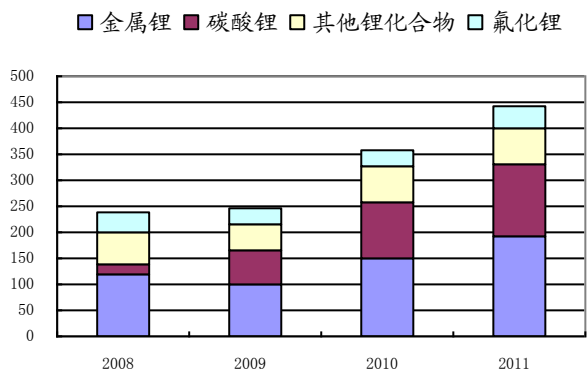
Figure 5 2011 年利润构成



资料来源：WIND、世纪证券研究所

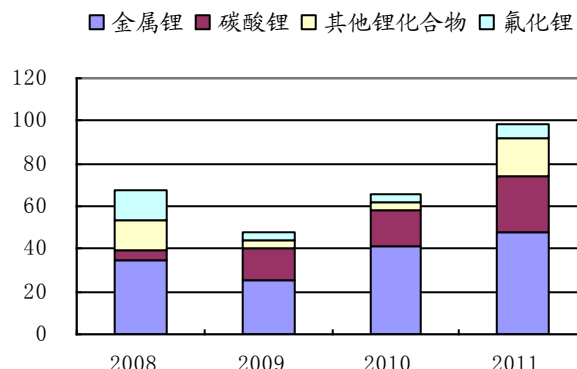
收入增长与产品价格以及项目投产有关。近几年收入增长主要与产销量不断增长有关，受经济危机影响，产品价格有所下滑而成本上升，09、10 年利润情况下滑。2012 年上半年公司金属锂及锂材产品销售收入增长 65%，碳酸锂产品销售收入增长 62%，丁基锂产品销售收入增长 32%。除上半年碳酸锂和其他锂产品价格上涨之外，主要原因为公司年产 650 吨金属锂及锂材生产线技改项目、新建年产 150 吨丁基锂生产线项目的完工达产，产能逐渐释放带动销量大幅增加。

Figure 6 主营收入（单位：百万元）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

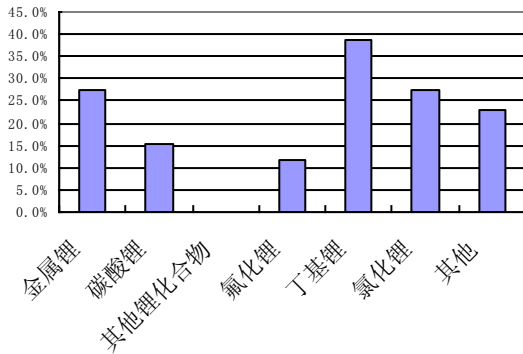
Figure 7 主营利润（单位：百万元）



资料来源：WIND、世纪证券研究所

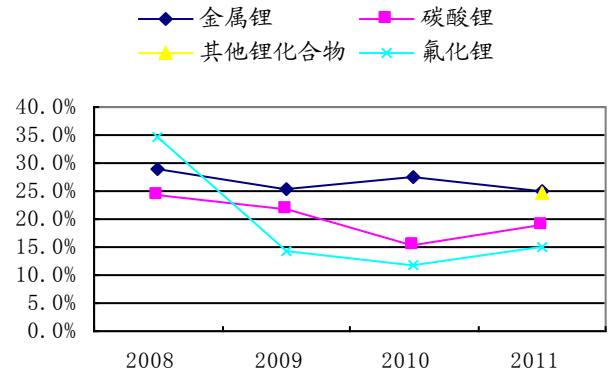
随金属锂、丁基锂项目投产，毛利率有走高的趋势。碳酸锂和金属锂仍是公司主要收入来源，但丁基锂、金属锂、氯化锂毛利率较高，公司募投项目发展金属锂和丁基锂有利于进一步改善公司盈利结构。

Figure 8 2010年细分产品的毛利率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

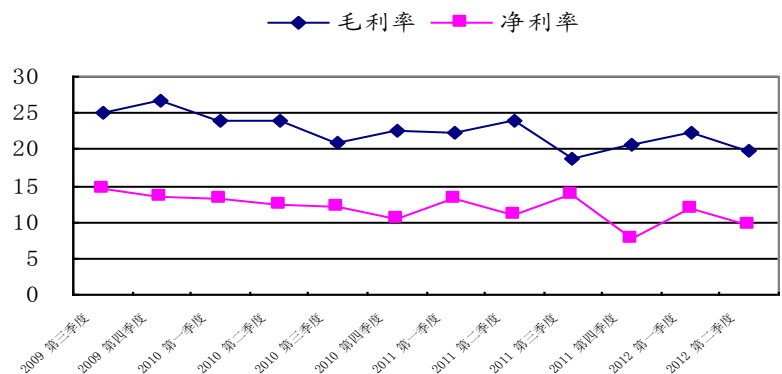
Figure 9 公司毛利率情况



资料来源：WIND、世纪证券研究所

2012 中报盈利能力下降的原因分析。年初以来碳酸锂价格不断上涨，但是公司 2012 第二季度却出现盈利下滑现象，我们认为与成本上涨有较大关系。人工成本上涨、改善产品包装增加成本以及安全环保投入增加而增加了费用。另外，智利盐湖受天气因素影响产量扩张受到限制，FMC、Rockwood、SQM 等国际巨头纷纷提价，公司原料 85% 以上来自 SQM 卤水，原料成本的上升也挤压了一部分盈利空间。

