

赣锋锂业

有色金属及压延加工

锂产品深加工随新兴产业腾飞

公司评级 合理估值区间：20.25-22.50 元

投资要点：

- **国内锂产品深加工领先企业受益新兴产业需求。** 公司是国内深加工锂产品企业中产品链条最长、品种最齐全、创新能力最强的企业，是国内第一家实现与国际领先企业展开全产品链竞争的企业，是国内深加工锂产品供应商中的领先企业。从细分产品看，公司在金属锂、丁基锂、氟化锂市场均位居国内第一，电池级碳酸锂处于国内领先行列。公司快速发展将得益于新药品、新能源、新材料三大领域的旺盛需求。
- **技术优势保障持续创新能力。** 公司通过长期自主研发，掌握了锂系列产品领域中的一系列关键生产技术和工艺，且开发了十余种新产品和多项独创专利生产技术，填补了多项国内技术空白，处于国内锂行业技术研发的领先地位。公司目前已申报了专利技术9项，其中7项发明专利，2项实用新型专利，拥有非专利技术十余项，公司参与制定电池级氟化锂行业标准和无水氯化锂国家标准。公司技术优势保障持续创新能力和新产品开发。
- **锂化物回收和规模采购保障成本优势。** 公司利用技术优势建立的卤水提取氯化锂生产线及回收锂化物综合利用体系，在氯化锂和金属锂领域形成明显的成本竞争优势。同时，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，保障采购环节的成本优势。
- **募投项目助公司增强国内外市场竞争力。** 募投项目将新增锂及锂材产能250吨，新增丁基锂产能150吨，对于增强公司产品在国内、外市场的竞争力、提升国内锂行业的国际竞争力起重要的推动作用。
- **申购建议：** 预计公司2010、2011年全面摊薄EPS分别为0.45、0.59元，参照A股可比公司估值，2010年P/E倍数在45-50之间，公司合理估值为20.25-22.50元，建议申购。
- **风险提示：** 1) 行业毛利率较高，吸引竞争者加入，利润率下滑；
2) 原材料成本占比较高，价格波动及汇兑损失风险；

2010 年 7 月 22 日

主要数据

发行量（万股）	2500
发行后总股本（万股）	10000
社会公众股占比（%）	25

相关研究报告

联系方式

研究员：	苏立峰
执业证书编号：	S0020108071132
电 话：	021-51097188-1930
电 邮：	sulifeng@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路179号（230001）

第1部分 锂行业背景

随着全球新能源、新材料开发与技术进步及对健康科技重视的热潮，锂产品的新应用也越来越受到关注，并随之带动了深加工锂产业的发展。

深加工锂产品产业目前正处于行业生命周期的发展初期，是新兴朝阳产业，其快速发展主要得益于来自下游新药品、新能源、新材料三大领域的旺盛需求。

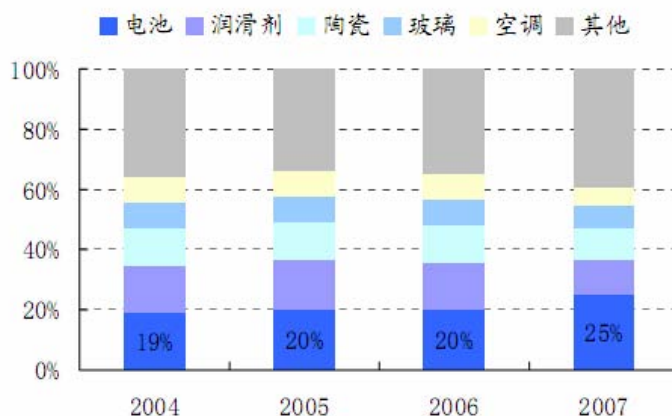
在新药品领域，深加工锂产品主要用作生产他汀类降脂药和新型抗病毒药等新药品的关键中间体；

在新能源领域，深加工锂产品主要用于生产一次高能电池、二次锂电池和动力锂电池；

在新材料领域，深加工锂产品主要用于生产新型合成橡胶、新型工程材料、陶瓷和稀土冶炼等。

上述产品均为传统产业中利用新工艺和新技术研制成功的新产品，代表了各国产业升级和未来的发展方向，具有巨大的增长空间。

图 1：锂应用领域占比情况

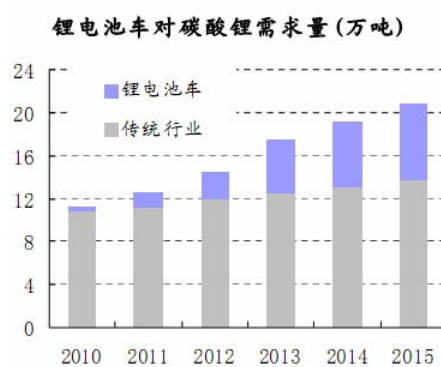


资料来源：招股说明书、国元证券

图 2：锂电池车产量预测



图 3：碳酸锂需求预测



资料来源：招股说明书、国元证券

表1：2008年国内、外深加工锂产品供应商产能情况

	名称	金属锂	丁基锂	电池级碳酸锂	氯化锂	氟化锂
国际供应商	Chemetall	700	2600	12000	5000	
	FMC	650	2200	10000	5000	
	SQM			15000		
	Novosibirsk	50				
国内供应商	赣锋锂业	400	75	500	3600	600
	四川天齐锂业股份有限公司			4000	4000	
	中核建中核燃料元件有限公司	300				
	燕山石化		80			
	巴陵石化		170			
	新疆锂盐厂	80				
	江苏宏伟锂业有限公司	40				
	江苏宏利达锂业有限公司	100				
	南通泛亚锂钴材料有限公司			1000		
	赣州晶泰锂业有限公司			1500		
	上海远东锂制品公司					80
	河北雄威化工股份有限公司					100
	新余市东鹏化工有限责任公司					100

资料来源：《中国金属通报》、国元证券

表2：近几年我国金属锂的市场供求状况

年度	产量	进口量	出口量	表观消费量
2005	425	30	140	315
2006	515	40	210	345
2007	574	64	258	380
2008	908	105.5	498.5	515

资料来源：《中国金属通报》、国元证券

表3：锂产业相关的国家产业政策

颁布部门	颁布时间	产业政策	相关内容
国家发改委	2009/5/11	《有色金属产业调整振兴规划》	推进有色金属产业调整和振兴，以控制总量、淘汰落后、技术改造、企业重组为重点，推动产业结构 调整和优化升级。 具体要点主要包括：一要稳定和 扩大国内市场，改善出口环境；二要严格控制总量， 加快淘汰落后产能；三要加大技术改造和研发力度， 推动技术进步。开发前沿共性技术，提高装备工艺 水平和关键材料加工能力；四要促进企业重组，优 化产业布局，加强企业管理和安全监管，提高产业 竞争力；五要充分利用国内外两种资源，增强资源 保障能力；六要加快建设覆盖全社会的有色金属再 生利用体系，发展循环经济，提高资源综合利用水 平。会议决定，国家安排贷款贴息支持企业技术改造，抓紧建立国家收储机制，调整产品出口退税率结构。
国家发改委	2009/5/18	《石化产业调整振兴规划》	内容主要包括六个方面：一要保持产业平稳运行。 二要提高农资保障能力。 三要统筹重大项目布局， 大力推进技术改造。推广资源综合利用和废弃物资 源化技术，发展循环经济。 四要控制总量、淘汰落 后产能。 五要加大政策扶持。 六要完善公司治理结构，加强科学决策，增强风险防控能力，提高石化 企业管理水平。
国家发改委	2009/4/15	《电子信息产业调整振兴规划》	适应技术变化 and 市场需求，大力发展新型电力电子器件、半 导体照明、高频频率 器件、光通信器件等新型电子元器件产品。围绕国 内整机配套，调整产品结构，提升整机配套急需的 片式元器件、混合集成电路、新型电池和新型印刷电路板等产品的生产能力，逐步形成自主高效的分 工配套体系；提高出口产品竞争力等。
国家发改委	2009/3/20	《汽车产业调整振兴规划》	今后三年中央安排 100 亿元专项资金，重点支持企业技术创新、技术改造和新能源汽车及零部件发展；实施新能源汽车战略。推动电动汽车及其关键零部 件产业化。中央财政安排补贴资金，支持节能和新 能源汽车在大中城市示范推广。
全国人大	2007/10/28	《中华人民共和国节约能源法》	强调了节约能源、提高能源利用效率的重要性，并将节约资源确定为我国的一项基本国策

		“十一五”重点发展的前沿技术包括氢能及燃料电池，高效	
国家发改委	2007/4	《能源发展“十一 五”低成本化石能源和可再生能源制氢、经济 高效氢储存和输	配、燃料电池关键技术等
国家发改委、科		《当前优先发展的高技特种功能材料（高性能二次锂电池）、高分子材料及新型催	
学技术部、商务		术产业化重点领域指南 化剂、盐湖提锂、提镁技术（单 水氢氧化锂、高纯金属锂、	
部、国家知识产	2007/1/23	（2007 年度）》	锂电池电解质、空调用 溴化锂）、核工程用特种材料
权局			
科学技术部、			
财政部、	2006/9/28	《中国高新技术产品目大容量锂离子电池、高能锂原电池、三硼酸锂（LBO）晶体	
国家税务总局		录（2006）》	等锂系列晶体
		有色金属工业中长期科	
中国有色金属	2006/6	技发展规划	设置有色金属矿产资源、节能、环保、基础材料、 新材料 5
工业协会		（2006—2020 年）	个重点领域
		加快产品、产业化技术研发，促进化学药产品的更新换代，	
国家发改委	2006/6	《医药行业“十一 五”加快国际市场开拓，提升在国 际医药产业中的分工地位。	
		发展指导意 见》	巩固和提升我国传统化 学原料药和普药生产的优势；开发
			特色原料药；加 强创新药物的研制；开拓制剂国际市场，
			改善出口产品结构。
		《中华人民共和国国民	
全国人大	2006/03	经济和社 会发展第十加	加快发展高技术产业；发展新材料产业；优化发展能源工业；
		一个五年规划纲要》	加强资源综合利用
国家发改委			
科学技术部		《中国高新技术产品出钽酸锂晶体、铌酸锂晶体、锂铝合金板、溴化锂制冷剂、高	
商务部	2006/1/9	口目录（2006）》	能锂原电池、锂离子电池
海关总署			

资料来源：招股说明书、国元证券

第2部分 公司概况及竞争优势

公司的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）等二十余种锂系列产品，是国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、新工艺技术最全面的专业生产商。

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竞争的企业。在锂产品链的关键生产技术上，公司系国内首家突破从卤水中直接提取电池级碳酸锂技术的企业、国内首家专业化和规模化供应丁基锂的企业、国内唯一实现规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业、国内第一家实现从卤水中直接提取氯化锂的企业，上述各项关键生产技术填补了国内空白并处于国际先进水平。

公司在多项细分产品市场上处于国内领先地位，其中的金属锂、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。

公司在国内深加工锂产品领域形成了产品品种齐全、产品加工链条长、产品附加值高的综合竞争优势。

● 技术研发优势

锂行业属于技术密集型行业，公司全产品链发展是基于公司良好的技术优势。公司目前自主创新能力和工艺技术处于行业领先水平，譬如“从卤水中提取氯化锂”生产线属国内首创，技术水平和技术经济指标达到国际先进水平。“从卤水中直接提取电池级碳酸锂”生产线填补国内技术空白，达到国际先进水平。

公司通过长期自主研发，掌握了锂系列产品领域中的一系列关键生产技术和工艺，且开发了十余种新产品和多项独创专利生产技术，填补了多项国内技术空白，处于国内锂行业技术研发的领先地位。公司目前已申报了专利技术9项，其中7项发明专利，2项实用新型专利，拥有非专利技术十余项，公司参与制定电池级氟化锂行业标准和无水氯化锂国家标准。

公司企业技术中心2008年12月通过“省级企业技术中心”认定，公司2009年12月通过了“国家高新技术企业”认定。丁基锂项目获得中央投资重点产业振兴和技术改造项目专项资金贷款贴息扶持。

在电池级金属锂领域，公司拥有国内独创的真空低温蒸馏提纯工艺，自行研发建成了锂资源综合回收生产体系，是国内利用回收锂化合物综合循环生产金属锂的最大

企业；

在丁基锂领域，是国内首家专业化和规模化供应丁基锂的企业；

在电池级碳酸锂领域，公司是国内唯一掌握直接从卤水提取电池级碳酸锂的企业；公司也是国内唯一掌握直接从卤水中提取氯化锂技术的企业；多项技术达到了国际先进水平，拥有较强的技术优势。

表 4：公司专利技术情况

序号	专利名称	类型	申请号	申请日
1	硫酸法锂云母提锂工艺中精硫酸锂溶液的生产方法	发明	2006101453625	2006 年 11 月 24 日
2	金属锂真空蒸馏提纯方法及装置	发明	2007101881035	2007 年 11 月 9 日
3	一种结晶无水氯化锂生产方法及装置	发明	2008100047591	2008 年 1 月 30 日
4	从锂云母提锂制备碳酸锂的方法	发明	200810127821.6	2008 年 7 月 2 日
5	一种金属锂粒子自动剪切装置	实用新型	200920002765.3	2009 年 2 月 16 日
6	一种利用氯化锂溶液制备电池级碳酸锂的方法	发明	2009101585327	2009 年 9 月 11 日
7	制备电池级磷酸二氢锂的方法及由此制得的电池级磷酸二氢锂	发明	200910170206.8	2009 年 9 月 4 日
8	一种氟化锂的制备方法	发明	200910221557.7	2009 年 11 月 20 日
9	脱氟锂云母用卧式连续压浸釜	实用新型	200920271455.1	2009 年 12 月 11 日

资料来源：招股说明书、国元证券

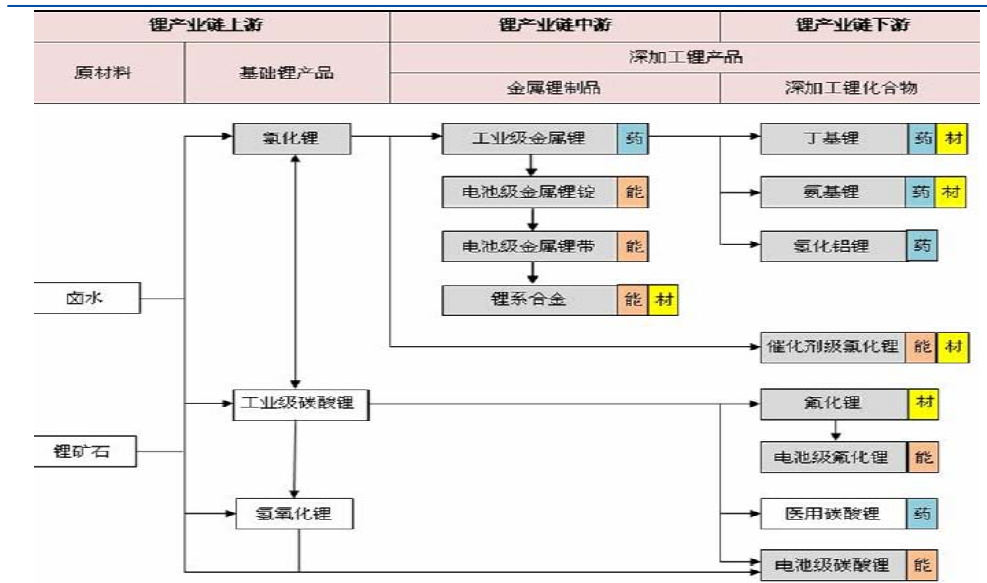
表 5：公司专有技术情况

序号	技术名称	技术来源	成果水平
1	金属锂低温蒸馏提纯技术及装置	自主研发	国际领先
2	强制循环蒸发结晶生产氢氧化锂	自主研发	国内领先
3	含锂卤水净化除杂工艺	自主研发	国际领先
4	氧化锂合成工艺	自主研发	国际领先
5	氢化锂合成工艺	自主研发	国内领先
6	正丁基锂生产工艺	自主研发	国内先进
7	氯丁烷生产工艺	自主研发	国内先进
8	回收锂化合物无污染生产氯化锂技术	自主研发	国际独创
9	锂云母压浸法生产锂盐技术	自主研发	国际独创

资料来源：招股说明书、国元证券

● 产业链完整优势

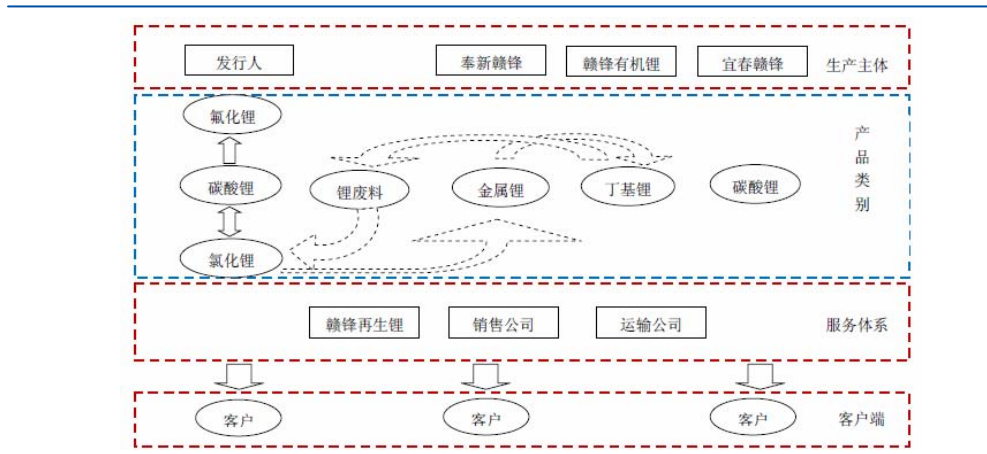
图 4：锂产业链



资料来源：招股说明书、国元证券

公司主营业务突出，产品品种丰富，覆盖了从基础锂化合物-金属锂-深加工锂化合物的纵深产业链，成为国内首家建立“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”的全产品链生产的企业，在行业中具有较高的综合竞争优势。

图 5：公司产业链分布情况



资料来源：招股说明书、国元证券

全产品链生产的优势之一是可以向上延伸至卤水和含锂回收料的加工，在扩大原材料选择范围的同时，又降低生产成本、增加产品毛利率；全产品链生产的优势之二是丰富产品品种，加入丁基锂、电池级金属锂等高端、高附加值产品的市场竞争，在增加企业利润来源的同时，也避免产品单一所带来的风险。

全产品链供应的优势也有助于提高各细分品种的服务品质和竞争能力，如在金属锂和丁基锂产品上，公司在销售产品的基础上，回收客户使用后形成的含锂回收料，

重新提炼出氯化锂和金属锂，帮助客户降低环保处理成本，强化了公司和客户之间合作的稳定性。

● 成本领先优势

公司利用技术优势建立的卤水提取氯化锂生产线及回收锂化物综合利用体系，在氯化锂和金属锂领域形成明显的成本竞争优势。

虽然全球锂资源储量丰富，但开采比例较低，供应渠道较为集中。根据该特点，公司将完善原材料采购体系、降低生产成本作为战略任务，一方面大力突破卤水提氯化锂的技术工艺，向上游延伸原材料生产链；另一方面通过对回收锂化物的综合利用，创新性拓宽原材料采购品种和渠道。

公司积极响应国家政策，综合回收利用锂应用领域中形成的各类含锂残液、残渣，建成资源闭路循环的生态工业生产体系，杜绝各种锂资源浪费；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。

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（公司和 SQM 公司于 2007 年 5 月签署了五年期的卤水供销合同），公司现已形成卤水、碳酸锂、氯化锂及回收锂化物的多渠道、多样性的柔性采购体系，同时公司也在不断完善锂云母的综合回收生产工艺和技术，有效降低原材料波动风险。公司 2007 年建成国内唯一的卤水提取氯化锂生产线后，金属锂的生产成本比采购碳酸锂进行生产的成本分别降低约 20%、15%、12%，形成了较明显的成本优势。

● 规模优势带来的盈利能力突出

公司是国内深加工锂产品企业中产品链条最长、品种最齐全、创新能力最强的企业，是国内第一家实现与国际领先企业展开全产品链竞争的企业，是国内深加工锂产品供应商中的领先企业。

从细分产品看，公司在金属锂、丁基锂、氟化锂市场均位居国内第一，电池级碳酸锂处于国内领先行列：2008 年，公司金属锂的国内市场消耗 163 吨，占据国内市场 31.65% 的市场份额²⁴，在金属锂领域产量和销售量居国内第一；公司氟化锂的国内市场销售量为 434 吨，占据国内市场 56.36% 的市场份额；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。

表6：公司金属锂和氟化锂的市场占有率情况

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

资料来源：招股说明书、国元证券

图 6：主要产品毛利占比情况



资料来源：招股说明书、国元证券

表7：公司分产品毛利率情况

项目		氯化锂	金属锂	丁基锂	碳酸锂	氟化锂	其他
2009	毛利(万元)	578.23	2,569.40	966.86	1,419.04	419.43	383.82
	毛利率	29.88%	25.47%	41.47%	21.79%	14.18%	45.00%
2008	毛利(万元)	823.68	3,449.52	584.47	470.04	1,416.91	425.73
	毛利率	34.40%	29.02%	37.48%	24.26%	34.52%	20.55%
2007	毛利(万元)	728.17	3,177.41	102.38	83.05	1,170.48	427.06
	毛利率	24.55%	28.81%	19.44%	20.60%	24.29%	37.06%

资料来源：招股说明书、国元证券

第三部分 募投项目

公司本次募集资金的运用将帮助公司完成产能扩展，以及新产品的生产与研发，对于增强公司产品在国内外市场的竞争力、提升国内锂行业的国际竞争力起重要的推动作用。

表8：募投项目情况 单位：万元

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	

资料来源：招股说明书、国元证券

表9：公司未来产能情况 单位：吨

序号	产品	原有产能	募集资金扩产	2010 产能	2011 产能
1	金属锂	400	250	480	650
2	电池级氟化锂	80	-	120	120
3	氯化锂	3600	-	5000	6000
4	丁基锂	75	150	150	225
5	碳酸锂	3000	-	4000	5000

资料来源：招股说明书、国元证券

表 10：可比公司估值情况

代码	名称	PE			
		2009	2010E	2011E	2012E
000839	中信国安	32.4	43.5	30.8	16.8
600884	杉杉股份	83.6	53.4	32.6	16.6
002091	江苏国泰	57.1	45.9	36.8	29.8
300037	新宙邦	90.4	66.6	47.7	34.2
平均值		65.9	59.6	41.5	30.7

表 11: 利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	247	387	467	575
营业成本	183	307	367	447
营业税金及附加	2	2	3	3
营业费用	5	9	11	13
管理费用	13	20	25	30
财务费用	4	-3	-4	-4
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	39	51	64	85
营业外收入	7	5	5	5
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	44	55	68	89
所得税	10	10	9	12
净利润	34	45	59	77
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	34	45	59	77
EPS (元)	0.34	0.45	0.59	0.77

申购建议: 预计公司10、11年全面摊薄EPS分别为0.45、0.59元, 参照A股可比公司估值, 2010年P/E倍数在45-50之间, 公司合理估值为20.25-22.50元, 建议申购。

风险提示: 1) 行业毛利率较高, 吸引竞争者加入, 利润率下滑;
 2) 原材料成本占比较高, 价格波动及汇兑损失风险;

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn