



背靠优势, 优化组合, 获取超额收益

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与赣锋锂业董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **产品组合丰富, 调节余地大。** 赣锋锂业(002460)最初产品是金属锂, 目前已经扩展至包括金属锂及锂材、碳酸锂、氢氧化锂、氯化锂、丁基锂、氟化锂等二十余种锂系列产品。公司也是全球唯一一家同时具备矿石提锂、卤水提锂、回收提锂等三种原材料应用的企业。根据我们的测算, 2014年赣锋锂业主要产品折碳酸锂的销量结构中, 碳酸锂达到43%, 金属锂为37%, 是公司主要的产品。随着万吨锂盐项目的投产, 公司的产品组合将更丰富, 可调节性增强。
- **原料来源丰富, 供应充足。** 赣锋锂业(002460)具有从卤水和锂辉石中提取锂的技术, 因此公司在原材料上可以有更多选择。目前公司的卤水主要来源于SQM, 来源稳定, 回收料的来源也较为稳定, 因此影响公司未来原料来源的主要因素是锂辉石的供应。在原有锂辉石供应商已经决定下一年不再供应的情况下, 未来的原料来源恐将成为影响公司业绩的主要因素, 但是公司已经采取相关措施, 包括收购江西锂业和投资Mt Marion项目, 特别是包销协议的签署, 未来公司还存在进一步扩充锂盐产能的可能性。
- **优化结构, 获取超额收益。** 最近新能源汽车市场的火爆, 带动碳酸锂和氢氧化锂价格持续飙升, 而金属锂价格反映平淡。市场可能会认为赣锋锂业在原锂辉石供应商改变销售策略的情况下可能会受到较大影响, 但我们认为公司完全有充足的内部资源可调节优化产品结构, 期初暂时转向生产高利润的产品如碳酸锂和氢氧化锂等满足电池领域客户的需求, 下半年待Mt Marion项目投产后, 再恢复并满足其他领域的锂需求, 从而获取超额收益。
- **估值与评级:** 基于我们的假设, 我们预计公司2015-2017年每股收益分别为0.37元、1.03元和1.14元, 给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 锂价波动风险超过预期, Mt Marion项目不及预期等风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	869.48	1233.18	2117.12	2483.59
增长率	26.70%	41.83%	71.68%	17.31%
归属母公司净利润(百万元)	85.73	140.46	388.77	430.63
增长率	15.66%	63.84%	176.78%	10.77%
每股收益EPS(元)	0.23	0.37	1.03	1.14
净资产收益率ROE	6.08%	7.59%	17.76%	17.36%
PE	273	170	61	55
PB	17.10	12.70	10.74	9.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

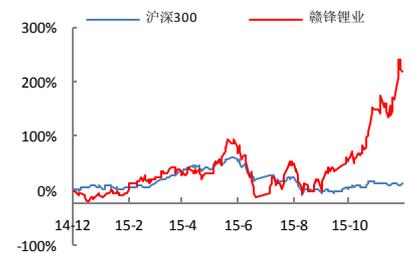
分析师: 兰可

执业证号: S1250514030001

电话: 010-57631191

邮箱: lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.78
流通A股(亿股)	2.56
52周内股价区间(元)	14.47-65.4
总市值(亿元)	223.18
总资产(亿元)	25.98
每股净资产(元)	4.78

