



**谨慎
买入**

15% ↑

目标价格: 人民币 37.80

002460.CH

价格: 人民币 32.75

目标价格基础: 4.7 倍 13 年市净率

板块评级: 中立

赣峰锂业

领先的深加工锂产品生产商

江西赣峰锂业股份有限公司(赣峰锂业)是国内深加工锂产品的龙头企业,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,同时也是全球最大的金属锂生产商,在国内拥有极强的技术、管理和人才优势。随着国家战略性新兴产业的快速发展,特别新能源、新材料和新医药下游应用领域的异军突起,为深加工锂行业的快速发展提供了历史机遇。公司利用自己的技术和规模优势积极拓展锂电材料的市场机会,不断完善在锂电材料领域的产品布局,为未来提供了强劲的盈利增长动力,而对国内领先的聚合物锂电池生产商美拜电子的收购,使得盈利增厚了40%以上,我们预计公司未来3年净利润的复合增长率可达到近40%。考虑到公司的多重优势以及未来盈利处于上升阶段,我们相信公司可以较同类公司获得一定的估值溢价。此外,公司拟以资本公积向全体股东每10股转增10股,这对短期股价也有一定的推动力。我们的目标价格为37.80元,我们对该股的首次评级为谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- 新能源汽车给锂电材料市场带来重大市场机遇。
- 拥有完整的锂深加工产业链,并行业内具有明显的管理和技术优势。
- 实现锂原料的多元化多渠道供应,积极参与上游锂矿资源的开发,从而有效控制原材料成本上升。

评级面临的主要风险

- 市场竞争激烈超过预期,导致公司产品价格下滑或新产品销售受阻。
- 收购资产的整合。
- 锂矿涨价,但近期内公司投资的锂上游资源无法供货。

估值

- 我们以4.7倍的2013年市净率给公司估值,处于同业较高端水平,低与公司2010年以来的市净率中位水平5.4倍,由此得出目标价格为37.80元,对应2014年和2015年的市盈率分别为56倍和45倍,与公司2010年以来的平均水平62倍有10%以上的折价。目前股价离我们的目标价有近16%的上升空间,我们对公司的首次评级为谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	626	684	826	1,679	2,052
变动 (%)	32	9	21	103	22
净利润(人民币 百万)	70	74	121	162	198
全面摊薄每股收益(人民币)	0.456	0.485	0.677	0.843	1.031
变动 (%)	25.9	6.4	39.7	24.4	22.3
核心每股收益(人民币)	0.456	0.485	0.677	0.843	1.031
变动 (%)	25.9	6.4	39.7	24.4	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	71.9	67.5	48.3	38.9	31.8
核心市盈率(倍)	71.9	67.5	48.3	38.9	31.8
每股现金流量(人民币)	0.20	0.42	0.23	(1.23)	0.51
价格/每股现金流量(倍)	162.4	77.7	145.2	(26.6)	64.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.2	46.7	41.4	24.7	19.2
每股股息(人民币)	0.235	0.176	0.288	0.358	0.437
股息率 (%)	0.7	0.5	0.9	1.1	1.3

*:假设美拜电子和增发新股在2015年初完成

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	39.7	(0.8)	(0.8)	69.0
相对新华富时A50指数	45.9	(0.2)	(1.6)	70.7

发行股数(百万)	178
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,838
3个月日均交易额(人民币 百万)	182
净负债比率(%) (2014E)	7
主要股东(%)	
李良彬	26

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年6月25日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 有色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

目录

投资摘要及估值	3
公司背景	5
中国领先的锂深加工产品生产商	7
布局锂电产业链	10
收购美拜电子进入聚合物锂电池领域	13
原料来源多元化优势明显，并向上游进军	16
优秀的管理团队	18
盈利展望	19
研究报告中所提及的有关上市公司	23

投资摘要及估值

投资摘要

赣峰锂业专注于深加工锂产品，拥有“基础锂化合物-金属锂制品-深加工锂化合物”完整产业链，是国内深加工锂产品行业的龙头企业，已成为国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的生产商，同时在国内拥有极强的技术优势、管理和人才优势以及全产业链竞争优势。公司的目标是打造成“全球锂行业上下游一体化的国际一流企业”。

公司的产品主要应用于新能源、新医药及新材料领域。其中在新能源领域，主要用于生产一次高能电池、二次锂电池和动力锂电池，其中金属锂可用于一次高能电池负极，二次动力电池的负极材料；在新医药领域，主要用作生产他汀类降脂药（例如如治疗心血管疾病）和新型抗病毒类药（如鸡尾酒法治疗抗艾滋病）等新医药的关键中间体；在新材料领域，主要用于生产航空航天用的铝锂合金材料、新型合成橡胶、新型工程材料，以及陶瓷和稀土冶炼等行业。金属锂是赣峰锂业的核心产品，是全球最大的生产商。

公司在6月初公告将增发新股收购美拜电子，美拜电子系国内2013年软包聚合物锂电池产值第五大企业，并获得2013年度数码锂电池十大品牌高工金球奖。通过此次收购，赣峰可将锂的产业链进一步延伸至深加工锂产品最具前景的下游应用领域之一——新能源领域中的聚合物锂离子电池行业，强化公司在新能源领域的技术实力，同时公司原有深加工锂产品业务与美拜电子的聚合物锂离子电池业务同属于锂产业链的上下游，该项业务预期将与公司原有的锂业务形成互补优势，发挥协同效应，有利于形成更加完善的上下游一体化产业链。

公司已逐步实现锂原料的多元化多渠道供应，并积极参与上游锂矿资源的开发。公司是全球唯一同时使用卤水和矿石提锂的企业；另外，公司利用自身技术优势，建立了全球规模最大的锂再生资源综合利用生产线；而工业级碳酸锂、氯化锂、回收锂化物和卤水和矿石之间的可替代性也使公司在原材料采购时能灵活比价及选择低价品种，从而有效控制原材料成本上升。此外，公司自主开发的锂云母提锂新工艺技术达到国内领先水平，并建成了全球第一条“锂云母氯化钠压浸法提锂和资源综合利用产业化生产线”。

2013年3月，国家发改委公布《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，随着国家战略性新兴产业的快速发展，特别新能源、新材料和新医药下游应用领域的异军突起，为深加工锂行业的快速发展提供了历史机遇。我们预计赣峰锂业在锂深加工方面的技术和规模优势将可转化为未来盈利的大幅增长，我们预计公司未来3年净利润的复合增长率可达到20%以上（不包括美拜电子），如果包括美拜电子，未来3年的净利润复合增长率可达到39%。

估值

考虑到公司的多重优势以及未来盈利处于上升阶段，我们相信公司可以较同类公司获得一定的估值溢价。此外，公司拟以资本公积向全体股东每10股转增10股，这对短期股价也有一定的推动力。由于赣峰锂业主要是一个稀有金属深加工企业，因此，我们将公司与A股中与新兴产业较为密切且经营情况较好的金属新材料公司进行估值比较（见图表1）。

我们使用了市净率方法对赣峰锂业进行估值，目前 A 股金属新材料上市公司 2013 年的市净率为 2.2-5.3 倍（不包括最高的天齐锂业），平均市净率为 4.0 倍（如果去掉天齐锂业则平均值为 3.5 倍），目前赣峰锂业 2013 年的市净率为 4.4 倍，高于平均水平。

