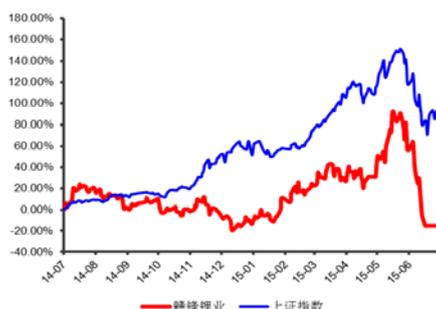


2015年7月21日

——赣锋锂业（002460.SZ）深度报告

评级：推荐（上调）

52周走势



相关研究报告:

报告作者

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人

马松

电话：0510-82832380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **锂深加工龙头打造全产业链。**公司国内锂产品最齐全、产品层次最高、加工链最长，工艺技术最全面的专业生产商。公司的战略是构建锂电新材料、锂基新材料、有机锂系列产品和动力与储能新能源四大业务板块。目前四大业务布局初步成型。
- **现金牛金属锂和丁基锂产品稳定增长。**金属锂是公司的传统优势产品，收入和利润占比都最大，盈利能力最强，并且近几年来一直较为稳定。公司是全球最大的金属锂厂商，市场份额达 50%。金属锂在一次锂电池、锂镁合金、医药领域有广泛应用。未来会稳定增长。
- **碳酸锂和氢氧化锂产品直接受益于新能源汽车爆发，业绩弹性最大。**预计 2015-2017 年全球锂产品需求量复合增速将达到 11.1%，增长中枢将较以往抬升 1-2%，国内增长将高达 20% 以上。供给端，受制于原料供应，增长有限，因此未来锂产品价格将持续上涨。随着新能源汽车对续航里程要求的提高，三元材料动力电池未来占比将持续提升，作为三元材料的最重要锂源-氢氧化锂重要性大幅提升。公司万吨锂盐项目投产 6000 吨氢氧化锂，将成为未来几年重要增长动力。
- **收购美拜电子，进军下游锂电池的开始。**公司非公开增发拟收购美拜电子 100% 股权，美拜是国内第五大聚合物锂电池生产商，客户为国内二线消费电子厂商。未来将受益国产智能手机和平板电脑市场份额提升。动力电池领域，公司计划参股国内最大的三元材料电池厂商波士顿，产业拓展空间打开。
- **上调评级至“推荐”，目标价格 29 元。**定增全面摊薄后，预计 15-17 年 EPS 分别为 0.35、0.49、0.60 元，参照可比公司和历史估值区间，按照 16 年 55-60 倍 PE，公司未来 6 个月合理价格区间 27.0-29.4 元。
- **风险因素：**（1）锂加工行业产能过剩，竞争加剧；（2）新能源汽车发展不及预期；（3）锂资源价格大幅上涨。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	869.5	1,304.3	1,810.5	2,341.7
YOY	26.70%	50.01%	38.81%	29.34%
归属母公司净利润	85.7	131.9	183.0	223.0
EPS(元)	0.23	0.35	0.49	0.60
P/E	69.1	44.9	32.4	26.6
P/B	4.3	4.0	3.8	3.5

数据来源：国联证券研究所

目 录

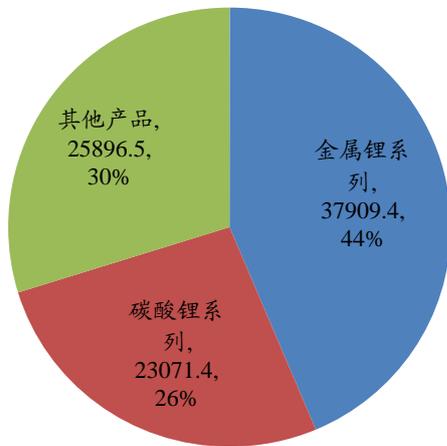
目 录	2
1. 锂深加工龙头，致力于打造全产业链	4
2. 金属锂与丁基锂：现金牛产品，稳定增长	5
3. 碳酸锂与氢氧化锂：极大受益动力电池爆发	7
3.1 锂电池需求强劲，成为锂产品最大增长动力	8
3.2 有效供给增长有限，锂产品价格将持续强势	13
3.3 氢氧化锂重要性大幅提升，将成为公司未来业绩动力	15
4. 进军消费电子电池和动力电池领域	18
5. 上游资源布局稳步推进	21
6. 盈利预测	23
7. 估值建议	24
8. 风险因素	25

图表 1: 公司 2014 年主营收入 (分产品)	4
图表 2: 公司 2014 年主营业务毛利 (分产品)	4
图表 3: 公司历年营业收入及增长率	5
图表 4: 公司历年归属净利润及增长率	5
图表 5: 全球金属锂和丁基锂主要企业产能情况	5
图表 6: 全球金属锂和丁基锂主要企业产能情况	6
图表 7: 国内金属锂产量稳定增长	7
图表 8: 2003 年锂产品下游应用分布	8
图表 9: 2013 年锂产品下游应用分布	8
图表 10: 全球锂产品消费量十年复合增速 8.8%	9
图表 11: 全球锂离子电池消费量及需求预测 (单位: 万Kwh)	10
图表 12: 全球锂产品消费量 (折合碳酸锂当量) 及预测	10
图表 13: 中国新能源汽车锂电池需求量	11
图表 14: 锂电自行车渗透率快速提升	12
图表 15: 国内智能手机出货量趋于平稳	12
图表 16: 国内平板电脑出货量增速趋于平稳	12
图表 17: 中国锂离子电池产量及预测 (单位: 万KWh)	13
图表 18: 2006 年国际锂产品市场格局	13
图表 19: 2013 年国际锂产品市场格局	13
图表 20: 主要碳酸锂企业产能统计	14
图表 21: 公司碳酸锂产品对外报价持续提高, 已经升至近 6 年来最高值	15
图表 22: 中国汽车动力电池中三元材料电池占比将迅速提高	16
图表 23: 磷酸铁锂四种工艺路线介绍	17
图表 24: 国内氢氧化锂产量增长缓慢	17
图表 25: 15 年一季度氢氧化锂净出口量大幅增长	17
图表 26: 全球手机出货量及预测 (单位: 百万部)	18
图表 27: 全球智能手机出货量及预测 (百万部)	18
图表 28: 全球平板电脑出货量及预测	19
图表 29: 中国平板电脑出货量及预测	19
图表 30: 中国智能手机厂商在全球排名不断上移	19
图表 31: 美拜电子历年收入及业绩承诺	20
图表 32: 美拜电子历年净利润及业绩承诺	20
图表 33: 公司分下游应用销售预测 (单位: 万元)	23
图表 32: 公司损益表预测结果 (美拜 7 月 1 日并表)	24
图表 33: 可比公估值对比(7 月 20 日收盘价计)	24
图表 34: 赣锋锂业上市以来估值走势 (PE-TTM)	25

1. 锂深加工龙头，致力于打造全产业链

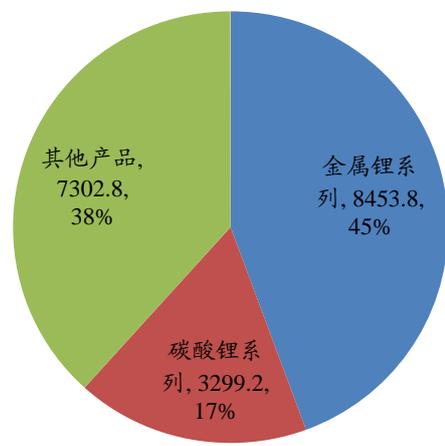
公司以锂的深加工产品为特色，目前正逐渐向上下游产业链延伸。公司成立于 2000 年，地处新余。自创立以来公司一直以深加工锂产品业务为主，致力于打造锂行业上下游一体化企业。公司的战略是构建以电池级碳酸锂为依托的锂电新材料、以金属锂及合金为基础的锂基新材料、以丁基锂为核心的有机锂系列产品和以锂电池为主导的动力与储能新能源四大业务板块。目前公司上游正在积极布局锂资源，下游已完成收购美拜电子，并且拟参股波士顿电池，四大业务板块布局初步完成。

图表 1: 公司 2014 年主营收入 (分产品)



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

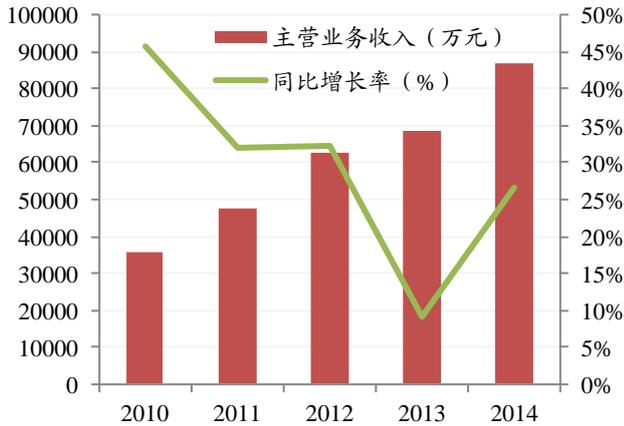
图表 2: 公司 2014 年主营业务毛利 (分产品)



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

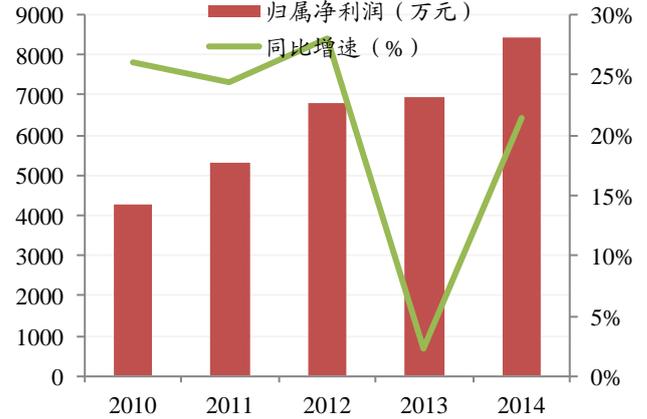
锂行业持续向好，公司收入和净利润持续稳步增长。赶上锂行业的飞速发展，从 2001 年公司首条高纯金属锂产业化生产线建成投产，至 2005 年，公司销售收入即突破 1 个亿，10 年时间，公司即发展成为中国深加工锂产品行业的龙头企业。公司是目前国内锂产品最齐全、产品层次最高、加工链最长，工艺技术最全面的专业生产商，覆盖了丁基锂、金属锂、电池级氟化锂、高纯碳酸锂、电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂、催化剂级氯化锂等主要锂深加工产品。公司是全球最大的金属锂生产供应商，金属锂销量占据全球四分之一以上的市场份额。同时，公司还是全球最大的锂再生资源规模化综合利用的企业，是国内唯一专业化规模化供应丁基锂的企业。凭借公司在锂深加工行业多年的技术积累，公司的竞争优势突出，营业收入从 2007 年的 2.1 亿增长至 2014 年的 8.69 亿，7 年复合增长 22.5%，净利润从 2007 年的 2955 万元增长至 2014 年的 8440 万元，7 年复合增长 16.2%。