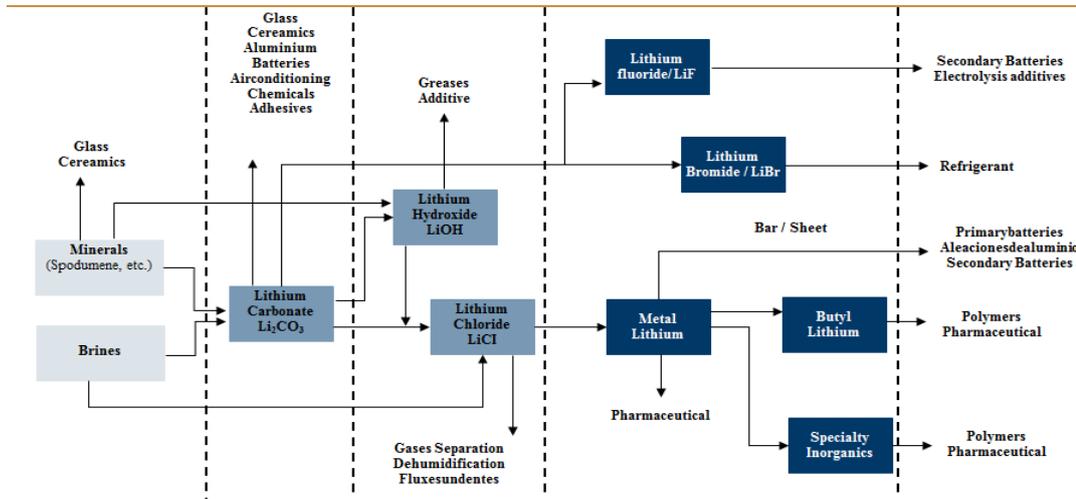
相关研究

赣锋锂业 (002460): 背靠优势, 调整组合, 获取收益

1 产品组合丰富, 调节余地大

赣锋锂业 (002460) 最初产品是金属锂, 目前已经扩展至包括金属锂及锂材 (包括工业级和电池级)、碳酸锂 (主要有电池级和高纯级)、氢氧化锂、氯化锂、丁基锂、氟化锂等二十余种锂系列产品。公司也是全球唯一一家同时具备矿石提锂、卤水提锂、回收提锂等三种原材料应用的企业。

图 1: 全面的锂产品流程



数据来源: Randiz Research, 西南证券

图 2: 赣锋锂业在国内拥有最完善产业链

	Albemarle	SQM	FMC	Tianqi	Ganfeng
Operating Brine Resource	●	●	●	○	○
Operating Spodumene Resource	●	○	○	●	○
Lithium Carbonate TG/BG	●	●	●	●	●
Lithium Hydroxide TG	●	●	●	○	●
Lithium Hydroxide BG	●	○	●	●	●
Lithium Chloride	●	○	●	●	●
Li Metal Bulk	●	○	●	○	●
Li Metal Battery Products	●	○	●	○	○
Butylithium	●	○	●	○	●
Specialty Organics	●	○	●	○	●
Specialty Lithium Salts	●	○	●	○	○

数据来源: Randiz Research, 西南证券

目前公司最主要的产品仍然是金属锂。金属锂是公司最主要的收入和利润来源, 收入和利润占比均超过 40%, 公司金属锂的原产能在 1000 吨左右, 此前再融资项目金属锂和锂带的新增产能合计 500 吨, 已经投入运行。公司的碳酸锂产品目前主要走卤水提锂工艺路线, 产能目前 6000 吨。2013 年末增发的锂辉石路线万吨锂盐的生产线投产后, 预计碳酸锂产能

将新增 6000 吨。碳酸锂也是公司的主要收入和利润来源。氢氧化锂主要用于锂电正极材料，公司目前氢氧化锂产能 1000 吨，万吨锂盐项目中氢氧化锂的设计产能是 11000 吨。氢氧化锂是公司 2015 年产量增幅最大的品种，也将逐渐成为公司的主要收入和利润来源。

其他锂产品方面。公司的丁基锂现有产能约 500 吨，目前丁基锂产能富余。公司氟化锂的产能规模较小，产品全部对外销售，总产能约 1500 吨。公司氯化锂主要作为熔盐电解生产金属锂的原料，对外销售量较小，因此收入和利润贡献也较低。

