

2010-04-25

石油、化学、塑胶、塑料/石油

公司研究/更新报告

## 路翔股份 (002192)

## 增持/上调评级

股价: RMB25.08

## 分析师

周煥

SAC 执业证书编号: S1000206090080

zhouhuan@lhqz.com

+755-82492072

## 联系人

鲍雁辛

baoyx@lhqz.com

+755-82492810

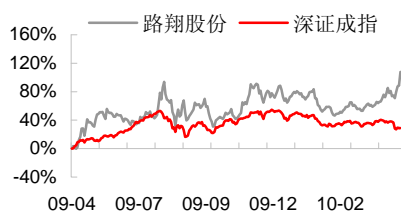
## 相关研究

《公司研究——路翔股份 (002192): 积极寻求新的突破 (中性), 20100210》

## 基础数据

总股本 (百万股)	121
流通 A 股 (百万股)	81
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2034

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

## 迈出华丽转身的第一步

## ——路翔股份 (002192) 更新报告

- 据有关媒体报道, 公司控股子公司融达锂业在四川甘孜州康定县甲基卡地区的 134 号脉锂辉石矿已于 4 月初开始试生产, 目前生产状况顺利, 原矿石处理能力 800 吨/日, 设备稳定, 将于二季度竣工验收。甲基卡矿区是国内唯一具有明显扩产潜力的且矿石品位较高的矿石锂蕴藏地, 其可采储量在世界锂辉石矿山中位列第二。
- 该项目的如期投产符合我们之前的判断, 但大幅超越市场预期。自 1999 年起, 多家企业先后主导该矿山的开发建设, 均未能达产, 此前市场对路翔的锂业务并不乐观。此次顺利投产反映出公司良好的组织和协调能力, 在目前的时点上来看, 公司下一步取得甲基卡地区 134 号脉剩余的 2966.3 万吨采矿权几乎已是水到渠成。如此 2010-2011 年原矿石处理能力将扩大到 3000 吨/日, 为后续的 1.5 万吨级电池级碳酸锂项目提供充分原料保障。
- 由于在可预期的未来, 国内尚不具备条件使用卤水法大规模低成本地生产电池级碳酸锂, 因此矿石提锂的主流地位可能在几年内难以撼动。3000 吨/日生产线可以满足约 2.5 万吨级电池级碳酸锂生产所需, 那么公司将成为国内绝无仅有的能原料完全自给的大规模电池级碳酸锂生产商。新型动力汽车的大规模产业化有望带来电池级碳酸锂需求的成倍增长, 目前全球碳酸锂市场容量约 11.63 万吨, 保守预计到 2013 年或可翻倍, 而 2013 年之后空间更大。
- 目前 24 万吨/日 (原矿) 的规模年产锂辉石精矿约 4.54 万吨, 扩产后可达 17.03 万吨, 毛利率约 48%, 近期部分报价已达 1700 元/吨 (不含税), 我们有色研究组判断未来 3 年锂精矿价格或将以每年 10% 的幅度上涨, 预计扩产后矿石销售全年可贡献净利润 8250 万元。1.5 万吨级电池级碳酸锂生产线 2012 年投产, 预计市场价格约 55000 元/吨, 保守估计毛利率约 45.5%。
- 2010-2012 年 EPS 分别为 0.32、0.74、1.80 元, 2013 年还可能大幅增长。我们按照可采储量和公司开采能力及市场价格稳定的假设进行 DCF 法估值, 得出锂业务贡献每股价值 32.41 元, 加上传统沥青业务, 每股价值 38.68 元, 还有 54% 的上涨空间, 上调评级至“增持”并强烈推荐。

## 经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	349.3	607.2	887.4	1383.8	2174.4
(+/-%)	26.9	73.8	46.1	56.0%	57.1
归属母公司净利润(百万元)	14.9	20.8	38.8	89.8	218
(+/-%)	-47.3	39.7	86.5	131.4	142.7
EPS(元)	0.12	0.17	0.32	0.74	1.80
P/E(倍)	204.5	146.4	78.4	33.9	13.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