图表 3: 公司历年营业收入及增长率



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 4: 公司历年归属净利润及增长率



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

万吨锂盐项目投产, 公司当前产能充足。14 年公司万吨锂盐项目建成投产, 大大增加了公司产能。目前有各类锂产品产能约 3.5 万吨, 未来几年万吨锂盐项目的持续放量将成为公司业绩的一大看点。

图表 5: 全球金属锂和丁基锂主要企业产能情况

产品	产能 (吨)	原料	原料来源	备注
金属锂	1500	氯化锂	自给	国内产能第一, 技术壁垒高
碳酸锂	10000	卤水、碳酸锂、回收锂、锂云母	外购	卤水直接生产电池级金属锂
氟化锂	1500 (工业级 1300, 电池级 200)	碳酸锂	自给	需求稳定, 电池级销售较好
丁基锂	225	金属锂	自给	用于橡胶、医药产品, 生产要求高
氯化锂	10000	卤水、碳酸锂、回收锂、锂云母	自给	主要用于生产金属锂, 外售仅几百吨
氢氧化锂	10000	锂辉石	外购	14 年已初步建成投产

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

2. 金属锂与丁基锂: 现金牛产品, 稳定增长

金属锂通常由氯化锂熔盐电解制取, 按含锂纯度的高低依次可分为高纯级、电池级、工业级等多个产品级别, 含锂纯度越高意味产品质量要求越高。工业级金属锂是公司金属锂产品中的传统产品, 占金属锂产品总产量的四分之三以上, 主要作为丁基锂的原料, 用于医药和橡胶领域; 电池级金属锂锭和锂材是公司金属锂产品的高端产品, 主要用于生产各种一次性锂电池、锂铝、锂镁合金材料等。

金属锂产品产销全球第一, 竞争优势突出。金属锂是公司的传统优势产品, 收入和利润占比都最大, 盈利能力最强, 并且近几年来一直较为稳定。公司是全球最大的金属锂厂商, 市场份额达 50%。目前产能 1500 吨, 预计未来还将进

一步扩展至2000吨，2014年公司金属锂产量 1300吨，其中 1100吨用于外销，200用于生产丁基锂。国内外金属锂市场的集中度均较高。国外金属锂的主要供应商为FMC、Chemetall，年产量都在600 吨以上。国内其他厂商产能都较小，第二的中核建仅有200多吨，与公司差距明显。

丁基锂国内规模最大，主要出口。丁基锂遇水遇氧易发生放热反应容易导致爆炸，因此对规模化生产的技术要求较高，国内规模化生产丁基锂的企业也很少，公司生产丁基锂具有规模和技术优势。国内丁基锂生产规模在50 吨以上的仅有巴陵石化、燕山石化和赣锋锂业三家，巴陵石化和燕山石化产出的丁基锂主要是为了满足自身合成橡胶的生产需求，基本不对外销售。公司丁基锂项目建成后产能225 吨，国内市场占有率较高，产品大部分出口。

图表 6: 全球金属锂和丁基锂主要企业产能情况

产能	金属锂	丁基锂
Rockwood	700	2600
FMC	650	2200
Novosibirsk	50	
赣锋锂业	1500	225
新疆昊鑫锂盐	500	
江苏宏伟锂业	200	
江苏宏利达锂业	250	
燕山石化		80

数据来源：公司公告 国联证券研究所

从需求来看公司的工业级金属锂产品主要应用于石化、医药领域。电池级金属锂主要应用于电池新材料领域。丁基锂主要应用于新型合成橡胶、新抗病毒药。

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，近年来智能电网，射频识别，汽车电子（轮胎压力监测系统和安全防盗系统）等领域对一次锂电池的需求增长迅速，预计整个锂一次电池行业 2015 年市场总量将达到 20 亿美元，对金属锂的消耗量在 1000 吨以上，公司的 100 吨电池级金属锂销售良好，开工率 100%。

由于锂是金属中最轻的元素，熔点较低，经常用于合金生产，特别是铝合金、镁合金等。添加锂能够增强强度，减轻重量。锂系合金被广泛应用于人造卫星、宇宙飞船、高速飞机的结构材料，同时锂具有较大的中子吸收截面，可作为原子能飞机、宇宙飞船等运载反应堆的防护屏。虽然目前消耗的金属锂仅 200 吨左右，但空间巨大。

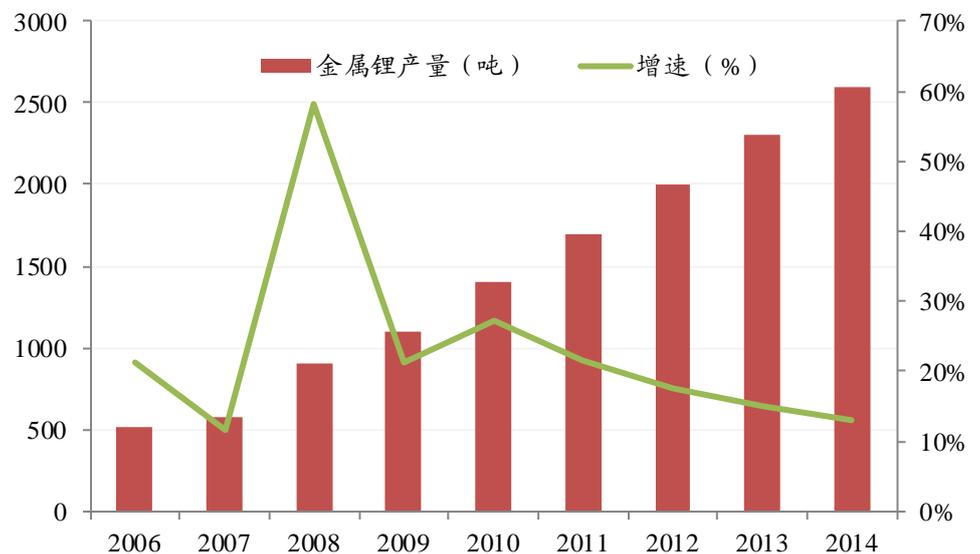
SBS 是一种介于橡胶和热塑性塑料特性的高分子材料，具有橡胶和塑料的

双重特性和宽广特性。2006-2011年中国SBS产量从24万吨增长到78万吨，年均增长27.8%，未来我们预计SBS产能扩张会受限，但是SBS需求量的增长将保持在8%左右，仅此一项每年需要消耗的丁基锂在4000吨左右。

在新药品领域，人们日益增长的健康需求将促进各类降血脂药、抗病毒药的产销量增长。工业和信息化部于2012年1月印发的《医药工业“十二五”发展规划》预测，今后5年全球药品销售将保持3%~6%的增速，到2015年达到约11,000亿美元；以巴西、俄罗斯和印度为代表的十几个新兴医药市场预计将以14%~17%的速度增长。“十二五”期间，中国医药工业总产值年均增速将达到20%。同时，今后5年，全球将有130多个专利药物陆续专利到期，总销售额在1,000亿美元以上，其中一些品种的临床应用短期内很难有新品种替代，这将为通用名药释放很大的市场空间。目前，中国已成为全球最大的原料药生产国，各类非专利新药的蓬勃发展将给金属锂产品和丁基锂等有机锂产品带来巨大的发展机会。

正是由于上述行业需求的稳步增长，国内的金属锂的产量保持了持续的增长，从2006年的515吨增长到了2014年的2600吨，近几年随着基数变大，增速有所放缓，但依然维持在13%左右，未来这一稳定增长的趋势将延续。

图表 7: 国内金属锂产量稳定增长



数据来源：有色金属协会锂业分会 国联证券研究所

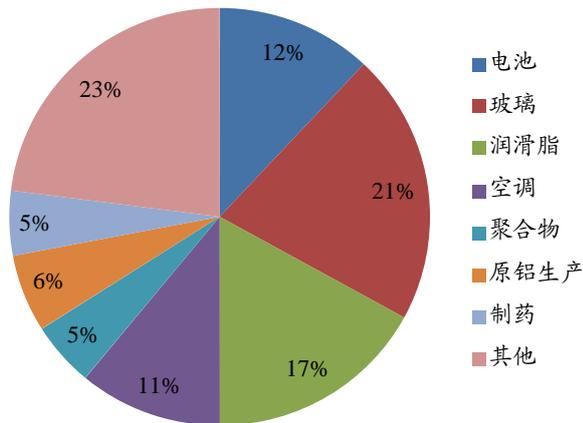
3. 碳酸锂与氢氧化锂：极大受益动力电池爆发

在基础锂盐产品中，最重要的是碳酸锂，其次是氢氧化锂和氯化锂。据统计，碳酸锂大约占到全球锂盐消耗总量的50%，其次应用较普遍的锂产品是氢氧化锂和氯化锂，约占锂盐消耗总量的30%。

3.1 锂电池需求强劲，成为锂产品最大增长动力

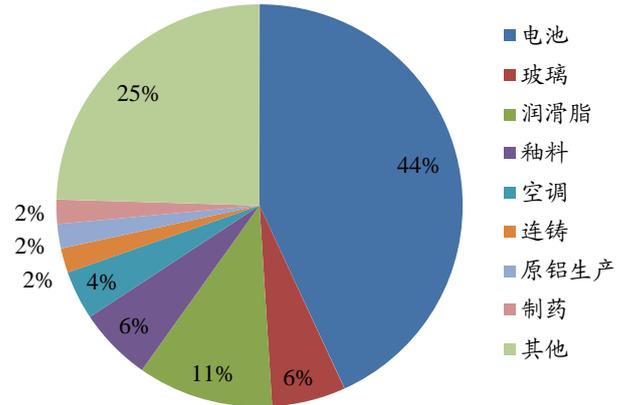
锂电池是锂产品最大需求方。在锂电池发明前，全球锂产品主要用于工业领域，增长缓慢。在锂电池发明后，特别是2004年以后，数码相机、音乐播放器、手机、笔记本电脑等3C电子产品的快速普及，带来了锂电池需求的极大增长，从而也带动了对基础锂产品的需求的快速增长。锂电池的需求占比2003年为12%，2004年锂电池即取代玻璃成为锂产品下游第一大应用领域，此后份额一直持续上升到2013年的44%。

