

赣锋锂业 (002460) 定价报告

锂深加工的龙头

原材料 / 有色金属

定价区间

28.00-32.00 元

发布时间: 2010 年 8 月 9 日

投资要点:

- 公司是我国锂深加工行业的龙头企业, 公司地处江西, 是我国锂云母资源丰富的地区, 公司长期以来从事深加工锂产品的研究、开发、生产与销售, 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。
- 公司目前产品主要应用于新能源、新药品及新材料领域。新能源领域包括锂电池(充电和非充电, 即二次、一次锂电池); 新药品领域如治疗心血管疾病的他汀类药物和抗艾滋病鸡尾酒疗法中用的抗病毒类药物; 新材料领域包括航空航天用的铝锂合金材料等应用行业。
- 公司 2009 年金属锂产能为 400 吨左右, 2010 年计划增加到 480 吨, 随着募项目逐步投产, 金属锂产能有望进一步增长。销量方面, 预计未来需求将保持较快增长。
- 公司未来几年营业收入将保持快速增长, 而增长动力最主要来自于产量的增长, 由于募项目逐步投产, 公司在未来三年内增长比较明确。预计公司未来三年的每股收益分别为: 0.50 元; 0.72 元; 0.88 元。
- 目前 A 股中和公司业务比较相近的小金属行业 2010 年的平均 PE 为 57 倍左右, 公司所处行业和新能源, 新材料以及医疗行业密切相关, 具有高成长性, 上市合理价格在 28.00-32.00 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	24,686	2.3	3,386	-13	0.45			
2010E	40,044	62	4,982	47	0.50			
2011E	52,440	31	7,212	44.7	0.72			
2012E	64,648	23	8,807	22	0.88			

发行数据

2009 年

发行前股本(万股)	7,500
发行数量(万股)	2,500
发行价格(元)	20.70
发行前 EPS(元)	0.45
发行后 EPS(元)	0.34
发行前每股净资产(元)	2.54
发行日期	2010-7-28
上市日期	2010-8-10
主承销商	兴业证券

分析师: 诸利达

执业证书编号: S0550109041506

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhuld@nescn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼楼

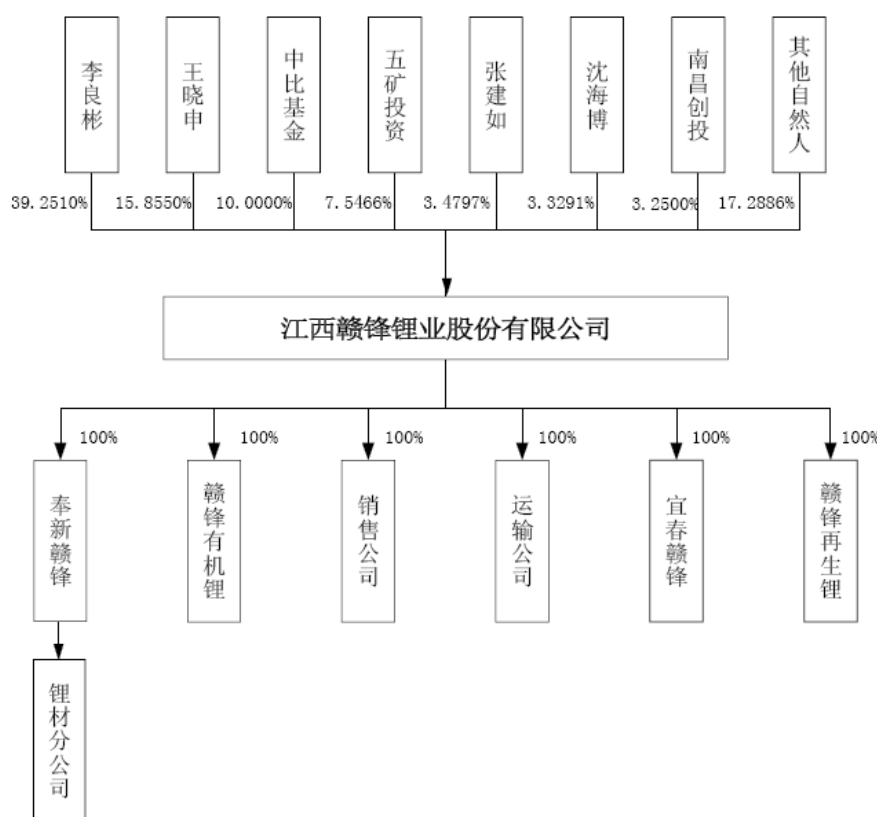
邮编: 200002

1. 公司简介

公司是我国锂深加工行业的龙头企业,公司地处江西,是我国锂云母资源丰富的地区,公司长期以来从事深加工锂产品的研究、开发、生产与销售,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。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。公司目前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,

公司的控股股东、实际控制人为李良彬家族,李良彬持有公司 39.2510%的股权,李良学持有公司 0.1958%的股权,李华彪持有公司 0.1205%的股权,熊剑浪持有公司 1.2352%的股权,罗顺香持有公司 2.0637%的股权,黄闻持有公司 2.0637%的股权,李良彬家族合计持有股份公司 3,369.7425 万股股份,占总股份的 44.9299%。

图表 1: .发行前公司股权结构



数据来源: 招股说明书 东北证券金融与产业研究所

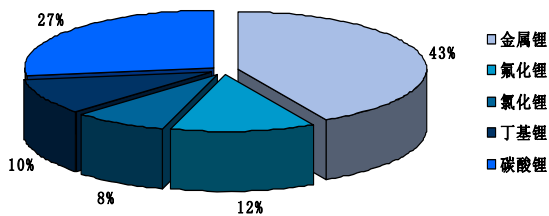
2. 主营业务情况

公司目前产品主要应用于新能源、新药品及新材料领域。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应用行业。

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、

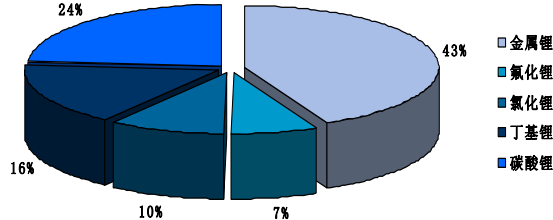
催化剂级)、丁基锂、氟化锂(工业级、电池级)等二十余种锂系列产品。

图表 2: 公司主营业务占比情况



资料来源: 招股说明书 东北证券金融与产业研究所

图表 3: 公司营业利润占比情况



资料来源: 招股说明书 东北证券金融与产业研究所

2.1. 行业情况

公司的主营产品主要应用于新能源、新材料以及医疗领域,其中新能源领域未来主要需求来自于锂电池,包括一次和二次电池。一次锂电池广泛应用于流量仪表、建筑防火报警器、电子门锁、无线电通讯设备、导弹点火系统、飞机、潜艇上。由于一次锂电池具有重量轻、容量大、电能储存时间长的优势,其在民用方面的应用发展较快。

电池级碳酸锂主要用于生产二次锂电池的正极材料,电池级氟化锂则用于生产锂电池的电解液。二次锂电池因其电压高、比能量大、循环寿命长、安全性能好、耐受性强等特点被称为 21 世纪绿色环保能源电池。最近几年,移动电话和笔记本电脑等电子设备产销量的大幅增长带动了二次锂电池的快速发展。

新材料方面,现阶段,新材料领域采购的深加工锂产品主要为丁基锂、氯化锂和金属锂。新型材料的生产和应用时间虽然较短,但均是对传统产品的升级和替代,具有较大的发展空间。

表格 1. 公司主要产品在新材料领域的应用

下游产品	锂产品对应作用
新合成橡胶	主要用于 SBS、K 树脂等新材料,锂有机化合物(以丁基锂为主)是苯乙烯和丁二烯嵌段共聚物的唯一引发剂
新型特种工程材料	主要用于 PPS 聚苯硫醚的生产,氯化锂是合成 PPS 的必需助剂
锂系合金	金属锂是合成锂系合金、改善并提升合金性能的重要原料

