

2011 年 7 月 4 日

赣锋锂业

锂业技术龙头，成本优势显著

A

未有评级

002460.SZ – 人民币 31.99

乐宇坤*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(2)	19	5	-
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(2)	19	11	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	150
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,199.6
3 个月日均交易额(人民币 百万)	29
主要股东(%)	
李良彬	29.44

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

赣锋锂业是我国卤水提锂技术优势企业, 公司横跨锂业基础和深加工产品, 已形成一定产业链一体化优势。同时公司亦成功实现卤水直接制取氯化锂和电池级碳酸锂等国内领先技术, 进一步构建成本竞争优势。公司现虽不直接控有锂矿或盐湖资源, 但已与 SQM 公司签订长期专供合同, 并参股国际锂业曲线享有丰富盐湖资源。2011 年以来, 在电动车需求逐步释放预期和铅酸电池受环保拖累背景下, 公司提前布局锂电池产业, 未来该项业务有望获取不菲的收益。基于对锂业景气度的乐观预期, 以及公司一流的科研产业化实力, 我们对公司未来发展持乐观的态度。

主要发现

- 各类锂盐产品成本优势显著;
- 卤水提锂技术国内领先, 原料供应稳定;
- 积极布局锂电产业, 构建深加工产业链优势。

风险

- 锂行业技术发展较快;
- 或受经济复苏和锂需求低于预期影响。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012	2013E
销售收入(人民币 百万)	246.86	359.72	405.1	513.2	615.8
变动(%)		45.7	12.6	26.7	20.0
净利润(人民币 百万)	33.86	42.64	168.0	217.9	268.1
变动(%)		25.9	294.0	29.7	23.0
全面摊薄每股收益(人民币)	0.52	0.45	0.6	0.8	0.94
变动(%)		(13.5)	33.3	27.2	23.0
市盈率(倍)	61.5	71.1	53.3	41.9	34.1
市净率(倍)	12.59	4.48	4.11	3.89	3.56
净资产收益率(%)	19.45	11.45	7.6	9.2	9.9

资料来源: 公司数据及万得咨询

公司背景

赣锋锂业是我国少数攻克卤水提锂技术、并实现产业化规模生产的龙头企业。

目前公司主要通过外购 SQM 公司卤水，生产横跨氯化锂、工业碳酸锂、以及电池级金属锂、丁基锂和电池级碳酸锂等初、中、高端锂业产品。公司建有国内唯一的“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”全产品链生产线，已成功将技术优势转化为产业链优势。

同时公司已实现用卤水直接生产氯化锂（跳过碳酸锂），以及从卤水直接生产电池级碳酸锂的生产工艺（跳过工业级碳酸锂），可分别节省成本约 25%和 20%。凭借卤水提锂，以及这一系列技术，公司奠定了国内成本领先的竞争优势。

目前公司虽不直接控有卤水或锂矿资源，但公司已与 SQM 签订了长达 5 年的独家供货协定（并可于合同结束后顺延 5 年）。此外公司通过子公司参股国际锂业（有进一步增加股权的可能），未来有望曲线享有储量不菲的盐湖资源带来的收益。

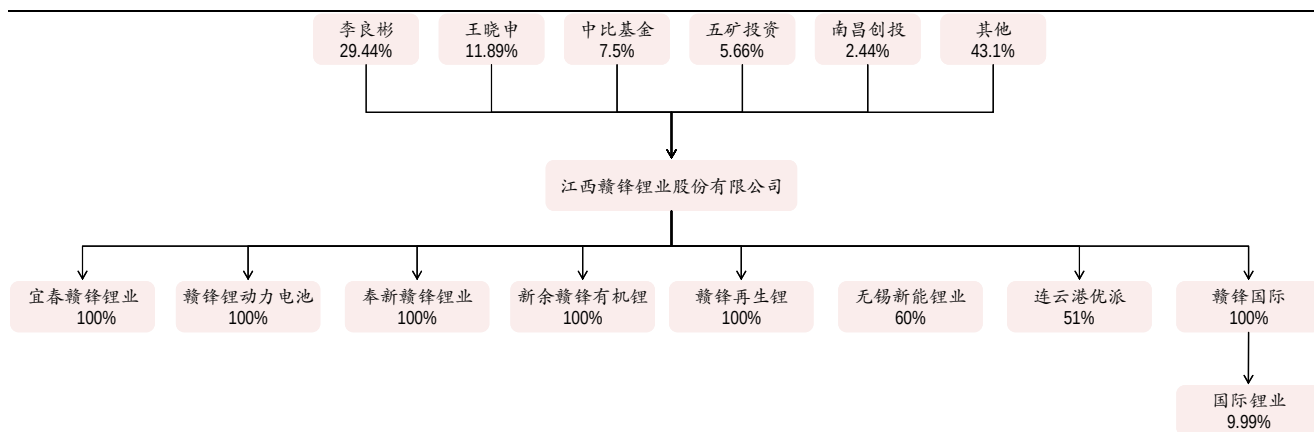
此外公司积极盘活超募资金投入扩大锂盐产能，筹建锂电池产业，收购锂电正极材料前驱体等项目，进一步渗入锂下游深加工产业链。

我们相信在铅酸电池受严厉整顿，电动自行车和电动汽车市场逐步发力的背景下，公司锂电产业布局将收获良好盈利。而公司传统业务也将在经济复苏的带动下再攀新高。

当前公司利润主要来自于金属锂和碳酸锂，2010 年公司金属锂和碳酸锂营收占比分别为 42%和 30%，毛利占比则分别为 51%和 20%。

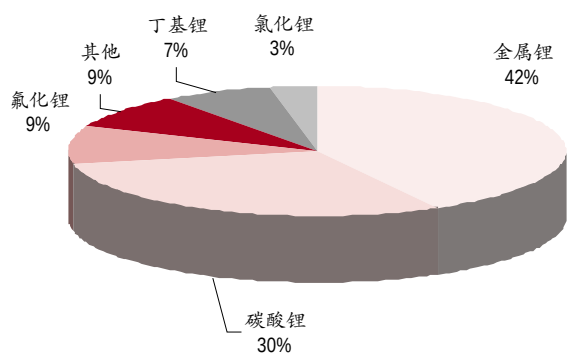
公司控股股东和实际控制人皆为李良彬。

图表 2. 公司股权和主要控股公司结构图



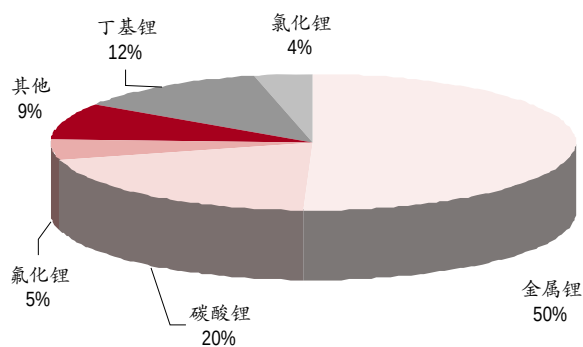
资料来源：公司数据

图表 3. 2010 年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 4. 2010 年毛利润构成



资料来源：公司数据

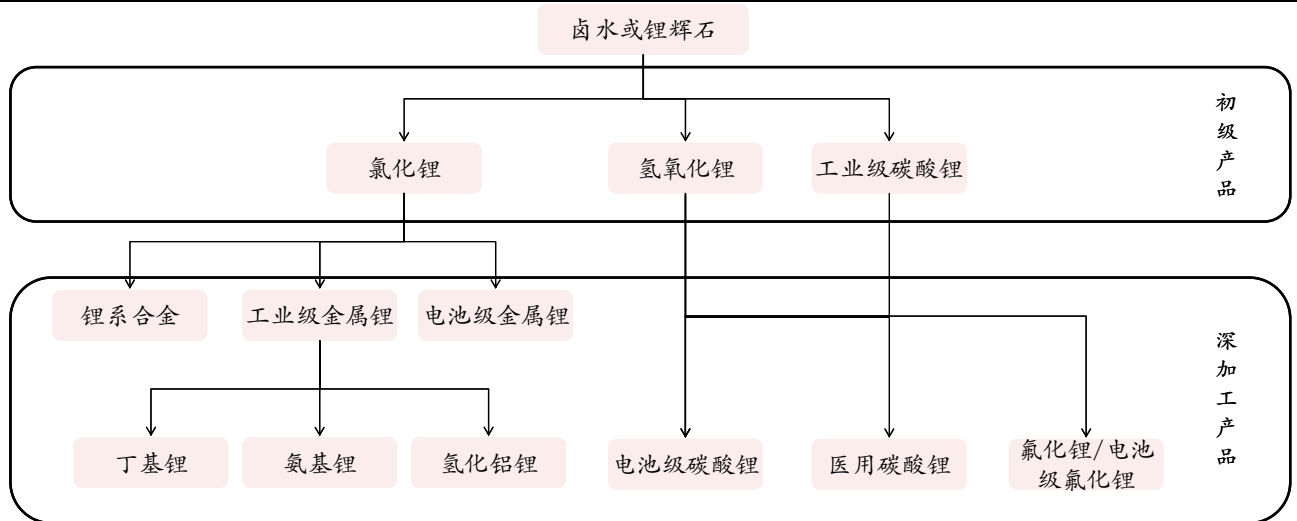
技术独步江湖，成本优势显著

我国锂业经过近十几年的努力，基础锂产品已在产能产量和技术领域取得了长足的进步。目前除 FMC、SQM 和 Chemetall 这全球锂业三强外，2009 年我国工业级碳酸锂产能已占全球约 23%，是全球主要的碳酸锂生产国。

虽然我国盐湖卤水资源全球居先，但目前我国碳酸锂基本以锂辉石和锂云母提锂为主。这主要是因为我国卤水资源往往存在品质较差（镁锂比高）、运输和生产条件恶劣（例如：缺少运输条件；气候差不适合太阳能池法提锂；缺少基本的水、电和人工等）以及卤水提锂技术存在瓶颈等问题。

卤水提锂综合成本较低，因而如若能在国内攻克技术难点，实现大批量规模化生产，则可建立较好的技术优势。我们欣喜地看到公司凭借多年技术积累，已在卤水提锂规模生产领域取得突破。公司目前基本采用卤水提锂，并建成了国内唯一的“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”全产品链生产线，构建了产业链优势。

图表 5. 锂产品结构图



资料来源：公司公告，中银国际研究

更为吸引人的是，公司是国内唯一一家成功掌握从卤水中直接提取氯化锂（省略碳酸锂这一步骤）关键技术的企业，并已实现卤水直接生产电池级碳酸锂。这两项技术可分别节省成本 25% 和 20%，一举奠定公司成本竞争优势。

此外公司综合回收自身和客户生产过程形成含锂回收料技术十分成熟，2008 年公司采购的回收锂化物约 750 吨（折碳酸锂当量），已占当期原材料采购总金额的 12%。该项技术不仅为公司节省了成本，且达到了清洁生产 and 保护环境的目的。公司卤水生产技术工艺成熟度可见一斑。

受益于原材料、技术、以及产业链优势，较业内其他竞争对手而言，公司综合成本优势较为明显。

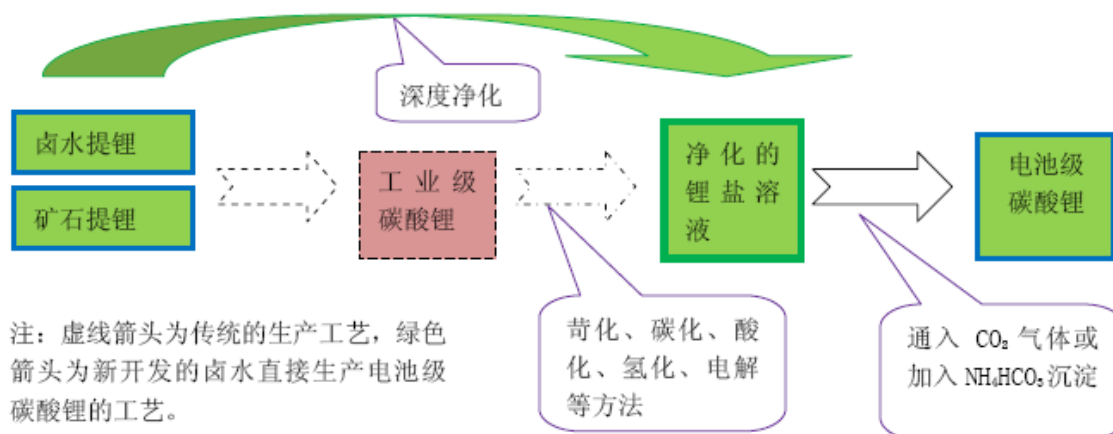
图表 6. 卤水直接生产氯化锂工艺图



注：标虚线的为国内金属锂生产企业的通行工艺路线，红色箭头为公司独有的工艺路线

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 7. 卤水直接生产电池级碳酸锂工艺图



注：虚线箭头为传统的生产工艺，绿色箭头为新开发的卤水直接生产电池级碳酸锂的工艺。

电池级碳酸锂生产工艺示意图

资料来源：公司公告，中银国际研究

全球卤水巨头联姻

虽然公司目前暂时不拥有上游卤水或锂矿石等资源，但公司已与全球锂业龙头企业 SQM 公司签订了长达 5 年的卤水独家供货协议（2007 年 6 月-2012 年 5 月）。根据协议，合同期内 SQM 不直接或间接向除赣锋锂业之外的任何中国企业销售卤水，同时赣锋锂业也不向除 SQM 外的任何企业购买卤水。SQM 公司所属的主力盐湖智利 Salar de Atacama 是全球镁锂比较好的（6.25: 1）盐湖之一，可有效保证公司原材料供应优势。

为弥补公司缺乏资源的劣势，2011 年 4 月 19 日公司公告全资子公司 GFL International Co., Limited (赣锋国际有限公司) 认购国际锂业（有望于多伦多上市）私募发行的 9.99% 的股权。国际锂业拥有阿根廷 Mariana 卤水矿的采矿权，以及其他分布在美国内华达州和加拿大、爱尔兰等国的卤水和锂辉石矿的开采权。其拥有的阿根廷 Mariana 卤水矿位于南美玻利维亚-智利-阿根廷含锂卤水成矿带上，盐湖面积 160 平方公里。根据入股合同，赣锋国际在未来 3 年内有权通过私募的方式保持并增持国际锂业的股份，并拥有一定的产品市场营销和包销的权利。我们认为此次战略入股将有望一举扭转公司资源受制于人的不利局面，在资源价值日益体现的背景下将获得较好的收益。

在继续巩固卤水提锂技术之外，公司正有条不紊地致力于矿石提锂技术。2011 年 4 月，公司公告将上马以锂辉石为原材料的 1 万吨锂盐项目。相比于卤水提锂技术，矿石提锂技术十分成熟，并已被国内外企业普遍所掌握，因此我们相信公司矿石提锂技术取得突破指日可待。

不断充实锂电池产业链

2010年公司通过首次公开发行进一步扩大了丁基锂和金属锂等原有产品产能。其中金属锂的产能由原来的 400 吨增加 62.5%至 650 吨，丁基锂由 75 吨扩大 200%至 225 吨，进一步确立业内深加工领先地位。

2011 年 4 月，公司公告拟使用部分超募资金 1.2 亿元投资建设年产 1 万吨锂盐生产线项目。该项目主要为保证公司未来长远发展过程中，深加工产品对氯化锂等原料的迫切需求。

同时为抢先占领动力锂电池市场，以分享新能源汽车等产业发展盛宴，同年 4 月中旬公司继续发挥超募资金作用，公告拟成立控股锂离子电池有限公司（安池锂能）以拟建设年产 2,000 万安时二次锂电池组封装项目。虽然公司之前未曾涉足锂离子电池领域封装，但作为产业链的合理延伸，我们看好该业务未来发展潜力。

此外公司于 2011 年 6 月进一步以超募资金受让连云港优派科技有限公司持有江苏优派新能源有限公司 51%的股权。优派新能源公司拥有生产锂电池三元正极材料前驱体等核心技术，其锂电三元正极材料前驱体和公司电池级碳酸锂是锂电池正极材料的两种主要原料。通过此次收购，公司将进一步扩大电池正极材料领域技术优势，形成协同效应。

盈利展望

公司 2010 年营收和净利润同比大幅增长了 45.72%和 25.93%。公司利润增幅低于营收主要是由于 2010 年以来主要锂产品价格出现了下滑，但卤水等原材料价格却基本维平。

2011 年以来长期处于下行通道的碳酸锂等锂盐产品在我国严格整治铅酸电池带来的需求复苏、以及成本上行共同推动下价格出现回暖。尤其值得欣慰的是握有锂盐产品定价权的 FMC、SQM 和 Chemtall 等纷纷提价，我们预测锂制品价格上行通道有望被逐步打开。受益于此，公司主要产品盈利有望继续走高。

此外公司前期募投的扩产项目也将于未来 2 年陆续建成达产，届时公司进一步化产业链成本优势和出众的科研技术为盈利，巩固龙头地位。

主要风险

公司赖以立足于激烈竞争的是其独特的锂业技术优势，但不可否认的是技术一直在不断进步，如果其他竞争对手纷纷突破卤水提锂技术瓶颈，则公司的优势将不复存在。

锂深加工产品的需求和新能源、新能源汽车、医药和化工产业密切相关，如下游需求增幅遇阻，将影响锂业景气度，继而拖累公司盈利。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371