

# 锂业“一哥”之争：赣锋、天齐谁主沉浮？

本报记者 李哲 北京报道

赣锋锂业(002460.SZ)和天齐锂业(002466.SZ)这两家风格迥异的锂业巨头,其在国内市场的地位无人能出其右。究竟谁才是“一哥”?这成为业内津津乐道的话题。

10年来,赣锋锂业通过“小步

## 同步登陆资本市场

在赣锋锂业上市10余天后,天齐锂业也正式登陆深交所中小板。

时间回拨到2009年。彼时,中国的新能源汽车市场仍处于起步阶段。也正是在这一年,国家为了鼓励企业发展新能源汽车开始推出试点城市给予补贴,从此新能源汽车产业驶上了快车道。

有统计数据显示,2010年中国锂电池市场规模达到276.1亿元,较2009年增长37.9%。当年8月,赣锋锂业顶着“中国锂业第一股”的光环登陆深交所中小

## 激进派与稳健派

就在赣锋锂业小步快跑获得锂矿资源之时,天齐锂业策动了另一次更大规模的“蛇吞象”式并购。

上市之后,两家企业通过资本市场的运作让产业规模不断扩大,但是,在企业运作上却呈现出截然不同的性格。

2012年对于天齐锂业而言绝对是难忘的一年。这一年,中国锂电池总产量约40亿只,同比增长33%。快速发展的锂电池市场同时带动了上游原材料价格上涨。恰在此时,天齐锂业得到了洛克伍德德图收购泰利森的消息。

“当时的天齐锂业刚刚上市两年,手中的资源不多,当时泰利森是天齐锂业的供应商,此前也讨论过发起对泰利森的收购,但是原本的计划是希望逐渐获得泰利森的股权,洛克伍德的突然出手,打乱了天齐锂业的节奏。”一位了解天齐锂业的业内人士李明(化名)说道。

然而,对于天齐锂业而言,收购泰利森无异于“蛇吞象”。2012年年报显示,天齐锂业总营收3.94亿元,净利润0.42亿元。但收购泰利森需要的募资金额达到了40亿元,时间只有不到3个月。

天齐锂业最终完成了这笔收购。收购让天齐锂业2013年的负债总额同比提高了179.9%。但债务问题随着中国动力电池市场的爆发而迅速化解。

“天齐锂业完成收购泰利森以后,赶在了中国动力电池市场爆发前夕,随后几年市场的爆发增长很快缓解了天齐锂业的财务压力。”中国物理与化学电源行业协会秘书长刘彦龙向记者说道。

相比之下,在上游矿产资源的收购上,赣锋锂业的反应相对有些滞后。记者了解到,2015~

## 行至两个不同的方向

回望10年前,两家从中游同时发力的锂业中游企业如今行至两个不同的方向。

随着能量密度的不断提高,高镍三元解决方案成为众多动力电池厂研发的主要方向。而在高镍三元的带动下,氢氧化锂产品地位更加凸显。

记者了解到,由于受到烧结温度的影响,在“811”(镍钴锰三元占比为8:1:1)高镍方案中只能使用氢氧化锂。

“据我们判断,今年中国市场的811电池装机量有可能是2019年的3倍,由于整个电动汽车的发展不一定会比2019年强,在这个情况下811将成为唯一的亮点。提前布局的企业将在今年有所收获。”墨柯说道。

谈及氢氧化锂的地位提升,天齐锂业人士则提出了不同的看法:“今年我们看到磷酸铁锂有了重新上升的势头,这将带动碳酸锂的发展,我们判断氢氧化锂和碳酸锂目前还是一个并存的局面。”

此前不久,天齐锂业位于澳大利亚奎纳纳市的年产2.4万吨电池级单水氢氧化锂项目宣布无限期推迟投产。

“公司在奎纳纳市的氢氧化

锂”的方式参股海外矿产资源,并在氢氧化锂产品和固态电池方面提前布局,力图将其打造成贯穿锂电上中下游的全产业链企业。而天齐锂业则是聚焦上游,先后通过两次“蛇吞象”式的并购将公司总资产扩大了48倍。

