

深度报告

赣锋锂业(002460)

合理价位: 17.80-20.30 元 发行价: 20.70 元

2010年8月10日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	100.00/20.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,672.53/11,017.41
发行价格(元)	20.70
发行股本(百万股)	25.00

财务数据

净资产值(百万元)	212.54
每股净资产(元)	2.13
资产负债率	41.63%

相关研究报告:

分析师: 彭波

SAC 执业证书编号: S0980209080404

电话: 0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

联系人: 谢鸿鹤

电话: 0755-82130646

E-mail: xiehh@guosen.com.cn

新股分析

受益行业景气上升, 关注后续市场开拓

●在锂电池及原料药用锂需求的拉动下, 行业有望实现快速增长

动力锂电池在新能源汽车的强劲需求下将快速增长, 而传统的非动力锂电池和原料药用锂领域也将进入一轮扩张期。我们预计未来 2-3 年全球锂需求复合增长率将达到 26% 左右。

●产能快速扩张有可能加剧市场竞争

面对行业性的高成长和高利润, 现有厂商纷纷扩产, 也同时吸引了诸多新竞争者。我们对全球深加工锂产品的产能进行统计, 按照相对静态产能来看, 以电池级碳酸锂为例未来 2-3 年有望实现 5.7 万吨的产能, 而根据我们的预测全球锂电池需锂量为 5.2 万吨左右, 供需失衡的压力将逐渐显现, 市场竞争也将进一步激烈。

●赣锋锂业: 领先技术是基础, 市场开拓是关键

赣锋锂业依靠领先技术和相对成本优势在金属锂、丁基锂和电池级碳酸锂等方面实现了行业领先地位, 并实现了新产品市场的快速切入。这对于深加工锂产品企业是一个较优的选择。特别的, 对于电池级碳酸锂产品, 公司作为行业新秀, 未来的市场开拓进展情况是我们关注的一个问题。

●风险提示

深加工锂产品市场竞争日益激烈, 竞争态势的改变有可能超出我们的预期; 同时公司市场开拓的进展情况也是一个风险因素; 以及汇率风险。

●合理价值在 17.8~20.3 元/股之间

根据我们的预测, 公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.43/0.57/0.64 元, 按照目前锂电池产业链可比公司 11 年 31-36 倍的 PE, 我们认为合理价值为 17.8-20.3 元/股, 对应 10 年 PE 为 48-55 倍。考虑到市场对锂电池相关上市公司的投资热情及新股上市首日一般的表现, 我们认为上市首日公司股价有望达到 31-33 元/股左右, 相对 20.70 元/股的发行价存在 50%-60% 的涨幅。

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, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	241.30	246.86	306	368	444
(+/-%)	14.66%	2.30%	24.0%	20.2%	20.8%
净利润(百万元)	38.93	33.86	43	57	64
(+/-%)	31.86%	-13.02%	28.0%	31.1%	13.2%
每股收益(元)	0.52	0.45	0.43	0.57	0.64
EBIT Margin			15.8%	16.3%	15.8%
净资产收益率(ROE)	24.64%	17.81%	5.9%	7.3%	7.8%
市盈率(PE)	39.88	45.85	47.8	36.4	32.2
EV/EBITDA			33.3	27.7	24.2
市净率(PB)	9.83	8.16	2.80	2.66	2.52

投资摘要

估值与投资建议

我们预计公司产品处于一个较好的增长时期,但较好的市场空间也吸引了纷纷介入的投资者,竞争环境日益激烈。预计 10-12 年每股盈利分别为 0.43、0.57 和 0.64 元。目前锂电池产业链相关可比公司的平均市盈率为 31-36 倍,在此条件下公司合理价值为 17.8-20.3 元/股。但考虑到市场对锂电池相关上市公司的投资热情及新股上市首日一般的表现,我们认为上市首日公司股价有望达到 31-33 元/股左右,相对 20.67 元/股的发行价存在 50%-60%的涨幅。

核心假设或逻辑

(1) 产品需求假设:公司主营产品如金属锂、电池级碳酸锂、丁基锂等受益于下游需求(锂电池及原料药)的持续增长;(2) 产品供给假设:由于具备较好的成长和利润空间,既有厂商纷纷扩建产能,同时新的投资者也积极进入,这造成了竞争压力的逐渐加大,特别是电池级碳酸锂或将面临一定的产能过剩压力;(3) 公司作为电池级碳酸锂的新秀,后续市场以及高端锂电池材料生产企业的开拓进展情况成为我们未来关注的一个重点。

与市场预期的差异之处

市场对锂电池的成长存在较高的预期,我们在分析锂电池以及产业链上高成长性的同时,也分析了全球市场产能扩张的情况。通过计算相对静态产能,我们认为随着各企业大大幅扩产,未来 2-3 年供需失衡的压力有可能显现,在此情况下企业间的竞争也将变得逐渐激烈。

股价变化的催化因素

我们认为如果公司在电池级碳酸锂领域获得进一步开拓,例如实现向锂电池正极材料生产公司规模供货,公司的利润有望得到可观提升。同时,由于公司具备较多的技术储备,新领域的进入也将成为股价上行的催化剂。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1) 公司作为电池级碳酸锂市场的新进入者,同时在产能扩张的情况下,后续市场开拓的进展将对我们的预测造成大的影响;
- 2) 巨大市场吸引了众多的竞争者,不断加剧的市场竞争状况可能会影响公司产品的销售和盈利情况;
- 3) 受到宏观经济影响,锂电池消费容易出现波动,这也构成我们核心判断的风险;
- 4) 公司金属锂相当部分用于出口,出口政策及人民币汇率变动也是我们提醒投资者的另一个风险因素。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
赣锋锂业：深加工锂产品领域的专业生产商.....	5
深加工锂产品景气处于上升通道.....	6
锂电池带动全球锂需求快速增长，原料药用锂亦进入一轮扩张期.....	7
技术条件限制中国资源开发，国际巨头成本优势明显.....	9
关注电池级碳酸锂产能快速扩张或将带来的供给压力.....	9
领先技术和相对成本优势是公司发展的基础.....	10
领先技术使公司实现了低成本优势和快速扩张.....	10
电池级碳酸锂新秀，关注其市场拓展情况.....	11
盈利预测与估值：.....	12
基本假设：未来三年 EPS 分别为 0.43/0.57/0.64 元，复合增长率为 21.8%.....	12
估值：内含价值约为 17.8-20.3 元/股.....	12
核心判断的主要风险.....	13
国信证券投资评级.....	15
免责条款.....	15

图表目录

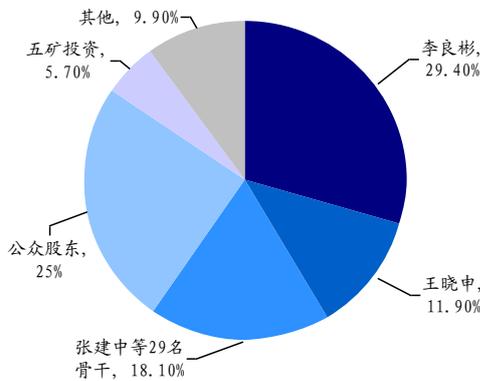
图 1: 公司实际控制人为李良彬, 控股比例为 29.4%	5
图 2: 流通股共 2 千万股, 占总股本的 20%	5
图 3: 金属锂、丁基锂和碳酸锂占到收入的 77% (09 年)	5
图 4: 金属锂、丁基锂和碳酸锂占到毛利的 78% (09 年)	5
图 5: 锂广泛应用于各个领域, 其中电池应用比例达到 26%	6
图 6: 锂电池消费结构中又以手机和笔记本电脑为主.....	6
图 7: 手机消费复苏, 并将保持 10% 左右的增长	8
图 8: 笔记本电脑需求也在复苏, 复合增长在 15%-20% 间.....	8
图 9: 药品专利迎来到期高峰, 仿制药市场将进一步扩大.....	8
图 10: 全球仿制药增速将保持 10.5% 的增长	8
图 11: 世界锂资源多集中在玻利维亚和智利地区	9
图 12: 中国锂资源集中在青海和西藏 (盐湖卤水)	9
表 1: 公司产品在中国市场乃至全球市场中均具有相当的市场份额.....	6
表 2: 公司产能在 2011 年达到 12.5 万吨, 实现 63% 的增长	6
表 3: 医药对锂 (金属锂及丁基锂) 的需求主要在降血脂和抗病毒药.....	7
表 4: 全球锂需求预测: 动力锂电池将主导未来锂需求.....	9
表 5: 卤水提锂具有明显的成本优势 (以工业级碳酸锂为例)	9
表 6: 深加工锂产品产能统计表	10
表 7: 以氯化锂为例, 赣锋锂业在中国企业中具备明显的成本优势.....	11
表 8: 公司具备多个国际、国内领先技术; 技术储备也较多	11
表 9: 公司目前的前五大客户以医药和石化为主.....	12
表 10: 盈利预测主要假设 (吨)	12
表 11: 锂电池产业链可比公司估值水平	13

赣锋锂业：深加工锂产品领域的专业生产商

江西赣锋锂业股份有限公司成立于2000年3月，一直专注于深加工锂产品的生产和销售，并依靠技术优势和成本优势形成“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”全产品链的生产体系，成为了国内锂行业唯一实现全产品链竞争的企业。

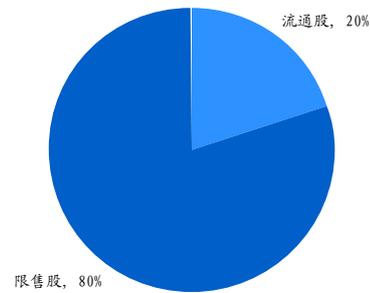
公司此次IPO共发行2,500万股，发行后总股本为1亿股。第一大股东和实际控制人李良彬（董事长）持有2,943万股，占总股本的29.43%；其中流通股为2千万股，占总股本的20%。