资料来源: 招股说明书 东北证券金融与产业研究所

医疗领域方面,新药品领域采购的深加工锂产品主要为金属锂和丁基锂,均作为药品生产过程中的催化剂使用,新药品详情见下表:

表格 2. 公司主要产品在新材料领域的应用

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：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

2.2. 产能产量变化情况

公司 2009 年金属锂产能为 400 吨左右，2010 年计划增加到 480 吨，随着募集项目逐步投产，金属锂产能有望进一步增长。销量方面，锂深加工行业的下游需求基本上都来自于新兴行业，预计未来需求将保持较快增长，公司在锂加工方面具有一定的技术优势，并和下游客户维持了比较良好的合作关系，因此公司销量在未来几年预计仍将保持快速增长。

表格 3. 公司主要产品产能销量情况预测

产品	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
产能(吨)							
金属锂	350	400	400	480	650	650	650
氟化锂	600	600	600	600	680	680	680
氯化锂	3600	3600	3600	5000	6000	6000	5000
丁基锂	50	75	75	150	225	225	225
碳酸锂	500	500	3000	4000	5000	6000	6000
产量							
金属锂	275	402	294	400	450	550	600
氟化锂	561	533	528	600	640	680	680
氯化锂	1841	2306	1686	2400	3500	4000	4500
丁基锂	20	57	87	100	150	180	200
碳酸锂	153	374	1987	3000	4000	5000	6000
销量							
金属锂	259.14	318.64	309.45	400	450	550	600
氟化锂	546.16	523	489.72	600	640	680	680
氯化锂	748.08	591.88	560.53	2400	3500	4000	4500
丁基锂	15.52	51.46	84.1	100	150	180	200
碳酸锂	82.31	392.51	1868.8	3000	4000	5000	6000

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

公司主营产品主要是金属锂和相关的深加工产品，公司主要产品销售价格和锂金属价格高度相关，金属锂价格一方面受逐步抬高的原材料成本影响，一方面又受到科技进步导致的生产成本降低的影响。虽然原材料成本都呈上升趋势，但随着卤水提锂技术的进步，我们预期锂价未来几年将保持相对稳定。

表格 4. 公司主要产品销售价格和成本预计

单价	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
金属锂	42.55	37.3	32.59	33	34	35	35
氟化锂	8.82	7.85	6.04	6.93	7.14	7.35	7.35
氯化锂	3.96	4.05	3.45	3.3	3.4	3.5	3.5
丁基锂	33.93	30.3	27.72	27.39	28.22	29.05	29.05
碳酸锂	4.9	4.94	3.48	3.63	3.74	3.85	3.85
单位成本							
金属锂	30.3	26.5	24.3	25.1	25.5	26.3	26.3
氟化锂	6.7	5.1	5.2	5.4	5.4	5.5	5.5
氯化锂	3.0	2.7	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
丁基锂	27.3	18.9	16.2	19.4	19.8	20.3	20.3
碳酸锂	3.9	3.7	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0
毛利率							
金属锂	28.8%	29.0%	25.5%	24%	25.0%	25.0%	25.0%
氟化锂	24.3%	34.5%	14.2%	22%	24%	25%	25%
氯化锂	24.6%	34.4%	29.9%	24%	25%	25%	25%
丁基锂	19.4%	37.5%	41.5%	29%	30%	30%	30%
碳酸锂	20.6%	24.3%	21.8%	22%	22%	22%	22%
合计	26.6%	30.8%	25.0%	23.6%	24.4%	24.5%	24.4%

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

3. 盈利预测和估值

公司未来几年营业收入将保持快速增长，而增长动力最主要来自于产量的增长，由于募集项目逐步投产，公司在未来三年内增长比较明确。预计公司未来三年的每股收益分别为：0.50 元、0.72 元、0.88 元。