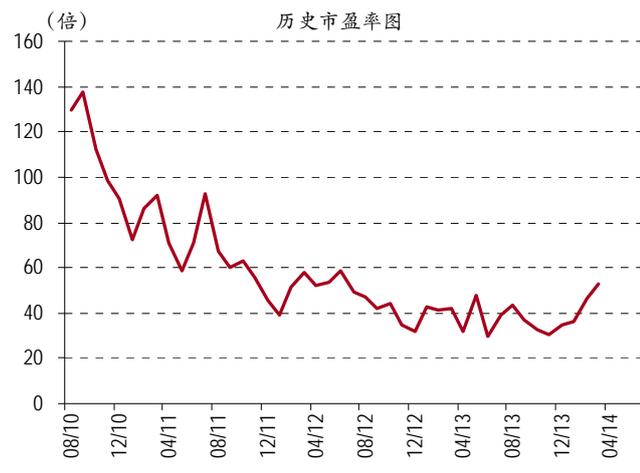
我们以 4.7 倍的 2013 年市净率给公司估值，处于同业较高端水平（较平均水平溢价 18%），另外该估值水平较 2010 年以来的市净率中位水平 5.4 倍有 13% 的折价，由此得出公司的目标价格为 37.80 元。该目标价格对应 2014 年和 2015 年的市盈率分别为 56 倍和 45 倍，虽然高于同业的平均水平，但较公司 2010 年以来的平均市盈率水平 62 倍有 10% 以上的折价。在我们的目标价下，目前股价有近 16% 的上升空间，我们对公司的首次评级为 **谨慎买入**。

图表 1. 估值比较

证券简称	证券代码	货币	收盘价	市值 (百万)	每股收益 (元/股)			每股收益 增长率(%)		市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产 收益率(%)		净负债率	股息率
					2013	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013	2013
A 股金属新材料公司																	
厦门钨业	600549.CH	人民币	25.21	17,193	0.70	0.74	0.92	6.0	23.7	33.9	27.4	4.1	3.8	11.9	11.7	62.2	0.99
宁波韵升	600366.CH	人民币	13.91	7,157	0.70	0.70	0.86	(1.0)	23.5	20.0	16.2	2.4	2.2	12.6	11.5	(20.6)	1.08
中科三环	000970.CH	人民币	11.50	12,250	0.27	0.43	0.56	62.5	28.8	26.6	20.7	3.5	3.2	8.3	12.4	(46.9)	0.87
正海磁材	300224.CH	人民币	20.51	4,922	0.34	0.49	0.66	47.0	34.5	41.6	30.9	3.5	3.3	5.9	8.2	(60.8)	0.24
云南锗业	002428.CH	人民币	11.95	7,805	0.18	0.26	0.32	39.4	23.5	46.6	37.7	5.3	4.9	8.4	10.9	(7.0)	0.50
天齐锂业	002466.CH	人民币	43.16	11,168	(0.60)	0.49	0.79	n/a	62.8	89.0	54.7	7.3	2.8	(9.3)	4.5	61.1	0.00
贵研铂业	600459.CH	人民币	15.22	3,972	0.32	0.39	0.53	20.2	36.0	39.3	28.9	2.4	2.3	5.2	5.9	(5.3)	0.61
格林美	002340.CH	人民币	11.19	10,338	0.17	0.23	0.30	37.8	30.6	48.1	36.8	3.6	2.4	5.6	6.0	141.5	0.00
平均		人民币		9,351	0.26	0.47	0.62	30.3	32.9	43.1	31.7	4.0	3.1	6.07	8.88	15.5	0.54
赣峰锂业	002460.CH	人民币	32.75	5,838	0.49	0.68	0.84	39.7	24.4	48.3	38.9	4.4	4.1	11.4	8.7	(20.0)	0.46

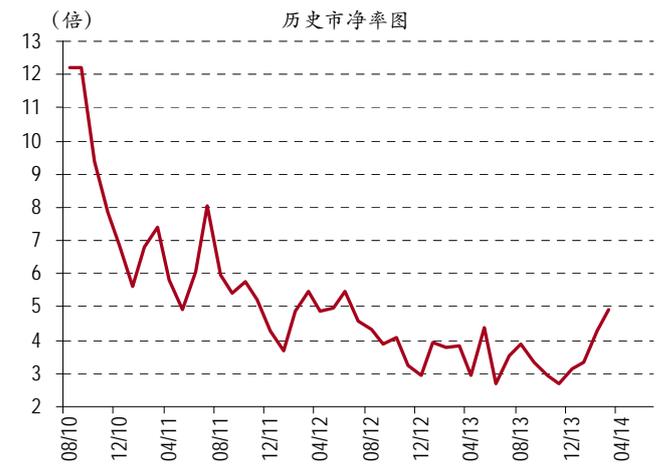
资料来源：中银国际预测、万得资讯

图表 2. 赣峰锂业历史市盈率图



资料来源：中银国际研究

图表 3. 赣峰锂业历史市净率图



资料来源：中银国际研究

公司背景

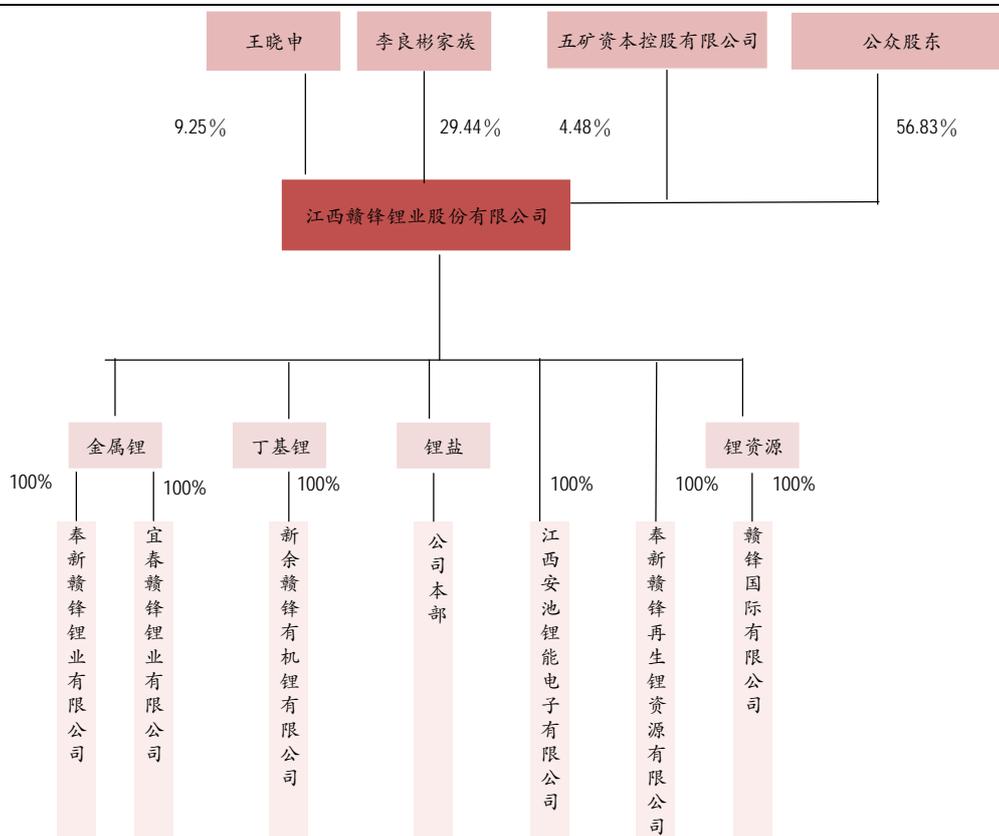
赣峰锂业成立于2000年3月2日，最初产品是金属锂，目前产品包括金属锂及锂材（工业级、电池级）、碳酸锂（电池级、高纯级）、氯化锂（工业级、电池级）、丁基锂、氟化锂（工业级、电池级）等二十余种锂系列产品，拥有“基础锂化合物-金属锂制品-深加工锂化合物”完整产业链，是国内金属锂制品行业的龙头企业。此外，公司是全球唯一一家同时具备矿石提锂、卤水提锂、回收提锂三种原材料应用的企业。

公司的产品主要应用于新能源、新医药及新材料领域。其中在新能源领域，主要用于生产一次高能电池、二次锂电池和动力锂电池，其中金属锂可用于一次高能电池负极，二次动力电池的负极材料；在新医药领域，主要用作生产他汀类降脂药（例如如治疗心血管疾病）和新型抗病毒类药（如鸡尾酒法治疗抗艾滋病）等新医药的关键中间体；在新材料领域，主要用于生产航空航天用的铝锂合金材料、新型合成橡胶、新型工程材料，以及陶瓷和稀土冶炼等行业。