图 1：公司实际控制人为李良彬，控股比例为 29.4%



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

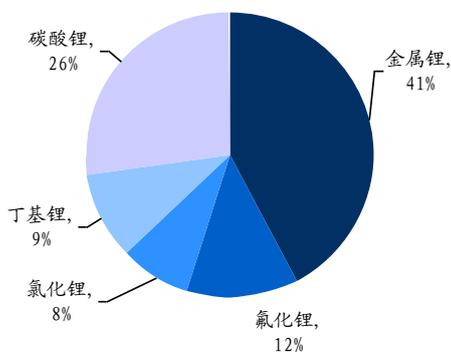
图 2：流通股共 2 千万股，占总股本的 20%



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

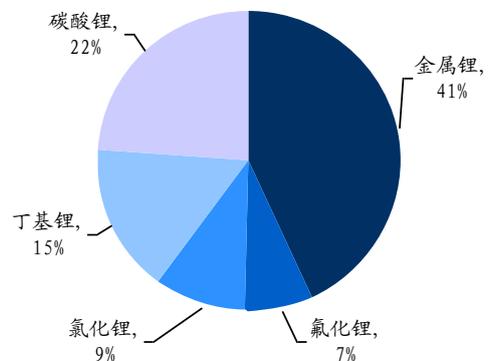
公司主要产品为金属锂、氟化锂、氯化锂、丁基锂和电池级碳酸锂等深加工锂产品，其中金属锂、丁基锂和电池级碳酸锂构成了公司主要利润来源，分别占到09年公司总毛利的41%，15%和22%。公司金属锂、丁基锂和氟化锂市场份额居中国第一，电池级碳酸锂占到13.8%左右的市场份额，各产品均处于行业前列。

图 3：金属锂、丁基锂和碳酸锂占到收入的 77%（09 年）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 4：金属锂、丁基锂和碳酸锂占到毛利的 78%（09 年）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

表 1: 公司产品在中国市场乃至全球市场中均具有相当的市场份额

	市场划分	2006 年	2007 年	2008 年
金属锂	中国市场	38.55%	39.35%	31.65%
	全球市场	11.96%	13.61%	13.51%
氟化锂	中国市场	67.35%	63.33%	56.36%
	全球市场	-	-	-

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

募投项目完成后, 公司在 2011 年将实现锂产品 12.5 万吨的总产能, 较目前的 0.77 万吨产能增长 63% 以上。公司未来三年发展的总体思路是 1) 打造以丁基锂为核心的有机锂板块; 2) 打造以金属锂为核心的包括一次锂电池材料、新型锂合金材料的产业基地; 3) 打造以电池级碳酸锂为基础的二次锂电池用的原材料板块。

表 2: 公司产能在 2011 年达到 12.5 万吨, 实现 63% 的增长

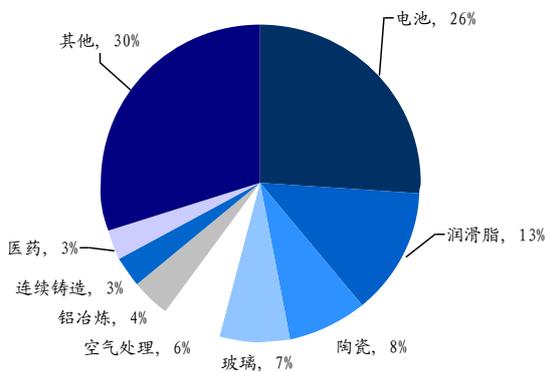
	原有产能	新增产能	11 年预计产能	备注
金属锂	400	250	650	本次募投项目
氟化锂	600	40	640	其中, 120 吨电池级氟化锂
氯化锂	3600	2400	6000	
丁基锂	75	150	225	本次募投项目
电池级碳酸锂	4000	2000	5000	自有资金

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

深加工锂产品景气处于上升通道

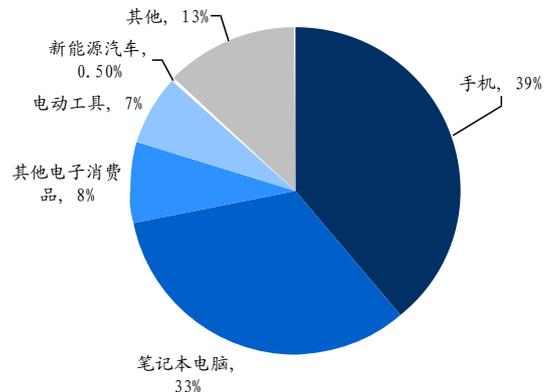
锂有“工业味精”之称, 被广泛应用于生产和生活的各个领域。根据 SQM09 年报, 电池是锂应用的最大领域 (26%), 其次是润滑脂 (13%), 医药大约占到应用比例的 3% 左右。从锂电池的消费结构来看 (电池级碳酸锂用于合成锂电池正极材料), 非动力锂电池 (手机、笔记本电脑等) 占据了 99% 左右的份额, 而应用于新能源汽车的动力锂电池目前占比仅为 0.5%。

