

路翔股份 (002192)

昭示锂业务发展信心

—股票期权激励方案点评

买入/维持评级

股价: RMB30.36

分析师

周焕

SAC 执业证书编号: S1000206090080
zhouhuan@lhzq.com
+755-82492072

联系人

鲍雁辛

baoyx@lhzq.com
+755-82492810

- 公司拟向 6 位高管 (不含持股 5%以上的高级管理人员) 及 36 位核心技术人员授出股票期权 220 万份, 占当前股本总额的 1.81%, 其中首次授予 200 万份, 预留 20 万份, 行权价格 30.36 元, 为公告前一交易日收盘价。
- 各年行权条件: 2011-2013 年, 加权平均净资产收益率不低于 10%、11%、12%, 并以 2009 年净利润为基数, 2011—2013 年净利润增长率达到或超过 40%、80%、120%。
- 激励对象可按获得授予股票期权总量的 20%、30%、50% 分三期行权, 行权期分别为自授权日起 18 个月、30 个月、42 个月, 激励计划的股票来源为向获授人通过定向增发方式发行公司股票。
- 行权价格昭示了锂业务发展信心: 2009 年公司每股收益 0.17 元, 我们预计 2010-2013 年公司沥青主业贡献 EPS 为 0.23 元、0.31、0.41、0.36 元。虽然单从净利润和 ROE 的角度来看, 公司沥青业务基本可以达到行权条件, 但行权价格为 30.36 元, 仅凭沥青业务不支持其估值水平, 说明公司对锂业务的发展是有信心和决心的, 我们预计公司未来业绩增长或将远超股权激励方案所设置的行权条件。

相关研究

公司研究——路翔股份 (002192): 《迈出华丽转身的第一步 (增持)》, 20100425

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

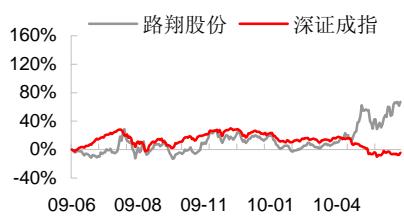
基础数据

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)	2463

利益取向统一, 成长拐点将至: 公司二季度末即将进行融达锂业一期项目竣工验收, 我们认为, 在这个时点上推出股权激励方案, 完善了治理结构, 实现了管理层与股东利益一致。激励方案中占绝大部分的 140 万股是授予 36 位核心技术人员, 有助于核心技术团队的稳定和工作积极性的发挥, 最大程度保障锂业务的顺利发展。我们认为公司锂业务的发展从此将步入实质性高增长阶段。

- 维持每股价值 38.68 元的判断, 维持“买入”评级。

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

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)	202.9	143.2	76.1	32.9	13.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

股票期权激励方案简介

公司今日公告，拟向 6 位高管（不含持股 5%以上的高级管理人员）及 36 位核心技术人员授出股票期权 220 万份，占当前股本总额的 1.81%，其中首次授予 200 万份，预留 20 万份，行权价格 30.36 元，为公告前一交易日收盘价。

各年行权条件：2011-2013 年，加权平均净资产收益率不低于 10%、11%、12%，并以 2009 年净利润为基数，2011—2013 年净利润增长率达到或超过 40%、80%、120%。

激励对象可按获得授予股票期权总量的 20%、30%、50% 分三期行权，行权期分别为自授权日起 18 个月、30 个月、42 个月，激励计划的股票来源为向获授人通过定向增发方式发行公司股票。

行权价格昭示了锂业务发展信心

沥青业务或可达到行权条件，但行权价格表明对锂业务发展信心

公司主业沥青业务已经步入平稳发展阶段，前两家（壳牌和韩国的 SK）的市场占有率达到 50%，公司在新建高速改性沥青市场约占有 15% 的市场份额。行业步入成熟期并且长期以来竞争格局稳定，并且可以预期近几年大规模固定资产投资的带动道路建设的超常规增长并不具备长期可持续性，公司未来业绩提升的主要增长点还是在锂业务上。2009 年公司每股收益 0.17 元，我们预计 2010—2013 年公司沥青主业贡献 EPS 为 0.23 元、0.31、0.41、0.36 元。

虽然单从净利润和 ROE 的角度来看，公司沥青业务基本可以达到行权条件，但行权价格为 30.36 元，单凭沥青业务不支持如此高的估值水平，说明公司对锂业务的发展是有信心和决心的，未来业绩增长或将远超股权激励方案所设置的行权条件。

锂业务具备高成长性

目前控股子公司融达锂业取得拥有采矿权的锂辉石原矿储量为 511.4 万吨，一期采矿能力 800 吨/日（原矿）的生产线已经正常运转，对应年产 6% 品位的锂辉石精矿 4.54 万吨，那么参照四川天齐锂业 2007—2009 年进口锂辉石精矿（品位与甲基卡相同）平均采购价格（含税）分别为 2010.34 元/吨、2279.40 元/吨、2025.51 元/吨，而近期部分渠道报价已达 1700 元—2000 元/吨（不含税），那么 2010 年以半年计算，保守预计锂业业务可增厚 EPS 0.1 元。

公司将于近期启动扩产 3000 吨/日，并获得后续矿权 3000 万吨的项目，对应年产精矿 17 万吨，我们认为一起顺利投产后，后续项目属顺理成章，根据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—10200 万元。假设扩产项目在 2011 年按半年有效生产计算，保守假设下，锂精矿销售可增厚 EPS 0.43 元。

规划中的 1.5 万吨级的电池级碳酸锂生产线属成熟技术，前景较为明朗。电池级碳酸锂按照 2012 年中期投产计算，在当年平均市场价格 55000 元/吨（纯度 99.5% 以上，不含税）的假设下，预计当年可供献净利润约 8000 万元，增厚 2012 年 EPS 0.66 元。

目前受新能源汽车政策的刺激，纯度为 99.5%的电池级碳酸锂价格已经达到 6000-65000 元/吨（含税，四川集祥锂业报价），如果这个价格可以持续，那么未来公司业绩或将超预期。

综上，我们预计 2010-2012 年公司 EPS 合计为 0.32、0.74、1.80 元，2012 年以后业绩还将大幅增长。

尽享天时、地利、人和，步入成长拐点

公司二季度末即将进行正式的一期项目竣工验收，我们认为，在这个时点上推出股权激励方案，并且以 30.36 元作为行权价格，标志着公司锂业业务的发展从此将步入实质性高增长阶段，公司管理层对后市充满信心。

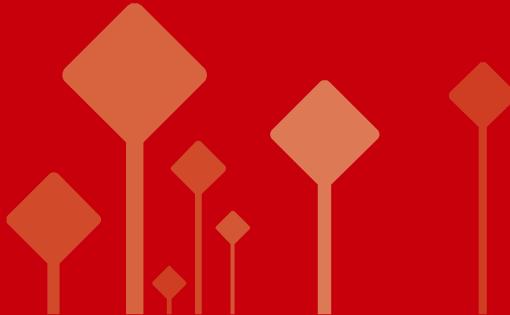
融达锂业所在的甲基卡矿区是国内唯一具有明显扩产潜力的且矿石品位较高的矿石锂蕴藏地，其可采储量在世界锂辉石矿山中位列第二，亚洲第一，若后期项目顺利投产，未来公司将成为国内绝无仅有的能原料完全自给的大规模电池级碳酸锂生产商。股权激励方案的推出完善了治理结构，实现了管理层与股东利益一致。激励方案中占绝大部分的 140 万股是授予 36 位核心技术人员，有助于核心技术团队的稳定和工作积极性的发挥，最大程度保障锂业务的顺利发展，这对于公司未来业务发展奠定了“人和”的基础。

新能源电动汽车正处于大规模发展的前夜，而在可预期的未来，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，而即便是在国内提锂的资源型企业中，路翔是唯一具有大规模资源储量并有明确且可行的开发时间表，已经一期项目投产的公司，公司占尽“天时”。

公司获得的甲基卡 134 号脉过去十年期间曾四易其手，而路翔得到了当地政府的支持，取得了采矿权并顺利达产，体现了良好的“驾驭能力”：包括在高原地区（海拔 4400 米左右）管好团队，与自治州政府、藏族同胞沟通的能力等。公司拥有 134 号脉后续 3000 万吨采矿权的优先取得权，甲基卡地区原矿储量共计 8000 万吨，除了 134 号脉储量 3500 万吨外，还有 4500 万吨（品位不如 134 号脉，其中大部分探矿权还没拿出）。根据当地政府提出的“优势矿资源整合”的思路，鼓励已经做开的优势企业带动周边矿的开采，鼓励整合周边矿产资源，公司表示未来也会考虑进一步参与甲基卡地区其他 4500 万吨锂矿资源的开发。因此，我们认为公司在当地拥有绝对的“地利”优势。

维持“买入”评级

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，得出锂业务贡献每股价 32.41 元，加上传统沥青业务，初步估算每股价值 38.68 元，未来电动汽车和储能电站的高速发展或将进一步提升锂资源价值，从而带来公司价值大幅增长，我们看好公司未来的发展，维持“买入”评级。



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20% 以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20% 以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

免责申明

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com