如今,两家企业均占据了全球

板。就在赣锋锂业上市10余天后,天齐锂业也正式登陆深交所中小板。

当时,动力电池在锂电池市场的份额微乎其微,绝大部分的市场还属于3C领域。上市之初,两家企业都是从锂业中游开始起步。其中,深加工锂产品在赣锋锂业的总营收中占比达到100%,而天齐锂业同样是以锂盐为主营业务。

2020年,赣锋锂业在A股、H股融资,先后4次通过收购和增加投资等方式扩大其在澳大利亚RIM公司(位于西澳大利亚的矿业和勘探公司,拥有Mt Marion锂辉石矿项目100%股权)的持股比例。截至2020年初,赣锋锂业以7亿元的资金获得了RIM公司50%股权。

此外,2018~2020年,赣锋锂业同样通过“小步快跑”的方式分5次共计43662.65万美元认购Minera Exar(位于阿根廷的矿业和勘探公司,拥有位于阿根廷Jujuy省的Cauchari-Olaroz锂盐湖项目)51%股权。

赣锋锂业内部人士向记者表示:“公司还是以稳健发展为主,如果海外有矿产资源置出的话,我们还是会慎重考虑这个事情。”

“从矿产资源方面来看,天齐锂业无疑更加优质,并且天齐锂业大多以控股的形式进行并购,话语权也更大,赣锋锂业则是以参股、获得矿产包销权为主。”墨柯说道。

就在赣锋锂业小步快跑获得锂矿资源之时,天齐锂业策动了另一次更大规模的“蛇吞象”式并购。

2018年5月31日,天齐锂业发布公告,拟以65美元/股从Nutrien集团手中收购SQM公司23.77%的A类股股权,总交易价款为40.66亿美元(根据《协议》签署日汇率折算为人民币258.9亿元)。截至2017年12月底天齐锂业总资产也只有178.4亿元。

最终,天齐锂业向中信银行(国际)有限公司以及中信银行成都分行共计融资35亿美元,顺利完成了这笔收购。在将全球优质

锂产能投产时间无法确定。目前公司氢氧化锂是有5000吨的产能。”天齐锂业证券部人士说道。

天齐锂业方面在提及奎纳纳市的氢氧化锂产能无法及时投产时表示,公司严重缺乏海外工程建设管理经验和专业人才团队,项目调试方案论证不充分以及新设备、新工艺技术需不断优化调整等多重因素,公司认为该项目虽历经一年的调试周期,至今仍未达到全线规模化生产状态,导致公司预计的投资目标还未实现。至于为何选择在海外建厂,天齐锂业并未明确说明。

而在上游矿山资源上略逊一筹的赣锋锂业,则在中游市场占据优势。记者了解到,目前赣锋锂业的主要基地马洪厂区具备氢氧化锂产能3.1万吨,碳酸锂产能1.5万吨。赣锋锂业正在着手进行产线升级,实现碳酸锂和氢氧化锂的产能转换。

赣锋锂业证券部人士表示,“2019年市场对氢氧化锂的需求就已经很大,经过技术改造以后,马洪厂区满产情况下可以生产5

万吨氢氧化锂产品,如果对碳酸锂有需求的话可以进行相互的转化。预计2020年底可以建成。”而谈及两家企业工厂选址的差异,墨柯表示:“这样的选择还是根据企业自身的情况来考虑的。泰利森是天齐锂业直接控股的,在当地直接建工厂去进行生产要更加直接。而赣锋锂业是参股了一些澳洲的锂辉石矿,直接的控制力相对较弱,签订的也都是包销合同,总体上来说就是要把矿产运输到国内来进行加工生产。”

对此,赣锋锂业证券部人士表示:“选择在国内建厂也是综合考量,从投入方面来看,把工厂放在国内的成本相对更低,澳大利亚的人工很贵,管理上也不是很方便。把产线放在国内,从设计、产能利用上会更加灵活。”