图 5: 锂广泛应用于各个领域, 其中电池应用比例达到 26%



资料来源: SQM09 年报, 国信证券经济研究所

图 6: 锂电池消费结构中又以手机和笔记本电脑为主



资料来源: 日本 IIT, 国信证券经济研究所

表 3: 医药对锂（金属锂及丁基锂）的需求主要在降血脂和抗病毒药

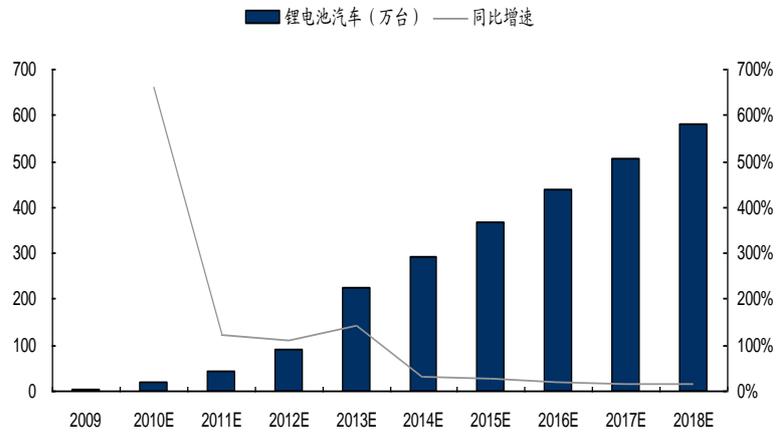
下游产品	具体药品
降血脂药	主要为他汀类降血脂药，包括安伐他汀、辛伐他汀、普伐他汀钠、洛伐他汀等降脂药物
抗病毒药	主要为抗艾滋病药品，以用 E2 生产的 Efavirenz 为例，作为艾滋病著名的鸡尾酒疗法中三个药物之一，属第二代新药

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

锂电池带动全球锂需求快速增长，原料药用锂亦进入一轮扩张期

锂电池，特别是动力锂电池将带动全球锂需求进入一个快速增长的通道。根据目前各国的发展规划，2010-2013 年锂电池汽车进入快速成长期，13 年全球锂电池汽车将达到 230 万台，按照目前技术水平一辆电动车需 30kg 左右的碳酸锂，那么 13 年将形成 6.7 万吨左右的需求，三年复合增长率将达到 125%。

图 6: 锂电池汽车进入稳步快速增长周期

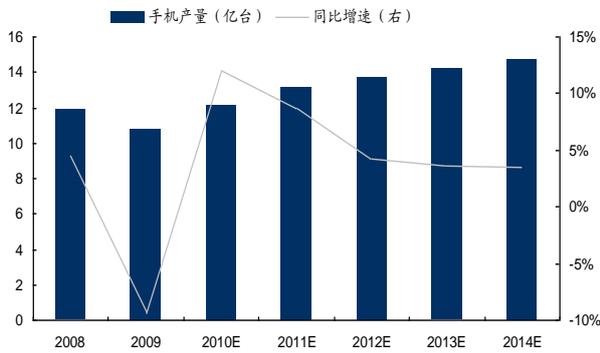


资料来源：日本 IIT，国信证券经济研究所

未来 2-3 年非动力锂电池用锂量复合增长率将在 14.5% 左右。全球手机消费市场 2010 年将得到复苏，实现 12%-13% 左右的增长，并恢复至 2008 年的水平。而个人电脑的供货量也将得到恢复，2010 年笔记本电脑供货量将达 1.95 亿台，同比增长 18%。

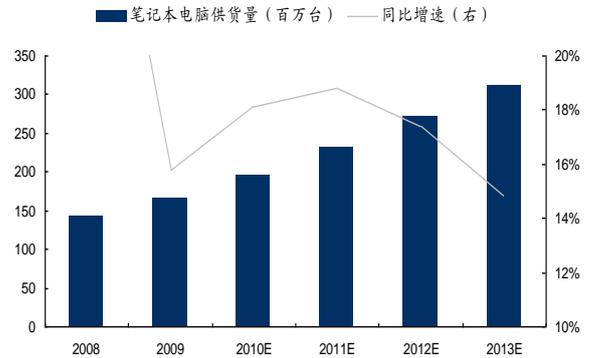
一般情况下，每块手机锂电池需电池级碳酸锂 3g，每块笔记本电脑锂电池需电池级碳酸锂 30g 左右。若按照每款产品平均配备 1.5 块电池来测算的话，2010 年电池级碳酸锂总需求量应该在 1.5 万吨左右，2012 年将达到 1.9 万吨左右，复合增长率为 14.5%。而这种预测是较为保守的，如果考虑到 3G 手机，大容量笔记本电脑的应用，电池级碳酸锂的消耗会更大。

