

原料多元化发展，业绩增长值得期待

——赣锋锂业(002460)调研简报

核心观点

调研结论：公司是国内唯一既掌握卤水提锂技术又掌握矿石提锂技术并实现产业化的企业。公司锂云母提锂技术已经完成中试，新建的以锂辉石为原料的万吨锂盐综合项目顺利推进，相关工艺技术达到国内领先水平；公司将逐步实现原料供应的多元化，降低原料成本，提升公司盈利能力；公司产业链各环节产能均将有所提升，公司行业竞争力有望进一步加强。

募投项目即将达产，万吨锂盐项目顺利推进。公司募投项目 650 吨金属锂改扩建项目已经完全达产，新增 150 吨丁基锂项目产能也已经释放 80%，公司产业链其他环节的产能基本保持稳定；公司万吨锂盐生产项目进展顺利，一期工程建设已经基本结束，预计明年二、三季度投产。该万吨锂盐项目将主要以锂辉石为原料，主要生产碳酸锂、氯化锂、氢氧化锂等基础锂盐及目前国内急需的超细高纯锂电新材料产品。公司产业链各环节产能均将有所提升，公司行业竞争力有望进一步加强。万吨锂盐项目的推进将是公司明年业绩的主要增长点。

原料多元化发展，公司盈利能力不断增强。公司逐步实现原料的多元化，目前已经形成了卤水、锂云母、锂辉石及锂再生资源回收相结合的多元化供应体系。随着锂云母提锂中试线和锂辉石提锂产业化项目的顺利实施，目前公司外购卤水比例已经从 85% 降至 40%。公司已建成了国内最大的锂再生资源综合回收利用规模化生产线，锂再生资源回收接近 2000 吨（碳酸锂当量），对原料的供应占比已经达到 20%；公司自主开发的锂云母提锂技术申请了多项国家发明专利，实现了锂云母中锂、钾、铷、铯、氟资源的综合回收，相关技术达到国内领先水平，公司盈利能力有望不断增强。

产品需求旺盛，价格稳步提升。今年公司的金属锂、丁基锂产品销售依然旺盛，募投项目新增的金属锂和丁基锂产能均被顺利消化；今年电池级碳酸锂的需求旺盛，FMC 和 Chemetall 两大巨头年内两次提高碳酸锂价格，整体提价幅度超过 20%，公司电池级碳酸锂产品销售正常，也紧跟着两大巨头进行了适当提价。由于卤水和下游产品的价格都是根据碳酸锂价格进行调整的，今年公司的金属锂价格也有所提高。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	474.98	607.13	738.14	913.26
同比增速(%)	32.04%	27.82%	21.58%	23.72%
净利润(百万)	54.29	78.16	90.64	107.10
同比增速(%)	27.31%	43.97%	15.97%	18.16%
EPS(元)	0.36	0.51	0.59	0.70
P/E	56.05	38.93	33.57	28.41

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	15274.70
流通A股(万股)	7905.08
52周内股价区间(元)	18.03-30.6
总市值(亿元)	30.43
总资产(亿元)	8.30
每股净资产(元)	4.83
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-新股研究-赣锋锂业(002460):快速成长的锂深加工企业》
2010-07-22

研究员:肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人:袁放

电话: 010-84183136

Email: yuanfang@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。

提锂技术国内领先，确保公司深加工优势。公司是国内首家突破从卤水中直接提取电池级碳酸锂技术的企业、国内唯一专业化、规模化供应丁基锂的企业、国内第一家实现从卤水中直接提取氯化锂的企业。卤水直接提取电池级碳酸锂和氯化锂，有效缩短了工艺流程，既降低了能耗，也减少污染排放，并可降低加工成本 20% 左右，具有较大的环境效益和社会效益。公司目前正在实施的锂云母提锂及锂辉石提锂产业化技术达到国内领先水平，成为国内唯一的既掌握卤水提锂又掌握矿石提锂产业化技术的企业，稳居国内深加工锂行业龙头企业的地位。

多线纵向延伸，不断拓宽产品应用领域。公司未来将从几个方向推进公司的发展：以金属锂为基础，加大锂合金材料的研发力度，逐渐实现锂合金加工技术的产业化；以电池级碳酸锂为基础，向下游锂电新材料及锂电池封装领域延伸；以丁基锂为基础，逐步开发新型高效有机锂系列产品，广泛应用于新材料和新医药领域。

新增产能存在不确定性，短期内市场仍将供不应求。目前国内的电池级碳酸锂产能大概为 3.2 万吨左右，未来几年国内计划新增产能将达到 10 万吨以上，产能增速较快，但新增产能以工业级碳酸锂为主。据 IIT 预测，2012-2015 年国内二次锂电池市场有望保持每年 17% 的需求增速，预计今明两年电池级碳酸锂、氯化锂和氢氧化锂依然处于供不应求的状态。2014 年以后随着全球盐湖及矿石提锂项目产能陆续释放，全球碳酸锂产能估计有不同程度的过剩；另外，随着新型动力汽车的产业化进程的推进，预计若 2016 年以后新型动力汽车市场完全打开，全球碳酸锂产能将再次不足。

盈利预测及投资评级。预计公司 2012-2014 年营收、净利润 CAGR 各为 22.65%、17.06%，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.59 元和 0.70 元，动态 PE 分别为 39 倍、34 倍和 28 倍。虽然目前公司业绩稳定，稳步扩张，首次给予公司短期_推荐，长期_A 的投资评级。