此外,作为两家非国资背景的企业,李良斌家族以33.71%的持股比例成为赣锋锂业的实际控制人,而天齐锂业董事长蒋卫平则是通过持有天齐集团98.60%的股权,间接控制天齐锂业。

从资本构成来看,上市之初,天齐锂业的总资产为10.4亿元。事实上,天齐锂业在2004年之时还是一家濒临破产的锂盐生产企业。而赣锋锂业在上市之初的资



图为赣锋锂业厂区。

盐湖资源收入囊中之时,也将自身负债提高到了74.50%。

但这次“蛇吞象”后,天齐锂业陷入了消化不良的尴尬境地。天齐锂业2019年业绩快报显示,其净利润亏损28.24亿元,同比下滑228.36%,其中,2019年度并购贷款产生利息费用合计就达到16.70亿元。而重金收购的SQM则面临着22亿元计提减值准备。

“天齐锂业在海外收购矿产资源,投入了很多资金,当时融资的成本可能也比较高。收购SQM之时预计锂盐的价格会比较高,但是,现在来看,锂矿价格和当初的预期有很大的出入。”刘彦龙说道。

记者了解到,相对于天齐锂业收购SQM股权之时,碳酸锂的价格从15.75万元/吨的高点下跌至4.85万元/吨。

而在刘彦龙看来,高溢价收购是天齐锂业不得不付出的代价。从全球锂矿资源分布来看,泰利森、SQM、ALB(雅保)、FMC控制了全球绝大多数的矿产资源。“近些年来,无论是锂、钴甚至包括镍,中国制造业企业使用量非常大,但是不掌握上游的矿产资源的主动权。想要进入市

场就要付出相应的代价。”刘彦龙说道。

记者在采访过程中发现,两家企业截然不同的性格与其实际控制人不无关系。“在天齐锂业内部,董事长个人的权威更加大一些。而赣锋锂业则是整个团队的管理人员参与的更加多一些。”刘彦龙坦言。

“在SQM中,天齐锂业的股份是比较多的,从这个角度来看天齐锂业在上游已经是龙头型企业。”墨柯说道,“但是如果财务状况持续无法改善,企业的实际控制人也可能会发生变化。如果天齐锂业更换实际控制人,会对公司造成比较大的影响,但是对于资源类企业而言,整体上的经营不会受太大影响。在战略层面上的影响就无法估量了。”

记者了解到,天齐锂业于2019年底曾通过配股方式募集资金29.32亿元。然而,这笔资金仍无法覆盖贷款金额。

针对这一担忧,记者联系到天齐锂业,天齐锂业人士向记者表示,目前还没有接到实际控制人变更的消息。公司现在还是在做融资准备,但是现阶段还无法披露。

亿元,同比下滑228.36%。

“如果天齐锂业不能很好地改善公司的财务状况,不排除更换实际控制人可能性。而赣锋锂业这样贯穿产业链的做法也将合作伙伴变成了竞争对手,无形中对公司上游业务造成影响。”真锂研究首席分析师墨柯向《中国经营报》记者说道。

通过资本助力,绿色动力(601330.SH、1330.HK)频频扩张。

近日,中国证监会针对绿色动力的再融资计划进行了意见反馈。根据绿色动力公告,其拟非公开发行2.32亿股A股,欲再融

资也仅为7.76亿元。

伴随着中国锂电池行业的飞速发展,两家企业在随后的近10年时间里实现业绩腾飞。数据显示,截至2019年底,天齐锂业市值达到291.44亿元,市盈率75.34倍;赣锋锂业则以286.05亿元,市盈率48.35倍紧随其后。

从市值方面看,赣锋锂业与天齐锂业已经坐稳了中国锂电的头两把交椅。

绿色动力主要以BOT(建设-经营-转让)等特许经营的方式,从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设、运营、维护等业务。2005年,北京市国有资产经营有限责任公司(以下简称“北京国资公司”)对绿色动力增资3000万元,取得后者61.16%股权,成为控股股东。

