



上市公司新股动态研究报告

锂

技术实力超群的锂深加工行业巨头

深加工产品齐全的国内锂行业巨头

公司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。主要产品包括金属锂、氯化锂、氟化锂、碳酸锂、丁基锂等，其中金属锂和氟化锂产能、产量居国内第一位。

专注于深加工，自主研发实力超群

公司在核心产品上体现了非凡的自主研发能力。电池级金属锂生产采用“真空低温蒸馏提纯工艺”，生产成本优势突出，拥有自主知识产权；在碳酸锂和氯化锂生产上，公司自主研发的卤水直接提锂工艺，大幅降低了生产过程的能耗、物耗，氯化锂生产工艺 08 年初获得了发明专利；公司开发的资源综合回收生产线的技术工艺成熟，实现了规模化回收利用锂废料。

全面扩产，扩大市场份额与改善产品结构并举

本次上市募投项目将使金属锂产能扩大至 650 吨，其中电池级金属锂占比将大幅上升；丁基锂产能将扩至 225 吨。总体上，高附加值产品结构占比提升。上市募投前，公司已自筹资金重点投向氯化锂和碳酸锂项目扩建，新增产能作为金属锂的配套原料。

下游市场前景乐观，中长期内成长性可期

公司锂产品销售领域可归纳为新能源、新材料、新药品三大类，09 年收入占比分别为 28%、42%和 28%。总体上，公司下游需求前景比较明朗，是具有良好成长性的投资标的。

盈利预测和估值

按照增发后总股本 1 亿股计算，我们对公司 2010-2012 年 EPS 的预测是 0.47 元、0.75 元和 0.98 元。三年净利润复合增长率 42.34%，我们认为，2010 年给予公司 55~60 倍市盈率比较合理，对应价格区间为 25.85 元~28.20 元。

风险分析

- 1、进出口政策的变化、海外经济复苏进程及人民币升值都将影响公司海外业务的盈利情况；
- 2、新能源产业的发展进程将影响到公司锂电池材料业务的增长速度。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	246.86	378.65	546.65	639.15
主营收入增长率	2.30%	53.39%	44.37%	16.92%
EBITDA（百万）	66.83	77.08	114.88	144.36
EBITDA 增长率	8.95%	15.35%	49.03%	25.66%
净利润（百万）	33.86	46.48	74.71	97.66
净利润增长率	-13.02%	37.28%	60.73%	30.71%
ROE	17.81%	18.18%	22.61%	22.81%
EPS（元）	0.450	0.465	0.747	0.977

赣锋锂业（002460）

张芳

zhangfang@csc.com.cn

010--85130961

执业证书编号：S1440207030182

郭晓露

guoxiaolu@csc.com.cn

010-85130951

执业证书编号：S1440208040203

发布日期：2010 年 07 月 26 日

预计上市合理价格：25.85~28.20 元

发行数据

发行价格（元）	
发行规模（万股）	2,500
发行后总股本（万股）	10,000
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2010-7-28
上市日期	
主承销商	兴业证券
主要股东	
李良彬	39.25%

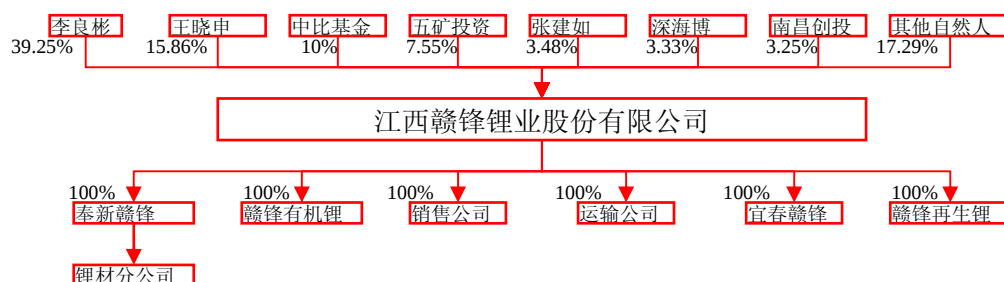
募股资金投向

项目名称	金额（万元）
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
增资赣锋有机锂用于年产 150 吨丁基锂项目	2,900
研发中心建设项目	1,500
总金额	13,900

深加工产品齐全的国内锂行业巨头

公司是国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的民营专业生产商，是国内首家建立“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，也是国内唯一的规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业。公司的实际控制人为李良彬家族，李良彬先生本人曾在江西锂厂工作多年，拥有丰富的锂深加工技术经验，为公司在锂深加工领域的技术研发和市场拓展奠定了坚实的基础。

图 1： 公司股权结构示意图



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部 注：股东所持股权比例保留小数点后两位数，多出部分四舍五入

公司锂产品销售领域可归纳为新能源、新材料、新药品三大板块，新能源领域包括锂电池（充电和非充电，即二次、一次锂电池）；新药品领域应用如治疗心血管疾病的他汀类药和抗艾滋病鸡尾酒疗法中用的抗病毒类药；新材料领域包括航空航天用的铝锂合金材料等。

