

受益下游高景气，定增扩大锂深加工产能

2013年1月4日

强烈推荐/上调

赣锋锂业

事件点评

——赣锋锂业（002460）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 3180 万股，增发价格不低于 16.30 元/股，募集资金总额不超过 5.18 亿元，主要投资于以下三个项目：1) 年产 500 吨超薄锂带及锂材项目、2) 年产万吨锂盐项目、3) 年产 4500 吨新型三元前驱体材料项目。根据公司的规划，募集资金主要用于扩大锂深加工产品的产能。

观点：

1. 下游需求高景气，定增扩大锂深加工产能

公司是国内唯一掌握直接从卤水提取电池级碳酸锂的企业，并掌握高端锂深加工产品如：金属锂、丁基锂等的核心工艺。公司锂深加工产品目前正处于行业生命周期的发展初期，是新兴产业，其快速发展主要得益于来自新药品、新能源、新材料三大领域的旺盛需求。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；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。

由于下游需求的持续高增长，公司目前最大的瓶颈是产能不足，通过此次定增公司将募集资金不超过 5.18 亿元，主要用于超薄锂带及锂材项目、万吨锂盐项目和新型三元前驱体材料项目，以扩大公司锂深加工产品产能，提高市场占有率。

表 1：锂深加工产品主要用途

| 分类 | 锂产品 | 用途 | 应用领域 |
|-------|--------------------|--------------------------------------|----------|
| 高端锂产品 | 金属锂（高纯级、电池级、工业级） | 1) 制药、合成橡胶、香料等 2) 核裂变反应堆中作为制冷剂 | 医药、化工、核电 |
| | 电池级碳酸锂 | 1) 生产二次锂离子电池的各种材料 | 电池材料 |
| | 高纯级碳酸锂 | 1) 生产压电材料钽酸锂 2) 合成其它高纯锂盐的原料 | 化工材料 |
| | 氯化锂（催化剂级） | 1) 新型分离气体专用分子筛 2) 合成催化剂、添加剂 | 化工材料 |
| | 有机锂化合物（丁基锂、二异丙胺基锂） | 1) 合成生产降血脂药、抗病毒药等医药中间体；2) 有机反应的催化剂 | 医药、化工 |
| | 氟化锂 | 1) 铝电解和稀土电解等的添加剂；2) 光学玻璃、搪瓷、陶瓷工业作助熔剂 | 玻璃陶瓷、冶金 |

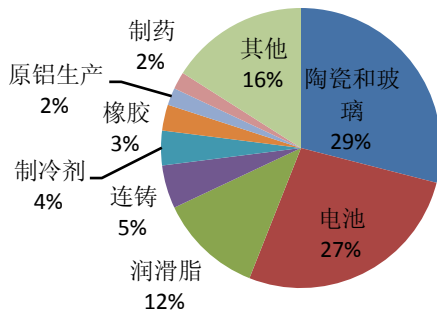
资料来源：东兴证券

2. 发展高附加值深加工产品，优化产品结构

碳酸锂相关产品的需求主要集中在玻璃陶瓷、电池等领域，而医药、新能源材料等战略新兴产业的需求虽然占比较低，但是需求增速较快，未来需求前景十分广阔。随着国内经济逐步转型升级，公司也将进一步实现产品结构优化、产品品质提升、提升盈利能力。

目前，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，该产品毛利率水平高达40%左右。公司高附加值产品主要客户集中在新药品、新能源和新材料三大领域，将持续受益于新材料产业扶持政策的陆续推出以及专利药到期带来的制药业需求的提振。

图 1：锂的应用领域分布图



资料来源：USGS、东兴证券

图 2：碳酸锂下游应用领域

| Key Products | Key Applications |
|---------------------|--|
| Lithium carbonate | Lithon-Batteries, Glass ceramics, Cement, Aluminum |
| Lithium hydroxide | Lithon-Batteries, Grease, CO ₂ Absorption, Mining |
| Lithium metal | Lithum Batteries, Pharmaceuticals, Al-alloys |
| Butyl-lithium | Elastomers, Pharmaceuticals, Agrochemicals |
| Lithium specialties | Electronic Materials, Pharmaceuticals, Agrochemicals |

资料来源：Rockwood、东兴证券

表 2：公司定增项目情况介绍

| 序号 | 定增项目 | 主要产品 | 需求前景 | 预计投产时间 |
|----|----------------------|------------------------|-------------------------------|-------------|
| 1 | 年产 500 吨超薄锂带及锂材项目 | 超薄锂带 锂片、锂箔、锂粒子、锂合金等 | 制造高能量一次锂电池的负极材料 应用于新医药合成领域 | 2014 年 12 月 |
| 2 | 年产万吨锂盐项目 | 电池级碳酸锂、高纯碳酸锂、电池级氢氧化锂 | 制备锂离子电池正极材料、电解质和负极材料的关键原材 | 2014 年 2 月 |
| 3 | 年产 4500 吨新型三元前驱体材料项目 | 新型三元前驱体材料 | 三元正极材料锂离子电池 | 2014 年 12 月 |

资料来源：东兴证券

盈利预测与投资建议：

公司卤水提锂技术独步国内，竞争优势明显，公司金属锂、丁基锂产品下游主要是新药品、新能源和新材料三大领域，需求景气度高。我们看好锂深加工产品的中长期需求前景，如果公司通过定增成功扩大锂深加工产品产能，优化锂产品结构，公司将进一步提升核心竞争力，我们对公司此次定向增发事宜持较为乐观的态度。由于公司定增项目在2014年才能逐步贡献业绩，如果2014、2015年考虑增发摊薄股本的影响，预计公司2012-2015年每股收益将达到0.48元、0.55元、0.62元和0.96元，对应PE分别为：39、35、31和22倍，上调至“强烈推荐”投资评级。

表 3： 2014~2016 年增发项目业绩测算

| | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| 超薄锂带及锂材项目(增发) | | | |
| 产能(吨) | 0.00 | 500.00 | 500.00 |
| 销量(吨) | 0.00 | 500.00 | 500.00 |
| 销售价格(万元/吨) | 42.00 | 42.00 | 42.00 |
| 销售收入(万元) | 0.00 | 21,000.00 | 21,000.00 |
| 毛利(万元) | 0.00 | 4,700.00 | 4,700.00 |
| 年产万吨锂盐项目(增发) | | | |
| 产能(吨) | 6,000.00 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 销量(吨) | 6,000.00 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 销售价格(万元/吨) | 5.20 | 5.20 | 5.20 |
| 销售收入(万元) | 31,200.00 | 52,000.00 | 52,000.00 |
| 毛利(万元) | 6,000.00 | 10,000.00 | 10,000.00 |
| 新型三元前驱体材料(增发) | | | |
| 产能(吨) | 0.00 | 4,000.00 | 4,500.00 |
| 销量(吨) | 0.00 | 4,000.00 | 4,500.00 |
| 销售价格(万元/吨) | 7.69 | 7.69 | 7.69 |
| 销售收入(万元) | 0.00 | 30,760.00 | 34,605.00 |
| 毛利(万元) | 0.00 | 7,160.00 | 8,055.00 |

资料来源：东兴证券

风险提示：

- 1) 定增方案不执行的风险
- 2) 锂产品下游需求低于预期的风险

表 4： 盈利预测及关键指标

| 百万元 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 474.98 | 572.53 | 614.79 | 963.55 |
| (+/-)% | 32.04% | 20.54% | 7.38% | 56.73% |
| 经营利润 (EBIT) | 78.66 | 117.56 | 137.81 | 178.18 |
| (+/-)% | 20.08% | 49.47% | 17.23% | 29.29% |
| 净利润 | 54.29 | 73.03 | 82.73 | 112.79 |
| (+/-)% | 27.31% | 34.53% | 13.27% | 36.34% |
| 每股净收益(元) | 0.360 | 0.487 | 0.552 | 0.620 |
| PE | 53.64 | 39.66 | 35.01 | 31.13 |