Figure 10 单季度的毛利率与净利率



资料来源：WIND、世纪证券研究所

原料多元化趋势明显。公司目前原料来源包括：智利卤水、澳洲锂辉石、国内锂云母和含锂废料回收四个途径，其中 85%以上采购 SQM 卤水，SQM

将卤水经过除钾工艺之后出售给公司，由于SQM卤水质量较高，所含杂质较少，降低了公司制备电池级碳酸锂的成本。公司另外15%的原料来自含锂废料回收利用，公司拥有国内最大的回收锂化物回收生产线，将继续健全和强化从客户端收集各种回收锂化物的回收体系，大幅提高回收锂化物的回收数量，并通过降低下游客户的使用成本提高其对公司的忠诚度，打造成具有成本领先优势的资源综合利用型企业。公司未来计划利用江西储量巨大的锂云母资源，目前公司锂云母制备碳酸锂工艺流程已经完成中试，能同时提取锂、铷、铯等系列产品，但成本仍较高，大规模生产尚需时日。未来公司原料来源将逐步提高锂辉石矿和含锂废料回收的比重，实现原料来源多元化。

未来业绩增长看点

公司未来业绩增长看点主要在于公司产能释放以及碳酸锂价格长期看涨。

产能扩张——IPO募集资金项目投产。投向主要包括1、改扩建650吨金属锂及锂材加工项目，项目建成后金属锂的产能由原来的400吨增至650吨，增幅为62.50%；2、150吨丁基锂生产线项目，项目建成后丁基锂的产能将由原来的75吨（技改后）增至225吨，产能扩张幅度较大。另外，此前公司将原拟投入锂动力电池的4333万元投入到万吨锂盐项目中，预计将于2013年底建成。

Figure 11 产能扩张情况

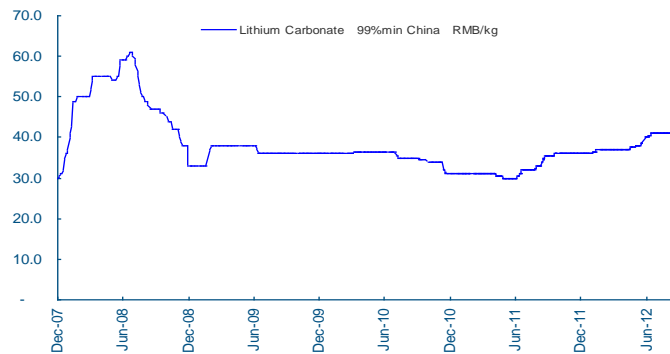
产品	原有产能	新增产能	总产能	项目名称	投产时间
碳酸锂	3000	2000	5000	自筹	
金属锂	400	250	650	IPO募投项目：奉新赣锋650	2012年3月
丁基锂	75	150	225	IPO募投项目：丁基锂项目150吨	2012年2月
氯化锂	5000	1000	6000	自筹	
氟化锂	1500		1500		

资料来源：WIND、世纪证券研究所

碳酸锂价格长期看涨——目前大部分深加工锂产品的定价都是以碳酸锂定价为基准，自2011年下半年以来，碳酸锂价格不断上涨并处于高位。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。深加工产品如丁基锂、金属锂材、金属锂锭由于技术限制,供需面要好于碳酸锂,呈现供略小于求的状态,未来深加工锂产品价格仍将维持高位。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

盈利预测

盈利假设如下:

- 1、募投项目投产以及万吨锂盐项目假设在2013年投产,产量逐年增多,假设2012-2014年金属锂销量分别为550、650、750吨,碳酸锂分别为5000、6000、7000吨
- 2、产品价格每年增长3%。
- 3、所得税按目前水平计算。

Figure 13 盈利预测 (单位:百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	475	511	614	724
营业成本	375	388	462	543
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	11	13	15	18
管理费用	32	36	43	51
财务费用	-5	-2	0	2
资产减值损失	2	2	2	2
营业利润	57	73	89	106

加：营业外收入	10	7	7	7
减：营业外支出	2			
利润总额	65	80	96	113
减：所得税	12	14	17	20
净利润	54	65	79	92
每股收益(元)	0.36	0.44	0.53	0.62

资料来源：WIND、世纪证券研究所

预计公司 2012-14 年每股收益分别为 0.44 元、0.53 元和 0.62 元。从估值来看，锂上市公司的估值水平均较高，但是考虑到电动自行车以及城市轨道交通基站电源等新兴锂电池领域的突起，我们预计锂的需求仍然旺盛，锂价仍维持强势；同时结合公司产能扩充带来的业绩持续增长，我们认为尽管估值偏高，仍给与“增持”。

Figure 14 估值对比

	最新股价	2011EPS	2012EPS E	2013EPS E	2011PE	2012PE E	2013PE E	PB
天齐锂业	28.99	0.27	0.35	0.46	111	85	65	4.5
赣锋锂业	20.75	0.36	0.44	0.53	62	47	39	4.7
西藏矿业	14.79	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

如果全球经济增长放缓，有色金属消费低迷，造成锂价波动，带来公司盈利的波动；另外，随着深加工产品产能的大规模扩张，公司的市场开拓能力将面临考验。

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.