金属锂是赣峰锂业的核心产品，是全球最大的生产商，2013年，公司约有44%的收入和50%的毛利润来自于金属锂。公司的电池级金属锂在一次锂亚电池领域的市场占有率达到约70%。

公司的实际控制人是李良斌，截至2013年底，李良彬家族持有上市公司29.44%的股权。公司副董事长兼副总裁王晓申持有9.25%的股权。公司于2010年8月10日在深圳证券交易所挂牌上市。

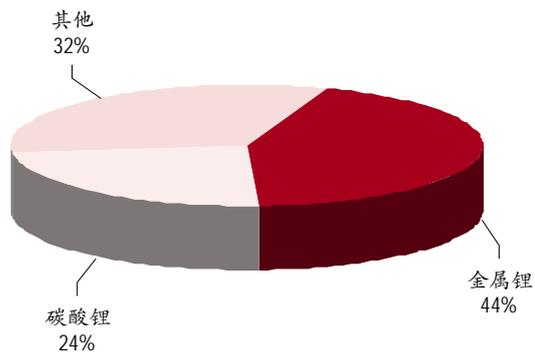
图表 4. 股权结构图



*新余赣峰有机锂有限公司已被吸收合并

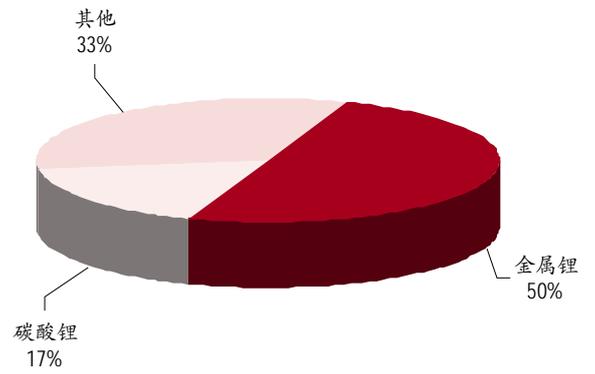
资料来源：公司数据

图表 5. 2013 年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 6. 2013 年毛利润构成



资料来源：公司数据

中国领先的锂深加工产品生产商

锂深加工产品前景光明

锂被誉为“工业味精”和“能源金属”，锂及其深加工产品的用途广泛，目前正处于行业生命周期的发展初期，是新兴朝阳产业。从当前锂行业的发展趋势来看，上游锂资源开发技术日趋成熟后，深加工锂产品成为未来锂行业的发展方向。其快速发展主要得益于来自下游新药品、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新型抗病毒、抗肿瘤药等新药品的关键中间体；在新能源领域，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，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。这些产品代表了各国产业升级和未来的发展方向，具有巨大的增长空间，同时对锂产品的技术要求高，导致大部分深加工锂产品处于供略小于求的状态。金属锂、丁基锂和电池级碳酸锂作为深加工锂产品的主要品种，具有明显的技术难度大、附加值高、应用市场广等特点，已成为未来锂行业的主要增长点。

近年来，由于中国卤水和锂矿石资源逐步得到探明以及基础锂产品生产技术的不断成熟，美国在世界锂工业的垄断地位被打破，全球不断增加新的基础锂盐的生产商，基础锂盐的供应的集中度在不断下降。从市场看，中国锂消费市场日益壮大，目前已成为全球最大的锂消费市场，这吸引世界锂产业重心逐步向中国转移，中国已成为全球主要锂生产国。中国 2005 年的锂消耗量占全球消耗量的 13%，2012 年则高达 36%。随着我国产业升级战略的不断推进，新医药、新能源、新材料等领域将获得巨大的发展机遇，其对锂产品的需求将迅速提升，也将促进世界锂产业的重心进一步向中国转移。

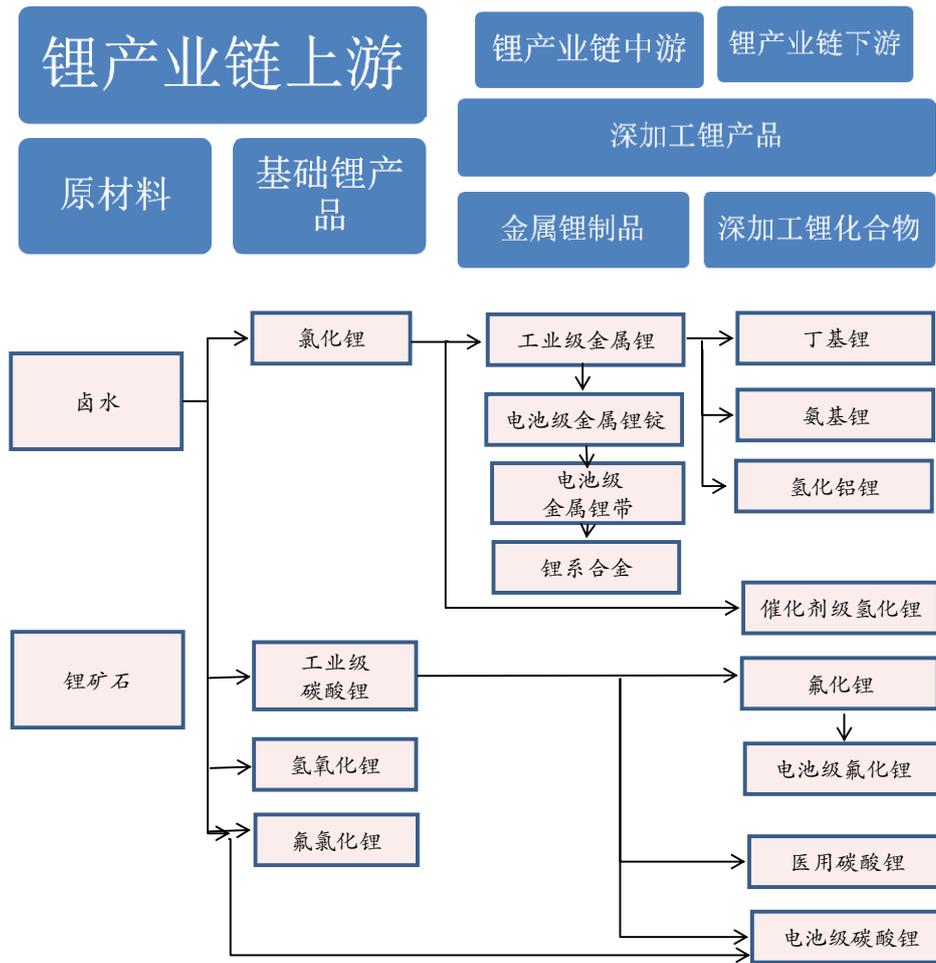
国内唯一具有锂全产品加工链的生产商

目前，国际三大锂供应商 SQM、FMC、Rockwood 利用技术优势在全球深加工锂产品领域占据了 70% 左右的供应量，三大主要供应商均将发展和竞争重心从基础锂产品后移到深加工锂产品。

目前国内深加工锂产品供应商大部分还停留在单一深加工锂产品的研发和生产的状态，存在产品单一、技术单一、加工链短、能耗成本高的问题。在深加工锂产品领域，锂产品的生产技术是进入该产品市场的首要条件，而生产技术的先进性和全面性是第二梯队和第一梯队的主要差距。国内的锂产品供应商均处于第二梯队，技术差距是影响竞争地位的主要因素，技术水平的相对落后使得国内主要深加工锂产品供应商存在加工链较短、产品品种较单一及抗风险能力低的困扰，也降低了产品的附加值。

赣峰锂业通过自主研发、创新和改进，不断缩短和国际三大锂供应商之间的差距。公司是中国唯一建成“卤水/含锂回收料-氯化锂/碳酸锂-金属锂-丁基锂/电池级金属锂-锂系合金”全产品加工链的企业，是国内深加工锂产品企业中产品链条最长、品种最齐全、创新能力最强的企业，通过加工链条的延伸提高公司产品的附加值，同时提高了对单一产品市场波动的抗风险能力，成为国内第一家实现与国际领先企业展开全产品链竞争的企业。

