

李琳琳

执业证书编号: S0730209090108

021-50588666-8045

lill@ccnew.com

产品链丰富的锂深加工企业

—赣锋锂业(002460)新股定价报告

研究报告-新股定价报告

建议询价区间: 17-20.4 元

发布日期: 2010 年 7 月 21 日

发行数据

发行价(元)	——
发行数量(万股)	2500
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2010 年 7 月 28 日
上市日期	——

基础数据

每股净资产(元)	2.54
每股经营现金流(元)	0.64
毛利率(%)	25.70
净资产收益率(%)	19.45
资产负债率(%)	44.57
发行后总股本(万股)	10000
B 股/H 股(万股)	——

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是锂及其衍生物的专业生产商,产品线丰富,各子产品如金属锂、电池级碳酸锂在细分领域均拥有一定的行业地位。

投资要点:

- **公司是产品链丰富的锂深加工企业。**拥有从碳酸锂、金属锂到丁基锂等二十余种锂产品,也是国内唯一规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业。其中,金属锂、丁基锂、氟化锂销量 2007 年、2008 年连续两年位居国内第一。
- **有望受益锂电池新能源汽车加速发展。**近两年,国内外主流汽车生产商纷纷开发研制混合动力及纯电动汽车;各国政府争相出台相关鼓励措施;各国资本也在加速进入锂资源的争夺,锂动力电池材料及技术的开发中。种种迹象表明,锂电池新能源汽车有望加速发展。
- **公司竞争优势明显。**公司临近宜春锂都,具备资源地域优势;产品多元化程度较高;原料来源广泛,包含锂灰石、卤水、含碳酸锂、氯化锂废液等多种,符合国家发展循环经济的政策导向;经营机制灵活。
- **募投项目将增强公司竞争优势。**公司拟发行 2,500 万股,投入金属锂改扩建、丁基锂产能扩张及研发中心三个项目。前两个项目进一步巩固了公司产品的规模优势,最后一个项目为公司后续的发展提供了有力的保障。
- **建议发行价区间:**考虑到公司是产业链相对完整、产品丰富的国内锂行业龙头,我们认为给予其 09 年摊薄后每股收益 50-60 倍的市盈率是合理的,对应的询价区间为 17 元-20.4 元。
- **风险提示:**公司处于锂产业链的中下游环节,最大的风险来源于行业竞争风险,如竞争加剧,产品价格可能出现剧烈波动,不利于公司市场扩张及提升经营效益。

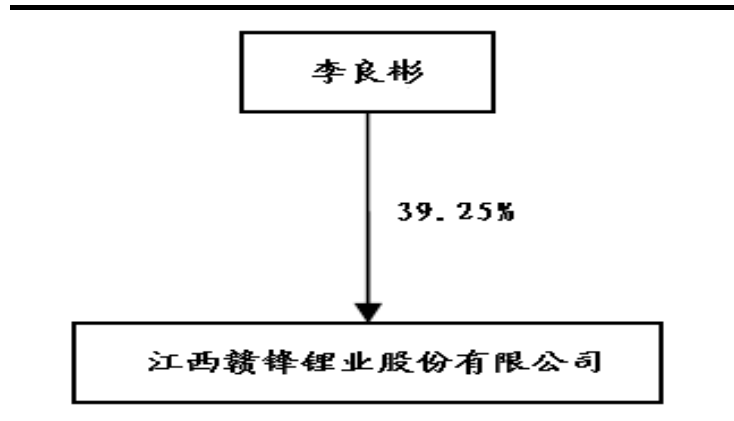
	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	241.3	246.86	315.64	393.83
增长比率(%)	14.66%	2.30%	27.86%	24.77%
净利润(百万元)	38.92	33.86	42.21	59.84
增长比率(%)	31.83%	-13.02%	24.66%	41.77%
每股收益(元)	0.39	0.34	0.42	0.6

1、公司概况

公司成立于 2000 年 3 月，是锂及其衍生物的专业生产商，也是国内唯一规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业。拥有从碳酸锂、金属锂到丁基锂等二十余种锂产品，广泛应用于橡胶、制药、电池、精细化工、冶金等领域。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也位居国内领先行列。此外，部分产品也出口到美国、欧盟、韩国、印度等国际市场，竞争优势明显。

发行上市前，公司拥有总股本 7500 万股，实际控制人为李良彬，持股比例为 39.25%。

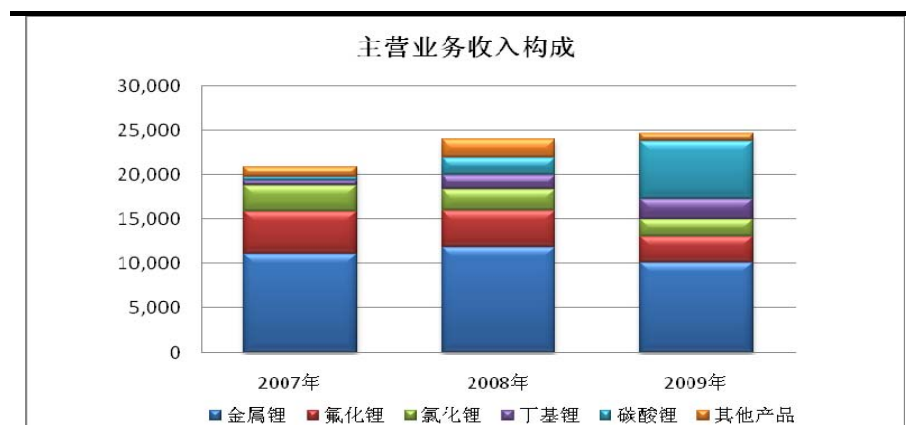
图 1：发行前公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：中原证券