表1：公司产品业务板块及主要用途

产品	主要用途
新能源	核能燃料、锂电池、三元材料、磷酸铁锂、其他电池材料
新材料	含锂轻型材料、精细化工、石油化工、稀土冶金、陶瓷、热电池材料
新药品	抗病毒药、抗艾滋病药、抗肿瘤药、他汀类降血脂药等

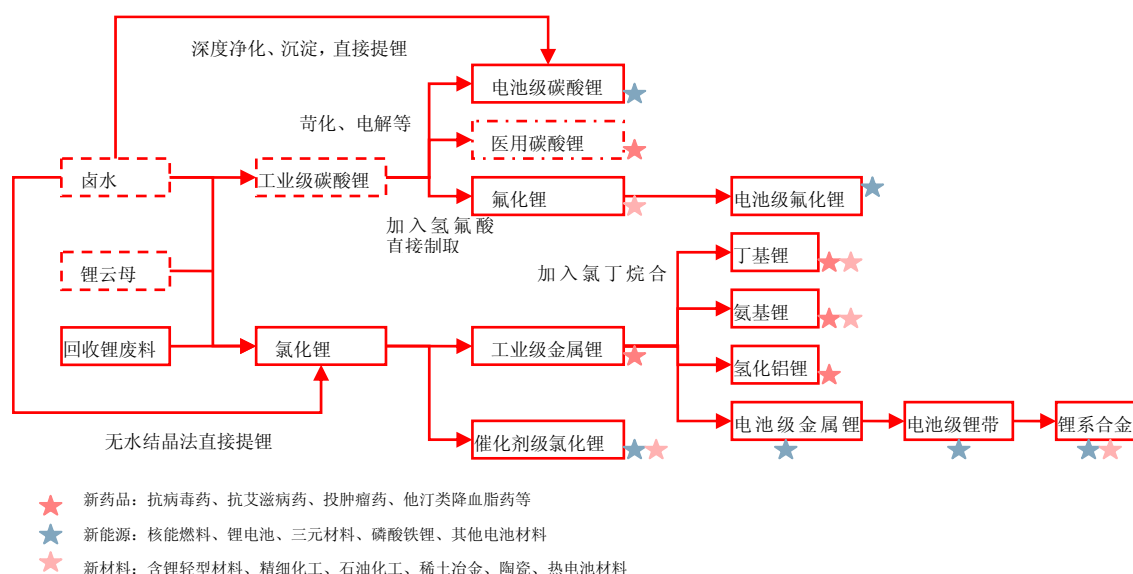
资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

公司的主要产品包括金属锂、氯化锂、氟化锂、碳酸锂、丁基锂等，其中金属锂、氯化锂、氟化锂产能、产量规模居国内前列；碳酸锂、丁基锂产能正处于快速上升期，是未来重点发展的业务板块。

- 金属锂：公司的核心产品，08 年国内市场份额 31.65%，产销量居国内第一位，历年收入、毛利贡献度最高。
- 氟化锂：公司是氟化锂行业标准的制定者，08 年产品市场份额达 56.36%，产销量居国内第一位；
- 氯化锂：是置备工业级金属锂的重要原料，公司的氯化锂产品质量上乘，产能扩张迅速，为下游产品的扩产做了充足准备；
- 丁基锂：属于深加工产业链中的高端产品，国内除两家自产自用的石化企业（燕山石化、巴陵石化）外，公司是国内最大的商用丁基锂生产商；
- 碳酸锂：近两年产能和销售量提升较快，逐渐成为营业收入的主要来源之一，今年电池级碳酸锂销售量突飞猛进，全年有望达到 3000 吨，国内市场份额达到 20%。



图 2： 公司现有产品产业链、生产工艺及应用领域图示



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部 注：虚线框产品为公司目前不生产或生产较少的产品

金属锂对公司历年收入和毛利的贡献在 40%以上。从 08 年起，公司开始大规模扩张碳酸锂产能，碳酸锂收入占比显著提升；丁基锂下游市场需求比较旺盛，产品价值量高，对公司的盈利贡献也呈快速增长的趋势。

图 3： 2007- 2009 年营业收入结构(万元)

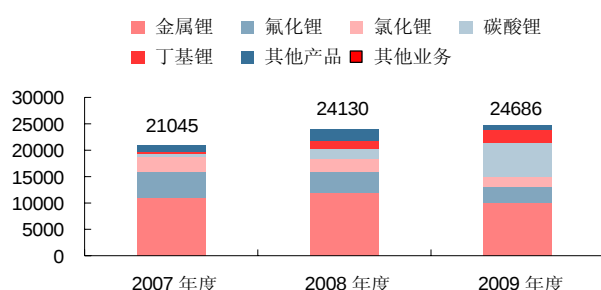
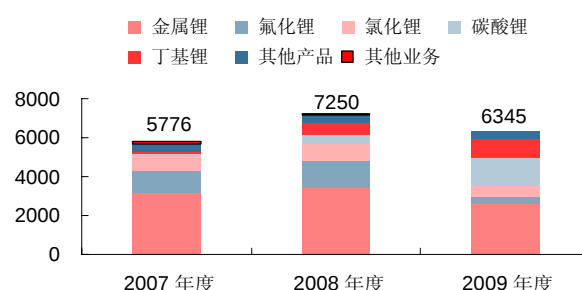


图 4： 2007- 2009 年毛利结构(万元)



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

图 5： 各种产品毛利率水平(%)

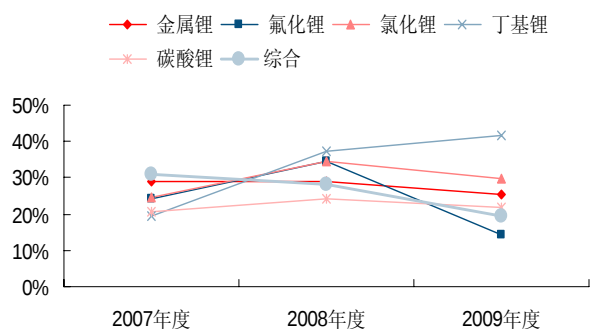
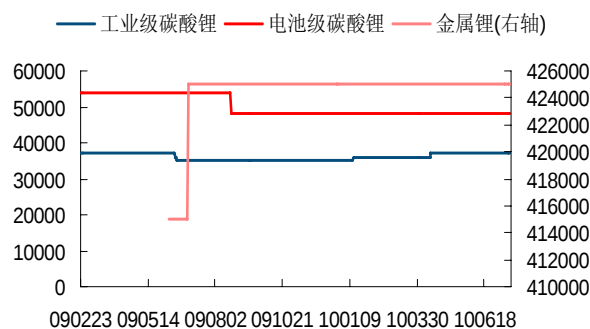


图 6： 金属锂、碳酸锂价格走势(元/吨)



资料来源：招股说明书，中华商务网，中信建投研究发展部



目前，国内外锂深加工产品生产集中度较高，海外主要竞争对手为德国 Chemetall、美国 FMC、智利 SQM 三家公司，锂深加工产品供应量全球占比在 70%以上，公司海外市场不具优势。国内市场方面，目前产能虽不具有绝对优势，但生产成本优势明显，正常情况下毛利率水平接近于国际大型厂商，高于国内企业。随着各类产品的全面扩产，公司规模和产品结构显著改善，综合竞争力将再上台阶。

表 2：主要竞争者 2008 年产能统计（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	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：招股说明书，中信建投证券研究发展部

表 3：国内主要锂深加工生产企业情况

企业名称	竞争领域	产品及产能
中核建中	金属锂	以核电燃料元件为主导产业，香料、锂钙、锂电池为主要民品产业。主要锂产品为金属锂，产能约为 300 吨/年，金属锂产能仅次于江西赣锋锂业股份有限公司。
新疆锂盐厂	金属锂	主要产品有：金属锂、碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂。主要深加工锂产品为金属锂，产能约为 80 吨/年。
江苏宏伟	金属锂	主要生产工业级金属锂和电池级金属锂，金属锂产能约为 40 吨/年。
江苏宏利达	金属锂	主要产品包括工业级金属锂、电解金属锂。金属锂产能约为 100 吨/年。
上海远东	氟化锂	上海远东锂制品公司的主要股东为新疆锂盐厂，主要生产氟化锂产品，年产能约 80 吨。
河北雄威	氟化锂	主要生产无机氟化盐及镍钴盐，氟化锂年产能约 100 吨。
新余东鹏	氟化锂	主要生产氟化锂、高纯碳酸锂和利用铯榴石生产铯盐，氟化锂年产能约 100 吨。
天齐锂业	电池级碳酸锂	主要从事锂辉石提取锂产品，主要产品有基础锂产品、碳酸锂和氯化锂等，其电池级碳酸锂的产能约为 4000 吨/年。
南通泛亚锂钴材料有限公司	电池级碳酸锂	从事各种级别的碳酸锂产品的生产和销售，兼营代理 Chemetall 公司的锂产品，其碳酸锂的产能约为 2000 吨/年，其中 50%为电池级碳酸锂。
赣州晶泰锂业有限公司	电池级碳酸锂	从事自锂辉石提取的各种级别碳酸锂产品的生产和销售，生产线于 2008 年建成试产，其电池级碳酸锂的设计产能约为 1500 吨/年。
巴陵石化	丁基锂	中国石化旗下公司，丁基锂产能170吨/年，主要为自产SBS的配套原材料。
燕山石化	丁基锂	中国石化旗下公司，丁基锂产能80吨/年，主要为自产SBS的配套原材料。

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部



图 7：综合毛利率比较（%）

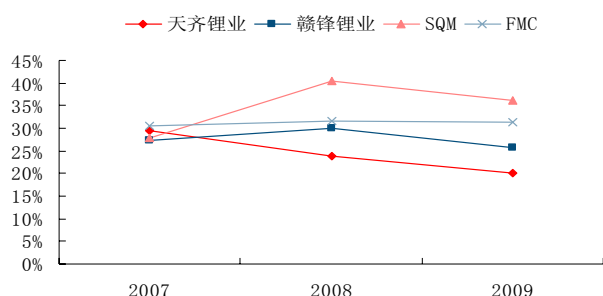
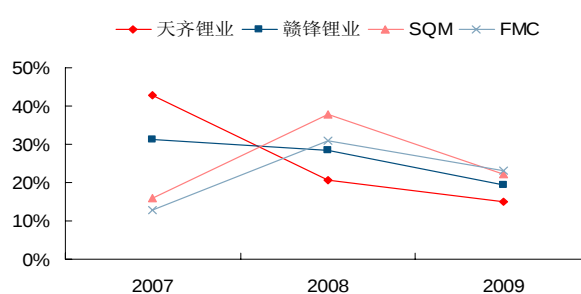


图 8：净资产收益率比较（%）



资料来源：各公司公告及招股书，中信建投证券研究发展部

专注于深加工，自主研发实力超群

锂深加工行业技术门槛高，对企业研发实力要求较高。公司在核心产品上体现了非凡的自主研发能力。金属锂方面，公司的电池级金属锂生产采用“真空低温蒸馏提纯工艺”，拥有自主知识产权，相对于一般采用的“高温真空蒸馏法”，其提纯成本大幅降低，并且设备运行的可靠性及安全性提高，目前已经超越了国际两大竞争对手 Chemetall 和 FMC 电池级金属锂的生产技术。丁基锂方面，公司采用了国际领先的生产工艺路线，自动化程度较高，安全性能可靠。由于生产过程需要配套绿色综合回收体系来回收氯化锂，公司在回收系统上具有优势，也将使丁基锂生产技术优势得以巩固。

碳酸锂和氯化锂生产方面，公司拥有自主研发的卤水直接提锂工艺，大幅降低了生产过程的能耗、物耗，碳酸锂加工成本较传统的矿石提锂低 30% 左右，氯化锂生产成本低于同行业 25%，进而使金属锂生产成本低于同行业 20%，并且质量控制更有保证。公司的氯化锂生产技术，2008 年初获得了发明专利。除卤水提锂外，公司锂云母提锂技术取得了重大突破，采用自主研发的“氯化纳压浸法”提锂技术，运用该技术锂云母单耗由原来的 18 吨降至 14 吨，渣量由原来的 50 吨降至 18 吨，能耗是原来的四分之一，还可综合回收制取氟化盐、氯化钾等，体现出十分可观的经济价值和社会价值。该项目近期已通过项目论证，由子公司宜春赣锋锂业负责实施，目前已经建设了一条中试生产线，预计今年 10 月份开始试产。

此外，公司开发的资源综合回收生产线的生产工艺成熟，实现了规模化回收利用锂废料，同时综合回收其他有价值的元素，充分享受到节约资源带来的附加收益。2008 年公司采购的回收锂化物约 750 吨（折碳酸锂当量），占当期原材料采购总金额的 12%。目前 FMC 公司完全不具备废料回收处理能力，Chemetall 公司只在德国厂区拥有回收处理系统，其他地区分厂废料需运回德国处理。可见，公司在废料回收方面的经济效益具有国际竞争力。

表 4：全球主要锂工业技术比较

资源	技术名称	采用时间	工艺水平	成本优势
卤水提锂	沉淀法	八十年代	国际通用	中
	溶剂萃取法	—	未工业化	—
	离子交换吸附法	八十年代	先进	低
	盐析法	2006 年	先进	低
	碳化法	2003 年	仅适合扎布耶盐湖	中
矿石提锂	转化法	五十年代	—	高

资料来源：中国有色金属技术经济研究院，中信建投证券研究发展部



表 5：截至 2009 年底，公司经国家知识产权局正式受理的专利情况

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 年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，中信建投证券研究发展部

表 6：公司拥有的非专利技术

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，中信建投证券研究发展部

全面扩产，新能源领域是未来主要的发展方向

本次上市募集资金投向“增资奉新赣锋用于改扩建 650 吨金属锂及锂材加工项目”、“增资赣锋有机锂用于年产 150 吨丁基锂项目”和“研发中心建设项目”，总投资额 1.39 亿元。从项目投向来看，未来重点向新能源领域拓展的意图明确。

表 7：公司募集资金项目情况

序号	投资项目	项目总投资	募集资金投资金	投资进度
		预算(万元)	额(万元)	
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，中信建投证券研究发展部

*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。



改扩建 650 吨金属锂及锂材加工项目

金属锂是公司的主打产品，现有产能 400 吨，其中电池级金属锂锭和锂材产能仅 80 吨和 30 吨，其余为工业级金属锂，大部分作为生产丁基锂的原料。基于锂电池行业景气度快速上升的大背景，锂电池材料具有更高的附加价值和成长性。该项目在原有金属锂生产线基础上进行技改，重点提升电池级金属锂产能，占比由原来的 27.5% 大幅上升至 53.85%，总产能将扩大至 650 吨。

表 8：金属锂产能变化情况（吨）

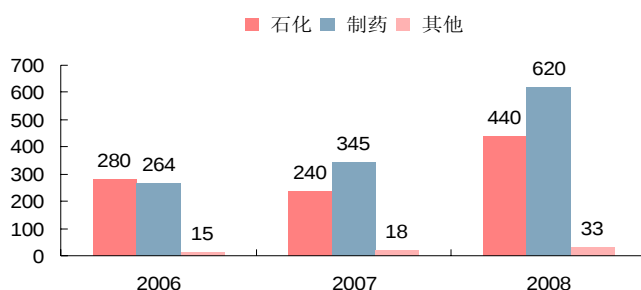
	原有产能	占比%	技改后产能	占比%
工业级金属锂	400		650	
电池级金属锂锭	80	20.00%	200	30.77%
电池级锂材	30	7.50%	150	23.08%

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

年产 150 吨丁基锂项目

该项目是在原有 75 吨/年产能的基础上，新增 150 吨/年的产能，最终形成年产 225 吨丁基锂的生产能力，目前产能已达到 100 吨左右。新增产能主要源于医药行业丁基锂需求的快速增长，其需求增速将逐渐超越石化行业增速，成为公司最具成长性的客户市场。

图 9：2006-2008 年丁基锂消费量（吨）



资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

研发中心建设项目

“研发中心建设项目”主要为未来公司锂电池材料的产业化做技术上的储备，重点研究各种新型锂电池材料，特别是新型电池正极材料。公司的目标是建设全球顶级的电池材料研究院，并以研发实力为依托，争取成为国内最大的电池材料提供商。

非募资项目

上市募投之前，公司已通过自筹资金不断进行生产线的扩建和改造，重点投向氯化锂和碳酸锂项目，今年产能将分别上升至 5000 吨和 4000 吨，2011 年上升至 6000 吨和 5000，新增产能主要作为下游金属锂、工业级碳酸锂的配套原料。



上述项目全部达产后，公司各项产品产能规模均跃居国内首位，竞争优势进一步增强，特别是新能源领域的市场份额将大幅上升。同时，产品结构的优化也将带动综合盈利能力的提升。

表 9：产能变化情况(吨)

产品	原有产能	募集资金扩产	2010 产能	2011 产能
金属锂	400	250	480	650
其中：电池级金属锂锭	80	120		200
电池级锂材	30	120		150
电池级氟化锂	80	-	120	120
氯化锂	3600	-	5000	6000
丁基锂	75	150	150	225
碳酸锂	3000	-	4000	5000

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

原料品种多样化，采购趋于规模化

公司掌握多种先进的提锂工艺，卤水、锂云母、锂废料都可作为生产原料。因此，虽然没有锂矿资源，但公司获取资源的渠道较广，供应有保障。另一方面，公司通过规模化的采购实现低成本、稳定供货，目前主要体现在卤水的采购上。

公司的卤水直接提锂工艺具有明显的经济性，逐渐成为公司生产氯化锂和碳酸锂的主要方式。因而卤水供应的成本和稳定性至关重要。目前国内盐湖开发尚属早期，短时期内公司的卤水原料主要依赖于进口。智利的 SQM 公司生产的卤水来自阿塔卡玛盐湖，全球生产成本最低，运输条件好。公司从 04 年开始与 SQM 寻求卤水供应的合作，2007 年与其签订了为期五年的卤水独家供应合同，合同到期后自动延长 5 年。该合同为排它性协议，即在合同期内公司不向 SQM 之外的供应商采购卤水，SQM 也不向公司之外的采购商销售卤水，有效地保证了长期内卤水采购量的稳定和独有的成本优势。目前公司每年向 SQM 的采购量在 10000 吨以上。与此同时，公司卤水提锂工艺的优势也吸引了国内卤水生产企业主动寻求合作，公司下一步可能通过参股或控股国内卤水生产商的形式，打通国内卤水供应及合作开发的渠道。

表 10：历年原材料采购情况（万元）

种类	2007 年		2008 年		2009 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
氯化锂	3,309.84	27.36%	2,837.64	23.25%	772.21	8.27%
碳酸锂	5,718.71	47.28%	2,533.53	20.75%	2,353.80	25.20%
卤水	2,316.69	19.15%	5,217.59	42.74%	4,596.83	49.22%
回收锂化物	750.91	6.21%	1,618.44	13.26%	1,616.14	17.31%
合计	12,096.15	100.00%	12,207.20	100.00%	9,338.97	100.00%

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

出口业务受制于政策约束，急需开拓高端产品市场

目前，公司出口产品主要为金属锂、氟化锂、氯化锂，07-08 年，出口收入占比均在 30%以上。随着禁止加工贸易、取消出口退税及调减进口关税等政策的不断出台，公司出口一般贸易业务受到较大的冲击，09 年颗粒无收，进料加工业务量也显著下滑，09 年全年出口收入占比萎缩至 19.02%。



为了扭转不利形势，公司积极调整产品结构，重点培育电池级金属锂和丁基锂的海外市场已初见成效。2009 年 9 月开始向韩国锦湖石油化学株式会社小批量出口丁基锂，现已通过生产论证，从 2010 年开始批量供货。

表 11：公司历年出口收入结构（万元）

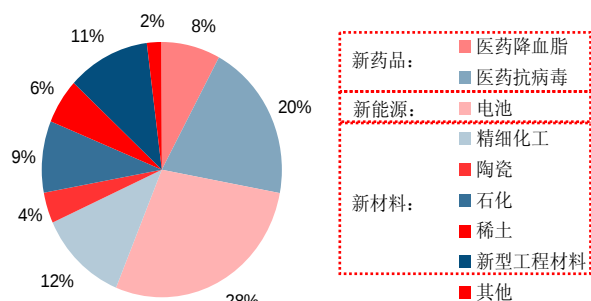
产品品种	项目		2009 年	2008 年	2007 年	影响因素
氯化锂	一般贸易项下	出口销售额	-	-	163.37	取消出口退税
	进料加工项下	出口销售额	154.27	289.53	280.89	禁止加工贸易及取消出口退税的共同影响
	一般贸易项下	出口销售额	-	690.77	283.25	取消出口退税、调征出口关税
氟化锂	进料加工项下	出口销售额	-	-	675.09	禁止加工贸易、取消出口退税及调征出口关税的共同影响
	一般贸易项下	出口销售额	-	-	2.96	取消出口退税、调减进口关税
	进料加工项下	出口销售额	2,153.92	5,904.46	5,220.96	禁止加工贸易、取消出口退税及调减进口关税的共同影响
合计	出口销售额		2,308.19	6,884.76	6,626.52	

资料来源：招股说明书，中信建投证券研究发展部

下游市场前景乐观，中长期内成长性可期

公司锂产品销售领域可归纳为新能源、新材料、新药品三大类，09 年收入占比分别为 28%、42%和 28%。

图 10：2009 年终端销售结构



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

新能源

新能源业务主要是锂电池材料，包括高能一次锂电池、二次锂电池（小型锂电、动力锂电）等，是公司的重点发展领域。在现阶段，电脑笔记本、手机等 3C 产品虽然产量增速有所放缓，但仍然保持稳定增长趋势，因而小型锂电池市场需求短期至中期继续处于上升的轨道。高能一次锂电池在各类电表、水表、气表等智能表计，汽车胎压监测系统、烟雾报警器和射频识别、卫星定位装置(GPS)等领域得到较快的应用推广，08 年全球市场容量为 11 亿美元。高能的锂亚电池目前已在汽车电子产品领域、智能化表计领域成为电源首选，市场空间巨大。

在发展替代能源和低碳经济的大背景下，作为石油等液态燃料的消耗大户和二氧化碳排放重要来源的汽车产业，在新能源动力技术方面的革新和产业化尤为紧迫。新能源汽车主要包括电动汽车和混合动力汽车，当前混合动力汽车得到世界各国的重点研发和推广，世界主流汽车厂商已经进入全面产业化阶段。近期，我国推出的新能源汽车补贴政策，预示着国内新能源汽车产业化开始提速，根据汽车工业协会的预测，2014 年我国的混



合动力汽车将达 150 万辆。锂离子电池是新能源汽车动力电池的主要发展方向，具备快速扩容的动力。

图 11：世界笔记本电脑产量及增速（万台，%）

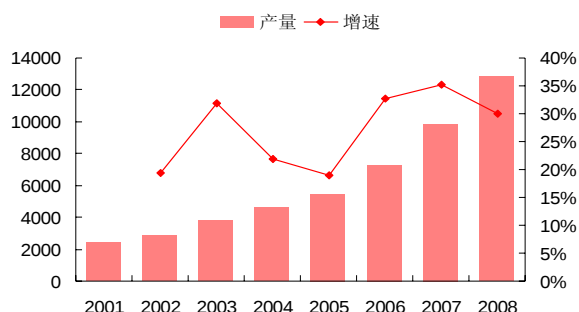
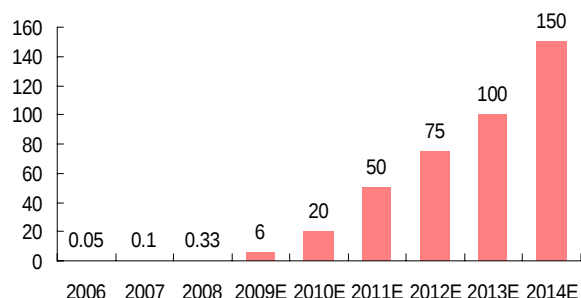


图 12：中国混合动力汽车产量预测（万辆）



资料来源：中信建投证券研究发展部

新材料

新材料业务主要涉及石油化工、精细化工、新型工程材料、陶瓷、稀土冶金等，顺应产业升级的大背景，发展动力十足。丁基锂是石油化工领域合成橡胶（主要是 SBS）的重要合成原料，氯化锂是有“世界第六大工程塑料”之称的 PPS 聚苯硫醚的重要生产原料。国内 SBS、PPS 市场历年来存在较大的需求缺口，产品大量依赖进口，这为上游丁基锂原料市场的拓展提供了机遇。

图 13：中国历年 SBS 市场供需状况（万吨）

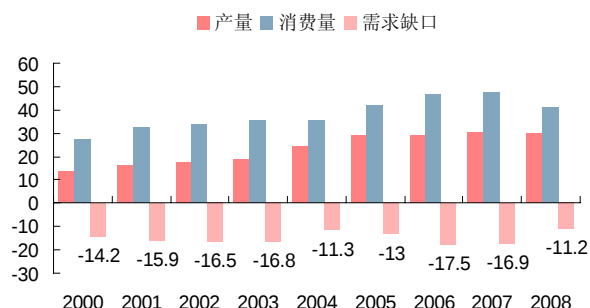
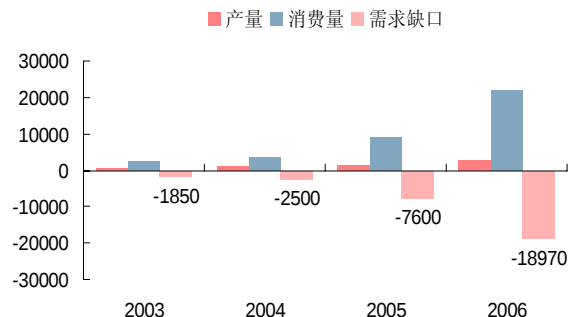


图 14：中国历年 PPS 市场供需状况（万吨）



资料来源：中信建投证券研究发展部

新药品

金属锂、丁基锂广泛应用于医药行业。金属锂在心血管、抗病毒（抗艾滋病药）领域有重要应用，2009 年默克公司拥有的抗艾滋病药 Efavirenz 专利到期，将极大促进中国抗艾药的生产，成为金属锂在医药领域市场容量的重要突破。

丁基锂主要用于他汀类降血脂药的生产。公司目前 100 吨产能仅能够满足石化行业的需求，而医药行业对丁基锂需求量十分巨大，并且近年来增长迅速。另外，从技术的角度，药品生产过程中对丁基锂浓度的控制要求非常之高，浓度控制不力下一生产环节成本会大幅度上升。而公司供应的丁基锂是标定浓度的产品，医药企业生产成本可以得到有效的控制，因而将更倾向于使用外购的丁基锂原料，公司在医药市场拥有巨大的拓展空间。



表 12：2006-2008 年主要降血脂药品种增长率

序号	药名	2006 年增长率	2007 年增长率	2008 年增长率	复合增长率
1	阿托伐他汀	118.65%	94.98%	46.96%	42.03%
2	辛伐他汀	2.94%	33.32%	24.60%	18.43%
3	普伐他汀	-5.17%	11.22%	-0.14%	3.56%
4	阿西莫司	-0.89%	17.70%	25.36%	13.84%
5	非诺贝特	1.41%	19.92%	9.55%	9.52%
6	氟伐他汀	8.55%	18.53%	24.35%	13.80%
7	血脂康	1.97%	43.13%	13.07%	17.41%
8	普罗布考	546.00%	55.07%	52.54%	33.24%
9	ω -3 脂肪酸	-9.54%	132.35%	29.33%	44.30%
10	罗素他汀			443.98%	
11	洛伐他汀	2.14%	28.48%	-0.66%	8.47%
12	苯扎贝特	-11.48%	126.04%	67.69%	55.92%
13	红曲提取物	-28.81%	-2.47%	28.20%	7.73%
14	依折麦布			3448.56%	
15	绞股蓝总甙	-21.53%	-19.13%	-26.19%	-15.80%
16	角鲨烯	0.44%	0.56%	-19.28%	-6.72%
17	茶多酚	-68.20%	542.09%	-33.25%	62.43%
18	甘糖酯	-28.65%	6.35%	5.49%	3.91%

资料来源：中国医药经济信息网，中信建投证券研究发展部

表 13：核心产品下游应用情况

下游市场领域	应用产品	涉及锂产品	下游行业发展空间和机遇
医药	新型合成药	金属锂/丁基锂	抗艾药Efavirenz专利2009年到期；医药企业丁基锂生产倾向于外包；医药的必需品属性支撑需求的稳定增长
合金	镁锂合金/铝锂合金	金属锂	前景看好的航空航天材料，美、加、中已形成铝锂合金17000吨产能
橡胶	SBS\SEBS	金属锂/丁基锂	采用锂合成的橡胶，寿命延长4倍以上，受益于国内供应短缺和传统产业升级
工程塑料	PPS 聚苯硫醚	氯化锂	受益于国内供应短缺和传统产业升级
核燃料	受控核聚变反应堆	金属锂	核裂变向核聚变发展，在核聚变反应堆中既做核燃料又作传热介质，1个1000MW 的核聚变反应堆所需用的金属锂达1000吨，发展新能源、清洁能源是世界主流趋势。
二次锂电池（小型锂电）	笔记本电脑、手机电池	氢氧化锂/碳酸锂	受益于3C产品市场需求的平稳增长
二次锂电池（动力电池）	电动汽车电池	氢氧化锂/碳酸锂	新能源汽车产业发展越来越受到各国政府的重视和政策支持，中国新能源汽车产业化开始提速。
高能一次锂电池	锂电池的负极材料	金属锂	在各类智能表计、汽车胎压监测系统、烟雾报警器和射频识别、卫星定位装置(GPS)等领域得到较快的应用推广，08年全球市场为11亿美元。高能的锂亚电池目前已在汽车电子产品领域、智能化表计领域成为电源首选，市场空间巨大。

资料来源：中信建投证券研究发展



盈利预测和估值

按照增发后总股本 1 亿股计算，我们对公司 2010-2012 年 EPS 的预测是 0.47 元，0.75 元和 0.98 元。三年净利润复合增长率 42.34%，可比上市公司 2010 年对应动态市盈率均值为 71 倍，剔除西藏矿业均值为 59 倍。鉴于公司所属行业处在高速发展期和公司的技术实力，我们认为，2010 年给予公司 55~60 倍市盈率比较合理，对应价格区间为 25.85 元~28.20 元。

表 14：公司分产品收入预测

	2009	2010 F	2011 F	2012 F
金属锂收入（百万元）	100.86	130.61	194.55	214.00
销量（吨）	309.45	364.32	493.35	493.35
价格（万元/吨）	32.59	35.85	39.43	43.38
氟化锂收入（百万元）	29.58	31.43	31.43	31.43
销量（吨）	489.72	523.78	523.78	523.78
价格（万元/吨）	6.04	6.00	6.00	6.00
氯化锂收入（百万元）	19.35	33.00	43.56	47.52
销量（吨）	560.53	825.00	1,089.00	1,188.00
价格（万元/吨）	3.45	4.00	4.00	4.00
丁基锂收入（百万元）	23.31	44.37	79.86	95.83
销量（吨）	84.10	145.50	218.25	218.25
价格（万元/吨）	27.72	30.49	36.59	43.91
碳酸锂收入（百万元）	65.12	126.00	178.13	228.00
销量（吨）	1,868.80	3,000.00	3,562.50	3,800.00
价格（万元/吨）	3.48	4.20	5.00	6.00
总收入（百万元）	238.22	365.40	527.52	616.78

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部预测

表 15：可比上市公司估值情况

公司简称	股票代码	股 价 (7.22)	EPS(元)			PE		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
云海金属	002182	12.38	0.03	0.32	0.74	468.94	38.69	16.73
东方钨业	000962	14.56	0.11	0.21	0.43	137.36	69.33	33.86
西藏矿业	000762	28.43	0.08	0.22	0.30	365.42	129.23	94.77
东方锆业	002167	22.33	0.37	0.27	0.49	60.35	82.25	45.28
中科三环	000970	12.86	0.14	0.31	0.39	91.86	41.36	33.31
章源钨业	002378	25.80	0.31	0.40	0.50	83.23	64.50	51.60
全部平均						201.19	70.89	45.92
剔除西藏矿业平均						168.35	59.23	36.16

资料来源：中信建投证券研究发展部预测

表 16：利润表预测（百万元）

	2008A	2009A	2010 F	2011 F	2012 F
营业收入	241.30	246.86	378.65	546.65	639.15
营业成本	168.80	183.41	287.77	404.52	460.19
营业费用	6.31	5.22	7.95	12.03	14.06
管理费用	13.33	12.91	20.83	30.07	35.15
财务费用	6.50	3.91	2.92	2.73	1.48
营业利润	43.37	38.92	57.48	95.12	125.71
利润总额	53.40	43.93	61.98	99.62	130.21
净利润	38.92	33.86	46.48	74.71	97.66
归属母公司所有者的净利润	38.93	33.86	46.48	74.71	97.66



分析师介绍

张芳，中国人民大学管理学硕士，有色金属行业首席分析师。基于长期的研究实践，擅长把握有色金属价格波动趋势。

郭晓露，中央财经大学产业经济学硕士，有色金属行业分析师。专注于行业周期变化的实时跟踪及行业影响因素趋势变动的实证分析。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。