据绿色动力公告,其此次再融资方式为“非公开发行A股”,拟发行股票数量不超过2.32亿股(占发行前总股本20%),募集资金23.9亿元。所募资金在扣除发行费用后,将大部分用于公司位于国内的5个垃圾焚烧发电项目(惠州二期项目、金沙项目、平阳二期项目、石首项目、永嘉二期项目)的建设。

绿色动力方面表示,垃圾焚烧

发电属于资金密集型行业,其前期投入大,一个日处理能力1000吨的垃圾焚烧发电厂的资金投入为4亿~6亿元。同时,垃圾焚烧发电项目的投资回收周期较长,一般在8~12年。

截至2019年9月,绿色动力在垃圾焚烧发电领域运营项目20个,在建项目7个,筹建项目15个,运营项目垃圾处理能力1.8万吨/日。绿色动力方面表示,“为保证持续发展,需要不断扩大投入。”

记者注意到,此次募集资金除用于主业的垃圾焚烧项目建设外,还将会有5.4亿元用于偿还银行贷款。绿色动力方面表示,这是为了降低资产负债率,减少财务费用,增强抗风险能力。

2019年超过了20个,这期间公司的规模翻了差不多两三倍。

除资本运作外,国资背景则是绿色动力扩张的另一优势。据悉,北京国资公司是此次绿色动力非公开发行的10名认购人之一,拟认购比例不低于发行数量的40%(0.93亿股),同时不超过1.33亿股。

作为绿色动力的控股股东,北京国资公司除认购上述非公开发行股份外,还向上市公司“解囊相助”。2018年,绿色动力及其子公司,向北京国资公司申请了15亿元的借款额度,双方约定贷款利率不高于人民银行同期贷款基准利率,且无需任何抵押或担保。其中7.1亿元贷款在2019年12月到期不能归还后,又获展期(延长)6个月。

业内人士向记者表示,环保行业有很强的地域性,北京的(垃圾焚烧)电厂项目一般是不会给外地(企业)的,目前北京的项目也基本都是本地(企业)在做。绿色动力有北京市国资背景,最终拿到了通州(的垃圾焚烧发电)项目。

# 绿色动力现金流承压 拟融资23.9亿元扩张

本报实习记者 蒯阳阳 记者 吴可仲 北京报道

通过资本助力,绿色动力(601330.SH、1330.HK)频频扩张。

## “不断扩大投入”

绿色动力主要以BOT(建设-经营-转让)等特许经营的方式,从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设、运营、维护等业务。2005年,北京市国有资产经营有限责任公司(以下简称“北京国资公司”)对绿色动力增资3000万元,取得后者61.16%股权,成为控股股东。

据绿色动力公告,其此次再融资方式为“非公开发行A股”,拟发行股票数量不超过2.32亿股(占发行前总股本20%),募集资金23.9亿元。所募资金在扣除发行费用后,将大部分用于公司位于国内的5个垃圾焚烧发电项目(惠州二期项目、金沙项目、平阳二期项目、石首项目、永嘉二期项目)的建设。

绿色动力方面表示,垃圾焚烧

## 资本助力扩张

绿色动力总裁乔德卫曾表示,资本是企业的血液,是企业进行生产经营活动的必要条件,没有足够的资金,企业的生存和发展就没有保障。特别是资金密集型的垃圾焚烧发电行业,资本支持是首要解决的问题。

2014年6月,绿色动力赴香港(H股)上市,公开发行2.33亿股H股,募资5.58亿元用于江苏泰州、湖北武汉和山东乳山的3个生活垃圾焚烧发电项目建设。2018年6月,绿色动力在上海(A股)上市,公开发行股票1.16亿股,募资3.82亿元用于天津宁河、安徽蚌埠的3个秸秆、生物质和垃圾焚烧发电项目等。

从股本结构上看,目前绿色动力总股本为11.61亿股,其中A股7.57亿股,H股4.04亿股。北京国资公司合计持有绿色动力股份5.26亿股(占总股本45.3%),其中的5.01亿股A股股份,尚为限售股,将于2021年6月解禁。