## 锂矿投产化解市场忧虑

### 一期 800 吨/日投产前市场的担忧

09 年 7 月 29 日公司公告以 7310 万元的价格收购了四川甘孜州融达锂业有限公司 51% 的股权，融达锂业拥有康定县甲基卡地区矿石品位最好的 134 号脉锂辉石矿采矿权。

甲基卡矿区是国内唯一具有明显扩产潜力的且矿石品位较高的矿石锂蕴藏地，并且可采储量在世界锂辉石矿山中位列第二。然而市场当时对公司锂业业务并不乐观，

我们认为市场的担忧主要有以下几点：

- **一期 800T/D 生产线能否如期达产。**甲基卡地区海拔 4000 多米，且地处 9 级地震烈度带，高寒缺氧，另外还涉及到与少数民族自治州政府的协调问题，自 1999 年起，鹰航锂业、中信国安、四川矿业、融捷投资等先后主导该矿山的开发建设，均未能达产。

我们认为，顺利投产除了要求在高原环境下具备较高的生产技术和生产组织能力以外，与当地少数民族自治州政府保持融洽的关系也必不可少。而一期的如期达产与否也决定了后续采矿权的取得及扩产项目。

- **134 号矿区剩余 3000 万吨采矿权能否取得。**公司现在取得采矿权的锂辉石储量为 511.4 万吨，公司为此支付了偏高的收购价格主要是看中了甲基卡矿区 134 号脉剩余的 2966.3 万吨锂辉石矿。根据《国土资源部关于进一步规范矿业权出让管理的通知》公司拥有以协议方式优先受让剩余部分采矿权的权利。
- **800 吨/日到 3000 吨/日的扩产项目能否按期完成。**甲基卡矿区 134 号脉剩余 3000 万吨采矿权取得后公司打算在 2011 年上半年将产能扩大到 3000 吨/日，按照 800 吨/日的生产能力，全年原矿产量约 24 万吨，如产能扩张到 3000 吨/日，合全年原矿产量约 90 万吨。

### 顺利投产大幅超越市场预期

一期项目的如期投产拨开了此前一直笼罩在投资者心头的阴霾，使公司未来的发展得以明晰。后续采矿权的取得将水到渠成，公司在 09 年年报中也对锂业业务后续的发展显示出志在必得的气势。

### 顺利投产表明了公司良好的组织、协调能力

我们回顾一下此前入主甲基卡 134 号脉的公司，之所以未能达产，有过资金、技术、预期市场疲软、股东之间分歧等原因，而采矿权的授予和收回主管单位是四川甘孜州国土资源局，各方走马灯式的更替过程的背后也体现出在少数民族自治州这样一个特殊环境下的水土不服，顺利的达产体现出公司良好的组织、协调、运作能力，为后期的发展铺平了道路。

### 后续项目或将如期而至

公司下一步是取得甲基卡地区 134 号脉剩余的 2966.3 万吨采矿权，在目前的时点上来看，显得顺利成章，那么 2010-2011 年将扩产到 3000 吨/日，为后续的 1.5 万吨级电池级碳酸锂项目提供充足原料保障。

目前 24 万吨/日（原矿）的规模年产锂辉石精矿约 4.54 万吨，扩产后可达 17.03 万吨，以 2005 年 11 月不含税价 1061.95 元/吨及 2009 年 3 月不含税价 1538.46 元/吨比较，年均增长率为 13%，近期部分渠道报价已达 1700 元/吨（不含税），我们有色研究组判断未来 3 年锂精矿价格或将以每年 10% 的幅度上涨，预计扩产后矿石销售全年可贡献净利润 8250 万元。

## 矿石提取电池级碳酸锂目前在国内依然是主流

电池级碳酸锂制取工艺因使用资源的不同而分为两大类：矿石提锂和盐湖卤水提锂。国内生产碳酸锂的主要原料仍以固体矿石为主。

### 受制于自然条件，我国盐湖提锂之路举步维艰

盐湖卤水中镁锂分离很困难。到目前为止，盐湖卤水提锂所直接生产的碳酸锂仅能作为工业级碳酸锂，进一步加工才能转化为电池级碳酸锂。

世界三大盐湖卤水提锂生产企业 SQM、FMC 和 Chemetall 主要以开发镁锂比较低的盐湖作为生产基地。而玻利维亚的乌尤尼盐湖，含锂量世界第一，但镁锂比高达 22:1，SQM、FMC 均对其进行过开发尝试，均未获成功。到目前为止，国外尚无高镁锂比盐湖提锂完善成熟的工业化生产技术。

我国卤水提锂主要在青海台吉乃尔盐湖（中信国安）和西藏扎布耶盐湖（西藏矿业）两地进行。青海台吉乃尔盐湖属高镁锂比的硫酸盐型，镁锂比平均大于 40:1，锂镁分离困难。

西藏扎布耶盐湖由于能源短缺、交通不便、自然条件恶劣等条件的制约，预计建设 5000 吨碳酸锂生产线需要投资 10 亿元，而对比矿石提锂的天齐锂业 5000 吨碳酸锂生产线投资约 2 亿元。

图 1、主要盐湖锂镁比及储量（万吨）

	扎布耶	Atacama	Salar de Uyuni	Hombre Muerto	Salar de Rincon	台吉乃尔	当雄措
锂金属资源储量	153	450	540	220	48	90	17
碳酸锂可采储量	400	800	1430	400	127	140	40
品位（%）	0.12	0.15	0.035	0.062	0.033	0.064	0.04
镁锂比	0.003	6	9.5	1.37	8.6	39	0.22
海拔（M）	4400	2300	3650	3700	3700	3200	4475
面积（km <sup>2</sup> ）	250	3000	9000	600	260	780	55
位置	西藏	智利	玻利维亚	阿根廷	阿根廷	青海	西藏
类型	碳酸型	硫酸型	硫酸型	硫酸型	硫酸型	硫酸型	碳酸型

数据来源：美国地质勘探局 USGS、Meridian International Research、华泰联合证券研究所

### 矿石提取电池级碳酸锂基本具备成熟技术和较低的投资

矿石提锂工艺经过 50 多年的发展已趋于成熟，原料化学组成较稳定，杂质成分较少，产品质量稳定可靠。由于在可预期的未来，国内尚不具备条件使用卤水法大规模低成本地生产电池级碳酸锂，因此矿石提锂的主流地位几年内难以撼动。

在矿石供应方面，国内锂辉石矿供应量远远不能满足各矿石提锂企业生产的需要。因此国内各矿石提锂生产企业所需矿石基本上以进口为主。

我国国内原有新疆、江西和四川三大锂矿产地。其中新疆可可托海锂辉石矿已因开采殆尽而于 1999 年闭矿；江西宜春系锂云母矿，品质相对较低，经过多年开发后规模已很小。