图表 7. 赣峰锂业产业链



资料来源：公司数据

全球规模最大的金属锂生产商

金属锂产品是赣峰锂业的核心产品，占据全球第一的位置。2013 年，公司约有 44% 的收入和 50% 的毛利润来自于金属锂。

赣峰锂业的奉新子公司专注金属锂生产，现有产量近 1,000 吨，现在处在超负荷生产状态中。公司自产的金属锂中，10% 自用（用于丁基锂生产），90% 外销。公司金属锂中，医药和材料领域 70%（工业级金属锂为主）；一次电池、锂材领域 30%（电池级金属锂），其中一次电池是主要市场。公司的电池级金属锂在全球一次锂亚电池领域的市场占有率达到约 70%，是全球最大的锂亚电池生产商法国 SAFT 公司的金属锂主要供应商，SAFT 是欧洲航空和军工领域电池的主要供应商。

公司 13 年底完成的非公开发行的投资项目“宜春 500 吨超薄锂带及锂材项目”在 10 月份开始安装设备，估计 13 年 12 月开始投放部分产能，计划在 2014 年底完成，产能在 14 年全年陆续投放，该项目完成后公司的金属锂产能将达到 1,500 吨，增加 50%。

丁基锂增长潜力大

丁基锂由金属锂制成的深加工锂产品，下游主要是石化、医药，主要用作有机反应的催化剂，广泛用于合成生产降血脂药、抗病毒药等一系列医药中间体；也是合成橡胶的聚合反应的引发剂。丁基锂医药增长点，在 HIV，因为之前欧洲专利药—依法美仑专利到期，中国很多药企开始大规模生产。

全球来说，ROCKWOOD 产能最大，洛克伍德在有机锂方面开发有优势，品种较多，在有机锂方面是标杆企业，洛克伍德在台湾、美国有分公司，产能 2,000 吨，但自产金属锂较少，会由公司采购金属锂。

公司下属子公司新余有机锂主要做丁基锂。目前丁基锂产能达到 500 吨，毛利约 30%，公司未来也会开发其它有机锂的产品。

丁基锂运输比较危险，公司目前有专门的运输队伍负责运送。公司在 09 年突破了运输的瓶颈，2010 年进入韩国市场，2012 年公司丁基锂销量 200 吨，而目前全球需求 4,000 吨/年，公司市场份额占全球 5% 以下，占比还比较小。

目前公司产品市场为中国、韩国、台湾地区，并在开拓日本市场。国内老石化公司如燕山石化等已不再生产丁基锂，只有岳阳石化自产自用（会向公司采购金属锂作为原料）。公司目标是 30% 的市场份额（全球 5,000 吨），对应 1,500 吨的产量，可见未来公司丁基锂的增长空间巨大。

布局锂电产业链

随着新能源汽车销量的逐步释放，锂电行业正在进入一个新的时期，产业发展正在迎来拐点。为加快新能源汽车产业发展，推进节能减排，促进大气污染防治，经国务院批准，2013年，财政部、科技部、工业和信息化部、发展改革委启动了新能源汽车推广应用工作。从实施情况看，各项工作进展顺利，推广数量快速增加，市场规模不断拓展，政策效果已逐步显现。2014年1月28日，国家财政部、科技部、工信部和发改委等四部门又联合发布了《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》，继2013年12月公布了包括北京在内的28个城市、地区作为首批新能源汽车推广应用城市名单后，四部委又批复了第二批推广城市名单。第二批名单包含12个城市或区域，加第一批28个现总量已经40个城市计划发展总数量超30万辆。将纯电动乘用车、插电式混合动力（含增程式）乘用车、纯电动专用车、燃料电池汽车补贴标准进行调整：2014、2015年在2013标准上下降5%、10%，而之前预期下调10%、20%。这些政策的陆续出台，将有力的促进新能源汽车和锂电产业加快技术升级和产业化应用，对深加工锂产品的需求将出现更快速增长。

公司利用现有的卤水提锂技术优势和深加工锂化物领域的领先优势，在巩固原有的新药品领域和新材料领域的客户基础上，积极拓展锂电材料的市场机会，不断完善在锂电材料领域的产品布局，目前公司的产品已涵盖锂电正极材料、负极材料、电解质材料等除隔膜以外的所有锂电材料领域。正极材料对应的产品包括电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂、三元材料前驱体、锂的化合物、磷酸二氢锂；电解质用到的六氟磷酸锂对应的高纯碳酸锂和电池级氟化锂。在电池材料市场，公司的产品品种已经比洛克伍德和FMC多。在电池级锂铝合金方面，公司成为欧洲一家锂聚合物电动车的负极材料主要供应商，而电池级的氟化锂，公司也成为电解质领域全球领先的日本电解质厂家的供应商。

锂盐产品产能大幅扩张

2013年底公司完成非公开发行，3个投资项目中第一个是万吨锂盐项目，公司计划要做到2.5万吨锂盐（氯化锂、氢氧化锂、电池级碳酸锂）生产规模，其中10,000吨氯化锂项目目前已基本建成（之前产能6,000吨），在试生产；6,000吨氢氧化锂项目处于安装调试阶段；4,000吨电池级碳酸锂项目正在进行设备采购（现有产能4,000吨）。这意味着项目建设完成后，公司氯化锂和电池级碳酸锂的产能均可翻倍。

虽然新建产能规模较大，但我们估计市场可以消化这些产能。氯化锂最主要的用途是电解制备金属锂，此外用于生产新型特种工程材料“PPS聚苯硫醚”合成的催化剂、新型建筑防水材料与新型焊接材料的添加剂。公司的氯化锂配套公司的金属锂，大部分产能可以公司内部消化。天齐锂业在电池级碳酸锂上与公司有一些重叠，但天齐的主要客户是钴酸锂，而赣峰的客户是三元材料，随着三元材料在锂电中大规模应用，相信新建产能可以被市场消化。

氢氧化锂开始小批量供货

公司的氢氧化锂产品现有 1,000 多吨产能，满负荷运行。公司万吨锂盐项目中的电池级氢氧化锂生产线尚处于设备调试阶段，计划于 2014 年第 3 季度初调试完毕投入试生产，届时方具备大批量供货能力。随着万吨锂盐项目中氢氧化锂项目的完工，公司氢氧化锂产能可能达到 6,000 吨以上，产量随之大幅增长。

氢氧化锂除了现有的传统领域（润滑脂等）外，还可以作为制备锂离子电池正极材料的原材料。2012 年全球氢氧化锂消费约 25,000 吨左右，主要用于润滑脂等传统领域，电池级需求约 6,000-7,000 吨。但在高镍材料领域氢氧化锂比碳酸锂有优势（三元材料用的比较多，例如 Tesla、宝马的电池），目前国外动力电池用的磷酸铁锂也在改为使用氢氧化锂。因此电池级氢氧化锂未来增长速度快，竞争小，毛利率高。

公司正在积极开拓氢氧化锂的客户。目前，公司在陆续向客户提供电池级氢氧化锂产品样品，供客户检测试用。公司向日本松下公司提供锂带样品；同时也向韩国三星公司和 LG 公司小批量提供氢氧化锂产品。公司向松下、三星、LG 等公司的供样还需通过其质量检测，目前尚未签署长期大批量供货协议。

此外，新疆锂盐厂 2013 年 10 月开始关闭（由于国企包袱重、亏损、环保等问题），可以腾出每年 3,000-4,000 吨的市场。因此，我们相信公司氢氧化锂新增产能未来 2-3 年内可被市场消化。

一次电池市场空间广阔，试水二次动力电池负极材料

锂材用于电池行业，主要是超薄锂带，供给美国劲量电池，劲量电池是目前全球最大的专业生产一次性电池和相关电池设备的制造商，原来劲量电池为镍氢，现在用锂铁电池，用超薄锂带做负极，未来一次电池改为锂铁电池的话市场很大。另外，纽扣电池也可用锂带。