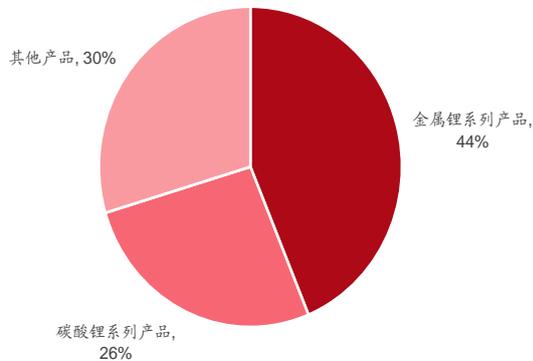
表 1: 赣锋锂业各项产品情况

产品	产能 (吨)	原料	原料来源	备注
金属锂	1500	氯化锂	自给	国内第一，技术壁垒高
碳酸锂	12000	卤水、锂辉石、回收锂	外购	卤水直接法和矿石路线
氟化锂	1500	碳酸锂	自给	产能规模小
丁基锂	500	金属锂	自给	产能富余
氯化锂	11000	卤水、锂辉石、回收锂	外购	中间环节产品
氢氧化锂	12000	锂辉石	外购	矿石路线产能

数据来源: 公司公告, 西南证券

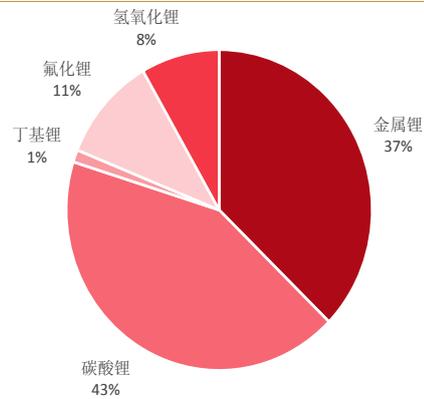
根据我们的测算，2014 年赣锋锂业主要产品折碳酸锂的销量中，碳酸锂达到 43%，金属锂为 37%，是公司主要的产品构成。随着万吨锂盐项目的投产，公司碳酸锂和氢氧化锂的产能都将持续放量，公司的产品组合将更丰富，产品间可调节的空间增大。

图 3: 2014 年赣锋锂业营收分解



数据来源: Wind, Randiz Research, 西南证券

图 4: 2014 年赣锋锂业产品分解 (折 LCE)



数据来源: Wind, Randiz Research, 西南证券

2 原料来源丰富，供应充足

赣锋锂业（002460）同时具有从卤水和锂辉石中提取锂的技术，因此公司在原材料上可以有更多选择。公司的主要原材料为卤水、锂辉石、回收锂化物、氯化锂和碳酸锂等。卤水和锂辉石各占约 40%，回收料占原料来源的 20%。目前公司的卤水全部来源于 SQM，由长期协议约定，供应稳定。回收料方面，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。

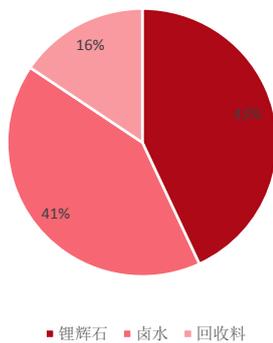
公司万吨锂盐项目主要走得是锂辉石路线，该项目完全达产后，将增加 2.5 万吨碳酸锂当量的产能，届时公司对锂辉石的需求还将继续增长。在原有主要锂辉石供应商已经决定下一年不再供应的情况下，公司未来的原料来源将成为影响公司业绩的主要因素。对此，今年以来，公司已经采取了以下措施：

收购江西锂业。3月31日，公司以约 1.3 亿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 576 万吨，折合氧化锂 5.95 万吨，品位在 1.03% 左右，矿石品位约低于四川地区锂辉石矿。按照规划的 40 万吨的采矿量计算，河源矿够开采 15 年左右，平均每年可供应约 4.1 万吨的 6% 锂精矿。目前公司正在进行恢复生产的准备工作，预计明年年初将投入生产，能够供应 1 万吨左右的锂精矿，待 2017 年技改工作完成后，能够达到设计产能。尽管该矿的品位低于四川地区的锂辉石矿，但是该矿地理位置明显优越，在目前的价格下很有竞争力。