初步估算，公司 3000 吨/日生产线可以满足 2.5 万吨级电池级碳酸锂生产线所需，那么公司将成为国内绝无仅有的能原料完全自给的大规模电池级碳酸锂生产商。

## 巨大需求支撑电池级碳酸锂高毛利率

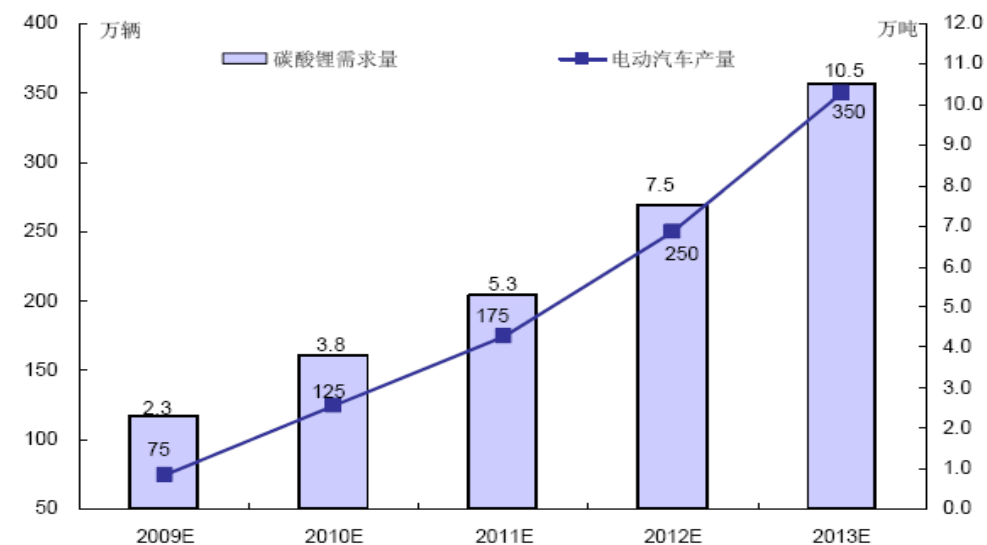
我们判断，公司规划中的 2012 年 1.5 万吨级电池级碳酸锂生产线的前景较为明朗。

目前全球碳酸锂市场容量约 11.63 万吨，新型动力汽车的大规模产业化有望带来电池级碳酸锂需求的成倍增长。2009 年以来，各国政府针对新能源产业的补贴政策频出，产业界亦对此反馈积极。根据我们汽车研究组的判断，新能源汽车产业化的时机已基本成熟。无论从企业技术储备、产品商业化进程和国家政策推进进度来看，2010 年似乎都已至关键时刻，有望出现重大突破，锂电池产业由此开始进入产业的高速发展期。

我们粗略估算碳酸锂的市场需求量。磷酸铁锂 ( $\text{LiFePO}_4$ ) 中的锂含量约为 4.4%，碳酸锂 ( $\text{Li}_2\text{CO}_3$ ) 中的锂含量为 18.9%，以此推算生产一吨磷酸铁锂所需的碳酸锂要 0.23 吨，考虑实际生产中的损耗，以 0.3 吨计。假设每辆新型动力汽车需要 100Kg 的磷酸铁锂阳极材料，则所需的碳酸锂约为 0.03 吨。假设 2009 年开始全球新增 1% 的乘用车使用磷酸铁锂电池，此后逐年递增 1%。

乘用车率先采用新型动力的可能性较大，那么按其 2008 年全球产销规模约 5000 万辆为基数，保守预期，到 2013 电池级碳酸锂需求就将翻倍，而 2013 年之后空间更大。

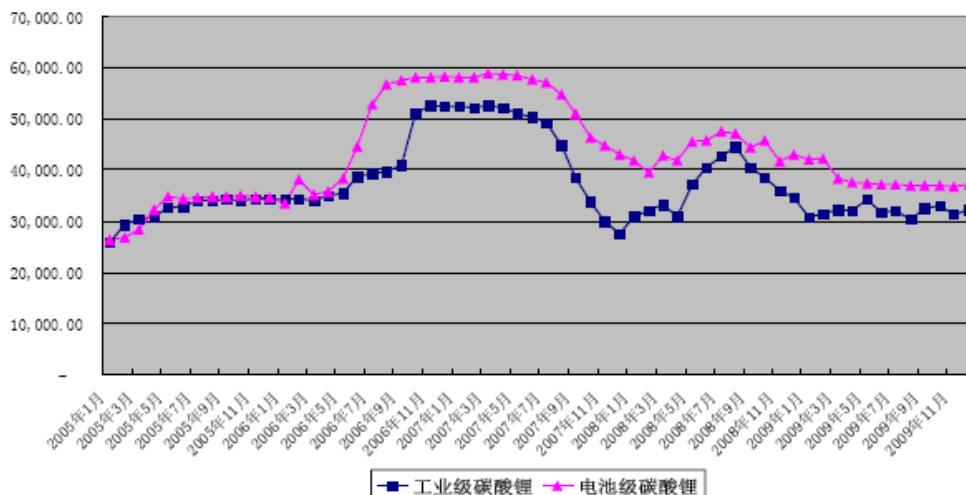
图 2、预计新增电池级碳酸锂需求量



数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

按照我们有色小组的判断,未来电池级碳酸锂价格将以每年 5000 元的幅度上涨,2012 年,公司投产时市场价格约 55000 元/吨,成本按照同行业的公司估算约为 30000 元/吨(矿石自澳大利亚进口),保守估计毛利率约 45.5%。

图 3、电池级碳酸锂历史价格



数据来源: 天齐锂业招股说明书、华泰联合证券研究所

## 未来三年年均盈利增速超过 100%

2009 年公司每股收益 0.17 元,预计 10-12 年公司沥青主业贡献 EPS 为 0.23 元、0.31、0.41 元, 2010 年 800 吨/日产能按半年计算,并假设 3000 吨/日生产线扩产项目于 2011 年中期投产,2011 年实际有效生产时间也为半年,2012 年为全年,锂精矿销售将分别增厚公司 2010、2011、2012 年 EPS 0.09、0.43、0.75 元。电池级碳酸锂按照 2012 年中期投产计算,当年可供献净利润约 8000 万,增厚 2012 年 EPS 0.66 元,综上,我们预计 2010-2012 年公司 EPS 合计为 0.32、0.74、1.80 元,2013 年还可能大幅增长。

## 每股价值 38.68 元,上调评级至“增持”

我们按照可采储量和公司开采能力及市场价格稳定的假设进行 DCF 法估值,在全部顺利达产的情况下,得出锂业业务贡献每股价值 32.41 元,加上传统沥青业务,每股价值 38.68 元,还有 54% 的上涨空间,上调评级至“增持”并强烈推荐。

**表 1、锂矿业务核心假设**

锂辉石精矿	Li2O 品味 6%
钽铌精矿	(Ta2、Nb2) 05 品味 50%
融达锂业的资产负债率不变	收购时评估后资产负债率为 0.483
采矿损失率	5%
销售途中运输损失率	3%
扩产、收购剩余锂矿后可采年限	39.37 年 实际采矿权为 30 年
134#脉剩余 2966 万吨采矿权投资	68287 万元
支付融达锂业剩余 49%股权	8989.54 万元
扩产到 3000 吨/日固投	23655 万元
设备更新改造年限	10 年

数据来源：《四川甘孜州融达锂业有限公司甲基卡锂辉石矿采矿权评估报告书》、华泰联合证券研究所

**表 2：锂精矿及钽铌精矿贡献价值测算**

项目名称：锂精矿项目	合计	2010 年	2011 年	2012 年	2014 年	2016-2039 年
一、现金流入						
锂精矿销售价格（不含税）（元/吨）		1,538.46	1,692.31	1,861.54	2,047.69	2,252.46
同比增长%			10.00%	10.00%	10.00%	0.00%
锂精矿销量（吨）		22,708.80	107,866.80	170,316.00	170,316.00	170,316.00
锂精矿销售收入(万元)		3,388.85	17,706.73	30,753.80	37,212.10	39,072.70
钽铌精矿销售价格（不含税）（元/吨）		384,615.00	384,615.00	384,615.00	384,615.00	384,615.00
钽铌精矿销量（吨）		9.12	43.32	68.40	68.40	68.40
钽铌精矿销售收入（万元）		350.77	1,666.15	2,630.77	2,630.77	2,630.77
矿石销售收入合计（万元）		3,739.62	19,372.88	33,384.56	39,842.86	41,703.47
二、现金流出						
固定资产投资		6,111.27	41,395.16			
无形资产投资			4,560.10			
更新改造资金						
流动资金		1,085.00	1,085.00			
经营成本		2,306.28	10,954.83	17,297.10	17,297.10	17,297.10
销售税金及附加		47.92	227.60	359.40	359.40	359.40
资源税		24.00	69.00	90.00	90.00	90.00
所得税		286.67	1,683.61	3,217.49	4,509.15	4,881.27
三、净现金流量		-6,121.52	-40,602.42	12,420.57	17,587.21	19,075.69
四、折现系数(r=8%)		0.9623	0.8910	0.8250	0.7073	0.6064
五、净现金流量现值(万元)		-5,890.43	-36,175.63	10,246.65	12,439.13	11,567.13
六、锂精矿采矿权价值（万元）	140,727.27					