图表 8: 2003 年锂产品下游应用分布



数据来源: SQM 年报 国联证券研究所

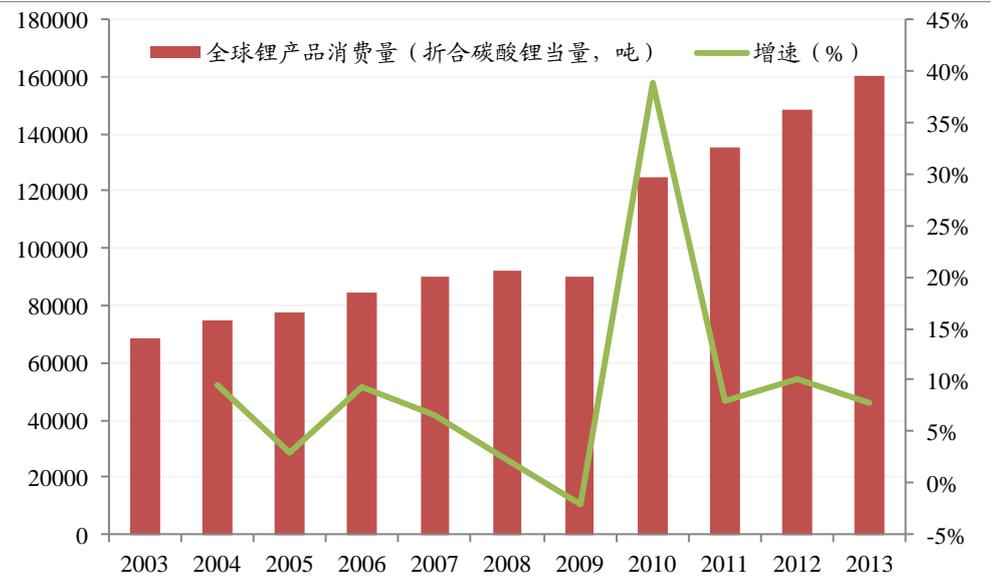
图表 9: 2013 年锂产品下游应用分布



数据来源: SQM 年报 国联证券研究所

3C 电子产品普及带来对锂产品需求高速增长十年。消费电子的快速普及带来了锂电池的第一波强劲需求，从而催生了上游锂产品的黄金十年。根据 SQM 的数据，近十年锂电池部分对锂产品的复合需求增速达到了 30% 左右，而其他锂产品下游的增速仅有不到 5%。2010 年开始的智能手机和平板电脑热潮更是将消费电子对锂电池的需求增速推向顶峰。随着以智能手机和平板电脑为主的消费电子类产品渗透率大幅提高，增速将逐渐下滑，14 年平板电脑和智能手机出货量增速已经回落。我们预计未来三年消费电子对锂电池的需求增速将维持在 15% 左右，一方面消费电子更新换代的频率在加快，因而需求还能稳定增长，另一方面，消费电子搭载的锂电池容量在逐年增大。

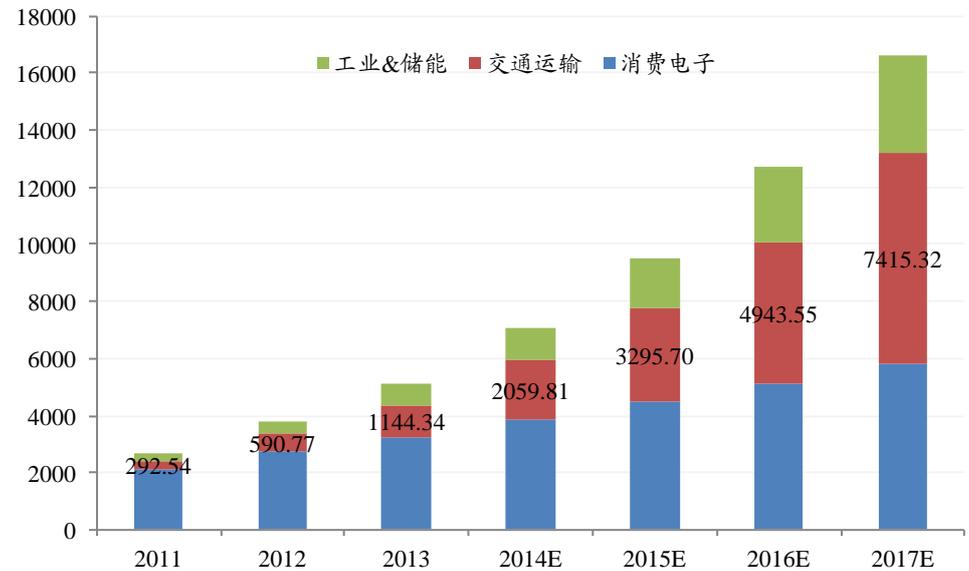
图表 10: 全球锂产品消费量十年复合增速 8.8%



数据来源: SQM 年报 国联证券研究所

动力锂电池的爆发将带来锂产品更加美好的十年。由于资源和环境的压力不断加大,当前世界主要国家都在大力推动电动汽车的广泛使用,以美国、中国、日本、欧洲最为领先。电动汽车需要的锂电池容量成百倍增加。以特斯拉为例,其 85Kwh 版本的 Model S 使用了 8000 多只 18650 电池,相当于笔记本电脑电池的 1300 倍,是标准手机电池容量的 10000 倍左右,因此,电动汽车对锂电池的需求将远远大于消费电子产品的需求。虽然当前价格高、续航里程低、充电设施不足的问题仍在阻碍电动汽车的发展,但是我们认为电动汽车已经迈过了产品的导入期,正在迎来高速增长阶段。随着电池能量密度的提高和大规模生产后成本的下降,锂电池的单位价格将保持在每年 10% 以上的下降速度,续航里程会逐步增加。各国也在加大充电设施的建设力度,未来电动汽车相对于燃油汽车的经济性就会越来越明显,市场化力量将主导推动电动汽车的快速普及。这将是一个超过万亿规模的大市场,对锂产品的需求也将爆发式增长。我们预计,交通运输领域的电动化趋势将使得其对锂离子电池的消费量从 2013 年的 1144.34 万 Kwh 增长至 2016 年的 4943.55 万 Kwh,增长超过 4 倍,复合增速超过 60%,是锂离子电池的最大增长动力。

图表 11: 全球锂离子电池消费量及需求预测 (单位: 万 Kwh)



数据来源: 真锂研究 国联证券研究所

除锂电池外, 锂产品其他领域需求增速表现一般, 玻璃、釉料、连铸、原铝生产周期性较强, 且处于产能过剩状态, 长期需求增长将十分有限。我们给予未来0-1%的行业增速。润滑脂行业跟随全球经济波动, 增速设为3%。制药领域长期增长稳定, 4%增速。我们预计2015-2017年全球锂产品需求量复合增速将达到11.1%, 增长中枢将较以往抬升1-2%。

图表 12: 全球锂产品消费量 (折合碳酸锂当量) 及预测

锂产品消费量 (万吨)	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
电池	60885	70400	80224	94961	114144	140144
玻璃	8910	9600	9600	9600	9600	9600
润滑脂	16335	17600	18128	18672	19232	19809
釉料	8910	9600	9888	10000	10000	10000
空调	7425	6400	6500	6500	6500	6500
连铸	2970	3200	3200	3200	3200	3200
原铝生产	2970	3200	2730	2730	2730	2730
制药	2970	3200	3328	3461	3600	3744
其他	37125	40000	40800	41616	42448	43297
总计	148500	160000	174400	190740	211454	239024
增速	10.0%	7.7%	9.0%	9.4%	10.9%	13.0%

数据来源: SQM 国联证券研究所

未来三年国内市场锂电池需求增速将达70%左右

2014年国内新能源汽车推广政策频出, 政府推动力度前所未有, 新能源汽车市场终于迎来久违的爆发。2014年国内共生产各类新能源汽车83900辆, 同

比增长近 4 倍，大大超出各方预期。其中新能源客车在公交领域的应用初步成熟，在各地政府采购的推动下，表现亮眼。插电式混合动力乘用车实现了飞跃发展，在充电基础设施不完善，用户里程焦虑下，插电式混合动力汽车以其双动力系统解决了当下私人市场推广新能源汽车的难题，受到了用户的欢迎。15 年政策推动力度继续一如既往，新车型也在加速上市，同时 15 年是国内新能源汽车推广新一阶段的考核时点，各地落实有望提速。未来几年新能源汽车将维持超高速增长，不出意外，15 年中国将超过美国成为全球新能源汽车第一大国。按照政府此前规划到 2015 年，新能源汽车累计产销突破 50 万辆，2020 年突破 500 万辆。我们预计 2016 年 50 万辆目标将实现。

按照我们的估算 2014 年国内新能源汽车对动力电池的需求量将达到 503 万 Kwh，2017 年有望达到 3420 万 Kwh，3 年增长超 6 倍，年均复合增速有望达到 89.4%。最迟 2016 年，国内用于交通运输领域的锂电池量就将超过消费电子电池。以 1Kwh 锂电池消耗 0.8Kg 碳酸锂计，2017 年新能源汽车对碳酸锂的需求量就将超过 2.7 万吨，相当于国内一年碳酸锂的产量。

图表 13: 中国新能源汽车锂电池需求量

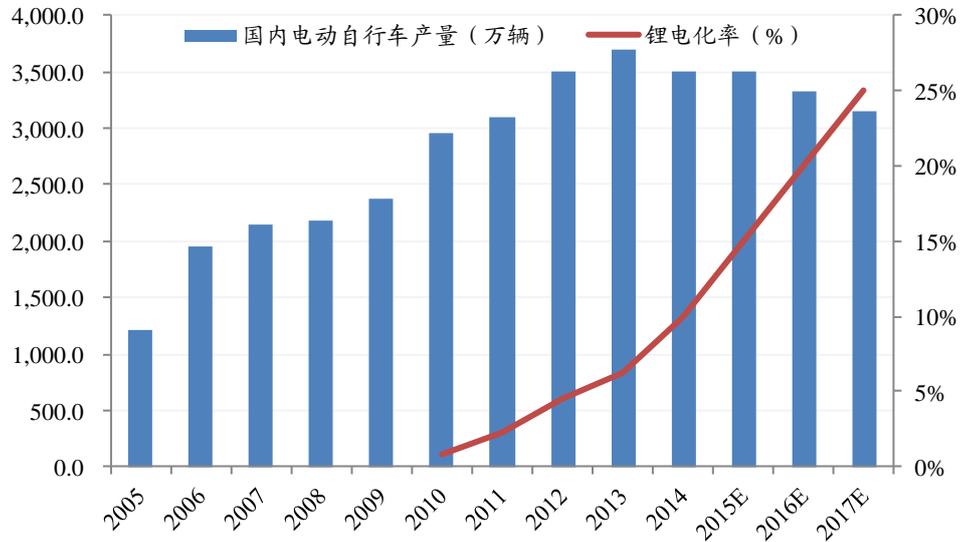
新能源汽车产量	插电式混合动力客车		插电式混合动力乘用车		纯电动乘用车	纯电动客车	总量
	力客车	力乘用车	纯电动乘用车	纯电动客车			
2014	13705	16674	37799	15661			83839
电池平均容量 (Kwh)	40	13	30	200			5031132
2015E	18000	50000	80000	30000			178000
电池平均容量 (Kwh)	40	15	35	210			10570000
2016E	30000	200000	160000	40000			430000
电池平均容量 (Kwh)	45	16	40	220			19750000
2017E	40000	400000	300000	50000			790000
电池平均容量 (Kwh)	50	18	45	230			34200000

数据来源：工信部 国联证券研究所

此外，在电动自行车领域，锂电化进程也在加速。电动自行车是解决民众短途需求的最好交通工具。自 2005 年起开启了爆发式增长进程，当前电动自行车保有量已经在 1.8 亿辆左右，城乡渗透率都已经非常高。当前绝大多数电动自行车都使用铅酸电池，能量密度低、使用寿命短和铅污染一直是铅酸电池的最大的缺陷，但因为其价格相比锂电池便宜不少，因而在电动自行车上获得了广泛的使用。随着锂电池价格的快速下降，当前锂电池电动自行车已经在单个循环成本上具备了优势。2014 年国内锂电自行车的销量预计将达到 350 万辆左右，渗透率已经达到 10% 以上。未来，由于锂电自行车轻便、使用寿命长的优势，我们预计锂电自行车的市场占有率将快速攀升，预计 2017 年将达到 800 万辆左右。届时，锂电自行车对锂电池的需求将达到接近 400 万 Kwh 的水平，

三年的复合增速将达到 31%。

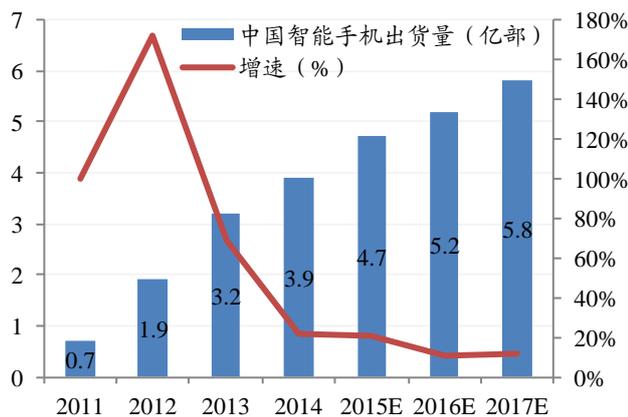
图表 14: 锂电自行车渗透率快速提升



数据来源: 中国自行车协会 国联证券研究所

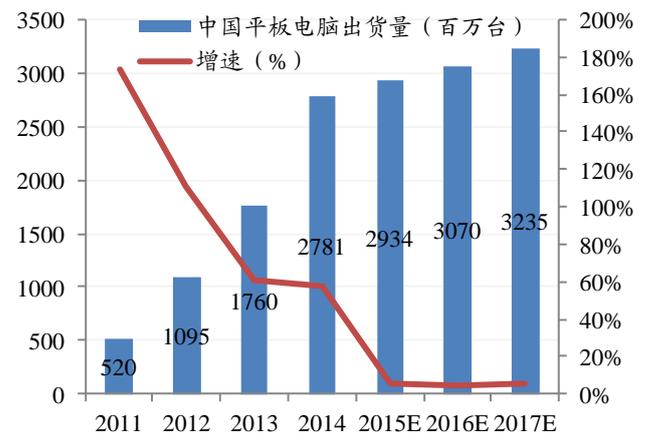
消费电子增速趋稳。消费电子领域, 智能手机、笔记本电脑和平板电脑是消费锂电主要市场。据高工锂电统计当前手机锂电池消费量占比接近50%, 笔记本和平板电脑占比15%。智能手机经历了爆发式增长后, 增速逐渐回归平稳, 但智能手机更新频率在加快、电池容量也不断提升, 预计对锂电的消费量会维持稳定。笔记本电脑和平板电脑方面, 笔记本电脑在平板电脑的冲击下, 近年来小幅下滑, 平板电脑增速逐步下滑, 未来增速将在10%左右。

图表 15: 国内智能手机出货量趋于平稳



数据来源: 艾瑞咨询 国联证券研究所

图表 16: 国内平板电脑出货量增速趋于平稳

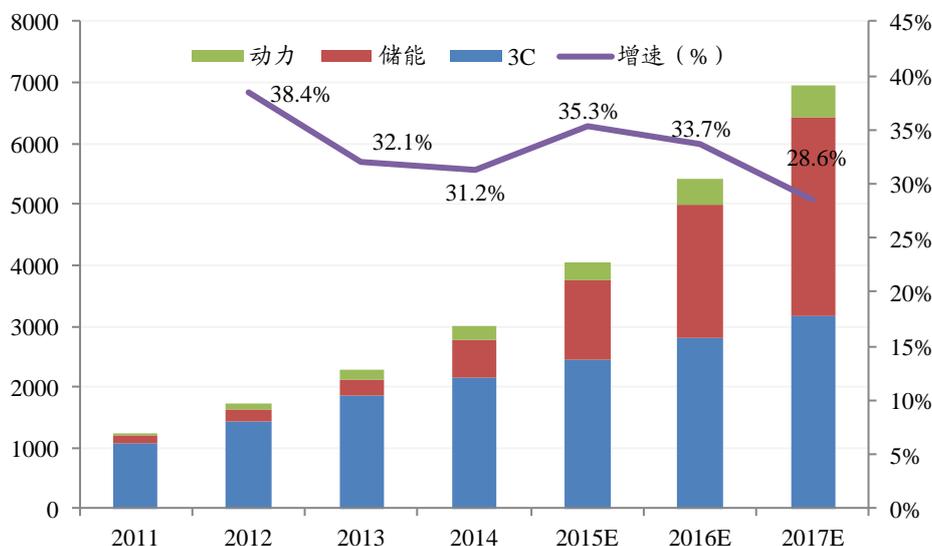


数据来源: IDC 国联证券研究所

综合来看, 根据高工锂电的数据, 2014年国内锂离子电池产量(注: 不同于消费量, 国内是锂电池出口大国, 产量要大于消费量)在2986.8万Kwh, 预计未来三年在新能源汽车推广的带动下, 国内锂离子电池的产量增速将达到

30%以上，仍然将维持在很高的水平。

图表 17: 中国锂离子电池产量及预测 (单位: 万 KWh)

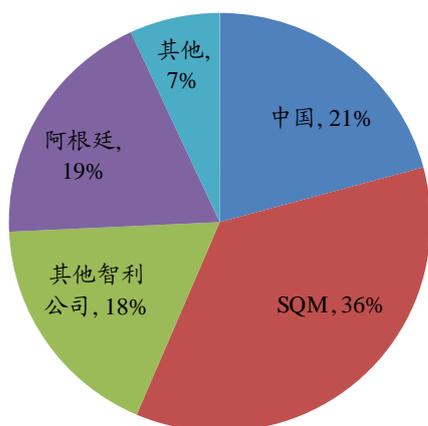


数据来源: 高工锂电 国联证券研究所

3.2 有效供给增长有限，锂产品价格将持续强势

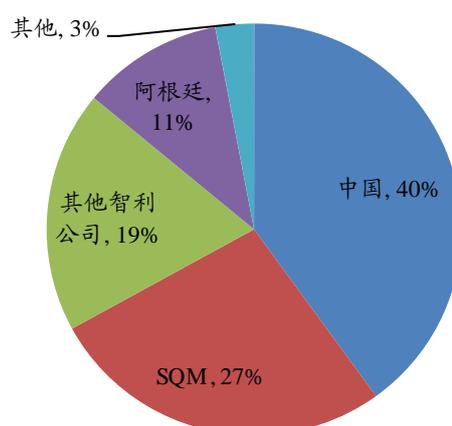
自1996年SQM进入国际锂产品市场后，凭借其优质资源和成本优势，迅速占领了市场，形成了寡头垄断的行业竞争格局。随着中国锂电池市场的崛起，国内对上游锂产品的需求高速增长，国内锂产品随之走上了快速扩张的道路，在国际锂产品市场上占据越来越大的市场份额。2013年中国占据了国际锂产品市场40%左右的份额。

图表 18: 2006 年国际锂产品市场格局



数据来源: SQM 年报 国联证券研究所

图表 19: 2013 年国际锂产品市场格局



数据来源: SQM 年报 国联证券研究所

对于锂产品来讲，资源禀赋是行业供给力量的最关键因素。SQM由于掌握了优质的盐湖锂资源，十几年间一直占据国际锂产品市场最大市场份额。由于世界上的优质锂资源都控制在几大巨头手中，因而我们认为未来锂产品市场仍将

维持寡头垄断格局，由于国内企业的大量扩产，并在全球收购锂矿资源，中国在国际锂产品市场上的影响力将越来越大。

规划产能巨大，但预计有效供给增加有限，供给冲击可能性大。根据我们的不完全统计，不考虑其他锂盐产品情况下，当前全球已有的碳酸锂产能约21万吨左右，已经规划的碳酸锂在建产能预计接近30万吨，远远大于需求量。但仔细分析，有效供给增加有限。首先，国内大部分锂产品企业本身不拥有资源，大部分进口澳洲锂辉石，锂矿供给直接决定了产能。其次，国内盐湖提锂产能受到自然环境恶劣、基础设施建设及技术问题长期得不到有效释放，扩建进程缓慢，预计未来几年仍然无法取得重大突破。考虑到产能投放的渐进性，未来项目进展良好的情况下，年均新投放有效产能在1-2万吨左右。如果项目进展不达预期，有可能会出现锂产品的暂时性短缺。特别是盐湖提锂产能的稳定性相对较差，经常出现不达预期的情况，矿石提锂企业的表现会相对稳定些。2015年的上半年的智利洪水表明厄尔尼诺现象有愈演愈烈的趋势，根据美国国家气象局的预测，厄尔尼诺将持续至2016年，因此供给层面冲击的可能性仍然较大。

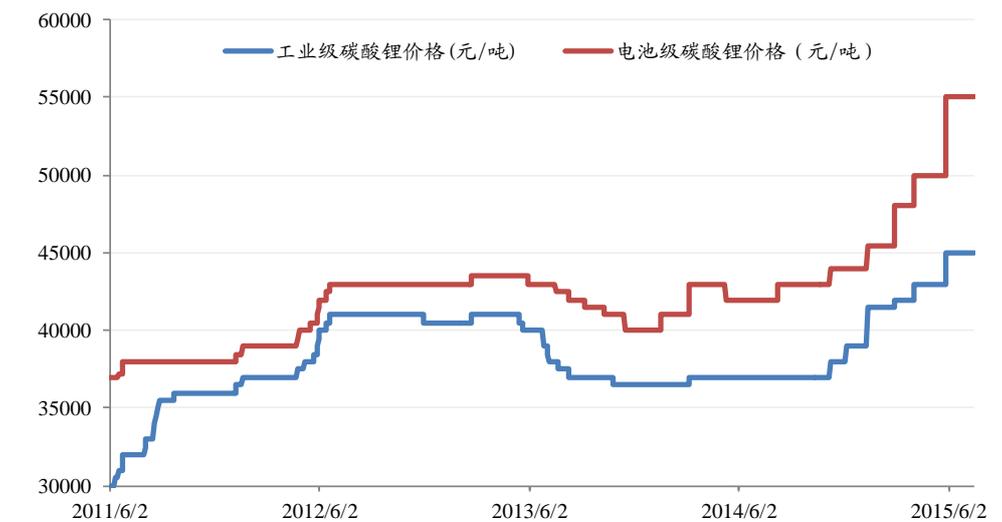
图表 20: 主要碳酸锂企业产能统计

企业名称	矿石来源	碳酸锂产能 (吨)	在建产能 (吨)	备注
SQM	盐湖	48000		
Rockwood	盐湖	30000	20000	
FMC	盐湖	25000	7000	
Canada lithium	矿石		20000	
Orocobre	盐湖	17500		已初步投产
Nemaska	矿石		26000	
Galaxy resources	盐湖		25000	
Lithium Americas	盐湖		20000	
Western Lithium	矿石		26000	
天齐锂业	矿石	27000	6000	
中信国安	盐湖	20000	15000	实际产量 4000 吨左右
西藏矿业	盐湖	5000	10000	实际产量 2000 吨左右
路翔股份	矿石		20000	进展较慢
尼科国润	矿石	15000		
盐湖股份	盐湖	5000	10000	实际产量 1000 吨左右
西藏城投	盐湖		40000	预计达产时间较长
西部资源	矿石		5000	进展缓慢
西矿集团	盐湖	3000	17000	实际产量 3000 吨
赣锋锂业	矿石+盐湖	10000		
众和股份	矿石	3000		
雅化集团	矿石	1000	6000	
国内其他企业	矿石为主	17000	8000	
合计		226500	281000	

数据来源：国联证券研究所

根据我们对全球锂产品需求端的预测，未来三年全球锂产品需求增长在2万吨以上。供给端，去除一些扩建缓慢的产能，实际新建产能在15万吨左右，乐观预计年新增产能在3万吨左右，供需将基本平衡。因此锂产品价格将有望继续保持强势。从公司碳酸锂产品的对外报价来看，14年下半年以来，价格开始了持续上升的过程，目前电池级碳酸锂的价格已经升至55000元/吨。由于公司涨价从14年下半年10月份开始，因此涨价收益将主要在15年得以体现。

图表 21: 公司碳酸锂产品对外报价持续提高，已经升至近 6 年来最高值



数据来源：生意社 国联证券研究所

3.3 氢氧化锂重要性大幅提升，将成为公司未来业绩动力

公司原来主要生产碳酸锂，2012年开始了氢氧化锂的生产，14年氢氧化锂销量在2000吨左右，主要是电池级氢氧化锂。目前万吨锂盐项目设计氢氧化锂产能6000吨。我们认为随着动力锂电池成为锂离子电池增长的最大动力，氢氧化锂的重要性将比以往有大幅提升，未来氢氧化锂的需求将成倍增长。

氢氧化锂是碳酸锂之外最重要的锂化合物之一，一般指单水氢氧化锂（ $\text{LiOH}\cdot\text{H}_2\text{O}$ ）。氢氧化锂广泛应用于化工、国防、电池等领域。以下游领域分布来看，目前润滑脂仍是氢氧化锂最大的应用领域之一，约占氢氧化锂消费量的60%左右。其次是电池，占比在20%左右。制药和试剂等领域占20%。当前全球氢氧化锂的产量约在5万吨左右。

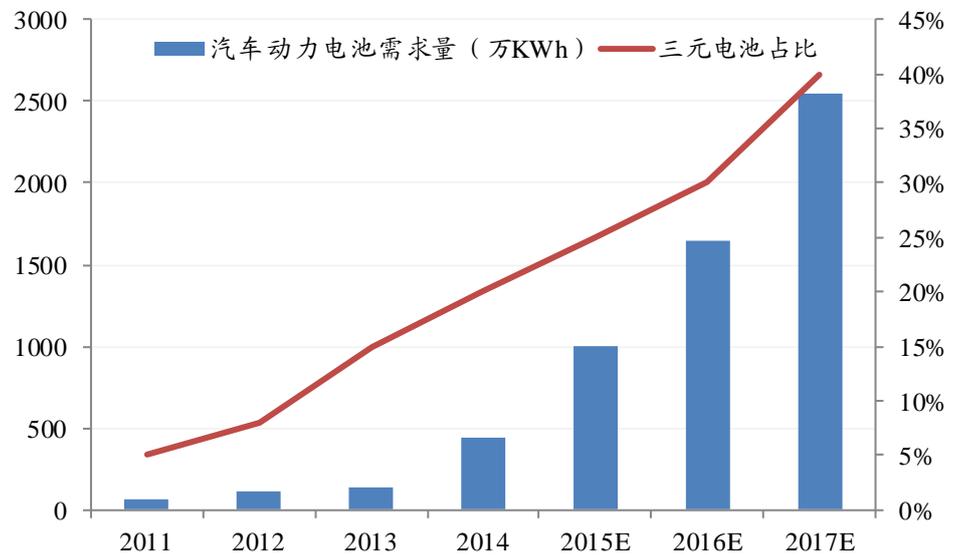
锂基润滑脂稳定增长。添加氢氧化锂的润滑脂称为锂基润滑脂，约占整个润滑脂市场70%以上，广泛应用于汽车、机床和各种机械设备的轴承润滑。预计未来润滑脂会保持在5%左右的增速，对氢氧化锂的需求稳定增长。

动力电池使用氢氧化锂量将显著增长。氢氧化锂和碳酸锂都可以作为正极材料的锂源。在3C消费电子为主的年代，碳酸锂是合成钴酸锂和锰酸锂最主要

的锂源。但到了动力电池时代，三大正极材料技术路线（三元材料、锰酸锂、磷酸铁锂）中使用氢氧化锂的作为锂源的工艺路线显著增加。

首先，三元材料锂电池由于能量密度高正在成为动力电池主流，其锂源优选氢氧化锂。尽管氢氧化锂中有效锂含量较碳酸锂略低，但在三元材料烧结过程中不会有一氧化碳的释放，不会发生氧化还原反应，具有较好的稳定性和一致性。流行的镍钴锰酸锂路线中大多使用氢氧化锂作为锂源。在目前特斯拉所采用的松下18650电池中的NCA正极材料只采用氢氧化锂作为锂源。在特斯拉带动下，国内很多企业已经开始使用三元材料动力电池，松下的工艺路线将成为主流。未来国内三元材料占比将大幅提升，带动氢氧化锂需求。

图表 22: 中国汽车动力电池中三元材料电池占比将迅速提高



数据来源：高工锂电 国联证券研究所

其次，磷酸铁锂四种主要工艺路线中两种使用氢氧化锂作为锂源，将受益国内磷酸铁锂需求量的猛增。国内动力电池的主流路线当前仍然是磷酸铁锂。我们认为中短期内国内新能源汽车推广的重心仍在公共领域，以公交为主，磷酸铁锂动力电池在公交大巴领域的应用具备相当优势，将是主流。因此国内磷酸铁锂产量仍将大幅增长。

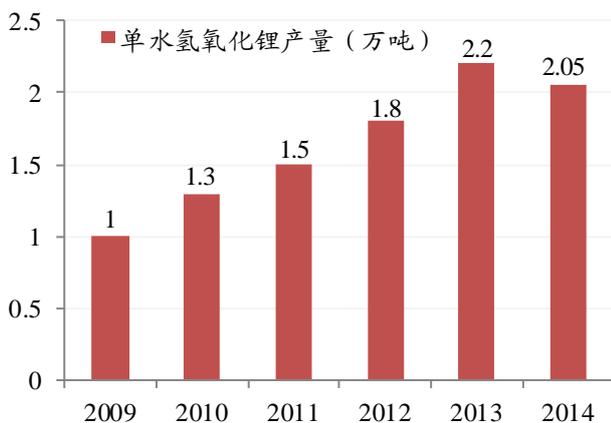
图表 23: 磷酸铁锂四种工艺路线介绍

工艺路线	水热法工艺	草酸亚铁工艺	氧化铁工艺	磷酸铁工艺
原料	氢氧化锂、硫酸亚铁	草酸亚铁, 磷酸二氢铵和碳酸锂	氧化铁和磷酸二氢锂, 磷酸二氢锂可通过氢氧化锂制备	正磷酸铁和碳酸锂
代表企业	加拿大 Phostech、韩国韩华	天津斯特兰、合肥国轩和烟台卓能	美国 Valence、台湾长园、苏州恒正	美国 A123、加拿大 Phostech、北大先行
特点	原料为大宗产品, 价格低廉, 且品质容易控制, 低温性能好, 但成本较高	采用三种原料, 混料的均匀性控制较差。整个工艺路线, 能耗过高, 生产周期较长。	混料均匀性、稳定性控制较好。工艺流程简单, 易控制, 成品率达 80% 左右。缺点是容量差	工艺简单, 能耗少, 容易实现自动化流程控制, 烧成率接近 70%, 具有良好的加工性能。但磷酸铁原料稳定性很关键。