图 7: 手机消费复苏, 并将保持 10% 左右的增长



资料来源: isuppli, 国信证券经济研究所

图 8: 笔记本电脑需求也在复苏, 复合增长在 15%-20% 间

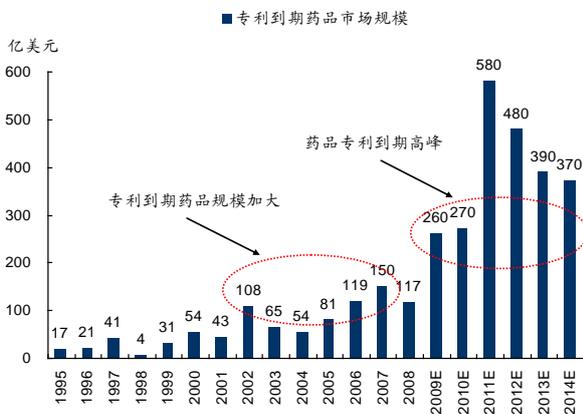


资料来源: IDC, 国信证券经济研究所

原料药用锂将进入一轮扩张期, 这主要是基于对大规模原研药专利的到期及仿制药规模将迅速扩张的判断。2009-2016 年仿制药将迎来快速发展期, 将有 996 亿美元 (按照 09 年销售额统计) 的专利药失去专利保护, 这些药品涉及抗肿瘤、心血管、消化系统、血管及造血系统、神经系统等各大类用药, 其中金属锂及丁基锂应用最为广泛的降血脂类医药约占到 10%。

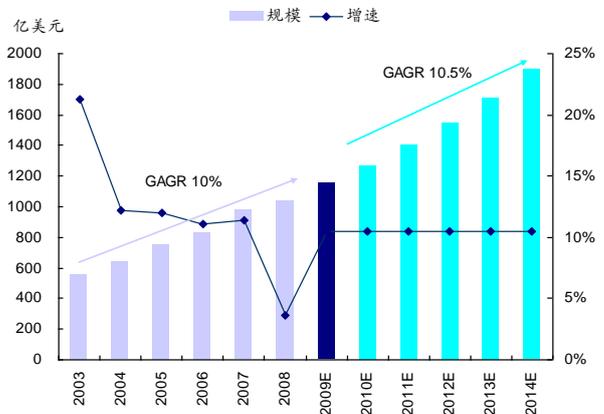
药品专利到期后一般将面临价跌量升的情况, 按照国信医药小组的测算, 仿制药的销售额未来有望保持 9%-11% 的增速, 如果换算成销量的话, 则 12%-15% 的增速是可期的。

图 9: 药品专利迎来到期高峰, 仿制药市场将进一步扩大



资料来源: Datamonitor, IMS Health, 国信证券经济研究所医药小组

图 10: 全球仿制药增速将保持 10.5% 的增长



资料来源: IMS, 国信证券经济研究所医药小组

根据以上预测, 并在假设其他用锂领域存在 5%-6% 增长的情况下, 我们认为全球锂产品需求未来 2-3 年的复合增长率为 26% 左右, 2012 年全球锂电池需求在 5.2 万吨左右。而锂电池用锂的比例也在逐年增加, 2018 年有望达到 60% 以上。

表 4: 全球锂需求预测: 动力锂电池将主导未来锂需求

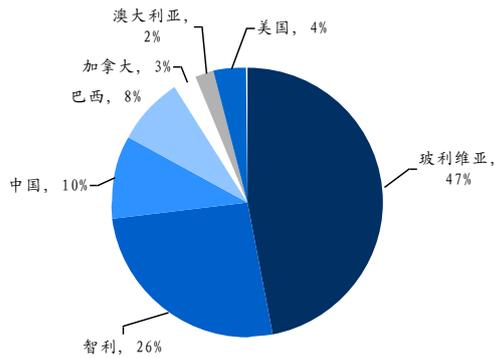
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
全球总需求 (吨)	68,500	78,566	91,147	111,132	156,550	181,982	210,210	236,821	261,607	289,470
增长率		14.7%	16.0%	21.9%	40.9%	16.2%	15.5%	12.7%	10.5%	10.7%
其中: 锂电池	17,180	25,149	34,841	51,761	93,924	116,522	141,790	165,313	187,532	212,716
增长率		41.2%	38.5%	48.6%	81.5%	24.1%	21.7%	16.6%	13.4%	13.4%

