

2010年7月28日

赣锋锂业(002460)新股报告

投资建议: 申购

所在行业最近52周走势:



发行相关数据:

网上发行数量: 不超过 2500 万股
网上发行价格: 20.70 元
网上申购简称: 赣锋锂业
网上申购代码: 002460
单一帐户申购上限: 20000 股

报告作者:

国联证券研究所综合组

组长: 杨平

执业证书编号: S0590210020003

联系人:

曾海

电话: 021-38991500-821

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响,特此申明。

摘要:

- **锂深加工细分市场龙头。**公司凭借先进的技术,良好的品质和出色的营销,在部分锂深加工细分市场取得龙头地位。公司金属锂、丁基锂、氟化锂市场占有率均位居国内第一,2008年,公司金属锂国内市场销售量163吨,占国内市场31.65%的份额,产销量居国内第一;氟化锂国内销售量为434吨,占国内市场56.36%的份额;丁基锂国内市场销售量为51吨,是国内最大的商用丁基锂生产商。
- **全产品链生产模式,提升盈利能力。**公司是国内首家建立“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”全产品链生产的企业。一方面可以降低生产成本、增加产品毛利率;另一方面可以丰富产品线,进入高端、高附加值产品市场,增强企业盈利能力的同时,避免产品单一所带来的风险。
- **柔性采购模式稳定原材料供给,降低产品成本。**公司四种原材料卤水、氯化锂、碳酸锂、回收锂化物之间存在替代关系,因此允许公司采取柔性采购模式,避免某种原材料因供求问题导致公司生产不畅,并降低产品成本。此外公司和SQM公司签署了五年期的卤水供货协议,进一步稳定原材料供给。
- **废锂回收利人利己。**公司是国内最大的利用自回收锂化物提取金属锂的生产企业之一,通过自主研发建成资源闭路循环的生态工业生产体系和回收锂化物综合利用生产线。一方面回收客户废锂资源,帮助客户降低环保处理成本,增强客户对公司的忠诚度和依赖度;一方面可以拓宽公司原材料供应渠道,降低成本和提高竞争力。2008年公司采购的回收锂化物约750吨(折碳酸锂当量),约占当期原材料采购总金额的12%。
- **预计公司10-12年每股收益摊薄后分别为0.41元、0.54和0.72元。**参考A股上市的同类公司估值情况,我们认为公司的合理价格区间为20.5~22.55元,对应市盈率为50-55倍。

一、发行简介

赣锋锂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，也是国内唯一的规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业。公司长期致力于深加工锂产品的研发和生产，综合实力位列国内深加工锂产品领域第一。公司是国内唯一建立“卤水/含锂回收料-碳酸锂/氯化锂-金属锂-丁基锂/电池级金属锂-锂系合金”全产品链的企业，也是国内锂行业唯一实现全产品链生产的企业。

公司主要产品包括金属锂(工业级、电池级)、碳酸锂(电池级)、氯化锂(工业级、催化剂级)、丁基锂、氟化锂(工业级、电池级)等二十余种。多项细分产品市场上处于国内领先地位，其中金属锂、丁基锂、氟化锂 2007 年、2008 年的销量均居国内第一；电池级金属锂和电池级碳酸锂的销量居国内领先行列。

图表 1: 公司股权结构

股东名称	发行前		A 股发行后	
	股份数量 (万股)	持股比例	股份数量 (万股)	持股比例
李良彬	2,944	39.25%	2,944	29.44%
王晓申	1,189	15.86%	1,189	11.89%
中比基金	750	10.00%	750	7.50%
五矿投资(SLS)	566	7.55%	566	5.66%
南昌创投	244	3.25%	244	2.44%
其他自然人股东	1,807	24.10%	1,807	18.07%
本次发行			2,500	25.00%
合计	7,500	100%	10,000	100%

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

二、申购简况

图表 2: 本次 A 股发行基本情况

股票简称	赣锋锂业	发行数量(A 股)	2,500 万股
发行价格	20.70 元/股	发行市盈率	69.42 倍
网下配售数量	500 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	2,000 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2010 年 7 月 28 日	申购代码	002460
发行方式	网下配售+网上定价发行		
最近三年	2007	2008	2009
每股收益(摊薄)	0.30 元	0.39 元	0.34 元

