



有色金属
Nonferrous metals

2010 年 7 月 23 日

市场数据	2010 年 7 月 23 日
发行量 (万股)	2500
发行后总股本 (万股)	10000
社会公众股占比 (%)	25
募投项目筹资额 (百万)	139
发行前每股净资产 (元)	2.54
ROE (%)	17.81%
预计发行价 (元)	18~22

孙凡

+86- 0755 -83025609

sunfan@jyzq.cn

执业证书编号

孙凡: S0370209110086

赣峰锂业 (002460) 新股定价报告: 技术实力雄厚, 资源缺乏是软肋

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	246.86	317.00	401.00	516.00
主营收入增长率%	2.30%	28.41%	26.50%	28.68%
净利润 (百万元)	33.86	39.88	55.06	71.89
净利润增长率%	-13.02%	17.77%	38.06%	30.58%
每股收益 (元)	0.451	0.40	0.55	0.72
ROE	17.81%	10.49%	12.65%	14.18%
PE	44	50	36	27

资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

投资要点:

- 2009 年公司主要产品收入占比: 金属锂 40.86%, 碳酸锂 26.38%, 氟化锂 11.98%, 丁基锂 9.44%, 氯化锂 7.84%。随着新材料、新医药和新能源等领域的快速发展, 公司产品也逐渐拓展到碳酸锂、氟化锂和有机锂等产品, 尤其是碳酸锂销量近三年来复合增长率达到了 300%。
- 赣峰锂业是国内首家从卤水中直接提取电池级氯化锂和碳酸锂的企业, 相比矿石提锂, 公司产品有着天然的成本优势。赣峰锂业拥有相关发明专利一项《一种利用氯化锂溶液制备电池级碳酸锂的方法》, 同时还是行业标准《电池级氟化锂》的独家起草单位和国标《无水氯化锂》的参与起草单位。强大的技术实力是公司未来发展的基石。
- 作为加工型企业, 赣峰的毛利率近几年维持在 25-30%左右, 在有色金属加工板块中属于中等水平, 而在新能源、新医药板块中处于偏低水平。公司管理层正努力通过内部挖潜来降低成本, 同时提高产品附加值等办法来提升毛利率水平。不过我们认为向产业链的上游发展, 控制资源这才有可能大幅提高毛利率。
- 我们预测 2010-2012 年公司 EPS (摊薄后) 分别为 0.40 元、0.55 元和 0.72 元, 以新能源、新医药的平均 2010 年 PE 45-55 倍来看, 我们认为赣峰锂业的合理定价是 18-22 元, 不过考虑到这是国内第一家锂深加工上市企业, 上市首日可能会冲高至 30 元左右, 对应 2010 年 PE 70 倍。
- 风险因素: 项目达产不及预期。

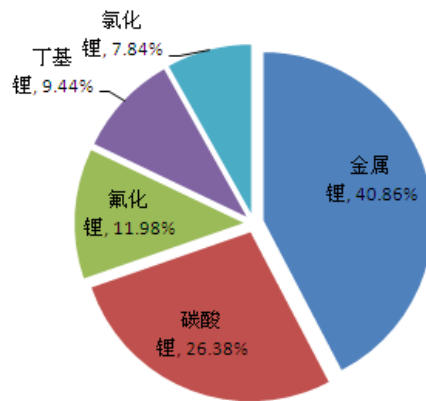
赣锋锂业和拟上市天齐锂业是国内目前在锂产品深加工领域技术实力最强的两家企业。尽管两者生产工艺和技术路线有所差异，但在高端锂产品生产技术方面都拥有相当数量的专利，在各自所专长的领域也都是行业标准的制定者和领导者。由于新能源、新材料和新医药一直是市场追逐的热点，相信赣锋锂业上市后也一定会受到市场的热烈追捧。

国内锂产品深加工领域的领跑者

从历史沿革来看，赣锋锂业与江西锂盐厂有着很深的渊源，公司创始人李良彬原是江西锂盐厂研究所所长，而江西锂盐厂和新疆锂盐厂是我国早期为了核工业所设立的两家锂产品深加工企业，江西盛产锂云母而新疆生产锂辉石，不过由于历史原因这两家厂都是以生产金属锂为主。随着新材料、新医药和新能源等领域的快速发展，公司产品也逐渐拓展到碳酸锂、氟化锂和有机锂等产品，尤其是碳酸锂销量近三年来复合增长率达到300%，这还是在2009年全年销售收入与2008年持平的情况下交出的一份成绩单。碳酸锂销售收入的快速增长一方面是因为公司电池级碳酸锂生产线于2009年7月建成投产；另一方面则是得益于下游需求的大幅增长。

2009年公司主要产品收入占比：金属锂40.86%，碳酸锂26.38%，氟化锂11.98%，丁基锂9.44%，氯化锂7.84%。

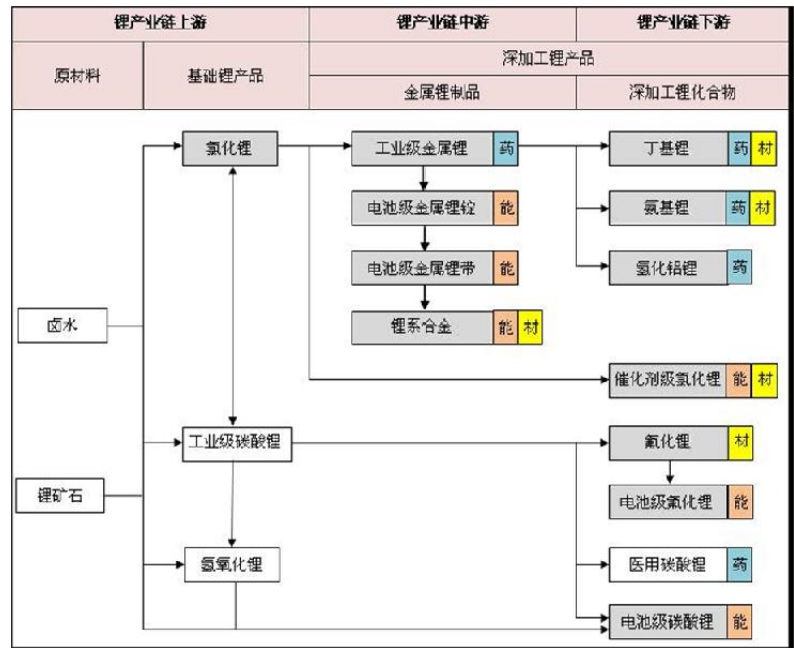
图表 1: 主营业务占比



数据来源：赣锋锂业招股书

锂产品家族共有120多种，其中工业级碳酸锂、氢氧化锂和氯化锂是基础产品，在其之上可以衍生出金属锂、电池级碳酸锂、丁基锂等高端产品。

图表 2: 锂产业链



数据来源: 赣锋锂业招股书

国内目前工业级碳酸锂生产厂家众多, 产品供大于求, 但高端锂产品由于技术壁垒高, 生产厂家只有寥寥数家。主要竞争对手: 金属锂主要是中核建工和新疆锂盐厂, 中核建工的金属锂主要用于核工业, 不外销; 新疆锂盐厂产量只有赣锋锂业的 1/5, 而且由于新疆锂辉石已近枯竭, 目前锂辉石大量从澳大利亚进口, 成本方面新疆锂盐厂处于劣势。丁基锂除了赣锋锂业, 上规模的生产厂家只有中石化下属的巴陵石化和燕山石化, 但巴陵石化和燕山石化的丁基锂完全是自用, 并不对外销售, 相比之下赣锋锂业的丁基锂更有规模优势。电池级碳酸锂方面竞争相对激烈, 最大的竞争对手是拟上市的天齐锂业, 上市公司中的西藏矿业、中信国安、佛照股份和路翔股份在未来 2-3 年也都有上马电池级碳酸锂的计划。然后在四川、江苏等地也有少量可以生产电池级碳酸锂的小型公司。

表格 1: 全球主要碳酸锂产能分布

	工业级	其中电池级	远景规划
SQM	30000	15000	
FMC	28000	12000	
Chemetal1	26000	10000	
四川天齐	3000	2500	新建 5000 吨电池级碳酸锂
新疆锂盐厂		1000	以生产金属锂为主
中信国安	20000 (09 年生产 5000)		20000 工业级, 5000 电池级
西藏矿业	5000 (09 年生产 1000)		10000 工业级, 5000 电池级
江西赣锋		3000	新在建 1200 吨电池级
佛山照明	2000		15000 工业级

路翔股份	2010年开始试生产	15000 电池级
四川阿坝	1000	
四川集祥	1000	
四川尼科国锂	1000	
南通泛亚	1000	
赣州晶泰	1500	
合计	115500	49000

数据来源：各公司公告，天齐、赣锋招股书，行业人士访谈

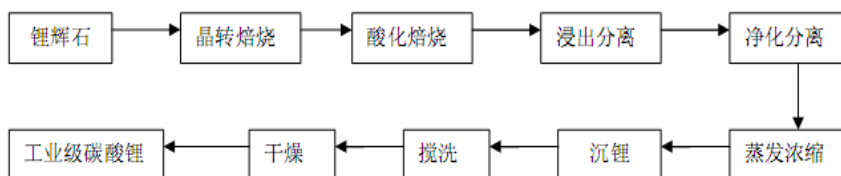
尽管未来电池级碳酸锂产能扩张较快，但我们认为 2013 年后随着数码产品和电动汽车的快速发展，未来电池级碳酸锂仍会出现产能不足的现象。（详见报告《西藏矿业（000762）深度报告：将扎布耶的“锂想”照进现实》，2010年7月12号）

受益于下游需求的快速增长，我们认为未来几年公司主要产品将保持平稳上涨态势。

卤水提锂具备天然成本优势

传统矿石提锂工艺很成熟，但由于生产过程中需要用浓硫酸焙烧，能耗大，污染严重，所以用这种方法生产出来的碳酸锂成本接近 3 万元/吨，而且经过多年的开采，目前新疆锂辉石资源几近枯竭，青海锂辉石矿海拔高，开采条件恶劣，现在我国已经大量从澳大利亚进口锂辉石，据不完全统计，2008 年我国锂辉石进口量占当年全球产量 30% 以上。江西锂云母则是品位较低（氧化锂含量只有 4%），提纯难度也比较大。

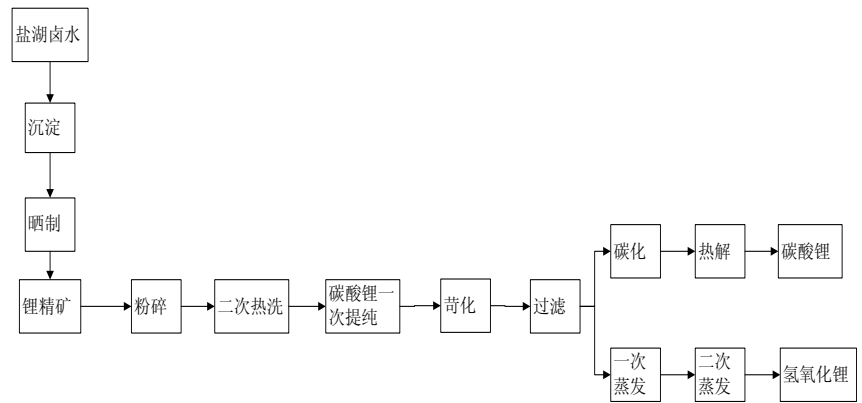
图表 3：矿石提锂工艺流程



数据来源：天齐锂业招股书

现在国际锂业巨头公司都逐步采用从盐湖卤水中提锂的方法，如国际锂业巨头智利 SQM 公司。全球已探明的锂资源超过 90% 储存于盐湖卤水中，目前国外公司生产碳酸锂的主要原料是盐湖卤水，全球碳酸锂及其衍生产品供应量约 80% 来自于盐湖卤水提锂，约 20% 来自矿石提锂。这种方法成本低，污染小，尤其是碳酸盐型盐湖，通过物理方法就可以得到锂精矿，理论上工业级碳酸锂的成本可以控制在 20000 元/吨左右（开采成本约 10000 元/吨，提纯成本约 8000 元/吨）。

图表 4：盐湖卤水提锂工艺流程



数据来源：白银扎布耶，金元证券研究所

赣锋锂业是国内首家从卤水中直接提取电池级氯化锂和碳酸锂的企业，拥有相关发明专利一项《一种利用氯化锂溶液制备电池级碳酸锂的方法》，同时还是行业标准《电池级氟化锂》的独家起草单位和国标《无水氯化锂》的参与起草单位。强大的技术实力是公司未来发展的基石。

未来两条腿走路：新医药+新能源

从公司的募投项目来看，此次 IPO 募集资金主要用于扩大金属锂和有机锂产能，金属锂和有机锂的下游是新医药和新材料，并未涉及新能源领域，但从 09 年公司销售收入的增长情况来看，电池级碳酸锂才是这两年公司发展的重点。据路演时公司高管介绍，由于招股说明书早在 08 年即已经上报证监会，由于时间的问题公司在电池级碳酸锂上的发展计划并未能列入招股书中，但公司实际已经开始利用自有资金扩大电池级碳酸锂的产能。据介绍目前公司一条新的 1200 吨的电池级碳酸锂生产线正处于中试阶段，顺利的话半年内即能投产。预计 2011 年电池级碳酸锂产能能达到 4000 吨。

图表 5：募投项目

序号	投资项目	项目总投资预算	募集资金投资金额	投资进度
1	增资奉新赣锋用于改扩建 650 吨金属锂及锂材加工项目	9,500	9,500	募集资金到位后 12 个月内完成
2	增资赣锋有机锂用于年产 150 吨丁基锂项目	3,800*	2,900	募集资金到位后 12 个月内完成
3	研发中心建设项目	1,500	1,500	募集资金到位后 12 个月内完成
	合计	14,800	13,900	

数据来源：赣锋锂业招股书

■ 改扩建 650 吨金属锂项目

项目完成后公司将形成 650 吨金属锂及锂材的生产能力，最终达到工业级金属锂 450 吨/年（其中自用 70 吨/年），电池级金属锂 50 吨/年，电池级金属锂材 150 吨/年。建成后公司金属锂的产能将达到全球第二，仅次于 Chemetall（700 吨）。金属锂的下游主要集中在医药和石油化工领域。

■ 150 吨丁基锂项目

丁基锂用于石化和医药合成领域，国内目前除了赣锋锂业，其他主要是中石化下属两家石化企业有一定的自用产能，但这毕竟不是石化企业的主营业务，未来存在外包给赣锋锂业生产加工的可能。另外随着降脂、抗艾药市场需求的增长，我们对公司丁基锂项目前景持乐观态度。

■ 电池级碳酸锂项目

尽管这次募投项目中并没有电池级碳酸锂，但从公司的发展思路和管理层的介绍来看，现在和将来继续扩大电池级碳酸锂产能的可能性很大，这主要取决于未来下游市场的需求，若电池级碳酸锂需求超出预期，未来将会使用自有或超募资金（超募的可能性很大）来扩充产能。而电池级碳酸锂销售收入将来很有可能超过金属锂成为公司的主打产品。

很明显公司未来战略发展方向即是在新医药、新能源和新材料，而且是以新医药和新能源为主，将来是两个方向齐头并进还是有所侧重，这一方面取决于市场需求，另一方面也在于公司根据内部管理情况也有所侧重。相比天齐来说，赣峰在电池级碳酸锂邻域还是一个相对后来者，这一点可以从公司近两年产品销量中看出，另外公司的前 5 大客户中只有深圳兆码一家涉及锂电池领域，而天齐前 5 大客户全部是锂电池的封装或上游材料提供商。所以赣峰未来不光要在技术和成本上提升自身实力，同时也需要大力开拓电池级碳酸锂的下游客户群。

向产业链上游延伸方能大幅提高毛利率

作为加工型企业，赣峰的毛利率近几年维持在 25-30% 左右，在有色金属加工板块中属于中等水平，但和新医药、新能源板块中动辄 40% 以上的毛利率相比，赣峰 25% 的毛利率确实谈不上惊艳。路演时公司领导提到了加强企业信息化、自动化建设，努力降低成本，提高产品附加值等办法来提升毛利率水平。但从公司的成本构成来看，直接原材料和燃

料、动力成本就占总成本的 88%，而人工成本和制造费用加起来才 12%，可以说内部潜力可挖掘的地方有限。

向产业链的上游发展，控制资源这才有可能大幅提高毛利率，而且在原料上不用受制于人，可以充分享受产品销售价格上涨所带来的好处。尽管管理层提到江西盛产锂云母，公司在这方面也有技术上的跟踪，但矿石提锂能耗大、污染大，已经是被逐渐淘汰的技术，而且与公司卤水提锂技术并不吻合。所以我们认为赣锋应该考虑和西藏矿业或者中信国安合作（西藏矿业扎布耶盐湖卤水更适合），从国内购买卤水，又或者直接洽购盐湖资源，向上游进军。

由于与智利 SQM 签有独家卤水供应协议，2012 年之前赣锋无法从其他企业购买卤水，但协议到期之后公司应该会考虑原料采购渠道的多样化。

盈利与估值分析

公司募投项目建设期都是 1 年，预计明年四季度能建成投产，预计投产即能达产，而新增的 1200 吨电池级碳酸锂则有望明年上半年投产。

表格 2: 公司未来主要产品产能规划

	现有产能	2010 产能	2011 产能
金属锂	400	480	650
电池级碳酸锂	3000	3500	4200
电池级氟化锂	80	120	120
氯化锂	3600	5000	6000
丁基锂	75	150	225

数据来源：公司公告、金元证券研究所

表格 3: 盈利预测

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	246.86	317.00	401.00	516.00
主营收入增长率%	2.30%	28.41%	26.50%	28.68%
净利润（百万元）	33.86	39.88	55.06	71.89
净利润增长率%	-13.02%	17.77%	38.06%	30.58%
每股收益（元）	0.451	0.40	0.55	0.72
ROE	17.81%	10.49%	12.65%	14.18%
PE	44	50	36	27

数据来源：公司公告、金元证券研究所

我们预测 2010-2012 年公司 EPS（摊薄后）分别为 0.40 元、0.55

元和 0.72 元，以新能源、新医药的平均 2010 年 PE 45-55 倍来看，我们认为赣峰锂业的合理定价是 18-22 元，不过考虑到这是国内第一家锂深加工上市企业，上市首日可能会冲高至 30 元左右，对应 2010 年 PE 70 倍。

表格 4: 利润表

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	246.86	317.00	401.00	516.00
减: 营业成本	183.41	245.68	306.77	392.16
营业税金及附加	1.56	2.01	2.54	3.27
营业费用	5.22	6.70	8.48	10.91
管理费用	12.91	16.58	20.97	26.99
财务费用	3.91	-0.88	-2.52	-1.90
资产减值损失	1.05	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	38.92	46.92	64.77	84.58
加: 其他非经营损益	5.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.93	46.92	64.77	84.58
减: 所得税	10.07	7.04	9.72	12.69
净利润	33.86	39.88	55.06	71.89
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	33.86	39.88	55.06	71.89

数据来源: 公司公告、金元证券研究所

表格 5: 资产负债表

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	21.35	201.66	22.63	146.12
应收和预付款项	107.68	16.31	140.23	61.00
存货	46.62	72.08	76.13	113.34
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.20	1.20	1.20	1.20
投资性房地产	0.41	0.35	0.29	0.23
固定资产和在建工程	107.32	108.22	242.61	224.00
无形资产和开发支出	13.02	11.58	10.14	8.70
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	297.61	411.40	493.24	554.60
短期借款	54.96	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	33.62	18.50	45.28	34.75
长期借款	6.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.88	12.88	12.88	12.88
负债合计	107.46	31.38	58.16	47.63
股本	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	22.80	147.80	147.80	147.80
留存收益	92.35	132.23	187.28	259.17

归属母公司股东权益	190.15	380.02	435.08	506.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	190.15	380.02	435.08	506.97
负债和股东权益合计	297.61	411.40	493.24	554.60

数据来源：公司公告、金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来6个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

买入：股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上；

增持：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%；

中性：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%；

减持：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%；

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.