数据来源: 高工锂电 国联证券研究所

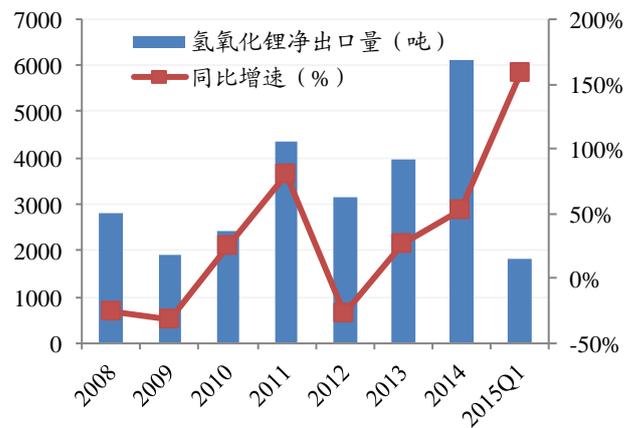
依托碳酸锂原有渠道, 公司氢氧化锂产品将进入快速发展时期。公司电池级碳酸锂和氢氧化锂的销售均为正极材料企业, 因此下游渠道高度重合。公司打造电池级氢氧化锂正是看中了三元材料在国内占比的迅速提升, 公司可以依托原有的销售渠道, 快速实现放量。公司是松下氢氧化锂的直接供应商, 年销售在几百吨, 而随着特斯拉的放量, 松下对氢氧化锂的需求在几千吨左右, 并且快速增长。出口方面, 15 年以来, 日本对氢氧化锂产品的需求量大幅增加, 而几大锂业巨头的产能日趋紧张, 国内氢氧化锂产量增速缓慢, 氢氧化锂供不应求。公司氢氧化锂的产能快速释放将成为公司业绩的重要推动力。

图表 24: 国内氢氧化锂产量增长缓慢



数据来源: 有色金属协会锂业分会 国联证券研究所

图表 25: 15 年一季度氢氧化锂净出口量大幅增长



数据来源: Wind 国联证券研究所

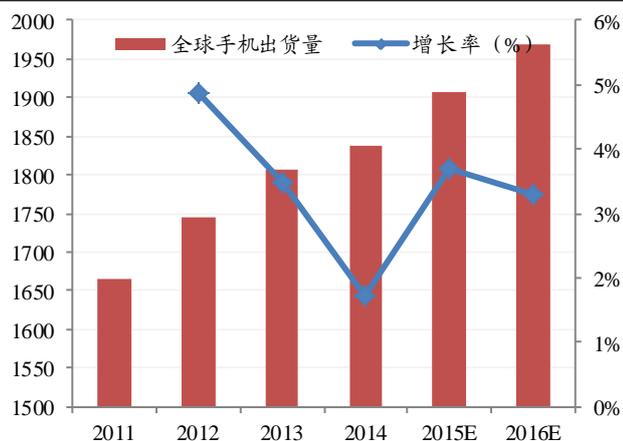
4. 进军消费电子电池和动力电池领域

收购美拜电子完成，进军消费电子锂电池。公司在做好深加工锂产品的同时，也在积极向下游延伸。2014年6月19日，公司公告拟以3.67亿元作价购买李万春、胡叶梅持有的深圳市美拜电子有限公司合计100%股权。2015年7月16日公司公告以15.57元/股的价格发行股份16,499,678股先期完成发行股份事宜，美拜电子股权已经在7月2日完成交割，成为公司的全资子公司。

美拜电子主营聚合物锂电池，规模居行业前列。美拜电子成立于2002年，主营产品为聚合物锂离子电池，产品主要用于手机、电脑和平板电脑，其中平板电脑贡献2/3左右的收入，是公司盈利的最主要来源。公司产品具有塑形灵活、轻薄等特点，通常按客户定制化要求完成具体产品定型和工艺设计并根据客户的订单组织采购、生产和交付。根据高工锂电产业研究所（GBII）研究，美拜电子系国内2013年软包聚合物锂电池产值第五大企业。

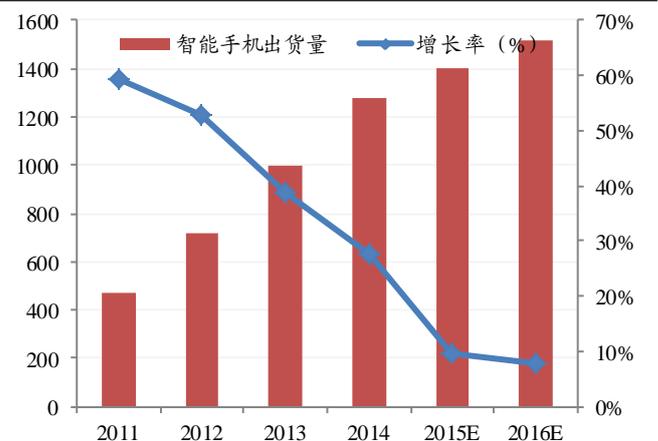
消费电子增速放缓，但稳定增长仍有空间。经过了几年迅猛增长后，2014年智能手机和平板电脑增速都有所放缓，特别是平板电脑增速大幅放缓。但当前智能手机和平板电脑越来越具备快消品的特性，更新换代速度加快。在发展中国家，智能手机的普及率仍然不高，还有极大的提升空间。另外4G时代的到来，也将加速中国消费者对智能手机的更换，因此我们对其未来几年保持稳定增长仍有足够信心。平板电脑方面，在经过11-13年的爆发式增长后，14年增速大幅下滑，其未来增长点将有一二线城市逐步向三四线城市乃至乡村市场扩张，在娱乐属性加强的同时，商用平板电脑的出货量将维持高速增长。

图表 26: 全球手机出货量及预测 (单位: 百万部)



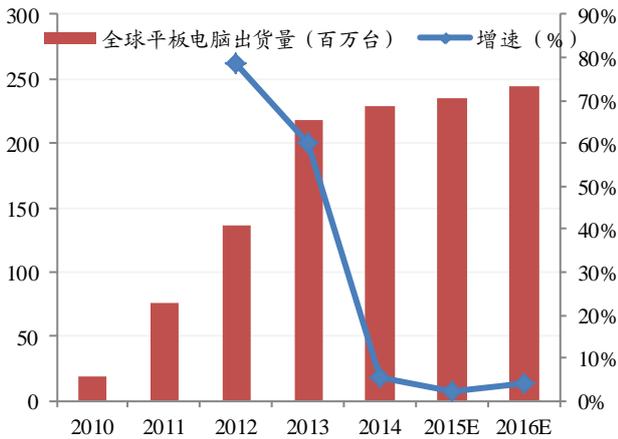
数据来源: Gartner 国联证券研究所

图表 27: 全球智能手机出货量及预测 (百万部)



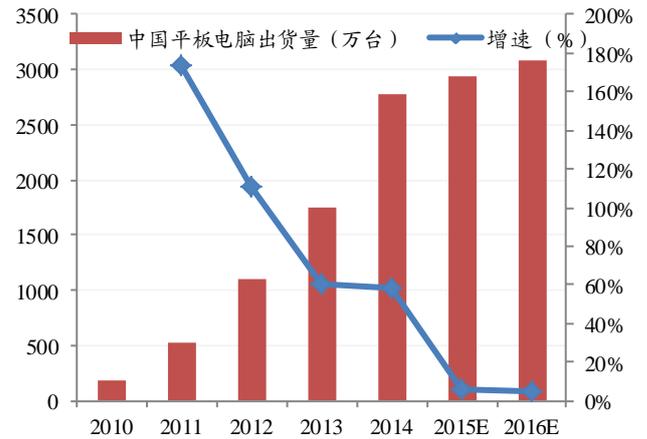
数据来源: Gartner 国联证券研究所

图表 28: 全球平板电脑出货量及预测



数据来源: IDC 国联证券研究所

图表 29: 中国平板电脑出货量及预测



数据来源: IDC 国联证券研究所

国内智能手机和平板电脑厂商在全球市场占有率逐步提升带来额外的增长空间。近几年来国内智能手机突飞猛进, 凭借高性价比, 在国际和国内市场上都获得了极大的成功, 市场占有率不断提升。根据 Trend force 出具的报告显示, 2014 年在全球智能手机出货量十强中, 以联想、华为、小米、酷派、中兴、TCL 为首的国内手机厂商已经夺走了全球智能手机 29% 的市场份额, 而 2013 年的仅为 16% 的市场份额。智能手机和平板电脑的属性越来越接近, 在攻占下智能手机这个市场后, 国内智能手机厂商自然会发力平板电脑市场, 因此国内智能手机和平板电脑市场占有率的提升将给国内电池配套厂商带来更大机遇。

图表 30: 中国智能手机厂商在全球排名不断上移

2013 年			2014 年		
排名	品牌	市场占有率	排名	品牌	市场占有率
1	三星	32.5%	1	三星	28.0%
2	苹果	16.6%	2	苹果	16.4%
3	联想	4.9%	3	联想+摩托罗拉	7.9%
4	华为	4.4%	4	LG	6.0%
5	LG	4.3%	5	华为	5.9%
6	索尼	4.1%	6	小米	5.2%
7	酷派	3.6%	7	酷派	4.2%
8	中兴	3.2%	8	索尼	3.9%
9	诺基亚	3%	9	中兴	3.1%
10	黑莓	2.5%	10	TCL	2.7%
	其它	20.9%		其它	16.7%
总出货量		927.2 百万台			1,166.9 百万台