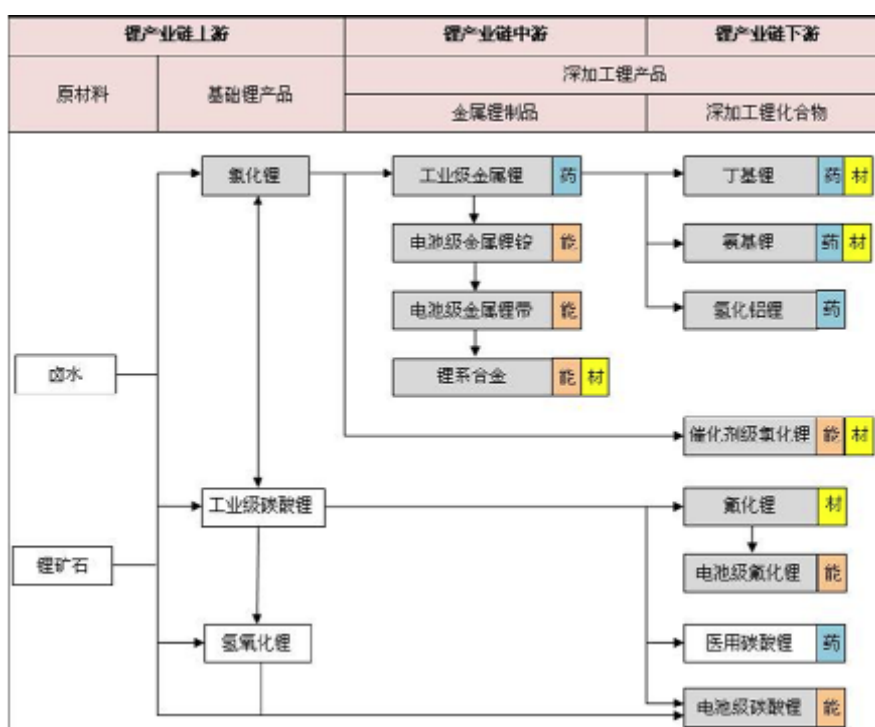
数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

三、行业及公司简介

3.1 行业分析

赣锋锂业主要从事锂深加工产品的开发、生产和销售，属有色金属冶炼和压延行业中的锂行业。按锂产品的生产流程和产品链条划分，锂行业可分为基础锂产品和深加工锂产品两个细分行业。公司主要产品包括金属锂、碳酸锂、氯化锂、丁基锂、氟化锂等二十余种锂系列产品，主要下游行业包括玻璃、冶金工业、新能源、新材料和医药领域。

图表 3：锂行业产业链示意图（蓝色底纹部分为公司所覆盖领域）

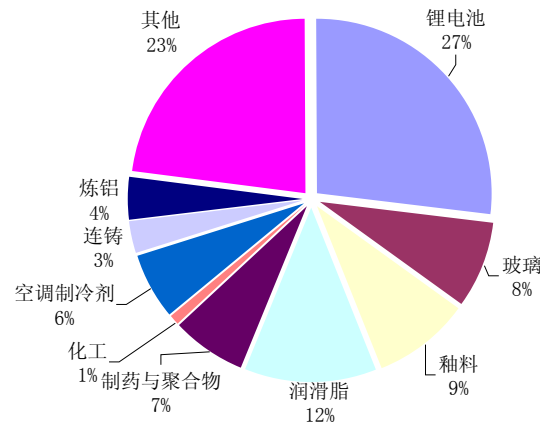


数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

(1) 锂:用途广泛的“工业味精”和“能源金属”

锂是自然界中最轻的金属元素，首次发现于 1817 年，化学符号 Li，原子序号为 3。锂的密度为 0.53 克/cm³，在同族金属中，锂最轻，能浮于水面。熔点 184.54℃，沸点 1,347℃，硬度为 0.6，导电性 11.2。由于锂具有特殊的物理和化学性质，既可用作催化剂、引发剂和添加剂等用途，又可以用于直接合成新型材料以改善产品性能。因其应用领域广泛，被誉为“工业味精”；又由于锂具有各种元素中最高的标准氧化电势，因而是电池和电源领域无可争议的最佳元素，故也被称为“能源金属”。