金属锂除可用于一次高能电池负极，也开始作为二次动力电池的负极材料，目前公司主要是给法国 Bolloré 供金属锂材料作为二次动力电池的负极材料，应用在电动汽车领域。

公司 2011 年开始给 Bolloré 供货，当时预测的量是 2 万辆电动汽车，每辆用锂 25 公斤，目前产量 1,200-1,800 辆，用到 30 吨左右。赣锋锂业占其负极锂较多，另外一家供货商是 FMC。这种电池 100 千瓦/公斤，300 公斤重，电池 30 千瓦时，可以跑 300 公里左右。也可用在大巴上，电池 90 千瓦时。

目前法国 Bolloré 的锂金属聚合物电池实现了技术进步，单个 30 千瓦时电池 pack 的锂金属需求量从原来的 25 公斤降低到不到 16 千克，虽然从表面上看降低了金属锂的需求，但电池成本的下降将进一步推动锂金属聚合物电池的运用，进而带动金属锂的需求。

三元前驱体和其他锂盐产品具有销售协同效应

13 年底公司非公开增发融资的投资项目中包括 4,500 吨三元前驱体项目，公司在江西新余经济开发区公司现有土地上建设年产 4,500 吨新型三元前驱体材料项目，预计在 2014 年底可以正式投产。该项目的优势在于从原料硫酸镍开始做起。之前在连云港的三元前驱体子公司（江苏优派新能源，公司已在 14 年 3 月出售了全部股权）受镍钴供应商控制，毛利一直很低。现在搬到本部后的新建生产线，从国外采购镍钴中间体，从镍原料开始生产，毛利率比外购硫酸镍高，而且三元材料前驱体的化工工艺可跟现有生产产生协同效应。

虽然目前前驱体盈利相对较低，但三元前驱体的客户和公司电池级碳酸锂和氢氧化锂产品的客户重合，具备销售的协同效应。

公司原来前驱体的下游客户主要是国内三元材料的公司，下一步的市场除了国内之外还有韩国和日本。目前普锐斯第三代锂电混动销量占其第三代普锐斯销量的比例为 10-15%左右，预计未来用锂电的比例会逐步增加，其锂电池也是用三元材料作正极。

氟化锂总体开工率不足

公司现有氟化锂产能 1,500 吨，其中工业级氟化锂 1,000 吨，电池级氟化锂 500 吨。工业级氟化锂用作铝电解和稀土电解等的添加剂，也在光学玻璃制造、搪瓷、陶瓷工业作助熔剂；电池级氟化锂用于六氟磷酸锂生产原料。

目前公司工业级氟化锂开工率仅 50%左右，但电池级满产。电池级氟化锂：目前在国内市场份额约为 60-70%左右，13 年 6 月份以后开始给日本厂家批量供货，客户包括日本主要的六氟磷酸锂生产厂商。

收购美拜电子进入聚合物锂电池领域

计划收购美拜电子

2014年6月9日公司公告拟购买李万春、胡叶梅持有的深圳市美拜电子有限公司合计100%股权，交易价格为4.00亿元。为此公司拟向李万春、胡叶梅支付现金对价1.2亿元，并向李万春、胡叶梅发行股份支付对价2.8亿元；同时，公司拟向特定对象发行股份募集配套资金和使用自有资金支付上述的现金对价和相关费用，募集配套资金总额不超过本次交易总额的25%。

因此，此次股份发行包括：一是公司向李万春、胡叶梅以非公开发行的方式支付本次重组的股份对价2.8亿元，发行价格为定价基准日前20个交易日上市公司股票交易均价31.48元/股，发行股份数量为889.45万股；二是向不超过10名的特定投资者发行股份募集配套资金1.30亿元，发行价格为前述交易均价交易均价的90%，即28.33元/股，发行股份的上限不超过458.88万股，最终配套融资发行成功与否，不影响此次发行股份及支付现金购买资产行为的实施。

交易前后公司大股东的持股变化情况如下（假设向其他特定投资者的发行价格为28.33元/股）：

图表 8. 交易前后大股东持股比例变化

	本次交易前		本次交易后	
	持股数(股)	持股比例(%)	持股数(股)	持股比例(%)
李良彬	46,198,192	25.92	46,198,192	23.38
王晓申	16,498,984	9.26	16,498,984	8.35

资料来源：公司数据

在标的资产审计、评估及盈利预测等工作完成后，公司将召开第二次董事会和股东大会审议本次交易正式方案及其它相关事项。

领先的聚合物锂离子电池生产商

美拜电子始终专注于聚合物锂离子电池的研发、生产和销售，其围绕聚合物锂离子电池安全可靠、塑形灵活、高能量密度、轻薄等性能特点，面向智能平板电脑、智能手机、笔记本电脑三大行业提供移动电源系统解决方案。美拜电子借助丰富的行业经验和生产管理实践经验，已建成一个相对柔性的生产制造体系，通过运用其较强的产品研发能力、高效的采购管理系统、良好的配套生产能力和灵活的生产组织管理能力，实现了快速、有效的客户需求响应，使其在交货时间、生产效率、产品品质方面体现出一定的优势，并获得了一定的市场地位和业界口碑。目前，美拜电子与海信、TCL、酷派、西可、比亚迪、深圳市卓怡恒通电脑科技有限公司等下游大型客户均已达成合作关系。根据高工锂电产业研究所（GBII）的研究，美拜电子系国内2013年软包聚合物锂电池产值第五大企业，并获得2013年度数码锂电池十大品牌高工全球奖。目前，美拜以平板和3C电池为主。以后也不排除会向动力发展，但这是一个逐步的过程，需要技术积累。

下游智能终端市场发展迅速

随着电子数码产品特别是智能手机、平板及笔记本电脑市场的快速增长，我国锂电池行业近年来呈现较快速发展，其中锂离子电池已经成为二次电池领域中重要的产品之一。2014年全球电信市场面临3G、4G转换期，智能手机需求大增。4G时代的手持设备以大屏幕为主，然而大屏幕与高耗电量成正比，需要大容量聚合物锂电池支撑。大容量聚合物锂电池需求的高速增长将带动美拜电子出货量的大幅提升。移动电子终端的快速发展将会给美拜电子带来较好的机遇。

成功开拓大型客户

美拜的客户以国内为主，已经通过了酷派的评审，主要客户有海信、TCL、创维、西可等国内一线厂商。美拜电子加大了对国内大型品牌手机及平板电脑客户的开发力度。而成为大型品牌厂商的电池供应商需要经历验厂、送样、试产等多个环节，审核过程严格，时间周期较长。截至目前，大部分合作厂商基本完成了验厂、送样、试产等产前环节，进入小批量生产环节。预计2014年6-7月开始，新增客户的订单量将会逐步上升。新客户的开拓完全可以支撑美拜业绩增长。

有望大幅提高未来的盈利水平

美拜电子2013年营业收入相当于赣峰锂业营业收入的43.67%，净利润相当于赣峰的31.75%，由此可见，收购美拜电子对公司未来业绩有重大影响。

此次收购承诺的美拜电子2014年、2015年、2016年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数不低于3,600万元、4,680万元、6,084万元(2015年和2016年每年均以30%增速增长)，否则应予以补偿。另外，如果未来美拜电子在2014年、2015年、2016年的实际利润超出承诺利润，则上市公司可能进一步支付额外的交易对价(根据实际利润实现情况分为2,000万元、6,000万元、10,000万元、14,000万元、18,000万元五档)。此外，自2014年3月31日起至交割日止，美拜电子在此期间产生的收益由上市公司享有。

根据我们的盈利预测，收购美拜后，赣峰锂业的2014-2016年的净利润有望增加41-44%，从而大幅提高公司的盈利水平。

图表9.美拜电子预计盈利情况(单位:万元)

项目	2012年	2013年	2014年预测	2015年预测	2016年预测	2017年预测	2018年预测	2019年预测
收入	23,009	29,972	47,992	58,230	71,270	72,310	72,310	72,310
成本	n/a	n/a	n/a	46,830	56,980	57,740	57,740	57,740
净利润	954	2,353	3,600	4,680	6,084	6,240	6,270	6,270
增速(%)	n/a	146.7	53.0	30.0	30.0	2.6	0.5	0.0