图 2：公司主要产品收入及构成

单位：万元



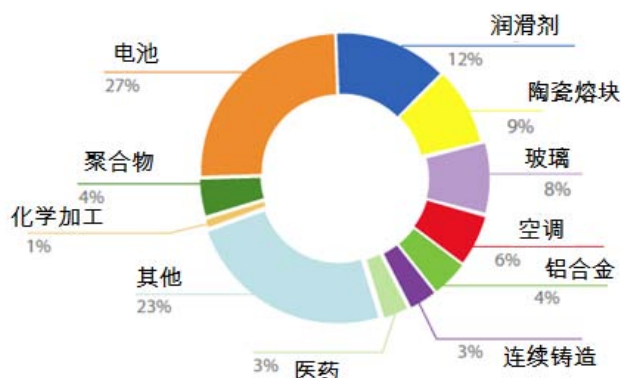
资料来源：赣锋锂业招股说明书

2、锂产业概述

锂（Li）具有比重轻、化学活性强等特性，其化合物品种众多，被广泛应用于冶金、石油化工、电子、橡胶、玻璃陶瓷、医疗等传统及高科技工业领域（图 1，图 2）。

2008 年，全球前三大锂消费领域分别为电池（27%），润滑剂（12%）以及陶瓷（9%）。其中，润滑剂是锂产品早期主要工业应用领域，目前已被电池领域的应用所取代。

图 3：锂的应用分布（2008 年）



资料来源：SQM 公司年报，中原证券

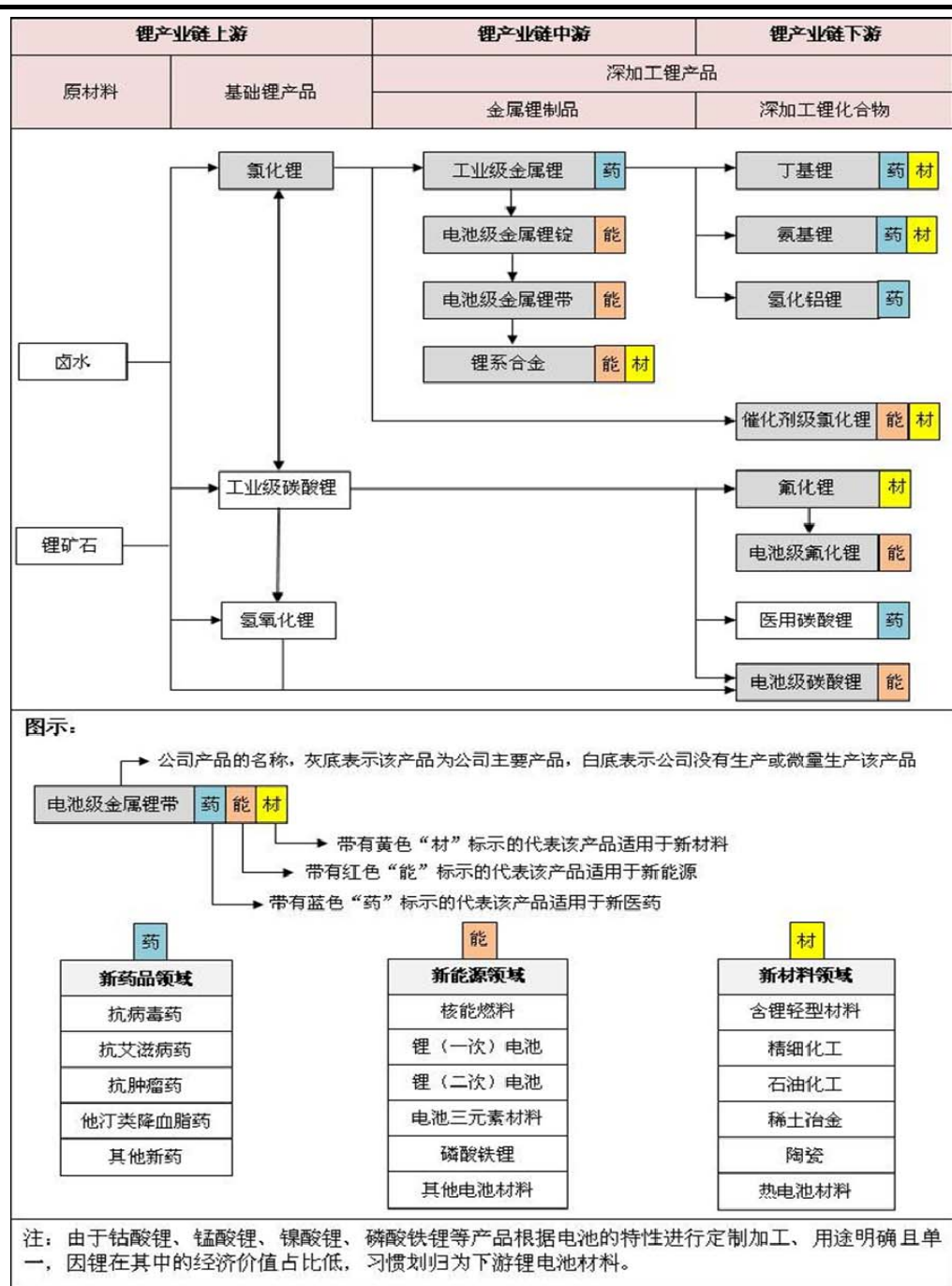
图 4：主要锂化合物应用

碳酸锂		锂动力电池	玻璃陶瓷	水泥	铝
氢氧化锂		锂动力电池	润滑剂	CO ₂ 吸附	采矿
金属锂		锂电池	医药	铝合金	
丁基锂		合成橡胶	医药	农用化学品	
锂特种化学品		电子材料	医药	农用化学品	

资料来源：Chemetall 公司，中原证券

从锂产业链的构成看，主要包括原料锂、基础锂化学品和深加工锂化学品三大环节。其中，原料锂主要包括卤水锂和矿石锂；基础锂化学品包括氯化锂和碳酸锂，主要为碳酸锂；深加工锂化学品从大类上又可分为有机锂和无机锂，包括丁基锂、氟化锂和六氟磷酸锂等，种类众多，单品规模较小，功能多样化。下文就我国主要锂化学品的市场背景进行了简要的分析。

图 5：锂产业链示意图



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2.1 上游锂资源状况概述

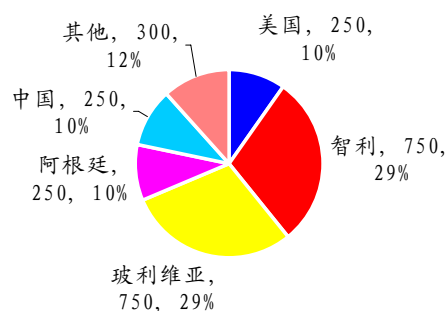
锂产业具备较强的资源属性,上游锂资源主要存在于锂矿石和盐湖卤水中。从世界范围看,近 40%的锂来源于矿石,从矿石中分选的主要产品包括锂辉石、锂云母和磷锂铝石等锂精矿;另外 60%左右的锂来源于卤水,从盐湖卤水中提取生产的锂化学产品主要是碳酸锂和氯化锂。