数据来源: Trend force 国联证券研究所

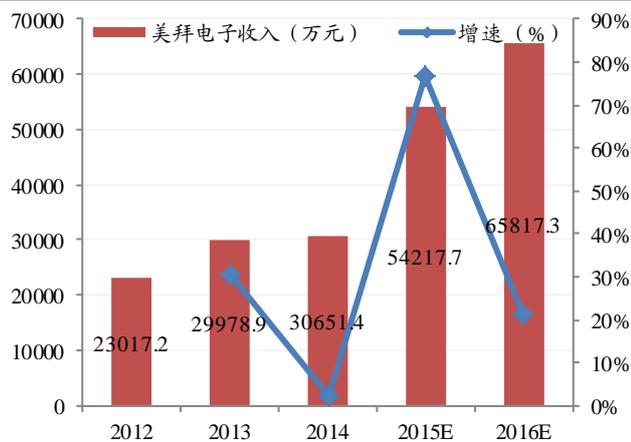
美拜电子主要面向国内消费电子二线厂家，市场拓展仍有空间。美拜电子自 2005 年涉足软包锂电池的研发和生产以来，是国内较早涉足该领域的电池厂家之一，经过多年的积累，目前在制造工艺水平、关键技术参数控制、电池模组解决方案的积累等方面具备一定的优势。同时，作为重点面向国内厂商的锂离子电池配套厂商，美拜电子处于第二梯队领先地位，具备良好的市场声誉和技术优势，与第一梯队的供应商相比，具有较好的价格优势。

(1) 手机电池处于起步阶段，通过认证后将迅速放量。美拜电子已成为深圳辉焯通讯、上海与德通讯、闻泰通讯、青岛海信、西可通信、深圳酷赛电子的主力供应商，上述客户主要服务于酷派、TCL、华为、海尔、联想等手机品牌，目前已经有序的进入量产阶段。

(2) 平板电脑电池是公司优势，稳定增长可期。截止目前，美拜电子已成为惠州 TCL(平板电脑部分)、同方国际信息技术有限公司(平板电脑部分)、深圳市智纬科技、广州创启、深圳市深创电子、英业达、深圳市卓怡恒通电脑科技、深圳顶海电子、深圳市慧为智能科技、亚忆电子(深圳)、深圳市宝龙达信息技术、深圳市桑迪科技、青岛海信、深圳市希科普科技等公司的主力供应商。

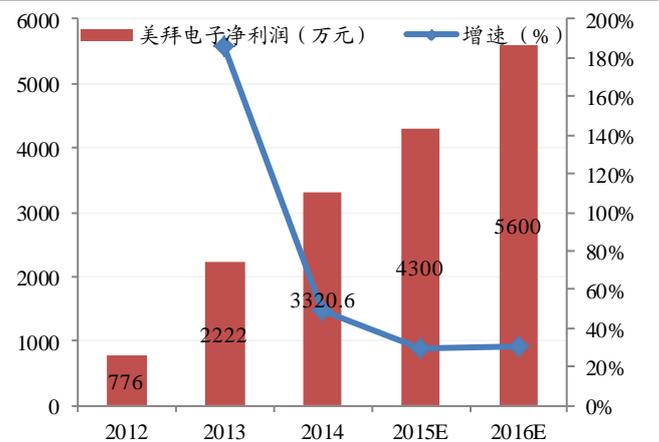
美拜电子业绩承诺较高，完成较困难。公司承诺 2014/15/16 年将实现净利润 3300/4300/5600 万元，年均净利润增速 36%，届时并表后占赣锋锂业净利润的比例超过 30%。14 年由于降低管理费用，完成了业绩承诺，但 15 年-16 年消费电子面临增速下滑后竞争的加剧，虽然我们认为美拜仍能保持较高增长，但收入达到预计的 5.4 亿可能性较低，因此公司净利润承诺完成困难较大，我们保持谨慎，调低 15-16 年净利润为 4000 万和 4500 万。

图表 31: 美拜电子历年收入及业绩承诺



数据来源: IDC 国联证券研究所

图表 32: 美拜电子历年净利润及业绩承诺



数据来源: IDC 国联证券研究所

计划参股波士顿，拓展动力电池，想象空间打开。2014 年 11 月，公司公告称与波士顿电池公司 (Boston-Power, Inc.) 签订了《谅解备忘录》，拟在对

波士顿电池进行的财务、法律尽职调查的结果满意的情况下，按照 0.4449282 美元之每股购买价通过增资(3000-6000)万美元之方式认购波士顿电池优先股，本次增资后，公司持有波士顿电池约为 5%-10%的股权，同时获得波士顿电池的一个董事会席位。波士顿电池主营三元体系锂离子动力电池。波士顿电池公司 2005 年成立于美国波士顿，源自麻省理工的原创技术，是全球领先的电池提供商，也是目前中国最大的三元体系锂离子动力电池生产厂家。目前，一期投资 1.2 亿美元的现代化全自动电芯生产工厂已在江苏溧阳完成建设全面投产，并逐步完善了大规模生产的管理能力。一期产能达 1GWh，可以为 45000 辆纯电动汽车提供动力电池。波士顿电池目前已经与北汽新能源、北汽福田、台湾裕隆、东风汽车、苏州金龙、安凯集团、杭州电网、深圳五洲龙等车企开展合作，为近 20 款电动汽车提供动力电池整体解决方案。2013 年波士顿电池实现营业收入 4300 万元，2014 年 1~9 月收入达到 1.2 亿元。虽然短期公司仍难以实现盈利，但随着新能源汽车市场的发展，远期前景可期。公司此次的动作也表明公司在积极寻求在动力电池领域有所突破，在收购美拜电子后，美拜在聚合物电池领域的优势或为公司未来在动力电池的拓展提供更多探索。

5. 上游资源布局稳步推进

原料来源多元化，成本有优势。相比其他公司，公司的锂深加工的技术国内领先。公司掌握了一步法直接从卤水和锂辉石中提取电池级碳酸锂的技术。因此在原料的供应商有更多的选择。在原料供应方面，公司一直是拓展多样化的原料来源。公司上市之前原料主要依靠海外卤水进口，进口卤水在原料占比高达 85%。近几年随着锂辉石、回收料的生产线的建成，卤水的采购比例大幅降低。目前公司的原料供应来源分别为 SQM 卤水 40%、泰利森锂辉石 40%、回收料 20%。值得一提的是，公司是国内唯一的规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业。回收料一部分来源于公司自身生产过程中形成锂材边角料，另一部分来源于丁基锂、催化剂和制药类客户生产形成的含锂回收料，因此回收料来源比较稳定。公司从客户手中回收锂废料可以帮助客户减少环保投入，因此回收锂采购价格较低，公司含锂回收料生产成本与卤水相比更有优势。这一方面加强了与客户关系，另一方面拓展了公司原料来源，降低了成本。

对上游资源的收购方面，公司一直比较谨慎。目前全球优质的盐湖和锂矿项目主要集中在南、北美洲和澳洲，但由于海外矿业项目开发的不确定性和风险较高，公司一直持有非常谨慎的态度。2011 年公司通过参股国际锂业迈出了进军海外市场的第一步，随后又陆续获得爱尔兰锂矿和阿根廷盐湖项目的股权，但两个项目都尚处在早期，短期无须大规模的资本开支计划。

爱尔兰 Blackstair 锂矿项目：位于爱尔兰伦斯特锂伟晶岩矿石带，延展超过 50 公里范围。该矿业权在 2009 年 8 月 7 日获批准，对应的是以锂为主的稀有金属矿。目前的许可证有效期为 6 年，到期日为 2015 年 8 月，6 年期满后可以报下一步的勘探计划申请延期，并有优先权继续获得勘探许可证。该项目上世纪 70 年代曾做过小规模勘探，发现有 19 个锂的矿床，2011 年对其其中一块 250X250m 的区域清理后的手选矿的分析发现 Li_2O 的含量在 3.27%~4.59% 之间（不代表平均品位）。目前赣锋锂业持有该项目 51% 股权。

Mariana 锂-钾卤水矿项目：位于阿根廷西部的安第斯山脉地区，横穿 Lullailaco 盐湖，以钾、锂和硼为主。公司委托的澳大利亚 Geos 矿业公司对国际锂业的阿根廷 Mariana 锂-钾卤水矿项目进行的独立评估，其评估报告中叙述：根据从含水层系统中开采卤水的 30% 有效开采率，估计含锂金属的浓度值域为 225 毫克/升至 585 毫克/升，对应的可能锂金属含量为 50 万吨至 2500 万吨，估计钾的浓度值域为 9,389 毫克/升至 11,292 毫克/升，对应的可能钾金属含量为 2300 万公吨至 4.75 亿吨。目前赣锋锂业持有 80% 股权。

收购江西锂业，资源收购获得实质性突破。公司 3 月 31 日公告，以自有资金 12,996 万元人民币的价格受让四川西部资源控股股份有限公司持有的江西锂业 100% 股权。交易完成后，公司将持有江西锂业 100% 股权。江西锂业下属河源矿区目前锂辉石矿储量 595 万吨，折合氧化锂 59521 吨，品位在 1% 左右，矿石品位低于四川锂辉石矿。按照规划的 40 万吨的采矿量计算，河源矿够开采 15 年左右，折合碳酸锂储量在 18 万吨左右，规模不大。当前江西锂业处于停产状态，14 年亏损 3331 万，因此，收购短期内对公司业绩没有提振作用，还有可能会拖累公司业绩。但长期看，赣锋在锂行业加工领域深耕多年，拥有国内领先的矿石提锂技术，公司入主后将加大资本支持力度，尽快完成技改，恢复矿区开采工作。我们预计在赣锋完成对江西锂业的整合后，达到年采矿 40 万吨的体量，届时将能生产约 6-7 万吨锂精矿，公司的锂矿自给率能达到 20% 左右，开矿环节的利润将能达到 4000 万左右，提升空间巨大。

海外收矿取得进展，资源保障更加充分。公司 7 月 20 日公告，公司全资子公司赣锋国际与澳大利亚 Neometals 和 PMI 公司签订了《谅解备忘录》，拟以不超过 6,100 万美元分期收购 RIM 公司不超过 49% 的股权。RIM 是一家澳大利亚公司，其中 Neometals 持有其 70% 股权，PMI 持有其 30% 股权。RIM 拥有 Mt Marion 锂辉石矿项目 100% 股权，该项目位于西澳大利亚，是全球第三大未开发岩锂矿藏，总探明资源量达 201.5 万吨，氧化锂品位 1.45%，RIM 已经拿到了 Mt Marion 锂辉石矿项目开工必须的所有许可，预计 2016 年中期可以开始锂精矿的试车和生产。同时，赣锋锂业将签署一份对 Mt Marion 锂矿的长期包销协议：前三年承销全部锂精矿，其后每年承销至少 49% 的锂精矿产品。按资

源量计算, Mt Marion 的锂辉石储量巨大, 按照公司预计 17 年达到 20 万吨采矿量, 可以基本满足公司未来对锂矿的需求。该矿锂辉石平均品位 1.45%, 虽然远远低于天齐旗下泰林森的 2.5% 左右的平均品位, 但略高于国内四川锂辉石矿品位, 考虑到西澳自然环境优良, 矿产丰富, 基础设施较好, 毗邻印度洋, 交通运输方便, 随着锂产品价格的上升, 该矿开采前景光明, 但投产进程尚不好判断, 需持续关注。