风险提示。万吨锂盐项目建设慢于预期，行业产能增速高于预期，碳酸锂价格大幅波动。

附录：赣锋锂业财务预测表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	533.87	747.65	750.25	840.20
现金	207.83	416.75	292.29	304.49
应收账款	91.80	94.44	143.31	152.09
其它应收款	2.98	7.10	3.84	8.43
预付账款	70.76	29.96	98.00	67.74
存货	120.92	137.83	159.32	221.44
其他	39.58	61.57	53.50	86.02
非流动资产	296.07	334.47	371.94	424.61
长期投资	10.74	10.74	10.74	10.74
固定资产	166.08	203.58	233.85	271.03
无形资产	30.28	35.57	40.47	47.95
其他	88.97	84.58	86.88	94.89
资产总计	829.94	1082.12	1122.20	1264.82
流动负债	90.28	105.09	113.66	209.39
短期借款	0.00	18.32	6.11	80.37
应付账款	51.45	42.73	69.49	74.74
其他	38.82	44.04	38.06	54.28
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	90.28	105.09	113.66	209.39
少数股东权益	15.61	15.05	14.18	12.79
归属母公司股东权益	724.05	961.97	994.36	1042.64
负债和股东权益	829.94	1082.12	1122.20	1264.82

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-7.02	91.41	12.40	91.78
净利润	53.09	77.60	89.77	105.71
折旧摊销	26.95	28.83	36.81	46.87
财务费用	-4.90	-7.11	-7.83	-4.21
投资损失	1.68	-0.09	-0.08	-0.11
营运资金变动	-81.94	-8.35	-106.29	-56.28
其它	-1.89	0.54	0.02	-0.20
投资活动现金流	-130.12	-67.67	-74.22	-99.23
资本支出	91.97	38.91	37.51	52.48
长期投资	-9.54	0.00	0.00	0.00
其他	-47.69	-28.76	-36.72	-46.76
筹资活动现金流	-39.48	185.19	-62.64	-52.58
短期借款	0.00	18.32	-12.21	2.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-39.48	166.87	-50.43	-54.62
现金净增加额	-176.62	208.93	-124.46	-60.03

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	474.98	607.13	738.14	913.26
同比(%)	32.04%	27.82%	21.58%	23.72%
归属母公司净利润	54.29	78.16	90.64	107.10
同比(%)	27.31%	43.97%	15.97%	18.16%
毛利率(%)	21.11%	22.52%	22.05%	22.24%
ROE(%)	7.18%	7.94%	8.90%	10.02%
每股收益(元)	0.36	0.51	0.59	0.70
P/E	56.05	38.93	33.57	28.41
P/B	4.20	3.16	3.06	2.92
EV/EBITDA	33.42	22.90	20.30	16.69

利润表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	474.98	607.13	738.14	913.26
营业成本	374.72	470.39	575.39	710.18
营业税金及附加	1.75	1.96	2.55	3.05
营业费用	11.20	14.49	18.29	21.98
管理费用	31.84	35.89	45.31	57.08
财务费用	-4.90	-7.11	-7.83	-4.21
资产减值损失	2.09	1.20	0.90	2.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.68	0.09	0.08	0.11
营业利润	56.61	90.41	103.61	122.96
营业外收入	10.00	7.35	7.59	8.31
营业外支出	2.02	1.62	1.63	1.76
利润总额	64.59	96.13	109.57	129.51
所得税	11.50	18.53	19.79	23.81
净利润	53.09	77.60	89.77	105.71
少数股东损益	-1.20	-0.56	-0.87	-1.39
归属母公司净利润	54.29	78.16	90.64	107.10
EBITDA	85.30	116.14	136.47	169.61
EPS (摊薄)	0.36	0.51	0.59	0.70

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入增长率	32.04%	27.82%	21.58%	23.72%
营业利润增长率	19.65%	59.71%	14.60%	18.68%
归属于母公司净利润增长率	27.31%	43.97%	15.97%	18.16%
获利能力				
毛利率	21.11%	22.52%	22.05%	22.24%
净利率	11.18%	12.78%	12.16%	11.57%
ROE	7.18%	7.94%	8.90%	10.02%
ROIC	6.62%	7.19%	8.16%	8.92%
偿债能力				
资产负债率	10.88%	9.71%	10.13%	16.56%
净负债比率	0.00%	1.88%	0.61%	7.62%
流动比率	5.91	7.11	6.60	4.01
速动比率	4.57	5.80	5.20	2.96
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.77
应收账款周转率	5.82	6.52	6.21	6.18
应付账款周转率	9.30	9.99	10.25	9.85
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.51	0.59	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.05	0.60	0.08	0.60
每股净资产(最新摊薄)	4.93	6.40	6.60	6.91
估值比率				
P/E	56.05	38.93	33.57	28.41
P/B	4.20	3.16	3.06	2.92
EV/EBITDA	33.42	22.90	20.30	16.69
永续增长率	3.00%		WACC	10.47%
终值	1704.10		Ke	10.60%
企业价值	3071.16		Kd	4.84%
非核心资产价值	427.88		t	19.28%
债务价值	18.32		Rf	4.00%
股权价值	3465.68		Rm	10.00%
股本	152.75		Rm-Rf	6.00%
每股价值	22.69		Beta	1.10

资料来源:公司报表、国都证券

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

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

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
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			