图表 4: 锂的应用领域分布



数据来源: 国联证券研究所、SQM2008 年度报告

此外, 用金属锂生产铝锂及镁锂合金, 由于其抗疲劳、强度高、韧性好、重量轻, 在发达国家被广泛用于航空工业中, 以替代铝镁合金; 飞机如将其作为主要结构材料, 可在消耗等量燃料的情况下, 提高运输能力 20% 以上。锂镁合金也是导弹外壳不可替代的材料, 由于强度高、质量轻、用料少、耐高温, 被誉为“明天的宇航合金”。

(2) 全球锂资源充足, 盐湖锂占主导地位

由于锂性质活泼, 在自然界中不以纯元素的形式存在, 而是含在稳定的矿物或盐中, 主要分布在矿石、盐湖和海水中, 因此锂矿又分为固体矿和液体矿两大类。其中固体锂矿为花岗伟晶岩矿床, 主要分为锂辉石和锂云母两大类, 其中锂辉石最富含锂和有利于工业利用的原料, 也是目前全球主要开发和工业应用的固体锂矿; 液体锂矿是指含锂量高的盐湖卤水, 资源主要集中在智利、美国、玻利维亚、阿根廷、俄罗斯和中国。

图表 5: 全球锂资源基础储量及分布 (折合金属锂)

国家或地区	储量 (吨)	占比
智利	6,900,000	24%
美国	5,936,000	21%
玻利维亚	5,500,000	19%
中国	3,350,000	12%
阿根廷	2,710,000	9%
扎伊尔	2,300,000	8%
俄罗斯	1,000,000	3%
其他	967,200	3%
全球合计	28,663,200	100%

数据来源: 国联证券研究所、天齐锂业招股说明书

锂最初是通过分离固体锂矿获取，随着盐湖卤水锂资源的发现及液体锂分离技术的发展，盐湖锂逐渐成为市场的主流方向。1974年，世界锂资源总探明储量仅160万吨锂，绝大部分是伟晶岩锂资源，盐湖锂仅占2%。到1985年锂资源总探明储量已增长到1167万吨锂，盐湖锂占比增长到84%。

目前，全球盐湖已探明的金属锂储量基础为1100万吨，折碳酸锂约5800万吨；可采储量接近660万吨金属锂当量，折碳酸锂约3500万吨。全球富含锂的盐湖，主要集中在南美高原和中国青藏高原，尤以玻利维亚、智利、阿根廷、中国等国的盐湖锂储量最大。

图表 6: 世界主要富锂盐湖储量情况 (单位: 万吨)

	资源储量 (金属量)	可采储量 (碳酸量)	位置	类型
扎布耶	153	0.12	西藏	碳酸型
Atacama	450	0.15	智利	硫酸型
Salar de Uyuni	540	0.035	玻利维亚/阿根廷	硫酸型
Hombre Mueto	220	0.062	阿根廷	硫酸型
Salar de Rincon	48	0.033	青海	硫酸型
台吉乃尔	90	0.064	西藏	碳酸型
东雄措	17	0.04	西藏	碳酸型

数据来源: 国联证券研究所、公司招股说明书

我国锂资源丰富，储量居世界前列，其中约80%为盐湖卤水锂矿，主要分布于青海和西藏的盐湖中。目前已开始进入盐湖卤水提锂开发领域的有西藏扎布耶盐湖和青海东、西台吉乃尔盐湖。我国固体锂矿资源主要分布在四川、新疆和江西。四川甘孜州甲基卡矿山是世界第二、亚洲最大的锂辉石矿山，探明氧化锂储量92万吨，折合金属锂39万吨。

整体上来看，由于固体锂和盐湖锂资源储量迅速增长，为下游提供了充足的资源保障。此外海水中也含有大量的锂资源，分离开采技术要求高是最大的问题，如果能够解决技术问题，全球锂资源将扩大数倍，根据当前的下游应用情况，全球锂资源并不稀缺。

(3) 锂电池应用推广是锂行业发展的主要动力

由于能源危机和环保压力的挑战，发展、寻找节能技术和替代能源成为能源产业的主流思想。锂在新能源领域应用主要是电池级金属锂、电池级碳酸锂和电池级氟化锂，用于生产一次锂电池和二次锂电池。