对于近年绿色动力的发展,该公司证券部人士向记者表示,2014年,公司运营的项目只有7个,到

## 现金流隐患

然而,在绿色动力欣欣向荣的表象之下,公司的现金流却难言乐观。

2019年1~9月,绿色动力营收约12.5亿元,净利润3亿元,而现金流净额则为-1.82亿元。

记者梳理绿色动力2013年以来的财务数据发现,近7年间,该公司创造净利润近14亿元,而现金流仅增加不足3亿元。7年中,有3年现金流为净流出,4年为净流入,净流入最多年份为赴港上市前的2013年(3.18亿元)。

近7年间,这总计不足3亿元的现金流入,也是由筹资所获得。2013~2019年三季度,绿色动力“经营”“投资”和“筹资”三大现金流中,经营活动共计流出逾10亿元,投资活动流出逾46亿元,是靠筹资活动流入逾59亿元,才有了不足3亿元的现金流净额。

对此,有财务人士表示,经营活动现金流、投资活动现金流都为负,只有筹资活动现金流为正数,这对于并非处在初创期的企业来说,是一个较为糟糕的现金流表现。这说明企业需要投入大量资金,用来开拓市场,而资金来源为举债、融资等筹资活动。

不过,绿色动力证券部人士向记者表示,这几年公司处于建设扩张期,规模也差不多翻了两

23.9亿元。在这背后,绿色动力现金流承压。2013年以来,其经营、投资现金流“双失血”,靠筹资才维持现金流净额为正。

绿色动力证券部人士向《中国经营报》记者表示,这几年公司处于建设扩张期,规模也差不多翻了二三倍,自然现金流是流出很多,但目前公司现金流方面是没问题的。

绿色动力方面表示,“为保证持续发展,需要不断扩大投入。”

记者注意到,此次募集资金除用于主业的垃圾焚烧项目建设外,还将会有5.4亿元用于偿还银行贷款。绿色动力方面表示,这是为了降低资产负债率,减少财务费用,增强抗风险能力。

2019年超过了20个,这期间公司的规模翻了差不多两三倍。

除资本运作外,国资背景则是绿色动力扩张的另一优势。

据悉,北京国资公司是此次绿色动力非公开发行的10名认购人之一,拟认购比例不低于发行数量的40%(0.93亿股),同时不超过1.33亿股。

作为绿色动力的控股股东,北京国资公司除认购上述非公开发行股份外,还向上市公司“解囊相助”。2018年,绿色动力及其子公司,向北京国资公司申请了15亿元的借款额度,双方约定贷款利率不高于人民银行同期贷款基准利率,且无需任何抵押或担保。其中7.1亿元贷款在2019年12月到期不能归还后,又获展期(延长)6个月。

业内人士向记者表示,环保行业有很强的地域性,北京的(垃圾焚烧)电厂项目一般是不会给外地(企业)的,目前北京的项目也基本都是本地(企业)在做。绿色动力有北京市国资背景,最终拿到了通州(的垃圾焚烧发电)项目。

三倍,自然现金流是流出很多,但目前公司现金流方面是没问题的。

在现金流承压的同时,绿色动力的负债水涨船高。

2013年,绿色动力的负债约为21亿元,到2019年三季度增至约94亿元,增加了4.4倍。同时,2013年公司负债率约为64%,2014年降为约56%,之后便逐年抬高至2019年三季度的74%左右。期间,其财务费用也由2013年的0.69亿元增加至2019年三季度的2.39亿元。

同样值得注意的还有该公司的资产结构。以2019年三季度为例,在当期逾127亿元的资产中,长期应收款(43亿元)和无形资产(57亿元)占比近八成。

对此,绿色动力证券部人士向记者解释称,这是由于BOT模式会计处理导致的。公司垃圾发电项目做的是BOT模式,项目经营期在25~30年,之后是要移交给政府,公司拥有的只是使用权。一般在特许经营期内,政府会承诺一部分保底的垃圾处理量。

上述人士表示,公司在项目建设之初,会把资产分为两块,一块确认为“无形资产”,另一块确定为“长期应收款”。无形资产对应的是公司对发电厂的投资,长期应收款对应的是保底的垃圾处理费。