资料来源:中银国际研究

优势互补、可形成协同效应

此次收购完成后，美拜电子可借助赣峰锂业在深加工锂产品方面的资源和技术优势、完善的公司治理水平及其资本市场平台的融资渠道，从而获取资源和成本优势，通过协同效应进一步提升美拜电子在聚合物锂离子电池行业中的综合竞争力。

而对赣峰锂业来说，公司可将锂的产业链进一步延伸至深加工锂产品最具前景的下游应用领域之一——新能源领域中的聚合物锂离子电池行业，强化公司在新能源领域的技术实力，同时公司原有深加工锂产品业务与美拜电子的聚合物锂离子电池业务同属于锂产业链的上下游，该项业务预期将与公司原有的锂业务形成互补优势，发挥协同效应，有利于形成更加完善的上下游一体化产业链，提升公司锂业务的附加值，进一步提高公司的市场抗风险能力和锂业务的综合竞争力。

原料来源多元化优势明显，并向上游进军

独具优势的柔性采购体系

赣峰锂业已逐步实现锂原料的多元化多渠道供应，是国内唯一同时拥有“卤水提锂”和“矿石提锂”产业化技术的企业。另外，公司利用自身技术优势，建立了全球规模最大的锂再生资源综合利用生产线。公司采购的主要原材料品种从最初的碳酸锂、氯化锂两种增加到碳酸锂、氯化锂、回收锂化物、卤水、锂辉石、锂云母，使可供选择的产品和供应商的范围得到成倍增长。而工业级碳酸锂、氯化锂、回收锂化物和卤水和矿石之间的可替代性也使公司在原材料采购时能灵活比价及选择低价品种，从而有效控制原材料成本上升。此外，公司自主开发的锂云母提锂新工艺技术达到国内领先水平，并建成了全球第一条“锂云母氯化钠压浸法提锂和资源综合利用产业化生产线”。

公司卤水的采购价格是跟碳酸锂价格挂钩，保持毛利率稳定，定价是以上一期碳酸锂价格来制定，半年确定一次基础的指数价。锂回收料提锂，毛利比卤水高 10%，主要是从公司金属锂的下游医药客户那里回收。

不同的几种资源，卤水做氯化锂有优势，矿石做氢氧化锂有优势。公司新建的万吨锂盐项目，原料用锂辉石或锂云母都可以，锂辉石进口于塔利森，锂云母从宜春买。公司在宜春设立子公司，是为了当地采购可能会有帮助。公司 2011 年已经开始采购锂辉石矿，目前还是以锂辉石提锂为主。

综合来看，公司现在生产所用原料中 50%为卤水，15%回收锂化合物，其余锂云母、锂辉石、工业级碳酸锂等，从而建立了卤水、矿石、回收锂化物的多渠道、多样性的柔性采购体系，扩大了原材料选择范围，降低生产成本、增强公司的盈利能力。

缺乏上游资源的短板有望在未来 2-3 年内弥补

公司虽然具有原料采购多元化的优势，但由于产能扩张迅速，没有上游资源仍可能制约公司未来发展。公司很早就认识到这点，提出了直接控制矿山和卤水的战略目标，积极布局上游资源领域。早在 2011 年 4 月 9 日，公司就通过下属的香港全资子公司赣锋国际收购了 International Lithium（加拿大国际锂业）9.9%的股权，并在 2012 年 3 月 23 日增持股权至 14.7%。

国际锂业之前为加拿大多伦多证券交易所创业板上市公司 TNR GOLD CORP. 的全资子公司，在 2011 年 5 月在多伦多证券交易所创业板分拆上市。国际锂业的主营业务为锂及稀有金属的勘探和开发，拥有阿根廷 Mariana 卤水矿的采矿权，以及其他分布在美国内华达州和加拿大，爱尔兰等国的卤水和锂辉石矿的开采权。

值得关注的是，国际锂业拥有的阿根廷 Mariana 卤水矿位于南美州玻利维亚-智利-阿根廷含锂卤水成矿带上，盐湖面积 160 平方公里。Mariana 卤水项目钾锂比很高，盐湖矿开发投资很大，与 FMC 的盐湖资源属性类似。

阿根廷 Mariana 锂钾盐湖

2013 年 5 月公司与加拿大国际锂业签署了可转债协议，公司有权选择将可转债转为加拿大国际锂业全资控股的阿根廷 Mariana 锂钾盐湖的 51%的直接股权。2014 年 3 月，赣锋国际与国际锂业签订协议，赣锋国际通过实施对国际锂业的债权转股和追加投资，获得阿根廷 Mariana 锂-钾卤水矿项目的 80%的权益。

Mariana 锂-钾卤水矿项目位于阿根廷萨尔塔省西部的安第斯山脉地区，萨尔塔市以西约 290 公里，智利和阿根廷边界以东 25 公里，横穿 Llullaillaco 盐湖的早期勘探项目，以钾、锂和硼为主。

2013 年 10 月公司委托澳大利亚 Geos 矿业公司对 Mariana 锂-钾卤水矿项目进行独立评估，有效的勘探目标含水层系统范围为 8.40 亿立方米至 38.62 亿立方米，这取决于孔隙度情况，其所含卤水容量介于 0.67 亿立方米至 11.59 亿立方米之间。根据从含水层系统中开采卤水的 30%有效开采率，估计含锂金属的浓度值域为 225 毫克/升至 585 毫克/升，对应的可能锂金属含量为 50 万吨至 2,500 万吨，估计钾的浓度值域为 9,389 毫克/升至 11,292 毫克/升，对应的可能钾金属含量为 2,300 万吨至 4.75 亿吨。目前为止还未进行冶金或加工试验。为了推进项目，正在计划进一步的资源确定钻探、水文地质研究、环境研究和地球物理勘探。

根据公司估计，Mariana 盐湖储量据匡算（没有达到 43101 标准），折碳酸锂储量 220 万吨，钾肥 6,000 万吨，镁锂比 15-18，可以用沉淀法生产，钾锂比达到 33: 1，钾浓度在公布出来阿根廷盐湖里是最高的，并且离 FMC 盐湖很近，当地产业链配套完备，具有较高的潜在经济价值。

爱尔兰 Blackstair 锂矿项目

2012 年 8 月 7 日，赣锋国际与加拿大国际锂业签订了获取国际锂业在爱尔兰 Blackstair 锂矿项目 75%权益的意向书；2012 年 9 月 25 日，赣锋国际进一步与国际锂业签订协议，获取国际锂业公司在爱尔兰 Blackstair 锂矿项目不低于 51%权益，而最高达 100%的权益。2014 年 3 月 18 日，赣锋国际于与国际锂业签订《合资企业协议》，国际锂业在爱尔兰的全资子公司爱尔兰公司将作为双方的合资企业，赣锋国际将拥有爱尔兰公司 51%股份，国际锂业拥有爱尔兰公司 49%股份。

爱尔兰 Blackstair 锂矿项目是一个锂的勘探项目，属国际锂业 100%拥有，位于都柏林以南 80 公里处的爱尔兰伦斯特伟晶岩矿石带，此伟晶石带延展超过 50 公里范围。国际锂业目前在 292 平方公里范围内拥有八个勘探许可证权益，且全部属于 Blackstair 项目。

该项目上世纪 70 年代曾做过小规模勘探，发现有 19 个锂的矿床，历史上的勘探因为露出表面的伟晶石缺乏而停滞。已发现的证据表明在表面的矿石中有高含量的锂，国际锂业将在重点区域采用现代化的勘探技术来进行钻孔勘探。2011 年对其中一块 250X250m 的区域清理后的手选矿的分析发现 Li₂O 的含量在 3.27%-4.59%之间，但不代表平均品位。2012 年 11 月，国际锂业对外公布勘探进展情况，其最近在 Moylisha（8 个矿权证中之一）发现了含量超过 4%的氧化锂高浓度的伟晶岩巨石，其它钻探重点还包括在 Stranakelly（8 个矿权证中之一）超过 5.3 米深处发现的含量为 1.85%的氧化锂和位于 Moylisha 勘探点超过 9.4 米深处含量为 1.66%的氧化锂。

2013 年 8 月公司委托江西地矿资源勘查开发有限公司对爱尔兰 Blackstair 锂矿地质勘查部分进行尽职调查，认为 Blackstairs 含锂伟晶岩矿位于伦斯特花岗岩体外 0.5-2Km,为伟晶岩脉型锂辉石矿体，该锂辉石伟晶岩成矿带南西—北东方向延伸 30 余千米，其中 Seskinmadra 矿点至 Stranakelly 矿点约 26 千米长，分布有上述 5 个矿点，各矿点均有锂辉石矿体或转石，通过与国内类似锂辉石伟晶岩矿体成矿条件对比，该区成矿带具有延伸长，规模大，局部矿体品位高特点，其成矿条件较好，具有较大的找矿远景。但同时指出，该区虽然成矿条件较好，未来找矿远景较大，但因全区第四系覆盖严重（基本无露头），找矿难度较大，勘查成本较高、勘查投入巨大。

根据公司估计，Blackstair 锂矿尚在预查阶段，初探品位预计在 1.5-2%。

优秀的管理团队

公司的实际控制人是李良斌先生，截至 2013 年底，李良彬家族持有上市公司 29.44% 的股权。李良斌在锂行业工作二十年，在成立赣峰锂业前，李良彬历任江西锂厂技术员、助理工程师、工程师、科研院所副所长、所长、新余市赣锋金属锂厂厂长等职，对锂化工的工艺和技术有长期研究，有丰富的锂化工的研发和生产实践经验，自赣峰锂业设立起一直把握公司的产品研发、技术改进的方向。

公司副董事长兼副总裁王晓申先生持有上市公司 9.25% 的股权。王晓申从事锂行业的市场营销十几年，在加入赣峰锂业前，历任中国有色金属进出口新疆公司锂分部经理、总经理助理、副总经理等，对全球锂行业有着深入的理解，具有丰富的市场营销和管理经验。

盈利展望

我们预计赣峰锂业未来 3 年的净利润复合增长率可到 22.3%（不包括美拜电子），这主要是受益于锂产品价格企稳以及销量增加；如果包括美拜电子，未来 3 年的净利润复合增长率可达到 39%。

锂产品价格有望企稳回升

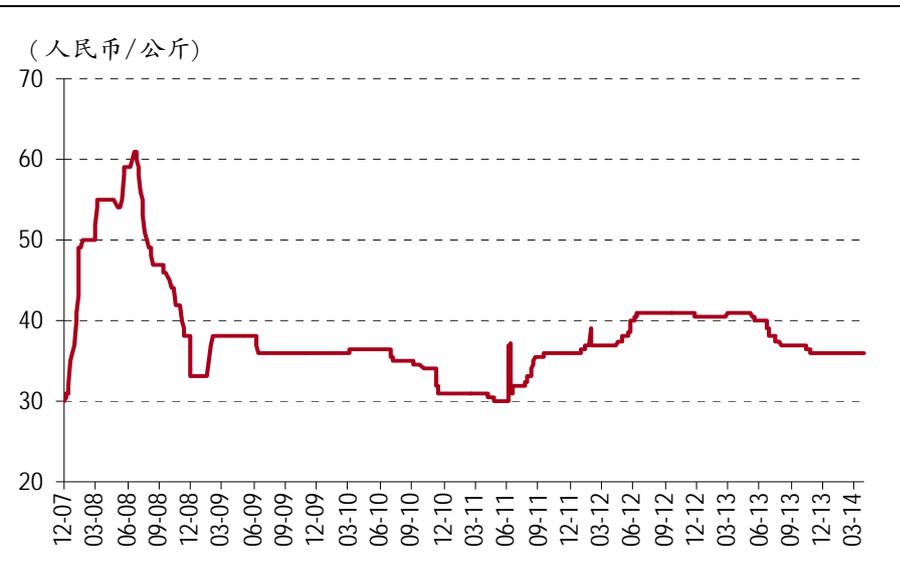
受政策推动，我国锂产业将平稳发展。《新材料产业“十二五”发展规划》明确战略性新兴产业对部分新材料的需求。2015 年，新能源汽车累计产销量将超过 50 万辆；需要能量型动力电池模块 150 亿瓦时/年、功率型 30 亿瓦时/年、电池隔膜 1 亿平方米/年、六氟磷酸锂电解质盐 1,000 吨/年、正极材料 1 万吨/年、碳基负极材料 4,000 吨/年。国家财政部对新能源汽车的补贴。新能源汽车应用推广城市，13 年 11 月和 14 年 1 月份，有 40 个城市或区域。补贴政策执行到 2015 年 12 月 31 日，但后面也会接上的。

在铅酸电池替代市场，未来几年中国锂离子电池企业会获得大发展，这将带动中国市场对锂离子电池的需求总量会在未来几年内保持 70% 以上的年增长速度。中国锂离子电池制造总体上正在由半人工半自动化向全自动化迈进，同时技术能力也正在向国际领先企业靠近。与这些变化相对应，锂离子电池的产品品质在逐步提高，市场开拓也正在逐步向高端领域挺进。

根据锂业协会估计，全球 15 年折合对碳酸锂需求量可能到 20 万吨左右，而 13 年是 16 万吨多，这意味着 2013-15 年年均复合增长可达到近 12%。

13 年 6 月初后，由于市场供应增加，碳酸锂价格下降。展望 14 年以及未来锂价，虽然碳酸锂产量仍将增长，但需求将对碳酸锂价格形成明显支撑；另外进口锂辉石精矿价格可能上涨，卤水提锂成本也增加，此外，生产中所用其他原料价格也在上涨、人工工资增加、设备投入也增加。我们相信这些因素将推动未来碳酸锂价格缓步回升。

图表 10. 碳酸锂价格图



资料来源：亚洲金属网

图表 11. 碳酸锂价格假设

(人民币/吨)	2013	2014E	2015E	2016E
价格	42,299	41,622	42,663	43,729
变动(%)	2.1	(1.6)	2.5	2.5

资料来源: 中银国际研究

销量上升

展望未来, 随着建设项目的投产以及市场开拓, 我们预计公司金属锂、丁基锂、氢氧化锂等产品未来 2-3 年销量有望持续增长。1) 金属锂目前产能接近 1,000 吨, 现在超负荷生产, 预计未来新增的 500 吨产能可被市场消化并拉动销量增加; 2) 氢氧化锂作为电池材料目前只有 5,000-6,000 吨的市场, 但在高镍材料领域比碳酸锂有优势 (三元材料用的比较多, Tesla、宝马的电池), 未来增长速度快, 而且竞争小, 毛利率高; 3) 丁基锂用于橡胶、制药行业, 公司目前市场份额仅 5%, 目标是 30% (全球 5,000 吨, 对应 1,500 吨), 未来增长空间极大。此外, 我们预计电池级碳酸锂随着下游锂电需求的增加, 也有望成为公司销售增长的动力。

图表 12. 主要产品销量假设

	单位	2013E	2014E	2015E	2016E
金属锂	(吨)	917	1,001	1,182	1,263
	同比增长 (%)	8.6	9.7	18.1	6.9
丁基锂	(吨)	250	300	357	414
	同比增长 (%)	30.9	20.0	19.0	16.0
氢氧化锂	(吨)	1,000	2,500	5,000	7,000
	同比增长 (%)	n/a	150.0	100.0	40.0
电池级碳酸锂	(吨)	4,555	4,955	5,755	6,555
	同比增长 (%)	4.9	8.8	16.1	13.9