一次锂电池广泛应用于流量仪表、建筑防火报警器、电子门锁、无线电通讯设备、导弹点火系统、飞机、潜艇上。近年来智能电网，射频识别，汽

车电子等领域对一次锂电池的需求增长迅速，据 IIT 等研究机构估测，2008 年一次锂电池市场需求量约 28.7 亿颗，年增长率将超过 20%。

二次锂电池因其电压高、比能量大、循环寿命长、安全性能好、耐受性强等特点被称为 21 世纪绿色环保能源电池。主要应用于电子消费行业，如笔记本电脑、移动电话等。根据 IDC 预测，未来数年全球移动电话的销量增长或将趋于平缓，但全球笔记本电脑的销量仍将呈现两位数的增长。

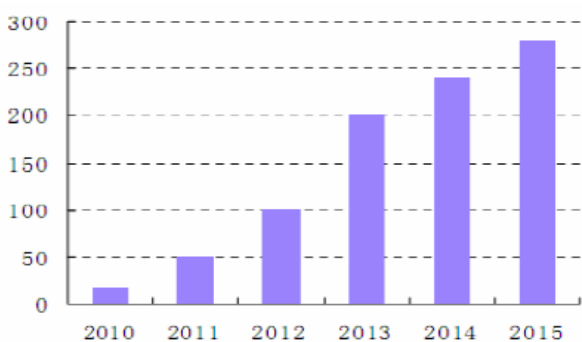
图表 7: 锂在电池领域用途

生产产品	锂产品用途
一次电池	使用金属锂作为负极材料
二次电池	使用碳酸锂用于生产电池材料，如钴酸锂、锰酸锂和磷酸铁锂等
一次/二次	使用氟化锂生产电解液，如六氟磷酸锂等

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

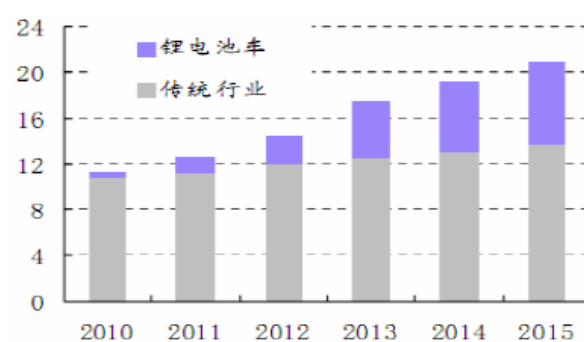
动力锂电池技术目前仍处研究发展阶段，由于锂电池综合性能优于其他动力电池，因此未来纯电动汽车将以锂电池为主导。虽然技术仍不成熟、成本也相对较高，但随着新能源产业的发展，未来动力锂电池将成为锂的主要发展方向。根据日本 IIT 的预测，到 2015 年全球电动车产量将达 280 万辆，仅电动车行业对电池级碳酸锂的需求就将达到 7 万吨/年。

图表 8: 锂电池车产量预测 (万辆)



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

图表 9: 锂电池车对碳酸锂需求的推动 (万吨)

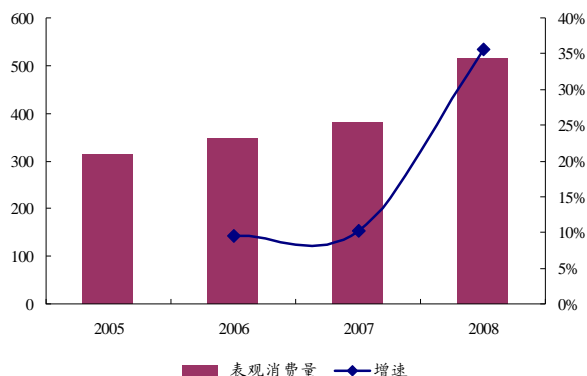


数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

(4) 中国逐步成为全球锂产业中心

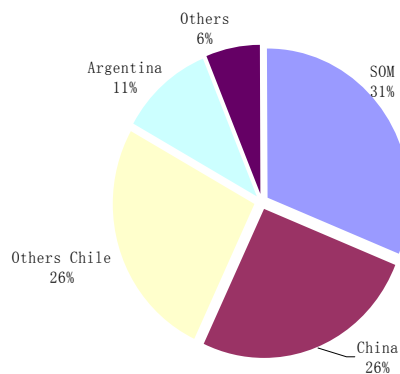
虽然我国锂资源储量丰富，但是国内锂产业起步较晚，发展也落后于发达国家。随着国内基础锂生产技术的成熟及相关下游产业向国内转移，我国的锂消费量逐年增加，并打破美国、日本的统治地位。我国 2005 年的锂消耗量占全球消耗量的 13%，2007 年则高达 26%，我国逐步成为全球锂产业中心。