数据来源：《四川甘孜州融达锂业有限公司甲基卡锂辉石矿采矿权评估报告书》、华泰联合证券研究所

**表 3：电池级碳酸锂贡献价值测算**

项目名称：电池级碳酸锂项目	合计	2010 年	2011 年	2012 年	2014 年	2016-2039 年
一、现金流入						
电池级碳酸锂销量(吨)				7500	15000	15000
电池级碳酸锂价格		45,000.00	50,000.00	55,000.00	55,000.00	55,000.00
电池级碳酸锂销售收入(万元)				41,250.00	82,500.00	82,500.00
二、现金流出						
固定资产投资			15,501.00	15,501.00		
更新改造资金						
流动资金				5,000.00		
经营成本				22,875.00	45,750.00	45,750.00
所得税				3,675.00	7,350.00	7,350.00
三、净现金流量			-15,501.00	-5,801.00	29,400.00	29,400.00
四、折现系数(r=8%)		0.9623	0.8910	0.8250	0.7073	0.6064
五、净现金流量现值(万元)			-13,810.96	-4,785.68	22,457.63	20,794.10
六、电池级碳酸锂项目价值(万元)	257,278.00					

数据来源：《四川甘孜州融达锂业有限公司甲基卡锂辉石矿采矿权评估报告书》、华泰联合证券研究所

**表 4、锂业业务合计价值**

锂业业务合计价值(万元)	401,184.02
股本(万股)	12,140.00
折算每股锂业业务价值(元)	32.41

数据来源：华泰联合证券研究所

**表 5、沥青业务核心假设**

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值( $\beta$ )	1.06	1.06
无风险利率(%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率(%)	8.00%	8.00%
股权资本成本( $K_e$ )	8.34%	8.34%
债务成本 $K_d$ (%)	4.04%	4.04%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	5.93%	5.93%
WACC	8.09%	8.09%

数据来源：华泰联合证券研究所

**表 6、沥青业务每股价值相对于关键指标敏感性分析**

WACC(%)	永续增长率 Gn(%)				
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.09%	13.12	20.69	42.22	569.95	-55.93
5.09%	9.04	12.83	20.26	41.39	559.12
6.09%	6.58	8.84	12.56	19.85	40.58
7.09%	4.93	6.42	8.64	12.29	19.45
8.09%	3.76	4.81	<b>6.27</b>	8.45	12.03
9.09%	2.89	3.66	4.69	6.12	8.26
10.09%	2.21	2.80	3.56	4.57	5.98
11.09%	1.67	2.14	2.72	3.47	4.46
12.09%	1.23	1.61	2.07	2.64	3.37

数据来源：华泰联合证券研究所

## 风险提示

由于未来资本支出较大，我们判断公司可能会增发，每股盈利和价值可能会摊薄。

### 华泰联合证券股票评级标准

增 持      未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性      未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持      未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

### 华泰联合证券行业评级标准

增 持      行业股票指数超越大盘  
中 性      行业股票指数基本与大盘持平  
减 持      行业股票指数明显弱于大盘

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

### 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码：518001  
电    话：86 755 8249 3932  
传    真：86 755 8249 2062  
电子邮件：lzrd@lhqz.com

### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电    话：86 21 5010 6028  
传    真：86 21 6849 8501  
电子邮件：lzrd@lhqz.com