参股 Mt Marion 项目。7月20日，公司透过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，首期收购 25% 的股权，剩余的 24% 股权为期权权益。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，总探明矿石资源量达 232 万吨，氧化锂品位 1.39%。同时，赣锋锂业签署了 Mt Marion 项目锂精矿的长期包销协议，约定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。该矿目前已进入全面建设阶段，预计 2016 年中旬开始生产。项目投产后，Mt Marion 的年产量将超过 20 万吨的锂辉石精矿。该矿品位高于国内四川锂辉石矿品位，且西澳基础设施较好，交通运输方便，随着锂产品价格的上升，该矿开采前景非常理想。按照投产时间表来看，2016 年该矿有望供应约 10 万吨锂精矿。

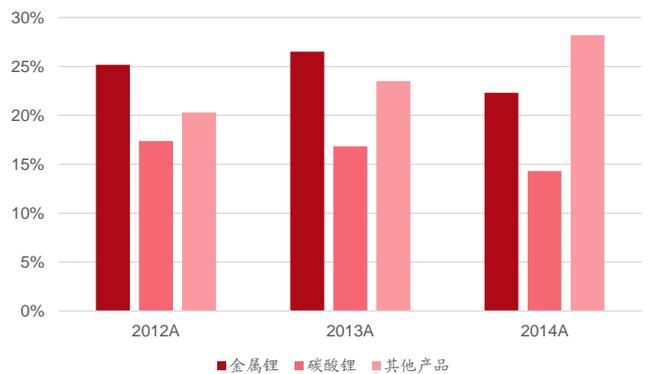
此外，公司还持有爱尔兰 Blackstair 锂矿 55% 的股权和阿根廷 Mariana 锂-钾卤水矿项目 80% 的股权，这两项目目前均处于早期勘探阶段，短期内不会进行生产，其中爱尔兰项目还处于初勘阶段，阿根廷项目将进入详勘阶段，公司控股两项目主要是作为原料储备。

图 5: 2014 年公司的原料构成情况



数据来源: Randz Research, 西南证券

图 6: 过去几年各产品的毛利率



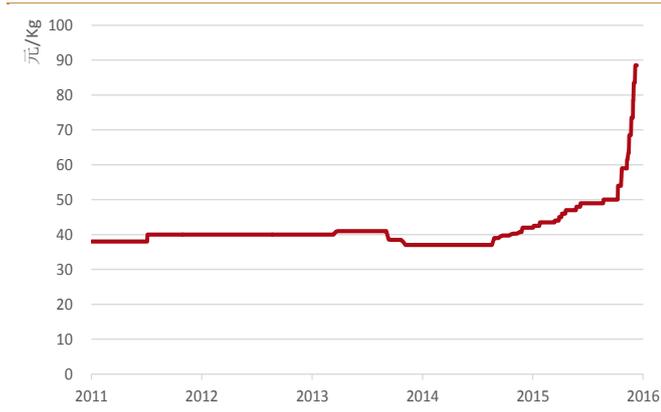
数据来源: Wind, Randz Research, 西南证券

3 优化结构，获取超额收益

从过去几年公司的经营情况看，公司的金属锂和其他产品的毛利率要远远高于碳酸锂的毛利率，造成这种情形的原因主要是因为金属锂和其他产品如丁基锂、氟化锂的技术壁垒高，价格高企，所以毛利率一直维持较高水平。而碳酸锂的价格一直由于新能源汽车没有显著增长，价格一直处于低位，因此毛利率偏低。今年以来这个情况发生的彻底改变，特别是近几个月碳酸锂和氢氧化锂的价格大幅飙升，碳酸锂价格已经突破 9 万元/吨，仅仅 11 月以来一个月间碳酸锂的价格上涨约 70%，氢氧化锂上涨 55%，而金属锂在此期间仅上涨 10%，而作为主要原料的锂辉石价格涨幅因为其定价机制的原因，其价格升幅远低于此，因此我们判断作为电池原料的碳酸锂和氢氧化锂产品的毛利率必将大幅提升，将超越金属锂和其他产品的毛利率。