表格 5. 公司主营业务收入和成本预计

主营业务收入	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
金属锂	11026	11885	10085	13200	15300	19250	21000
氟化锂	4817	4106	2958	4158	4569.6	4998	4998
氯化锂	2962	2397	1934	7920	11900	14000	15750
丁基锂	527	1559	2331	2739	4233	5229	5810
碳酸锂	403	1939	6503	10890	14960	19250	23100
合计	19736	21886	23811	38907	50963	62727	70658
主营成本	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
金属锂	7850	8436	7516	10032	11475	14437.5	15750
氟化锂	3647	2688	2538	3243.24	3472.896	3748.5	3748.5
氯化锂	2235	1573	1356	6019.2	8925	10500	11812.5
丁基锂	424	975	1364	1944.69	2963.1	3660.3	4067
碳酸锂	320	1469	5086	8494.2	11668.8	15015	18018
合计	14476	15140	17862	29733	38505	47361	53396

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

目前 A 股中和公司业务比较相近的小金属行业 2010 年的平均 PE 为 57 倍左右，公司所处行业 and 新能源，新材料以及医疗行业密切相关，具有高成长性，上市合理发行价格在 28.00-32.00 元之间。

表格 6. A 股上市公司中小金属估值情况

简称	最新价格	总市值	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
金钼股份	13.18	425.27	0.22	0.51	0.78	59.89	26.08	16.93
包钢稀土	40.81	329.48	0.33	0.68	0.98	125.26	59.96	41.77
吉恩镍业	20.18	163.68	0.23	0.53	0.87	88.56	38.20	23.14
厦门钨业	20.34	138.71	0.41	0.43	0.64	49.59	46.90	31.76
锡业股份	17.21	137.98	0.40	0.56	0.78	43.38	30.51	21.98
章源钨业	25.80	110.48	0.00	0.40	0.50	85.72	63.80	51.09
宝钛股份	19.90	85.62	0.00	0.21	0.53	-12,652.81	93.06	37.61
广晟有色	28.57	71.25	0.14	0.23	0.40	202.10	122.29	71.88
云南锗业	45.59	57.26	0.00	0.75	0.99	60.78	60.51	46.19
贵研铂业	25.09	28.03	0.30	0.71	0.85	82.65	35.29	29.39
平均	25.67	154.78	0.20	0.50	0.73	-1,185.49	57.66	37.17
行业中值	22.72	124.23	0.22	0.52	0.78	71.72	53.43	34.69

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

表格 7. 最近上市的中小板股票发行市盈率

股票	上市日期	发行价	每股收益			市盈率 PE		
			2009	10E	11E	2009	10E	11E
摩恩电气(002451)	2010-7-20	10	0.42	0.43	0.53	23.81	23.53	18.91
长高集团(002452)	2010-7-20	26	0.99	0.87	1.11	26.14	29.66	23.3
天马精化(002453)	2010-7-20	15	0.51	0.55	0.77	29.33	27.40	19.45
松芝股份(002454)	2010-7-20	18	0.84	0.84	0.99	21.67	21.57	18.3
高德红外(002414)	2010-7-16	26	0.61	0.60	0.74	42.62	43.16	35.20
中原内配(002448)	2010-7-16	22	0.96	1.00	1.22	22.71	21.73	17.8
国星光电(002449)	2010-7-16	28	0.72	0.70	1.04	38.89	40.01	26.8
康得新(002450)	2010-7-16	14	0.40	0.43	0.62	35.68	33.12	22.79
巨星科技(002444)	2010-7-13	29	1.13	0.96	1.15	25.66	30.11	25.25
行业均值				0.71	0.91	29.61	30.03	23.11

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

盈利预测:

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24,686.05	40,044.06	52,440.78	64,648.64
营业成本	18,341.20	30,602.29	39,621.64	48,812.21
营业费用	521.88	720.79	943.93	969.73
管理费用	1,291.01	1,801.98	2,097.63	2,262.70
财务费用	391.16	21.68	(171.36)	451.29
投资收益	12.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,891.60	6,643.78	9,616.92	11,743.39
利润总额	4,393.08	6,643.78	9,616.92	11,743.39
所得税	1,006.96	1,660.95	2,404.23	2,935.85
净利润	3,386.11	4,982.84	7,212.69	8,807.54
归属母公司所有者的净利润	3,386.11	4,982.84	7,212.69	8,807.54
NOPLAT	3,301.08	4,999.10	7,084.17	9,146.01