图表 10: 2005-2008 我国金属锂表观消费量保持增长



数据来源: 国联证券研究所、公司招股说明书

图表 11: 2007 年全球锂消费国别分布



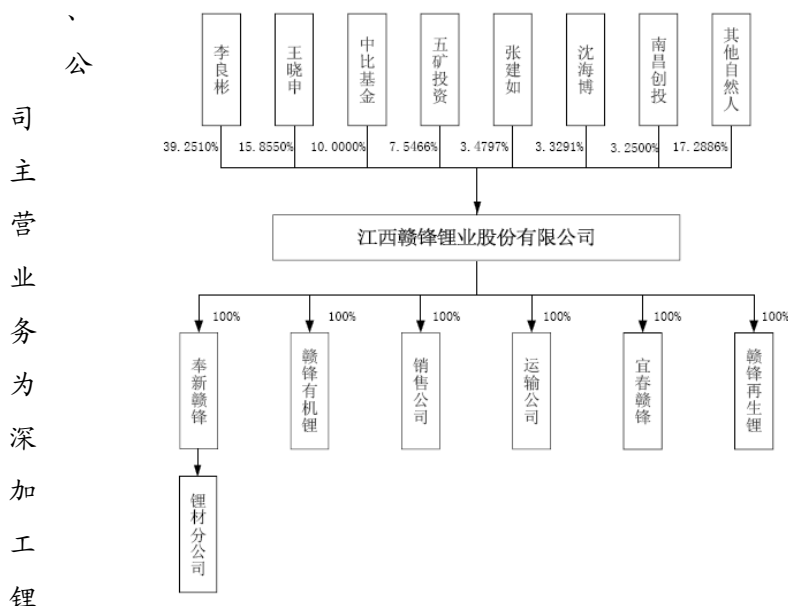
数据来源: 国联证券研究所、公司招股说明书

由于基础比较薄弱,我国在深加工锂产品领域仍有技术差距,在有机锂和各种电池级锂产品领域尤为突出,需大量进口才能满足国内需求。随着我国产业升级战略的不断推进,新药品、新能源、新材料等领域将获得巨大的发展机遇,对锂产品的需求将迅速提升,进一步推动我国成为全球锂业中心。

3.2 公司情况简介

赣锋锂业成立于 2000 年,并于 2007 年转制成股份公司。经过多次收购活动,逐步打造出“卤水/含锂回收料-碳酸锂/氯化锂-金属锂-丁基锂/电池级金属锂-锂系合金”完整产业链,扩大了企业规模,进一步提升盈利能力。

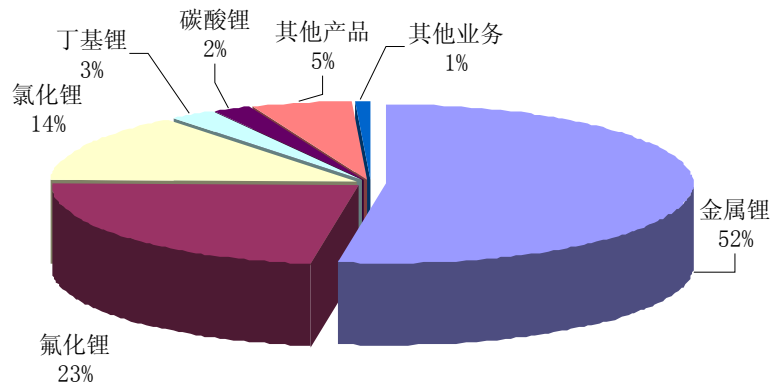
图表 12: 公司股权结构图 (发行前)



数据来源: 国联证券研究所、公司招股说明书

品，产品包括金属锂(工业级、电池级)、碳酸锂(电池级)、氯化锂(工业级、催化剂级)、丁基锂、氟化锂(工业级、电池级)等二十余种，其中金属锂是公司的主打产品。2009年公司金属锂销售收入占比达到52%，氟化锂销售收入占比达到23%，氯化锂销售收入占比14%，碳酸锂销售收入占比仅有2%。随着公司4000吨碳酸锂项目投产，未来碳酸锂销售收入占比将逐步提升。

图表 13: 2009 年公司主营业务收入构成



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

四、赣锋锂业的经营优势

4.1 锂深加工细分市场龙头

作为国内较早进入锂行业的民营企业，利用技术优势，重点开发锂深加工产品。凭借先进的技术，良好的品质和出色的营销，部分产品在细分市场取得实质性突破。公司在金属锂、丁基锂、氟化锂市场均位居国内第一，2008年，公司金属锂的国内市场销售量163吨，占国内市场31.65%的份额，产销量居国内第一；公司氟化锂的国内销售量为434吨，占国内市场56.36%的份额；公司丁基锂的国内市场销售量为51吨，是国内最大的商用丁基锂生产商。

图表 14: 公司金属锂和氟化锂的市场占有率变动情况

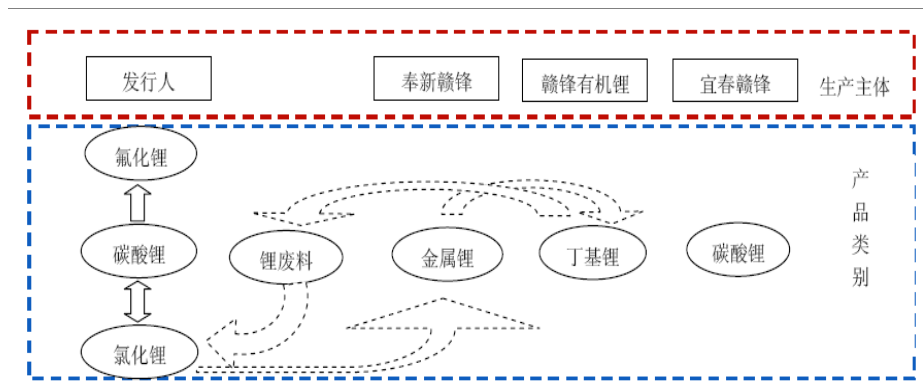
产品品种	市场划分	2006	2007	2008
金属锂	国内市场	38.55%	39.35%	31.65%
	全球市场	11.96%	13.61%	13.51%
氟化锂	国内市场	67.35%	63.33%	56.36%

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

4.2 全产品链生产模式，提升盈利能力

公司是国内首家建立“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”全产品链生产的企业，可以提供除原材料以外几乎所有的主要锂深加工产品。

图表 15：公司主要产品分布



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

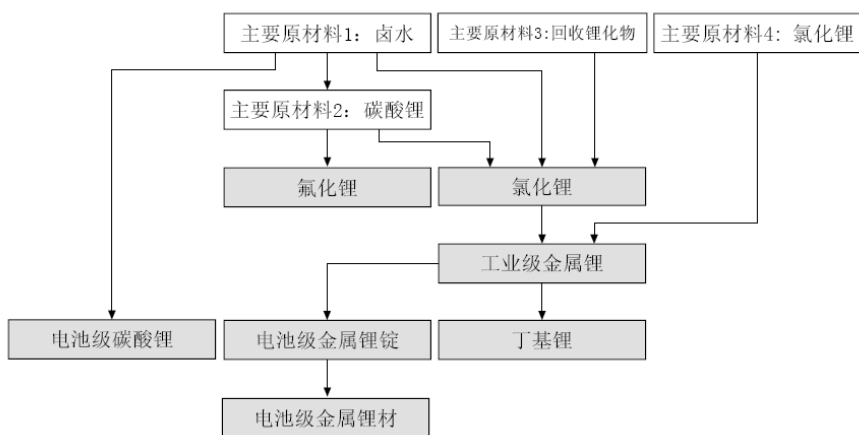
采取全产品链生产具有两大优势：1) 向上延伸至卤水和含锂回收料的加工，降低生产成本、增加产品毛利率；2) 丰富产品线，进入丁基锂、电池级金属锂等高端、高附加值产品市场，增强企业盈利能力的同时，避免产品单一所带来的风险。