6. 盈利预测

(1) 预测假设

- 1、万吨锂盐项目产能如期释放。
- 2、锂产品价格维持强势, 15 年上涨约 10%
- 3、美拜电子客户开拓顺利, 业绩稳定增长

(2) 分业务收入预测

图表 33: 公司分下游应用销售预测 (单位: 万元)

分业务销售预测						
产品	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
金属锂及锂材						
平均售价 (万元/吨)	39.19	38.0	31.6	34	36	36
销售数量(吨)	702	788.5	1200	1400	1600	1800
销售收入(万元)	27512.1	29961.2	37909.4	47600	57600	64800
毛利率	25.2%	26.5%	22.3%	24%	25%	25%
碳酸锂						
平均售价 (万元/吨)	3.71	3.5	3.8	4	4.2	4.2
销售数量(吨)	4151	4704.5	6071.4	8000	10000	13000
销售收入(万元)	15382.7	16465.9	23071.4	32000	42000	54600
毛利率	17.38%	16.84%	14.30%	16.00%	16.00%	16.00%
其他产品						
平均售价 (万元/吨)	3.01	2.8				
销售数量(吨)	6606	7920.5				
销售收入(万元)	19881.6	22177.3	25689.6	30827.5	35451.6	40769.4
毛利率	20.3%	23.5%	28.2%	26%	26%	26%
三元前驱体						
平均售价 (万元/吨)						6
销售数量(吨)						4000
销售收入(万元)						24000
毛利率						15%
美拜电子						
销售收入(万元)				20000	46000	50000

毛利率				20%	20%	20%
收入合计	62776.4	68604.4	86670.4	130427.5	181051.6	234169.4
YOY	32.25%	9.28%	26.33%	50.49%	38.81%	29.34%
成本合计	49139.4	52674.2	67678.1	101868.4	141514.2	185033.4
毛利合计	13637.0	15930.2	18992.3	28559.2	39537.4	49136.0
综合毛利率	21.72%	23.22%	21.91%	21.90%	21.84%	20.98%

数据来源：公司公告 国联证券研究所

我们预计公司 15~17 年的收入分别为 13.04 亿元、18.1 亿元和 23.4 亿元，实现净利润 1.32 亿元、1.83 亿元和 2.23 亿元。

图表 34: 公司损益表预测结果 (美拜 7 月 1 日并表)

利润表 (单位: 百万)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	869.5	1,304.3	1,810.5	2,341.7
营业成本	683.8	1,018.7	1,415.1	1,850.3
营业税金及附加	2.8	3.9	5.4	7.0
销售费用	27.4	39.1	54.3	70.3
管理费用	59.1	80.9	112.3	145.2
EBIT	105.7	170.7	234.4	282.9
财务费用	6.7	16.6	20.8	22.1
资产减值损失	1.2	3.0	4.0	5.0
投资净收益	3.6	5.0	7.0	9.0
营业利润	92.1	147.1	205.6	250.8
营业外净收入	9.1	9.0	11.0	13.0
利润总额	101.3	156.1	216.6	263.8
所得税	16.9	24.2	33.5	40.8
净利润	84.4	131.9	183.0	223.0
少数股东损益	-1.3	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	85.7	131.9	183.0	223.0
每股收益	0.23	0.35	0.49	0.60

资料来源：Wind 国联证券研究所

7. 估值建议

上调评级至“推荐”。考虑定增，全面摊薄后预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.35、0.49、0.60 元。按照可比公司 2016 年平均估值 60 倍左右，公司在资源布局方面日趋成熟，考虑到公司在产业链上的布局和技术优势，我们认为可以给予公司 16 年 55-60 倍 PE，合理价格 27.0-29.4 元。

图表 35: 可比公估值对比(7 月 20 日收盘价计)

代码	公司名称	股价	15EPS	16EPS	17EPS	15PE	16PE	17PE
002192.SZ	路翔股份	25.41	0.11	0.48	0.84	231.0	52.9	30.3
002466.SZ	天齐锂业	57.67	0.77	1.2	1.53	74.9	48.1	37.7

002070.SZ	众和股份	11.53	0.23	0.39	0.53	50.1	29.6	21.8
002076.SZ	江特电机	20.33	0.14	0.19	0.26	145.2	107.0	78.2
行业平均						125.3	59.4	42.0

数据来源: Wind 国联证券研究所

横向来看,公司自上市以来估值水平一直都处在比较高的位置。估值长期运行在 40-100 倍 PE 的区间内,估值中枢在 70 倍 PE 左右。历史最低 PE 在 12 年底达到过 40 倍左右,而目前在经过暴跌之后,公司 16 年的估值水平约 36 倍,已经达到历史最低值。考虑到 12 年新能源汽车发展低迷,政府推动力度远低于现在,不管是产业背景还是市场走势都远远弱于当前,因此从历史估值角度来看,60 倍 16 年 PE 也是合理估值水平。

图表 36: 赣锋锂业上市以来估值走势 (PE-TTM)



数据来源: Wind 国联证券研究所

8. 风险因素

- (1) 行业竞争加剧,产能过剩;
- (2) 锂资源价格大幅上涨;
- (3) 新能源汽车推广不达预期。

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	686.3	869.5	1,304.3	1,810.5	2,341.7
YOY(%)	9.3%	26.7%	50.0%	38.8%	29.3%
营业成本	526.9	683.8	1,018.7	1,415.1	1,850.3
营业税金及附加	1.7	2.8	3.9	5.4	7.0
销售费用	20.2	27.4	39.1	54.3	70.3
占营业收入比(%)	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	49.7	59.1	80.9	112.3	145.2
占营业收入比(%)	7.2%	6.8%	6.2%	6.2%	6.2%
EBIT	91.8	105.7	170.7	234.4	282.9
财务费用	4.9	6.7	16.6	20.8	22.1
占营业收入比(%)	0.7%	0.8%	1.3%	1.1%	0.9%
资产减值损失	3.0	1.2	3.0	4.0	5.0
投资净收益	-2.2	3.6	5.0	7.0	9.0
营业利润	77.7	92.1	147.1	205.6	250.8
营业外净收入	8.4	9.1	9.0	11.0	13.0
利润总额	86.1	101.3	156.1	216.6	263.8
所得税	16.6	16.9	24.2	33.5	40.8
所得税率(%)	19.2%	16.7%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	69.5	84.4	131.9	183.0	223.0
占营业收入比(%)	10.1%	9.7%	10.1%	10.1%	9.5%
少数股东损益	-4.6	-1.3	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	74.1	85.7	131.9	183.0	223.0
YOY(%)	6.4%	15.7%	53.9%	38.7%	21.8%
EPS (元)	0.20	0.23	0.35	0.49	0.60

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	9.3%	26.7%	50.0%	38.8%	29.3%
营业利润	23.7%	18.6%	59.6%	39.8%	22.0%
净利润	6.4%	15.7%	53.9%	38.7%	21.8%
获利能力					
毛利率(%)	23.2%	21.4%	21.9%	21.8%	21.0%
净利率(%)	10.1%	9.7%	10.1%	10.1%	9.5%
ROE(%)	5.5%	6.2%	9.0%	11.6%	13.0%
ROA(%)	5.2%	5.6%	7.6%	10.4%	10.5%
偿债能力					
流动比率	2.45	2.30	1.81	2.05	1.82
速动比率	1.90	1.40	0.94	1.09	0.99
资产负债率%	24.7%	26.1%	34.5%	29.9%	36.5%
营运能力					
总资产周转率	38.5%	46.3%	58.2%	80.5%	87.0%
应收账款周转天数	144.0	133.1	150.6	100.1	105.1
存货周转天数	152.0	175.7	199.5	137.2	138.4
每股指标 (元)					
每股收益	0.20	0.23	0.35	0.49	0.60
每股净资产	1.94	2.16	3.60	3.72	3.93
估值比率					
P/E	79.9	69.1	44.9	32.4	26.6
P/B	4.4	4.3	4.0	3.8	3.5

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	535.5	301.5	130.4	181.1	234.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	287.8	348.4	572.2	526.4	709.5
存货	219.4	329.1	556.7	531.9	701.7
其他流动资产	20.0	91.4	91.4	91.4	91.4
流动资产总额	1,062.7	1,070.4	1,350.7	1,330.7	1,736.7
固定资产净值	253.7	575.0	619.8	692.4	715.1
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	253.7	575.0	619.8	692.4	715.1
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	328.7	94.1	130.0	86.0	95.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	582.4	669.1	749.8	778.4	810.1
无形资产	104.9	106.5	101.8	97.2	92.5
长期股权投资	8.8	6.8	11.8	18.8	27.8
其他长期资产	21.7	25.2	25.1	25.1	25.1
资产总额	1,780.6	1,878.2	2,239.6	2,250.3	2,692.4
循环贷款	266.9	327.5	518.2	410.2	629.1
应付款项	118.9	137.8	229.3	238.2	327.5
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	18.6	40.1	47.1	0.0	0.0
流动负债	404.4	505.4	794.5	648.4	956.6
长期借款	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	439.9	490.4	772.6	673.6	981.8
少数股东权益	4.3	(0.3)	1.2	1.2	1.2
股东权益	1,340.7	1,387.8	1,466.9	1,576.8	1,710.6
负债和股东权益	1,780.6	1,878.2	2,239.6	2,250.3	2,692.4

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	69.5	84.4	131.9	183.0	223.0
加: 少数股东损益	(4.6)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	34.4	57.8	51.0	58.2	63.0
营运资金的变动	(41.2)	(128.8)	(354.9)	85.1	(259.4)
经营活动现金流	62.7	13.4	(172.0)	326.4	26.6
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(252.7)	(205.6)	(122.4)	(76.8)	(84.1)
投资活动现金流	(252.7)	(205.6)	(122.4)	(76.8)	(84.1)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	30.0	30.6	35.7	52.8	73.2
计入循环贷款前融资活动	(27.1)	(27.6)	(41.4)	(57.2)	(87.8)
循环贷款的增加(减少)	679.5	51.4	164.8	(141.8)	198.4
融资活动现金流	652.5	23.8	123.3	(199.0)	110.6
现金净变动额	462.1	(169.0)	(171.1)	50.6	53.1

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 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。