资料来源: SQM 年报, 国信证券经济研究所预测

技术条件限制中国资源开发, 国际巨头成本优势明显

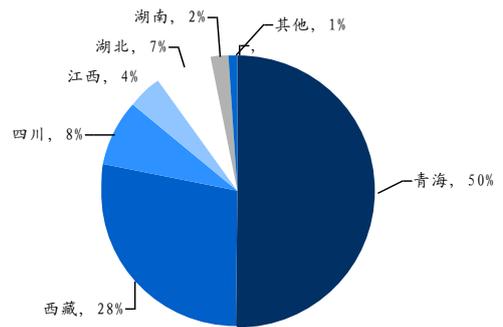
全球锂资源储量丰富, 目前探明总量在 1,100 万吨, 中国锂资源储量也较为丰富, 约占到全球的 10%。且全球 90% 的锂资源以盐湖卤水的形式存在, 中国卤水锂资源占比也达到了 80% 左右。由于中国卤水提锂技术起步较晚, 目前仍以矿石提锂 (锂云母和锂辉石) 为主, 仅有中信国安、西藏矿业使用本土卤水提锂, 且未实现大规模生产, 而实现大规模卤水提锂的赣锋锂业所需卤水也为外购, 这与国际上以卤水提锂为主形成了较大的对比。在卤水资源受到开发的限制下, 中国形成了以进口锂矿石进行生产等为主的局面。

图 11: 世界锂资源多集中在玻利维亚和智利地区



资料来源: USGS, 国信证券经济研究所医药小组

图 12: 中国锂资源集中在青海和西藏 (盐湖卤水)



资料来源: 安泰科, 国信证券经济研究所医药小组

依靠卤水提锂的成本优势, 目前全球锂行业形成了鲜明的垄断竞争格局。SQM、FMC 和 Chemetall 三家企业的锂产品在全球的市场份额占到了 77% 左右, 中国锂产品市场份额占比约为 22%。

表 5: 卤水提锂具有明显的成本优势 (以工业级碳酸锂为例)

生产工艺	企业名称	锂资源	吨成本估计 (人民币)	备注
卤水提锂	SQM	智利阿塔卡玛盐湖	8000 元	
	西藏矿业	扎布耶湖	1 万元	设施薄弱, 环境恶劣
	中信国安	西/东台乃尔湖	1.5 万元	镁锂比达到 40:1
	ST 盐湖	查尔汗盐湖		
矿石提锂	西部矿业	东台吉乃尔湖		
	新疆锂业	外购锂辉石	2.5-3.0 万元	
	天齐锂业	外购锂辉石		

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

关注电池级碳酸锂产能快速扩张或将带来的供给压力

预计 2012 年中国电池级碳酸锂产能将在 2 万吨左右, 全球静态产能 (不考虑

国际企业的扩产)将达到 5.7 万吨,供给压力有所显现;若考虑到国际企业和其他未公布信息的中国地方企业可能进行的扩产,未来 2 年供给压力有可能会进一步加大。

我们认为,随着新兴产能的投入,未来 2-3 年中国锂产品行业竞争格局将发生较大的变化。另外,具备成本和技术优势的国际企业是否进一步介入中国市场也是我们需要关注的一个问题,例如 FMC 在张家港新建的 1000 吨丁基锂企业将在 2011-2012 年投产,届时市场竞争将更加激烈。

表 6: 深加工锂产品产能统计表

企业或项目	金属锂	丁基锂	电池级碳酸锂	氯化锂	氟化锂
Chemetall	700	2600	12000	5000	
FMC	650	3200	10000	5000	
SQM			15000		
Novosibirsk	50				
赣锋锂业	650	225	5000	3600	600
天齐锂业	200		7500	4000	
江西宜春产业规划			5000		
中核燃料	300				
燕山石化		80			
巴陵石化		170			
新疆锂盐厂					
江苏宏伟					
江苏宏利达					
南通泛亚			1000		
赣州晶泰			1500		
上海远东					80
河北雄威					100
新余东鹏					100
全球产能合计	2770	6275	57000	17600	880
中国产能合计	1370	1475	20000	7600	880

资料来源:公司招股说明书,《中国金属通报》,江西宜春产业规划,国信证券经济研究所

注:1)宜春规划 3-5 年形成 10000 吨电池级碳酸锂规模,我们这里谨慎取值 5000 吨;

2) FMC 将在中国张家港新建 1000 吨丁基锂生产企业,合计产能达到 3200 吨;

3) 赣锋锂业、天齐锂业和宜春数据为扩产后产能,其余为 08 年统计数据

领先技术和相对成本优势是公司发展的基础

领先技术使公司实现了低成本优势和快速扩张

深加工锂产品业属于技术密集型企业。公司目前拥有多项国内外领先技术,是中国本土企业唯一实现了规模化卤水提锂生产的企业,并依靠卤水直提氯化锂和电池级碳酸锂,以及回收锂废料等领先技术,实现了成本优势。