4.3 柔性采购模式稳定原材料供给，降低产品成本

公司自身没有资源储备，所有原材料均通过外购获取。基于全球锂原材料供应渠道比较集中的特点，公司通过建设卤水提取氯化锂生产线、签订长期订单等模式，不断建设和完善多元化、多渠道的原材料采购体系。

公司主要采购四种原材料：卤水、氯化锂、碳酸锂、回收锂化物。四种原材料之间存在替代关系，因此允许公司采取柔性采购模式，避免某种原材料因供求问题导致公司生产不畅，并降低产品成本。2007 年公司卤水提取氯化锂生产线建成后，氯化锂和碳酸锂的采购额占四种主要原材料采购额的比例从 2006 年的 88.04% 降至 2009 年的 33.47%，金属锂的生产成本比采购碳酸锂生产的成本分别降低约 20%、15%、12%，形成了明显的成本优势。

图表 16：公司产品对应原材料的关系图



数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

此外公司还充分利用自身规模采购的议价优势，与上游原材料企业形成专业分工、长期战略合作的关系。2007年，公司和SQM公司签署了五年期的卤水供货协议，进一步稳定公司的原材料供给。

4.4 废锂回收利人利己

公司是国内最大的利用自回收锂化物提取金属锂的生产企业之一，通过建设资源闭路循环的生态工业生产体系，充分回收利用各类含锂残液、残渣，既符合国家环保要求，又提高原材料使用效率，降低成本。针对下游终端客户在生产过程中容易产生大量含氯化锂或碳酸锂的残液和残渣问题，公司自主研发并建成了回收锂化物综合利用生产线，回收客户的废锂资源。一方面可以帮助客户降低环保处理成本，增强客户对公司的忠诚度和依赖度；另一方面也可以拓宽公司原材料供应渠道，增加收益和提高竞争力。

公司开发的资源综合回收生产线的生产技术工艺成熟，2008年公司采购的回收锂化物约750吨(折碳酸锂当量)，约占当期原材料采购总金额的12%。

图表 17: 公司资源综合回收和闭路循环路线图

销售费用	6.3	5.2	8.8	10.9	13.7
管理费用	13.3	12.9	19.2	23.7	29.4
财务费用	6.5	3.9	(3.4)	(3.8)	(4.1)
其他费用	1.8	0.9	0.0	0.0	0.0
营业利润	43.4	38.9	54.6	72.6	96.3
营业外收支净额	10.0	5.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	53.4	43.9	54.6	72.6	96.3
所得税	14.5	10.1	13.6	18.2	24.1
净利润	38.9	33.9	40.9	54.5	72.2
减：少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归公司股东净利润	38.9	33.9	40.9	54.5	72.2
EPS (元)	0.39	0.34	0.41	0.54	0.72

注：每股收益按 A 股最大发行数量摊薄

数据来源：国联证券研究所、公司招股说明书

根据我们的模型预测，10-12 年公司的 EPS 将分别为 0.41、0.54 和 0.72 元。

七、估值

A 股可比公司估值：20.5 ~ 22.55 元。

公司主要经营锂深加工业务，产品涉及工业级、电池级锂材料，目前 A 股市场没有与公司业务模式相同的上市公司，我们选取与公司业务相关的上市公司作为参照。根据 2010 年 7 月 27 日收盘价计算的可比公司 2010 年的动态市盈率为 60 倍。虽然公司具有新能源锂电池概念，但是鉴于公司处于中游加工业的性质，我们认为可以给与 50-55 倍的市盈率估值。根据 2010 年的盈利预测，公司的合理价值为 20.5 ~ 22.55 元。

图表 14：A 股可比公司估值

证券代码	公司简称	最新价 2010-7-27	EPS			PE		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
000839.SZ	中信国安	11.57	0.39	0.30	0.40	30	38	29
000762.SZ	西藏矿业	27.91	0.08	0.21	0.33	359	133	85
300014.SZ	亿纬锂能	29.35	0.57	0.42	0.60	51	70	49
300073.SZ	当升科技	57.91	0.67	0.87	1.44	87	66	40
300037.SZ	新宙邦	43.3	0.75	0.76	1.03	58	57	42
600884.SH	杉杉股份	17.1	0.23	0.79	1.04	74	22	16
算术平均						60	51	35

数据来源：国联证券研究所、WIND

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。