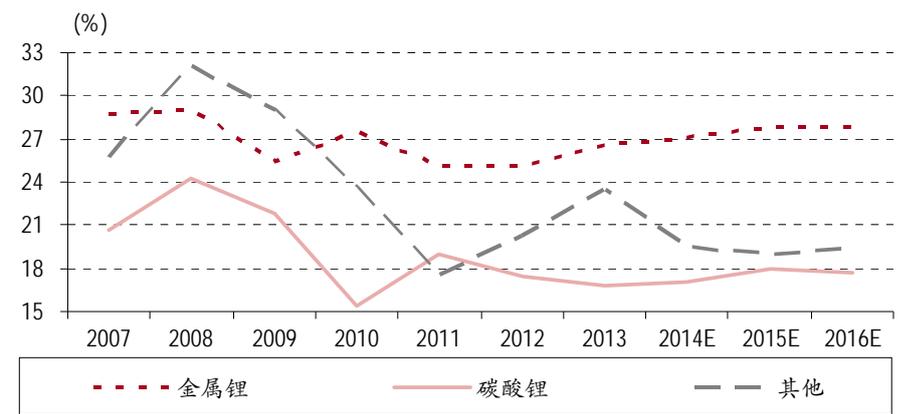
资料来源: 中银国际研究预测

锂产品盈利水平有望稳定

从过去 6 年看, 公司锂产品的毛利率在 2011 年前逐步下降, 其中其它产品 (包括丁基锂、氟化锂等) 的毛利率明显下降, 从 08 年的 32% 跌至 2011 年的 17.6%, 这主要是氟化锂产能过剩导致毛利率大幅下降, 另外公司丁基锂为了打开市场而采取降价策略使得毛利率下降。但 2011 年后公司主要产品的毛利率逐步趋于稳定。

展望未来, 由于公司是全球最大的金属锂生产商, 具有一定的定价能力, 公司有能力保持金属锂毛利率的稳定; 目前公司丁基锂的价格已具有竞争力, 未来价格将趋稳, 这也有利于未来盈利水平的稳定; 而目前工业级碳酸锂价格基本见底, 这也有利于公司未来碳酸锂产品毛利率的稳定。

图表 13. 锂产品毛利率



资料来源：公司数据

收购美拜电子将大幅提高未来的盈利水平

美拜电子 2013 年营业收入相当于赣峰锂业营业收入的 43.67%，净利润相当于赣峰的 31.75%，因此美拜电子对公司未来业绩有重大影响。

此次收购承诺的美拜电子 2014 年、2015 年、2016 年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数不低于 3,600 万元、4,680 万元、6,084 万元（2015 年和 2016 年每年均以 30% 增速增长），否则应予以补偿。此外，自 2014 年 3 月 31 日起至交割日止，美拜电子在此期间产生的收益由上市公司享有。

根据我们的盈利预测，收购美拜后，赣峰锂业的 2014-2016 年的净利润有望增加 41-44%，从而大幅提高公司的盈利水平。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	626	684	826	1,679	2,052
销售成本	(491)	(527)	(645)	(1,321)	(1,613)
经营费用	(33)	(39)	(38)	(98)	(104)
息税折旧前利润	101	119	143	260	335
折旧及摊销	30	34	42	63	93
经营利润(息税前利润)	71	85	101	196	242
净利息收入/(费用)	2	(7)	(10)	(12)	(15)
其他收益/(损失)	9	8	49	13	13
税前利润	82	86	140	197	241
所得税	(14)	(17)	(19)	(36)	(44)
少数股东权益	2	5	0	0	0
净利润	70	74	121	162	198
核心净利润	70	74	121	162	198
每股收益(人民币)	0.456	0.485	0.677	0.843	1.031
核心每股收益(人民币)	0.456	0.485	0.677	0.843	1.031
每股股息(人民币)	0.235	0.176	0.288	0.358	0.437
收入增长(%)	32	9	21	103	22
息税前利润增长(%)	32	20	19	94	24
息税折旧前利润增长(%)	28	18	20	81	29
每股收益增长(%)	26	6	40	24	22
核心每股收益增长(%)	26	6	40	24	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	82	86	140	197	241
折旧与摊销	30	34	42	63	93
净利息费用	(2)	7	10	12	15
运营资本变动	(64)	(55)	(125)	(475)	(209)
税金	(19)	(8)	(28)	(36)	(44)
其他经营现金流	3	1	1	1	1
经营活动产生的现金流	31	64	40	(236)	97
购买固定资产净值	(214)	(264)	(380)	(145)	(50)
投资减少/增加	1	4	1	1	1
其他投资现金流	(13)	(9)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(225)	(269)	(379)	(144)	(49)
净增权益	0	483	0	410	0
净增债务	71	203	0	100	0
支付股息	(30)	(30)	(27)	(44)	(58)
其他融资现金流	35	5	(10)	(12)	(15)
融资活动产生的现金流	75	661	(37)	454	(73)
现金变动	(119)	456	(375)	74	(24)
期初现金	208	89	545	170	244
公司自由现金流	(191)	(202)	(336)	(377)	51
权益自由现金流	(122)	(5)	(348)	(292)	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	89	545	170	244	220
应收帐款	198	271	327	664	812
库存	186	219	265	538	658
其他流动资产	86	37	41	62	72
流动资产总计	558	1,072	802	1,509	1,762
固定资产	394	582	922	1,005	963
无形资产	67	105	102	99	96
其他长期资产	29	37	35	34	33
长期资产总计	490	724	1,059	1,138	1,093
总资产	1,048	1,796	1,861	2,647	2,854
应付帐款	110	107	131	268	327
短期债务	71	267	267	367	367
其他流动负债	56	74	22	42	51
流动负债总计	237	448	420	677	745
长期借款	0	7	7	7	7
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	153	178	178	192	192
储备	654	1,163	1,257	1,771	1,911
股东权益	806	1,341	1,435	1,963	2,102
少数股东权益	4	0	0	0	0
总负债及权益	1,048	1,796	1,861	2,647	2,854
每股帐面价值(人民币)	5.28	7.52	8.05	10.24	10.97
每股有形资产(人民币)	4.84	6.94	7.48	9.72	10.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.12)	(1.52)	0.58	0.68	0.80

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.2	17.4	17.3	15.5	16.3
息税前利润率(%)	11.3	12.4	12.2	11.7	11.8
税前利润率(%)	13.1	12.6	16.9	11.7	11.8
净利率(%)	11.1	10.8	14.6	9.6	9.6
流动性					
流动比率(倍)	2.4	2.4	1.9	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	34.4	9.2	7.9	13.1	14.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	7.3	6.6	7.3
速动比率(倍)	1.6	1.9	1.3	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	71.9	67.5	48.3	38.9	31.8
核心业务市盈率(倍)	71.9	67.5	48.3	38.9	31.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	82.9	77.9	55.8	44.9	36.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	6.2	4.4	4.1	3.2	3.0
价格/现金流(倍)	162.4	77.7	145.2	(26.6)	64.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.2	46.7	41.4	24.7	19.2
周转率					
存货周转天数	89.3	108.0	107.0	87.3	106.4
应收帐款周转天数	96.0	125.0	132.0	107.8	131.3
应付帐款周转天数	48.1	57.9	52.5	43.4	52.9
回报率					
股息支付率(%)	51.6	42.4	42.4	42.4	42.4
净资产收益率(%)	9.1	6.9	8.7	9.5	9.7
资产收益率(%)	6.2	4.8	4.8	7.1	7.2
已运用资本收益率(%)	9.2	7.0	6.2	9.8	10.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

厦门钨业 (600549.CH/人民币 25.21, 持有)

宁波韵升 (600366.CH/人民币 13.91, 未有评级)

中科三环 (000970.CH/人民币 11.50, 未有评级)

正海磁材 (300224.CH/人民币 20.51, 未有评级)

云南锗业 (002428.CH/人民币 11.95, 持有)

正海磁材 (300224.CH/人民币 20.51, 未有评级)

天齐锂业 (002466.CH/人民币 43.16, 未有评级)

贵研铂业 (600459.CH/人民币 15.22, 未有评级)

格林美 (002340.CH/人民币 11.19, 未有评级)

以 2014 年 6 月 25 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371