表 7: 以氯化锂为例, 赣锋锂业在中国企业中具备明显的成本优势

生产工艺	代表企业	吨成本 (万元)	
		2008	2009
卤水直提	赣锋锂业	2.65	2.42
锂辉石提取	行业水平	3.66	2.96
	成本节约 (万元)	1.01	0.54

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

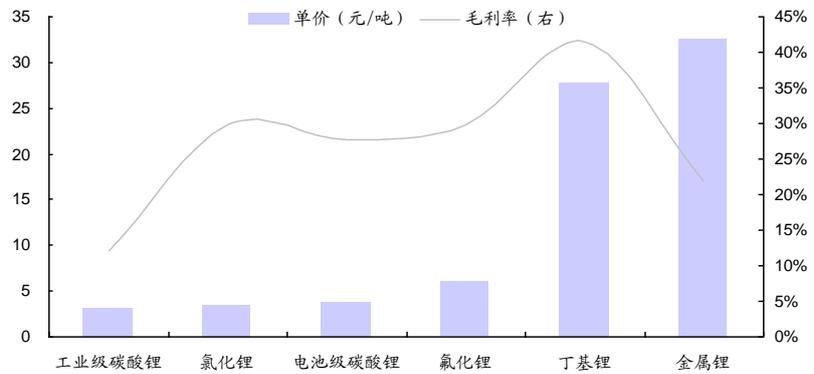
表 8: 公司具备多个国际、国内领先技术; 技术储备也较多

适用产品	技术名称	类型	成果水平	技术效果
氯化锂	卤水直提氯化锂	自主研发	国际领先	丰富生产原料, 降低成本
	循环回收氯化锂工艺	自主研发	国际独创	闭环生产, 降低成本
金属锂	多阳极有隔膜电解槽技术	自主研发	国内领先	降低成本
	真空低温蒸馏提纯金属锂工艺	自主研发	国际领先	降低成本
丁基锂	锂粒子氯丁烷滴加合成技术	自主研发	国内先进	降低成本, 提高质量
电池级碳酸锂	一步法卤水直提电池级碳酸锂	自主研发	国内先进	缩短工艺流程, 降低成本
锂盐	锂云母压浸法生产锂盐技术	自主研发	国际独创	降低锂云母提锂成本
氢氧化锂	强制循环蒸发结晶生产氢氧化锂	自主研发	国内领先	开发新产品, 降低成本

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

在依靠先进技术获得成本优势的同时, 先进技术及低成本又使公司顺利进入了新产品和高毛利市场。这对深加工锂产品企业是相当重要的, 因为单个深加工锂产品的市场容量其实并不大, 提高毛利和进入新的领域是企业发展的较优选择。以丁基锂为例, 公司成为中国唯一一家丁基锂规模化专业供应商, 而丁基锂是深加工锂产品中毛利最高 (40%) 的一个品种。

图 6: 公司各产品毛利率对比: 丁基锂毛利率达到 41%



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

注: 电池级碳酸锂因公司为直接披露, 我们选取天齐锂业来进行代替

电池级碳酸锂新秀, 关注其市场拓展情况

同时, 公司 09 年下半年进入电池级碳酸锂市场后, 就获得了快速发展, 市场份额从零跃升至 13.8%。考虑到电池级碳酸锂市场的快速增长, 我们认为电池级碳酸锂将是公司产品中增速最快的一个品种。公司作为电池级碳酸锂的新进入者, 产品正处在市场开拓阶段, 其后续锂电池市场的开拓进展是我们关注的一个重点。

表 9: 公司目前的前五大客户以医药和石化为主

公司	客户	客户所属领域	公司	客户	客户所属领域
赣锋锂业	深圳市兆码电子	数字音频视频产品企业	天齐锂业	当升科技	锂电池正极材料
	中石化茂名分公司	化工企业		中信国安盟固利电源技术	锂电池正极材料
	浙江沙星医药化工	医药化工		湖南杉杉新材料	锂电池正极材料
	香港 SUNCHEM	国际贸易公司		湖南瑞翔新材料	锂电池正极材料
	湖南金环颜料	化工颜料企业		北大先行泰安科技	锂离子电池正、负极材料

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所 (注: 天齐锂业目前在电池级碳酸锂行业中市场份额在 30% 以上, 处于龙头地位)

盈利预测与估值:

基本假设: 未来三年 EPS 分别为 0.43/0.57/0.64 元, 复合增长率为 21.8%

根据我们对深加工锂产品行业需求增长情况及竞争态势的判断, 我们对公司产品销量、价格及成本做了如下假设, 并测算出公司 10/11/12 年的净利润分别为 4,333/5,681/6,432 万元, 对应 EPS 分别为 0.43/0.57/0.64 元。

表 10: 盈利预测主要假设 (吨)

	2009	2010E	2011E	2012E
产品销量				
金属锂	309	362	426	505
氟化锂	490	530	575	625
氯化锂	561	630	710	800
丁基锂	84	110	135	170
碳酸锂	1,869	2,800	3,700	4,800
产品吨价				
金属锂	32.59	32.20	31.80	31.50
氟化锂	6.04	6.00	5.97	5.94
氯化锂	3.45	3.44	3.43	3.42
丁基锂	27.72	27.45	27.30	27.10
碳酸锂	3.48	3.47	3.46	3.45
产品吨成本				
金属锂	24.29	24.50	24.60	24.70
氟化锂	5.18	5.21	5.23	5.25
氯化锂	2.42	2.43	2.44	2.45
丁基锂	16.23	16.30	16.35	16.40
碳酸锂	2.72	2.73	2.74	2.74

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所预测

估值: 内含价值约为 17.8-20.3 元/股

因有色金属行业未有较好的可比公司, 我们倾向于采用锂电池产业链上的相关公司作为比较对象。目前上市锂电池产业链上的相关公司的 11 年 PE 倍数为 31-36 倍, 我们认为公司的合理估值区间为 17.8-20.3 元/股, 对应 10 年的 PE 为 48-55 倍。考虑到目前市场对锂电池相关公司的投资热情及上市首日的一般表现, 我们认为上市首日公司股价有望达到 31-33 元/股左右, 相对 20.67 元/股的发行价存在 50%-60% 的涨幅。

表 11: 锂电池产业链可比公司估值水平

代码	名称	收盘价	EPS			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000839	中信国安	12.49	0.30	0.40	0.75	41.50	31.47	16.70
000009	中国宝安	10.12	0.41	0.56	0.73	24.92	18.21	13.90
002056	横店东磁	19.60	0.61	0.79	0.97	32.18	24.84	20.30
000636	风华高科	12.28	0.22	0.33	0.51	56.98	37.31	24.08
600884	杉杉股份	18.58	0.79	1.04	1.30	23.54	17.87	14.34
000733	振华科技	11.07	0.13	0.16	0.21	84.37	69.54	52.87
000920	南方汇通	8.37	0.07	0.12	0.16	121.13	69.35	52.48
600273	华芳纺织	14.49	0.48	0.70	0.87	30.24	20.71	16.75
002139	拓邦股份	18.59	0.44	0.59	0.78	42.38	31.67	23.74
600390	金瑞科技	13.38	0.19	0.46	0.59	71.44	29.19	22.51
300073	当升科技	62.01	0.87	1.44	2.05	70.99	42.95	30.32
算术平均						55	36	26
中值						48	31	23

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所预测（以 2010/8/9 收盘价为基准）

核心判断的主要风险

- 1) 公司作为电池级碳酸锂市场的新进入者，同时在产能扩张的情况下，后续市场开拓的进展将对我们的预测造成大的影响；
- 2) 巨大市场吸引了众多的竞争者，不断加剧的市场竞争状况可能会影响公司产品的销售和盈利情况；
- 3) 受到宏观经济影响，锂电池消费容易出现波动，这也构成我们核心判断的风险；
- 4) 公司金属锂相当部分用于出口，出口政策及人民币汇率变动也是我们提醒投资者的另一个风险因素。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	21	549	530	527	营业收入	247	306	368	444
应收款项	82	59	66	73	营业成本	183	232	282	343
存货净额	47	59	72	89	营业税金及附加	2	2	2	2
其他流动资产	25	15	18	22	销售费用	5	7	8	10
流动资产合计	175	683	686	711	管理费用	13	17	16	19
固定资产	107	152	192	221	财务费用	4	(4)	(11)	(11)
无形资产及其他	13	21	30	38	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
资产总计	300	860	913	975	营业利润	39	53	71	81
短期借款及交易性金融负债	55	60	60	60	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	28	36	43	53	利润总额	44	58	76	86
其他流动负债	21	26	32	39	所得税费用	10	14	19	21
流动负债合计	104	122	135	152	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	6	0	0	0	归属于母公司净利润	34	43	57	64
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	6	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	110	122	135	152	净利润	34	43	57	64
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(1)	0	0
股东权益	190	738	778	823	折旧摊销	16	17	20	22
负债和股东权益总计	300	860	913	975	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	4	(4)	(11)	(11)
					营运资本变动	(25)	33	(10)	(11)
					其它	0	1	0	0
					经营活动现金流	26	94	67	75
					资本开支	(24)	(69)	(69)	(59)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(24)	(69)	(69)	(59)
					权益性融资	0	518	0	0
					负债净变化	6	(6)	0	0
					支付股利、利息	(4)	(13)	(17)	(19)
					其它融资现金流	(11)	5	0	0
					融资活动现金流	(6)	504	(17)	(19)
					现金净变动	(3)	528	(19)	(3)
					货币资金的期初余额	24	21	549	530
					货币资金的期末余额	21	549	530	527
					企业自由现金流	2	18	(14)	4
					权益自由现金流	(3)	20	(6)	12

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戩 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn