

2010-09-17

石油、化学、塑胶、塑料/石油

公司研究/调研报告

路翔股份 (002192)

增持/维持评级

股价: RMB41.08

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

《期待锂业板块正式登场》(买入) 2010/08/28

《锂业务蓝图展现》(买入) 2010/08/03

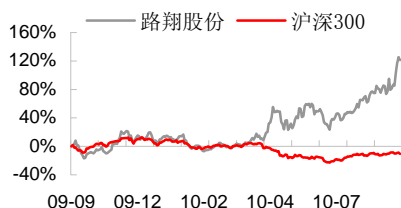
《“呷基卡, 动力电池催生的明星”》(买入)

2010/0727

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)	3365

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

筑梦踏实

—子公司融达锂业综合竣工验收大会调研纪要

- 9月15-16日, 我们再次远赴甘孜州呷基卡矿山, 参加了路翔股份子公司融达锂业一期项目的竣工验收。本次验收项目为《呷基卡锂辉石矿生产规模 24 万 t/a 采选工程项目》(即一期原矿采选能力 800 吨/日项目)。
- 即将实现锂精矿销售:** 截止 2010 年 8 月公司已完成露天采矿系统、选矿厂、尾矿库、矿山公路、取水供水设施、输配电设施、废石场等主要工程及辅助设施, 各项生产系统设施均能保证安全、持续生产并达到规定的生产能力。截止 8 月, 采矿作业累计完成 7.8 万吨原矿采选, 累计产出平均品位 5.5% 的锂精矿 1.1 万吨, 预计锂精矿销售将增厚公司 2010 年业绩 0.1 元。
- 锂业业务迈入成熟的生产型企业行列:** 我们认为, 此次竣工验收正式揭开了公司已运作已久的锂业业务板块的帷幕, 在新能源汽车引发的锂产业链大发展的前夜, 公司作为拥有核心上游资源的企业, 通过综合竣工验收, 锂业业务不再是概念炒作, 公司将迈入成熟的生产型企业行列, 未来随着后续项目的一步步展开, 业绩也将逐步释放, 公司或将成为此番锂电浪潮中, 为数不多的踏踏实实“做事情”的公司。
- 后续项目紧锣密鼓:** 扩产方面, 已完成可行性研究报告, 并已向甘孜州经济委员会进行了项目备案, 计划扩建采矿规模至 110 万吨/年(折合 3014 吨/天 × 365 天, 通过保温、防冻设施实现全年生产), 选矿厂规模扩建至 3500 吨/天; 深部矿权的申请方面: 甘孜州国土资源局已向四川省国土资源厅申请“将 134 号脉 4405 米标高以下锂辉石资源配置给 134 号脉现采矿权人”; 冶炼、深加工方面: 2 万吨碳酸锂及锂电材料的产业基地项目已完成锂盐厂名称工商预核、地形图测量、工程地址勘察及项目可行性研究报告。
- 锂产业不仅仅止步在碳酸锂:** 根据公司锂业板块的规划, 5 年投入 10 亿元(目前已经投入约 2 亿元)未来将向下游延伸, 建设锂电材料一体化产业基地, 远期目标为实现 60 亿元的销售收入, 公司与融达锂业二股东融捷投资(实际控制人吕向阳先生也为比亚迪的二股东)的沟通也为公司站在行业的制高点上, 避免走弯路确立了保障, 我们认为, 公司前景明朗、趋势乐观, 未来有巨大潜力尚待挖掘, 维持“买入”评级。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	607.2	337.7	887.4	1383.8	2174.4
(+/-%)	73.8	139.7	46.1	56.0%	57.1
归属母公司净利润(百万元)	20.8	1.2	38.8	89.8	218
(+/-%)	39.7	647.1	86.5	131.4	142.7
EPS(元)	0.17	0.01	0.32	0.74	1.80
P/E(倍)	241.65	4108.00	128.38	55.51	22.82

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

一期项目梦圆，锂业不再是概念

截止 2010 年 8 月公司已完成露天采矿系统、选矿厂、尾矿库、矿山公路、取水供水设施、输配电设施、废石场等主要工程及辅助设施，各项生产系统设施均能保证安全、持续生产，并达到规定的生产能力。

另据公司验收发布会上公布的资料，截止 8 月，采矿作业累计完成 7.8 万吨原矿采选，累计产出平均品位 5.5% 的锂精矿 1.1 万吨，原矿采选能力达到并超过 800 吨/天，正式投产后，锂精矿将实现销售收入，预计对增厚公司 2010 年业绩 0.1 元。

我们认为，此次竣工验收正式揭开公司已运作已久的锂业业务板块的帷幕，在新能源汽车引发的锂产业链大发展的前夜，公司作为拥有核心上游资源的企业，通过综合竣工验收，锂业业务不再是概念炒作，公司将迈入成熟的生产型企业行列，未来随着后续项目的一步步展开，业绩也将逐步释放，公司或将成为此番锂电浪潮中，为数不多的踏踏实实“做事情”的公司。

后续项目紧锣密鼓

➤ 扩产方面，已完成可行性研究报告，并已向甘孜州经济委员会进行了项目备案，计划扩建采矿规模至 110 万吨/年（折合 3014 吨/天 × 365 天，通过保温、防冻设施实现全年生产），选矿厂规模扩建至 3500 吨/天，项目建设年限为 2010 年 8 月至 2011 年 6 月，符合此前我们的预期。

➤ 深部矿权的获取方面：甘孜州国土资源局已向四川省国土资源厅申请“将 134 号脉 4405 米标高以下锂辉石资源配置给 134 号脉现采矿权人”；

另外，甘孜州锂辉石矿探明总量约 8000 万吨，根据甘孜州对矿产资源的规划：“向优势企业集中，向优势园区集中”未来公司仍有可能进一步整合甘孜州内其他新探明的锂矿资源。

待获取深部矿权和扩产完成后，公司将就矿山品位及生产规模方面在世界上屈指可数。

➤ 冶炼、深加工方面：2 万吨碳酸锂及锂电材料的产业基地项目已完成锂盐厂名称工商预核、地形图测量、工程地址勘察及项目可行性研究报告。公司冶炼深加工项目将分三期建设，计划到 2014 年完成，形成具有锂盐化工、锂电材料一体化的锂电材料产业基地。

若按 110 万吨/年的原矿的采矿规模计算，约可实现 2.3 万吨/年碳酸锂生产的原材料自给。我们判断项目或将在 2012 年中期实现一期投产，具体规模及产品类型要看公司对下游市场需求的判断。

我们观察到，公司在深加工方面正积极吸引、储备人才，在验收大会上我们见到了曾任职于其他锂业公司的技术骨干，公司也同长沙矿冶研究院等知名院所合作，产学研一体化，同时，我们注意到，公司董事长柯荣卿先生是核反应堆工程专业出身，30 年前就开始接触锂材料，或是公司吸引锂业人才的重要一环。

目前生产出的锂精矿将大部分实现销售，而四川十来家锂盐加工企业，仍大量进口澳洲矿石，我们认为，公司或将选择 2-3 家战略合作伙伴，并不排除以委托加工形式，生产碳酸锂，为下游深加工产品的销售提前做准备。

不仅仅止步碳酸锂

根据公司锂业板块的规划，5 年投入 10 亿元（目前一期项目完工已经投入约 2 亿元）未来将向下游延伸，建设锂电材料一体化产业基地，远期目标是达到 60 亿元的销售收入。

我们认为，“锂电材料一体化产业基地”的构想昭示着公司在锂业务上的雄心，同时，融达锂业二股东融捷集团（目前持 49% 股权）的实际控制人吕向阳先生也是比亚迪（1211 HK）的二股东，而比亚迪在锂电材料及电动汽车产业方面走在世界前列，我们判断，未来公司或将成为比亚迪产业链上的一部分，而现阶段，通过与融捷投资的沟通（目前还没有实质性合作），对公司站在行业制高点上，掌握行业发展节奏，避免走弯路确立了保障。

风险提示

我们对公司 2011-2012 年的盈利预测是基于 2011 年中期实现扩产到原矿采选能力 3000 吨/日，2012 年电池级碳酸锂实现 7500 吨销售，锂精矿 2010-2012 年价格为 1647 元、1796 元、1960 元（不含税）及电池级碳酸锂 2012 年的价格为 55000 元（不含税），而实际建设速度、锂精矿和电池级碳酸锂的价格可能低于我们预期，公司锂业业务发展及盈利状况尚存在一定不确定性。

附：公司对行业的观点

世界三大巨头（智利 SQM 公司、德国 CHEMETALL 公司、美国 FMC 公司）锂盐均不是其主要产品，因而难以测算其具体的准确成本，并且盐湖卤水提取碳酸锂目前只能一步加工到工业级碳酸锂，要做到电池级碳酸锂，还需进行二次加工，二次加工的成本高并面临较大的环保压力，矿石可以直接做到电池级碳酸锂。未来碳酸锂的需求主要来自于电动汽车所需的高纯碳酸锂，在这个领域矿石提取具有成本优势。

国内目前矿石提取碳酸锂主流还是 50 年代的技术，而先进的生产工艺、技术已经另成本大幅下降成为可能。

对于供求关系，公司认为锂电池将不仅仅解决电动汽车的需求，未来蓄能电站，大功率锂电池安全问题逐渐得以解决后，锂电池的应用将会很广，2015 年规划的电动汽车产能或将是现在的数倍，目前动力电池才刚刚起步。

与同行业公司西藏矿业、中信国安、天齐锂业、赣峰锂业相比较，后两者尚未具备可采资源，仍是加工型企业，前两者与公司资源属性不同，随着公司一期项目的投产，公司迈入成熟的生产性企业行列，并且在资源禀赋方面，公司在世界上屈指可数。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	602	765	1059	1718	营业收入	607	887	1384	2174
现金	136	222	277	478	营业成本	538	779	1173	1706
应收账款	189	293	406	678	营业税金及附加	1	2	3	5
其他应收款	16	25	37	60	营业费用	8	9	11	21
预付账款	117	39	59	85	管理费用	26	36	48	100
存货	142	186	280	416	财务费用	8	14	26	42
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	310	389	627	998	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	63	177	427	777	营业利润	24	46	122	299
无形资产	118	118	118	118	营业外收入	0	2	1	1
其他非流动资产	128	92	80	101	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	912	1153	1686	2716	利润总额	24	47	123	300
流动负债	590	792	1199	1975	所得税	4	7	18	45
短期借款	192	471	709	1210	净利润	20	40	104	255
应付账款	46	121	176	254	少数股东损益	-0	1	0	1
其他流动负债	352	200	315	511	归属母公司净利润	21	39	104	254
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	32	66	163	373
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.17	0.32	0.74	1.80
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	590	792	1199	1975	主要财务比率				
少数股东权益	82	83	84	85	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	121	121	141	141	成长能力				
资本公积	54	54	54	54	营业收入	73.8%	46.2%	55.9%	57.1%
留存收益	64	103	207	461	营业利润	38.4%	88.9%	166.0%	145.5%
归属母公司股东权益	239	278	402	656	归属于母公司净利润	39.7%	87.4%	167.2%	144.0%
负债和股东权益	912	1153	1686	2716	获利能力				
					毛利率 (%)	11.4%	12.2%	15.3%	21.6%
					净利率 (%)	3.4%	4.4%	7.5%	11.7%
					ROE (%)	8.7%	14.0%	25.9%	38.7%
					ROIC (%)	7.2%	8.2%	13.5%	19.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	64.7%	68.6%	71.2%	72.7%
					净负债比率 (%)	32.52%	59.50%	59.09%	61.29%
					流动比率	1.02	0.97	0.88	0.87
					速动比率	0.78	0.73	0.65	0.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.92	0.86	0.97	0.99
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	19.95	9.36	7.91	7.94
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.17	0.32	0.74	1.80
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.03	-0.80	0.52	1.02
					每股净资产 (最新摊薄)	1.97	2.29	2.85	4.64
					估值比率				
					P/E	242.17	129.26	56.35	23.10
					P/B	21.04	18.09	14.58	8.94
					EV/EBITDA	160	79	32	14

数据来源: 华泰联合证券研究所。

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@lhq.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@lhq.com