从锂资源的分布看,据美国地质调查局统计,2008 年全球已探明的锂资源储量约为 2550 万吨。其中,智利和玻利维亚地区的锂资源储量位居全球首位,各占全球储量的 30%左右;我国锂资源储量约为 250 万吨,占全球锂资源储量的 9.8%,与美国、阿根廷基本相当,可谓锂资源大国。

我国 80%的锂资源以卤水形态分布在西藏和青海等地(表 1);从储量看,青海柴达木盆地的台吉乃尔盐湖锂储量最大,占全国卤水锂的 80%左右;从质量看,西藏扎布耶盐湖是世界上唯一的富锂低镁优质碳酸盐型盐湖,开发成本更低,难度更小,但运输难度较大。

目前,我国锂资源主要掌控在中信国安、西藏矿业和盐湖集团等大型国企手中。

图 6: 2008 年全球锂资源分布



资料来源: USGS, 中原证券

表 1: 世界锂资源分布及开发主体

资源	开发主体
中国四川康定甲吉卡伟晶岩型锂辉石	中信国安（有采矿权）， 美国 Sterling 集团风险投资公司下属微速（Micro Express）公司
中国江西宜春锂矿	尚未确定
中国青海台吉乃尔盐湖	中信国安（西台吉乃尔采矿权）
中国青海柴尔汗盐湖	盐湖集团下属蓝科锂业
中国西藏扎布耶盐湖	西藏矿业，微速公司
阿根廷翁布雷穆埃尔托（Hombre Muerto）盐湖	FMC 公司
阿根廷萨尔塔省里肯（Rincon）盐湖	Admiralty 资源公司
玻利维亚乌尤尼（Uyuni）盐湖	加拿大 New World 资源公司（99%股权）
智利阿塔卡玛（Atacama）盐湖	SQM 公司，FMC 子公司 SCL
澳大利亚西部波斯地区格林布什（Greenbushes）花岗伟晶岩矿床	瓦利亚（Sons of Gwalia）联合公司 Talison 公司 Galaxy Resources Limited（15 万吨/年，2010 年） 钽矿业公司（Tantalum Mining Corp）（2002 年产量，2.4 万吨） 艾韦龙（Avalon）风险投资公司
加拿大安大略省伯尼克（Bernic）花岗伟晶岩矿石	古萨（Gossan）资源有限公司 球星矿业公司（GlobeStar Mining Corp）（年产量 2.2 万吨） Canada Lithium Corp.（魁北克） Channel Resources Ltd.（Channel Resources Ltd.）
津巴布韦马斯韦古省比基塔（Bikita）锂辉石花岗岩矿	比基塔（Bikita）矿产有限公司
土耳其 bigadic 硼粘土 尤其是锂蒙脱石粘土可以成为制备碳酸锂的原料	安纳多鲁大学与伊提矿业集团
美国银峰盐湖	FMC 子公司 SCL
芬兰西部 the Lantta 地区	Nordic Mining ASA（计划形成 4000 吨/年碳酸锂）

资料来源：USGS，中原证券

2.2 碳酸锂市场分析

尽管资源丰富，但我国并不能称得上是锂资源强国。目前我国的锂化学品主要集中在基础锂产品的生产阶段，主要品种为工业级碳酸锂。

与电池级和高纯级碳酸锂相比，工业级碳酸锂的附加值最低，

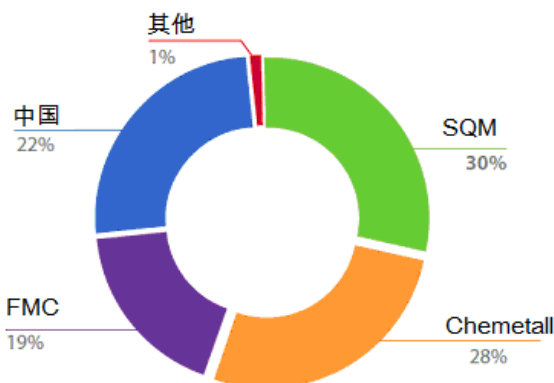
是下游深加工锂产品的直接原材料；与其他锂产品相比，其应用范围最广且供求总量最大。

2.2.1 全球碳酸锂市场格局及成本分析

全球碳酸锂市场总体呈现寡头垄断的竞争格局，70%以上的市场份额集中在 SQM、Chemetall 和 FMC 三大巨头手中，2008 年，三者市场份额约占全球总份额的 77%。其中，SQM 拥有碳酸锂产能约 4 万吨/年，规模最大，占有绝对优势；Chemetall 拥有碳酸锂产能 2.7-3 万吨/年左右，位居第二；FMC 拥有碳酸锂产能约 1.7-2 万吨/年，位居第三。

从成本看，以 SQM 为代表的三大巨头采用卤水法制备碳酸锂，吨完全成本在 1 万元-1.2 万元之间，具备极强的成本优势。

图 6：2008 年全球锂市场份额示意图



资料来源：SQM 公司年报，中原证券

2.2.2 我国碳酸锂市场格局及成本分析

我国碳酸锂企业众多，根据原料来源的不同，大致可分为卤水锂和矿石锂两大类。进口或采用自有矿石提锂是国内的主流工艺，技术较为成熟，但生产成本较高，吨成本约为 2.5 万元-3 万元/吨左右，与国外巨头相比，不具备竞争优势。

相比之下，卤水提锂工艺成本较低，且现有的卤水锂企业设计产能规模也完全可以与三大巨头相抗衡，但仍存在技术不成熟的问题，大部分企业产量并未达到之前设计的经济规模要求。

目前国内真正能够生产出工业级碳酸锂的卤水锂企业仅有中信

国安一家，2008 年产出工业级碳酸锂 5000 吨，是国内最大的卤水碳酸锂生产企业；但其成本目前仍高于三大巨头，成本的下降还有待于未来量产技术的突破。

表 2：碳酸锂主要工艺及成本比较

工艺	路线及点评	代表厂商及成本估算
矿石提锂 —石灰烧 结法	锂辉石（一般含氧化锂 6%）+石灰石→氢氧化锂+纯碱→碳酸锂 点评：成本高，对矿石依赖大，产能集中在我国，规模在 1.5-1.7 万吨/年	代表厂商：四川天齐锂业 成本估算：3 万元/吨左右， 四川天齐成本在 2.5 万元/吨
卤水提锂 —沉淀法 （碳酸盐 沉淀）	盐湖卤水→（光照浓缩）→（除硼除镁）→（+石灰石+纯碱）→碳酸锂 盐湖卤水要求：镁锂比小于 6 点评：对纯碱消耗较大	代表厂商：SQM 成本估算：1-1.2 万元/吨
卤水提锂 —碳化法	盐湖卤水→（太阳池浓缩富集）→（+二氧化碳）→碳酸氢锂→（热解）→碳酸锂 盐湖卤水要求：低镁锂比，碳酸盐型 点评：依赖盐湖资源禀赋，成本低	代表厂商：西藏矿业 成本：3 万元/吨 如果公司碳酸锂产量达到一期设计产能 5 千吨，吨成本有望降到 2 万以下，如果产量达到 2.5 万吨，成本将继续降低至 1.2 万元左右。
卤水提锂 —煅烧浸 取法	盐湖卤水→（除钾、钠、硼，富集）→（蒸发 50%水）→（700℃煅烧，水浸出锂）→（+纯碱+石灰石）→碳酸锂 盐湖卤水要求：低 点评：能源消耗大	代表厂商：中信国安 成本估算：如完全达产，成本将略大于 1.2 万元/吨

资料来源：中原证券

表 3: 碳酸锂的产能及新增项目产能状况不完全统计

单位: 吨/年

分布	项目设计产能	矿产资源	2008 年碳酸锂实际产量
国内			
中信国安	25, 000	西、东台吉乃尔湖	5000 (中国最大)
	10, 000	西、东台吉乃尔湖	
西藏矿业	5, 000	扎布耶盐湖	2000 (工业级, 尚未销售)
	20, 000 (最终目标)	扎布耶盐湖	
青海锂业	3, 000	东台吉乃尔湖	1000 (技术不稳定)
	20, 000 (最终目标)		
盐湖蓝科锂业	10, 000	察尔汗盐湖	0 (技术存在问题)
四川天齐	41, 000	澳大利亚锂辉石	13, 000
新疆有色金属工业公司			未知
甘孜州融达锂业	年产 4.4 万吨锂精矿 (含锂 6%)		
国内合计	126, 000		18, 000
国际			
智利 SQM	40, 000	智利 Atacama 盐湖	27, 900
		智利 Atacama 盐湖	
德国 Chemetall	27, 000	美国银峰、智利 Atacama 盐湖	18, 800
美国 FMC	17, 000	阿根廷 Hombre 盐湖	7250-8800
国外合计	84, 000		约 54, 700
国内外合计	210, 000		72, 700
全球新增产能			
Chemetall	2010 年 33, 000; 2015 年, 40, 000; 50, 000 2020 年 (具体进程视情况)		
挪威 Nordic Mining ASA	4000 吨/年		
Sentient Group (澳大利亚神特集团)	17000t/年		
澳大利亚银河资源有限公司	17000 吨/年 (2011 年)		

资料来源: USGS, 中原证券, 注: 本表格中的碳酸锂包括工业级和电池级

2.2.3 碳酸锂市场现状及展望

➤ 经济危机下, 08、09 年碳酸锂需求和价格快速下滑

从全球最大的碳酸锂生产企业 SQM 公司年报得到下列数据, 2007 年,

公司将产能扩大到 3 万吨/年，08 年三季度，公司又进一步将产能扩大到 4 万吨/年，尽管碳酸锂产能在不断扩张，但其产量却呈现下降态势。2007 年，SQM 碳酸锂产量约为 2.86 万吨，开工率约为 95%；2008 年产量约为 2.79 万吨，开工率约为 86%（按照全年新增 0.25 万吨产能计算），下滑了近 10 个百分点；09 年上半年产量约为 0.9 万吨，开工率进一步下滑。

从价格走势看，在创出近 6 万元/吨的价格新高后，08 年下半年碳酸锂价格快速下探。09 年三季度 SQM 公司下调了碳酸锂价格，下调幅度为 20%，这进一步带动了国内碳酸锂价格的下滑，目前国内价位为 3-4 万元/吨之间，接近 05 年水平。

08、09 年开工率快速下滑，价格快速下探，主要来源于经济危机下全球需求的下降。由于碳酸锂的下游锂产品属于专用化学品，在一般情况下，需求周期性并不明显；据 SQM 统计，1997-2007 年这十年间，全球碳酸锂的年需求增长速度基本保持在 5% 左右，但 2008 年该增速显著降低，同期需求量约为 9.2 万吨，同比增长 2%。

预计，随着全球经济的逐步复苏，碳酸锂的需求量也将逐步回升。

图 7：SQM 公司碳酸锂及衍生品收入和产量变化情况

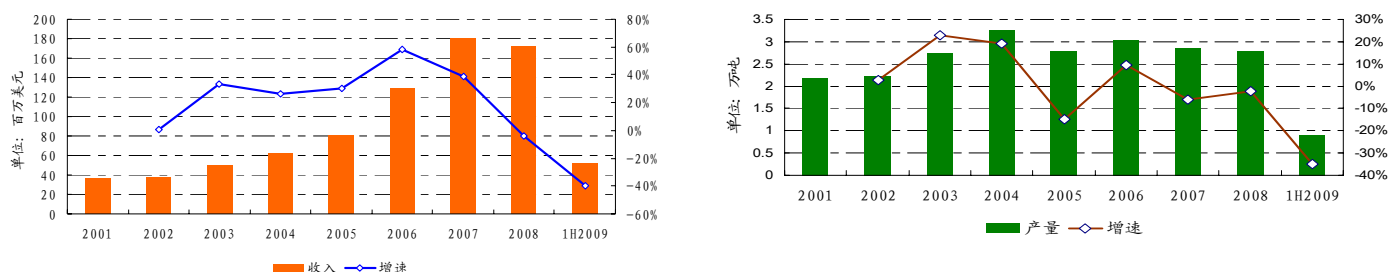
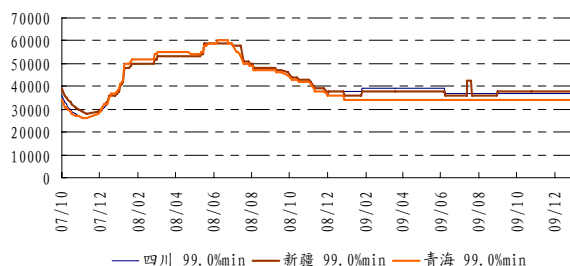
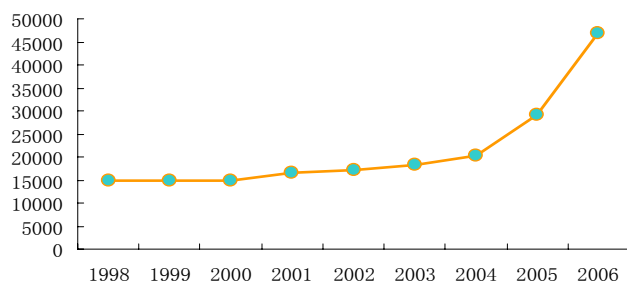


图 8：碳酸锂价格的历史走势

单位：元/吨

图 9：近两年碳酸锂价格走势

单位：元/吨



资料来源：万维化工，百川资讯，中原证券

➤ 锂电池新能源汽车加速发展将拉动碳酸锂消费

据统计，交通运输领域占有全球 48% 的不可再生性能源消费，其中 57% 来自于轻型客车。2008 年底，欧盟环境署颁布了一项新的规定，即：轻客的 CO₂ 排放量从 2012 年起到 2020 年要在现有的水平上减排 30%。美国同样颁布了类似的法规。

为了减少对化石能源的依赖，消除污染，实现“低碳经济”，开发研制混合动力及纯电动汽车成为近年来主流汽车生产商的发展方向。日本丰田、尼桑、五十铃等公司都准备在未来推广电动汽车；美国通用切诺基也准备推出一款新型汽车，可以在使用燃料的时候充电。

企业的举动得到了各国政府的支持，近两年间，各国政府纷纷出台相关鼓励措施以促进该产业快速发展。2008 年，美国能源署设立了一项针对先进汽车及相关零部件生产商直接贷款计划，贷款金额高达 250 亿美元，旨在推进省油汽车及使用锂离子动力电池汽车的技术发展；其中克莱斯勒、通用、福特都获得了该项政府贷款。

2009 年，日本为了促使更多的消费者购买更加环保的汽车，实施了减税和发放补助金等优惠政策。例如，混合动力普锐斯可以享受到的最高优惠为：免除新车 100% 的重量税和取得税；个别车辆还有 50% 自动车税的减免；其次就是补助金的优惠。丰田在日本本土销售的车型中，目前已经有 5 款混合动力的新能源汽车可以享受这样的优惠。

2009 年 12 月，我国将现有的节能与新能源汽车示范推广试点城市由 13 个扩大到 20 个，同时选择北京、上海、重庆、长春、深圳 5 个城市作为试点对私人购买节能与新能源汽车给予补贴；2010 年 6 月，我国出台《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，同时出台《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法概要》。《通知》明确，补贴资金拨付给汽车生产企业而非消费者，私人消费者或租赁企业可按扣除补贴后的价格购买新能源汽车。其中，插电式混合动力乘用车每辆最高补贴 5 万元，纯电动乘用车每辆最高补贴 6 万元。

由于锂离子动力电池是业内人士普遍看好的发展方向，在政策的支持下，各国资本也在加速进入锂资源的争夺，锂动力电池材料及技术的开发中，2008 年-2010 年间，有关锂及锂电的收购和并购案频频发生。**种种迹象表明，以锂离子动力电池为核心的新能源电动汽车将加速进入人们的日常生活中，这有利于拉动全球碳酸锂的消费。**

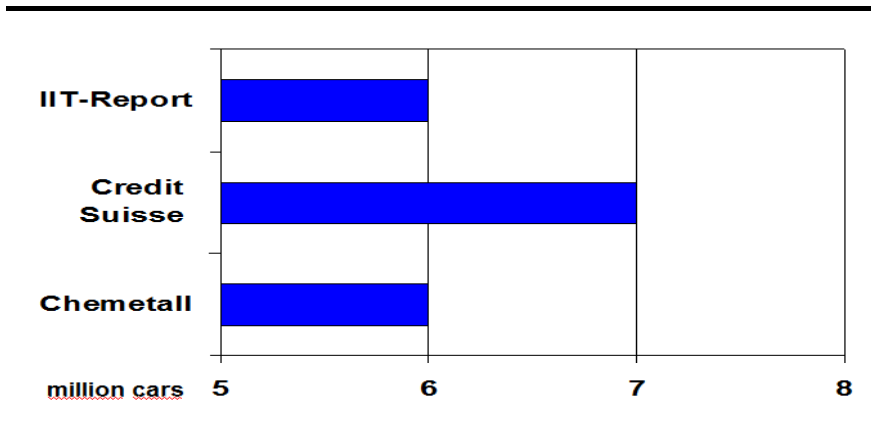
➤ 碳酸锂仍存过剩隐忧，2010 年价格难有大幅上涨

由于大部分动力锂电池生产线将于 2010 年下半年投产，2011 年-2012 年有望成为碳酸锂需求的爆发年，按照 2009 年碳酸锂需求增速 5%、2010 年 8%；2011 年 15%；2012 年 25% 计算，2009 年碳酸锂的全球需求量约为 9.66 万吨，2010 年约为 10.43 万吨；2011 年约为 11.99 万吨；2012 年约为 14.39 万吨。

据 Chmetall 公司统计，大部分预测显示，至 2020 年，全球将拥有 500-700 万辆的电动汽车，假设这些电动汽车全部使用锂电池，并且按照一辆电动汽车需要 0.08 吨左右的碳酸锂计算，届时碳酸锂的需求量将高达 40 万吨-56 万吨。

图 10：2020 年部分机构预测的电动汽车辆

单位：百万辆



资料来源：Chemetall

如假设 2020 年，中国有 10% 的车辆为电动汽车，即拥有 355 万辆电动汽车（按照汽车产量年均增长 10% 计算），则届时仅中国的碳酸锂需求量将达到 28.4 万吨。

表 4：碳酸锂的全球需求状况预测（单位：万吨）

年份	2004	2005	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
需求	7.05	7.72	9.2	9.66	10.43	11.99	14.99

注：2009 年之前的全球需求量数据来自 SQM 公司年报

资料来源：SQM，中原证券

从供应面看，后期全球碳酸锂的供应量仍将有较大幅度的增长，并且主要集中在我国。假设两种情况。第一种情况：假设 2012 年前，国外产能可全部释放，而国内有效产能较少。则 2009 年国内的碳酸锂有效产能仅为 1.8 万吨/年（中信国安的 0.5 万吨/年+矿石碳酸锂的约 1.3 万吨/年），国际碳酸锂有效产能为 8.4 万吨（SQM、FMC 和 Chemetall 实际产能合计）；2009 年全球供应量约为 10.2 万吨/年，供应略大于需求。2010 年，全球供应量约为 12.9 万吨/年。2011-2012 年全球供应量约为 14.6 万吨/年，略低于同期需求。

第二种情况：假设国内技术 2011 年-2012 年间突破，达到设计产能，则 2011-2012 年全球供应量约为 25.4 万吨，大大高于同期需求。但 2012 年-2020 年随着电动汽车产量的快速增长，供不应求的现象仍会出现。

在我们前期的报告《对碳酸锂行业的冷思考》中，我们分析过，碳酸锂的定价中寡头垄断的因素影响较大。2009 年第三季度，世界第一大锂企 SQM 下调了碳酸锂的价格至 6154 美元/吨，降幅为 20% 左右。按照 1: 6.83 的汇率换算，约折合人民币 42032 元/吨。这一价格是 08 年高点 6 万元/吨的 2/3 左右。在这一价格水平下，SQM 的碳酸锂毛利率水平依然能够高达 70% 左右。

我们认为，碳酸锂未来的价格走势受两方面因素的影响较大，一方面是国际寡头的定价策略，另一方面是动力电池的技术进步进程。综合上文几种假设条件下的供求关系，我们认为，2010 年碳酸锂价格将维持在现有水平，很难出现大幅回升的现象。然而，2011-2012 年随着动力电池需求的爆发，碳酸锂价格有望重新回升。

2.3 锂深加工产品市场分析

在我国，基础锂盐领域，竞争相对激烈；而高端锂产品由于技术限制，供应紧俏，附加值较高，例如丁基锂和电池级金属锂作为产业链条的高端产品，其价格分别约是电池级碳酸锂价格的 8 倍和 20 倍。

从未来锂细分领域的需求增长看，传统领域，如铸造和润滑脂领域，需求增速将维持基本稳定，预计增速在 5%-8% 之间。而一些新兴领域，如橡胶、医药、动力锂电池等领域对锂的消费需求将保持快速增长态势，预计未来几年，医药领域的锂需求增速将保持在 17%-20% 之间；动力锂电池领域的锂需求增速将达到 20%-25% 之间。

新能源、新药品和新材料领域需求的快速增长将拉动上游高附加值锂产品需求量的快速增长，这些高附加值锂产品包括电池级碳酸锂、金属锂、

丁基锂等。下文重点就金属锂和丁基锂的市场现状进行简要分析。

2.3.1 金属锂市场现状

金属锂是重要的下游锂产品，目前作为电极材料主要应用于一次电池，未来还可广泛地应用于锂合金以及受控核反应堆等领域，应用前景光明。

金属锂由电解氯化锂制得，属于高耗能工业。每炼一吨锂耗电高达六、七万度。公司是国内主要的金属锂生产厂商。在金属锂的前期制备领域，我国现有大部分锂企的技术水平与国外相当，然而在锂带、锂片等锂型材的后期加工、包装等领域，同国外仍有较大的差距，目前该领域技术仍然被日本所垄断。

另外，由于金属锂具有较高的化学活性，属于危险化学品，其生产、包装、运输对温度、湿度和氧气浓度均有一定的要求，这对金属锂的生产包装工艺及整个工厂的管理能力均有较高的要求。目前，我国大部分金属锂生产企业在管理水平方面同国外仍存差距。

2.3.2 丁基锂市场现状

丁基锂是锂下游精细化学品的一种，主要用于催化合成医药中间体，同时也可在 SBS 橡胶合成中作为引发剂使用。如今掌握该产品先进合成技术的企业主要为美国的 FMC 公司以及部分印度企业。相比之下，我国能掌握丁基锂合成的企业少之又少，仅有赣锋锂业等少数企业。

目前我国丁基锂国产化程度较低，大部分消费市场为进口丁基锂所垄断，国产商品生存困难。由于其在医药和橡胶等重要国民经济领域应用较广，未来有关部门有望出台相关政策，进一步保护和扶植本土企业。

3、公司行业地位分析

和中信国安等锂产业上游大型国企不同，赣锋锂业属于锂产业的中下游加工企业，在国内的竞争对手分为两类，国际巨头和国内厂商。

与国际巨头相比，公司在产品线丰富程度、高端产品的开发力度以及产品成本控制等方面均有差距，产品价格竞争力较弱。

与国内生产商相比，公司优势较为突出，主要体现在产品线较为丰富，各子产品在细分领域均拥有一定的行业地位，其中，电池级碳酸锂和氯化锂规模仅次于四川天齐化工；金属锂规模国内最大，同时通过引进日本先进的管理技术，在锂材后期加工和包装领域具备一定的优势；尽管丁基锂

规模排名第三，但前两名燕山石化和巴陵石化生产的丁基锂均为自用及配套，存在加工链较短、成本较高的状况。后期随着丁基锂规模的扩大公司优势将会进一步显现。

表 5：公司主要产品在行业中的地位

单位：吨

	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	*3000	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：公司招股说明书

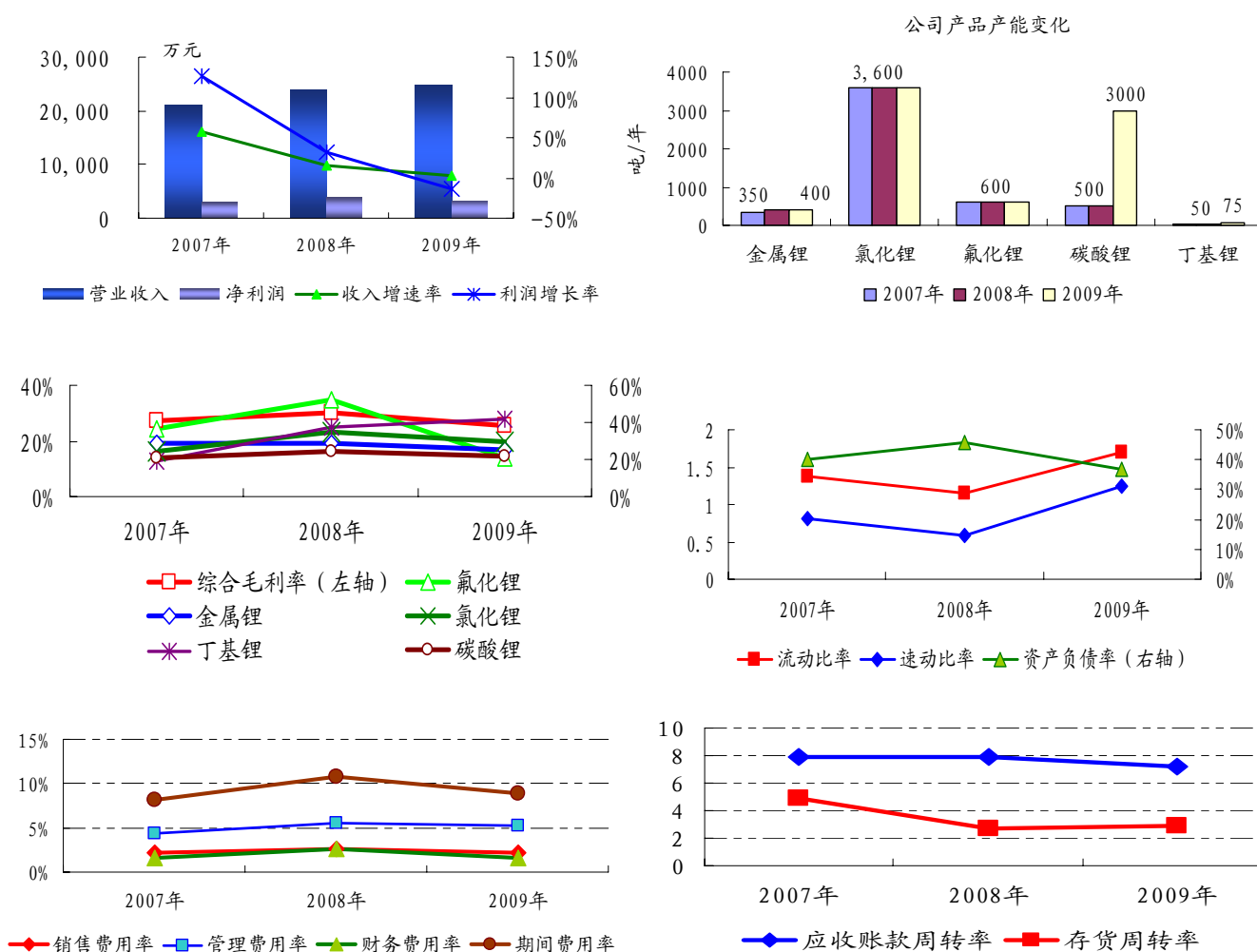
注：*中的产能有 2500 吨/年在 2009 年 9 月投产

4、经营与财务状况分析

受到金融危机的负面冲击，赣锋锂业最近三年的营业收入增速逐年放缓，但依然保持了正增长的态势，其中 2009 年收入的增长主要来自于碳酸

锂产能的快速扩张；但 2009 年的净利润同比出现了一定幅度的下滑，主要来自于 08 年下半年以后锂产品价格的下滑。2009 年公司实现销售收入 2.47 亿元，同比增长了 2.3%；实现净利润 3386.11 万元，同比下降了 13%。

图 11：赣锋锂业经营及财务分析



资料来源：公司招股说明书，中原证券

盈利方面，08 年综合毛利率为 30.05%，较上年同期上升了 2.5 个百分点左右，主要原因为公司用卤水和回收锂化物生产氯化锂的工艺不断成熟和改进，虽然产品销售单价下降，但单位成本下降幅度更大。然而，受到经济危机的负面冲击，09 年公司的综合毛利率下滑明显，主要来源于高价原材料库存消化和产品价格的快速下滑。分产品看，除丁基锂外，各分产品的毛利率水平均出现不同程度的下滑，丁基锂因供需缺口的存在，毛利率水平呈上升态势。

负债方面，2009 年公司资产负债率明显下降，主要由归还银行贷款所致。与此同时，2009 年公司的短期偿债能力也有所提升。

公司管理能力较为突出，费用控制较为理想。除 2008 年以外，近三年公司期间费用率基本维持在 8-9%之间，即便 09 年期间公司大幅扩张了碳酸锂产能，其期间费用率仍较 2008 年有较大幅度的下降。

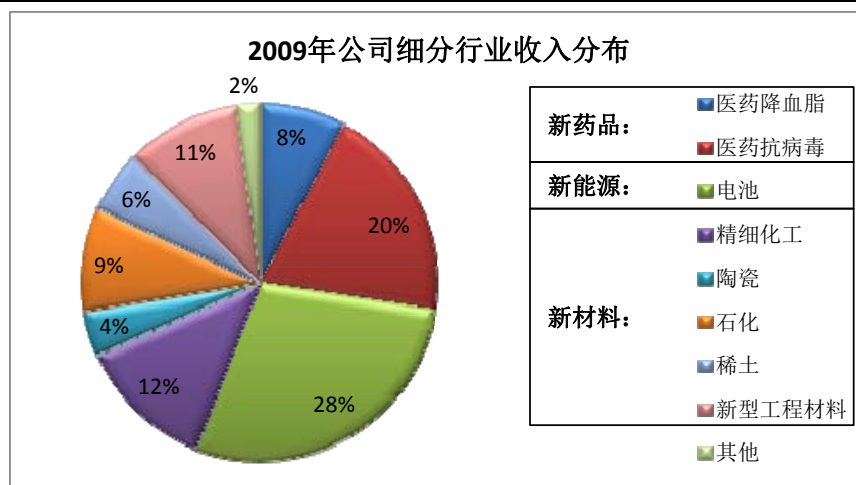
在营运能力方面，受到金融危机的影响，08、09 年公司存货周转率、应收账款周转率均呈逐步下降态势，预计后期会逐步回升。

5、公司竞争优势分析

5.1 产品链较为完整，符合国家政策导向

与国内其它锂企相比，公司产品相对多元化，包括电池级碳酸锂、金属锂、锂带、丁基锂、氟化锂等产品，附加值相对较高；2009 年，公司 98% 的销售收入来源于新能源、新医药和新材料这三大领域，这些领域的发展符合国家的政策导向。

图 12：2009 年公司细分行业收入分布



资料来源：公司招股说明书

5.2 原材料来源广泛，发展循环经济

公司现已形成锂灰石、卤水、含碳酸锂、氯化锂废液等多渠道、多样性的采购体系，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，

原材料来源广泛将有效的降低公司的生产成本，同时降低原材料波动风险。此外，通过帮助客户处理含氯化锂或碳酸锂的残液和残渣，不仅帮助客户降低了环保处理成本，同时增强了客户对公司的忠诚度和依赖度。

5.3 经营机制较为灵活，技术水平国内领先

公司身为民营企业，经营和管理机制较为灵活，团队整体业务能力较强。其中，董事长李良彬技术出身，在锂行业工作二十余年，拥有丰富的锂产品研发和生产实践经验，熟悉公司产品生产流程；董事王晓申从事锂行业的市场营销十几年，对全球锂行业有着深入的理解，具有丰富的市场营销和管理经验。曾担任中国有色金属进出口新疆公司锂分部经理。

为了留住人才，公司建立了对研发和技术人员的长效激励机制，对大部分关键管理人员、核心技术人员和技术骨干安排持有公司股份，通过持股激励和奖励办法，将个人利益与公司利益紧密结合，不仅能够进一步激发其技术创新热情，不断提升公司整体的技术水平，而且还能鼓励其增强技术保密意识防止技术泄密。

在一流的团队带领下，公司技术水平国内领先，2009 年通过了“国家高新技术企业”认定，并被科技部和财政部评为科技型中小企业创新基金实施十周年的优秀企业。公司已申报了专利技术 9 项，拥有非专利技术十余项；多项产品被鉴定为省级科技新产品和国家级新产品。

5.4 地域优势

公司地处江西新余，距离全国最大的锂矿所在地宜春仅为 72 公里左右，紧邻沪昆高速，交通便利，原材料采购成本相对较低，同时不排除公司未来有进一步向上游拓展的可能性。

6、公司发展规划及募集资金投向

公司本次拟发行 2,500 万股，公司将根据市场和询价情况确定发行价格及筹集资金数额。预计募集资金 13,900 万元，扣除发行费用后，公司所募集的实际资金将全部投入本次发行拟投资项目，募集资金不足部分由企业通过自有资金或银行贷款予以补足。

本次募集资金投向主要包括三个方面：1、金属锂改扩建项目；2、丁基锂产能扩张项目；3、研发中心项目。前两个项目进一步巩固了公司产品的规模优势，募集资金运用项目建成后，公司金属锂的生产能力将达到 650 吨/年，丁基锂的生产能力将达到 225 吨/年。最后一个项目为公司后续的发展提供了有力的保障，提高了公司的核心竞争力。

表 6：IPO 募投项目列表

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：公司招股说明书

*注：“增资赣锋有机锂用于年产 150 吨丁基锂项目”总投资额预算为 3,800 万元，其中 900 万元投资预算为相应的土地使用权，因公司利用现有土地投入，故募集资金投资资金比总投资额少 900 万元而仅需 2,900 万元。

7、盈利预测

2010 年公司的业绩增长点主要来自于以下几个方面：1、电池级金属锂产能扩张及销量增加；2、碳酸锂产能扩张及销量增加（3000 吨/年-4000 吨/年）；3、丁基锂产能扩张及销量增加。

2011 年公司的业绩增长点主要来自于：1、募投项目投产带来的产能扩张及销量增长；2、上年扩张产能的全年贡献利润；3、产品价格和盈利能力的提升。

按照发行后总股本为 1 亿股计算，预计公司 2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.42 元和 0.60 元。

8、建议询价区间：17 元-20.4 元

相对估值（以下市盈率均为剔除了负值）：

1、截止 2010 年 7 月 20 日，中小板平均市盈率为 44.52 倍。

2、截止 2010 年 7 月 20 日，锂电池行业平均市盈率为 53.85 倍；新能源行业平均市盈率为 39.22 倍。

综合以上数据，同时考虑到新能源板块为近期市场追捧的热点，公司是产品丰富的国内锂行业龙头，我们认为给予其 09 年摊薄后每股收益 50-60 倍的市盈率是合理的，对应的询价区间为 17 元-20.4 元。

表 7：赣锋锂业利润表预测（单位：百万元，元）

项 目	2007 年度	2008 年度	2009 年度	2010E	2011E
一、营业总收入	210.45	241.30	246.86	315.64	393.83
其中： 营业成本	152.69	168.80	183.41	239.89	289.86
营业税金及附加	0.61	1.18	1.56	2.00	2.49
销售费用	4.67	6.31	5.22	6.67	8.33
管理费用	9.28	13.33	12.91	16.51	20.60
财务费用	3.25	6.50	3.91	5.00	6.24
资产减值损失	0.51	1.45	1.05	1.05	1.05
投资收益	—	-0.37	0.12	0.12	0.12
三、营业利润	39.43	43.37	38.92	44.64	65.39
加：营业外收入	5.08	10.91	6.62	6.62	6.62
减：营业外支出	0.31	0.87	1.60	1.60	1.60
四、利润总额	44.21	53.40	43.93	49.66	70.40
减：所得税费用	14.66	14.48	10.07	7.45	10.56
所得税税率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
五、净利润	29.55	38.92	33.86	42.21	59.84
归属于母公司所有者的净利润	29.53	38.93	33.86	42.21	59.84
少数股东损益	0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00
发行摊薄后基本每股收益（元）	0.30	0.39	0.34	0.42	0.60

资料来源：中原证券

9、风险提示

公司处于锂产业链的中下游环节，最大的风险来源于行业竞争风险，如竞争加剧，产品价格可能出现剧烈波动，不利于公司市场扩张及提升经营效益。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。