资产负债表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	2,117.07	34,926.26	7,746.35	8,404.32
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	4,300.22	4,936.94	6,465.30	7,970.38
预付款项	2,541.20	2,541.20	2,541.20	2,541.20
存货	4,661.76	10,061.03	13,026.29	16,047.85
流动资产合计	17,547.12	58,879.40	38,178.73	45,318.70
非流动资产	12,460.25	30,915.69	58,874.93	75,622.90
资产总计	30,007.37	89,795.08	97,053.66	120,941.60
短期借款	5,496.48	0.00	0.00	16,334.72
应付帐款	1,929.31	3,353.68	4,342.10	5,349.28
预收款项	280.24	280.24	280.24	280.24
流动负债合计	10,392.79	5,382.83	6,371.25	23,713.16
非流动负债	600.00	1,412.00	1,912.00	1,412.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	19,014.58	82,407.18	88,177.33	95,223.36
净营运资本	7,154.33	53,496.57	31,807.48	21,605.54
投入资本 IC	22,832.50	49,280.91	82,230.97	104,953.76

现金流量表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	3,386.11	4,982.84	7,212.69	8,807.54
折旧摊销	3,373.00	0.00	2,040.76	3,252.03
净营运资金增加	4,975.36	46,342.24	(21,689.09)	(10,201.94)
经营活动产生现金流	4,765.55	(2,848.98)	4,091.26	6,536.04
投资活动产生现金流	(3,117.74)	(19,838.51)	(30,000.00)	(20,000.00)
融资活动产生现金流	(2,420.48)	55,496.68	(1,271.17)	14,121.93
现金净增 (减)	(772.67)	32,809.19	(27,179.91)	657.97

价值比率	2009A	2010E	2011E	2012E
P / E	53.33	48.17	33.27	27.25
EV / 收入	7.45	5.17	4.46	3.86
EV / EBITDA	24.03	26.58	20.38	16.17
EV / EBIT	42.96	31.04	24.78	20.48
EV / NOPLAT	55.73	41.38	33.04	27.30
EV / IC	8.06	4.20	2.85	2.38
P / B	9.47	2.91	2.72	2.52
Dividend Yield (%)	0.00%	0.42%	0.60%	0.73%

每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
基本 EPS	0.45	0.50	0.72	0.88
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	0.64	(0.28)	0.41	0.65
每股净现金流	(0.10)	3.28	(2.72)	0.07
每股净资产	2.54	8.24	8.82	9.52

流动性	2009A	2010E	2011E	2012E
净负债 / 权益	0.21	(0.42)	(0.08)	0.09
总负债 / 总资产	36.63%	7.57%	8.53%	20.77%
流动比率	1.69	10.94	5.99	1.91
速动比率	1.24	9.07	3.95	1.23

财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
盈利能力				
毛利率	25.70%	23.58%	24.44%	24.50%
营业利润率	15.76%	16.59%	18.34%	18.16%
净利率	13.72%	12.44%	13.75%	13.62%
净资产收益率	17.81%	6.05%	8.18%	9.25%

偿债能力	2009A	2010E	2011E	2012E
流动比率	1.69	10.94	5.99	1.91
速动比率	1.24	9.07	3.95	1.23
资产负债率	36.63%	7.62%	8.59%	20.88%

成长能力	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	2.30%	62.21%	30.96%	23.28%
营业利润增长率	-10.26%	70.72%	44.75%	22.11%
净利润增长率	-13.02%	47.16%	44.75%	22.11%
净资产增长率	20.35%	333.39%	7.00%	7.99%

营运能力	2009A	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	7.45	8.67	9.20	8.96
存货周转率	2.93	4.16	3.43	3.36
总资产周转率	0.83	0.67	0.56	0.59

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。