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 | 474.98 | 572.53 | 20.54% | 614.79 | 7.38% | 963.55 | 56.73% |
| 营业成本 | 374.72 | 441.59 | 17.85% | 465.87 | 5.50% | 745.87 | 60.10% |
| 营业费用 | 11.20 | 13.17 | 17.62% | 14.14 | 7.38% | 22.16 | 56.73% |
| 管理费用 | 31.84 | 35.50 | 11.50% | 38.12 | 7.38% | 57.81 | 51.67% |
| 财务费用 | (4.90) | (1.61) | N/A | 0.96 | N/A | 5.11 | 430.73% |
| 投资收益 | (1.68) | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 营业利润 | 56.61 | 79.99 | 41.31% | 91.67 | 14.60% | 127.89 | 39.51% |
| 利润总额 | 64.59 | 87.99 | 36.24% | 99.67 | 13.27% | 135.89 | 36.34% |
| 所得税 | 11.50 | 14.96 | 30.09% | 16.94 | 13.27% | 23.10 | 36.34% |
| 净利润 | 53.09 | 73.03 | 37.57% | 82.73 | 13.27% | 112.79 | 36.34% |
| 归属母公司所有者的净利润 | 54.29 | 73.03 | 34.53% | 82.73 | 13.27% | 112.79 | 36.34% |
| NOPLAT | 42.50 | 65.06 | 53.07% | 76.89 | 18.18% | 110.39 | 43.58% |
| 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 | 207.83 | 257.64 | 23.97% | 276.66 | 7.38% | 433.60 | 56.73% |
| 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 | 91.80 | 109.80 | 19.61% | 117.91 | 7.38% | 184.79 | 56.73% |
| 预付款项 | 70.76 | 79.60 | 12.48% | 88.91 | 11.71% | 103.83 | 16.78% |
| 存货 | 120.92 | 141.55 | 17.06% | 149.33 | 5.50% | 239.09 | 60.10% |
| 流动资产合计 | 533.87 | 632.96 | 18.56% | 680.46 | 7.50% | 1,035.98 | 52.25% |
| 非流动资产 | 296.07 | 327.16 | 10.50% | 331.98 | 1.47% | 286.80 | -13.61% |
| 资产总计 | 829.94 | 960.12 | 15.68% | 1,012.44 | 5.45% | 1,322.79 | 30.65% |
| 短期借款 | 0.00 | 101.55 | N/A | 108.65 | 6.99% | 298.49 | 174.73% |
| 应付帐款 | 51.45 | 44.76 | -13.00% | 47.23 | 5.50% | 75.61 | 60.10% |
| 预收款项 | 4.58 | 5.72 | 25.01% | 6.95 | 21.48% | 8.88 | 27.72% |
| 流动负债合计 | 90.28 | 183.19 | 102.92% | 194.15 | 5.98% | 416.30 | 114.42% |
| 非流动负债 | 0.00 | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A | 0.00 | N/A |
| 少数股东权益 | 15.61 | 15.61 | 0.00% | 15.61 | 0.00% | 15.61 | 0.00% |
| 母公司股东权益 | 724.05 | 756.41 | 4.47% | 797.77 | 5.47% | 885.97 | 11.06% |
| 净营运资本 | 443.60 | 449.77 | 1.39% | 486.31 | 8.12% | 619.69 | 27.43% |
| 投入资本 IC | 521.48 | 605.94 | 16.20% | 635.38 | 4.86% | 766.48 | 20.63% |
| 现金流量表（百万元） | 2011A | 2012E | 增长率% | 2013E | 增长率% | 2014E | 增长率% |
| 净利润 | 53.09 | 73.03 | 37.57% | 82.73 | 13.27% | 112.79 | 36.34% |
| 折旧摊销 | 26.95 | 0.00 | N/A | 45.18 | N/A | 45.18 | 0.00% |
| 净营运资金增加 | (81.54) | 6.17 | N/A | 36.54 | 491.87% | 133.37 | 264.98% |
| 经营活动产生现金流 | 34.41 | 53.32 | 54.97% | 106.25 | 99.28% | (1.20) | N/A |
| 投资活动产生现金流 | (161.77) | (70.90) | N/A | (52.00) | N/A | (2.00) | N/A |

| | | | | | | | |
|-----------|----------|-------|-----|---------|---------|--------|---------|
| 融资活动产生现金流 | (40.97) | 67.39 | N/A | (35.23) | N/A | 160.14 | N/A |
| 现金净增(减) | (168.33) | 49.81 | N/A | 19.02 | -61.82% | 156.94 | 725.16% |

东兴证券

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。

东兴证券