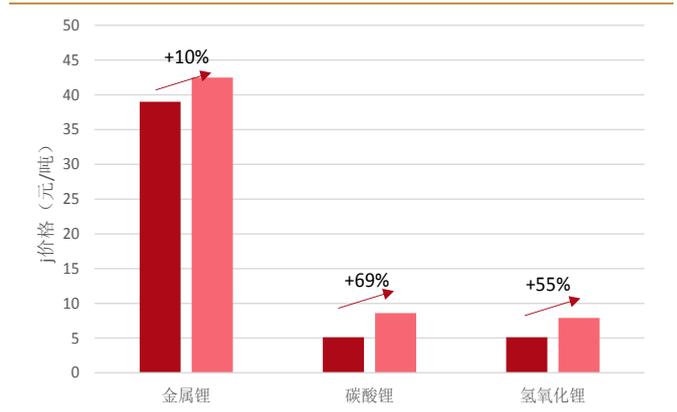
市场可能会觉得赣锋锂业在原主要供应商改变销售策略的情况下可能会受到较大影响，但我们认为明年上半年完全能够依据内部的资源调节优化产品结构，转向生产高利润的产品如碳酸锂和氢氧化锂等满足电池领域客户的需求，下半年待 Mt Marion 项目投产后，再恢复并满足其他领域的锂需求，从而获取超额收益。

图 7: 2011 年以来碳酸锂的价格走势



数据来源: Wind, 西南证券

图 8: 11 月以来各主要锂产品的价格变化



数据来源: Wind, 西南证券

4 业绩预测与投资评级

关键假设:

- 1) 我们对碳酸锂价格的判断与市场略有不同，现阶段碳酸锂价格的飞涨已经显示出一定的非理性因素，未来随着新增项目的投产以及供应结构的变化，碳酸锂价格的回落是大概率事件。氢氧化锂的价格类似。
- 2) 我们预计，公司未来两年的金属锂产销量的增速将明显放缓。
- 3) 我们预计，随着销售结构的调整以及万吨锂盐项目的投产，公司碳酸锂产能将获得充分释放。
- 4) 公司新收购的美拜电子将从 10 月起纳入合并报表。

表 2: 赣锋锂业营业收入和成本分业务预测

赣锋锂业	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
金属锂						
收入 (万元)	27,512	29,961	37,909	45,532	56,137	59,220
平均售价 (万元/吨)	34.4	34.7	34.1	35.6	41.8	42.0
成本 (万元)	20,592	22,016	29,456	33,919	40,317	44,556
毛利率	25.2%	26.5%	22.3%	25.5%	28.2%	24.8%
碳酸锂						
收入 (万元)	15,383	16,466	23,071	35,118	71,174	88,501
平均售价 (万元/吨)	3.4	3.4	3.4	4.5	7.6	7.0
销售数量	4,524	4,843	6,786	7,804	9,365	12,643
成本 (万元)	12,710	13,692	19,773	26,534	35,587	50,572
毛利率	17.4%	16.8%	14.3%	24.4%	50.0%	42.9%
其他产品						
收入 (万元)	19,882	22,177	25,690	32,113	40,141	56,197
成本 (万元)	15,846	16,965	18,451	22,800	27,737	35,741
毛利率	20.3%	23.5%	28.2%	29.0%	30.9%	36.4%
美拜电子						
收入 (万元)				10,554	44,262	44,444
成本 (万元)				9,094	37,106	37,035
毛利率				13.8%	16.2%	16.7%

数据来源: 公司公告, Randiz Research, 西南证券

我们预计公司 2015-2017 年每股收益分别为 0.37 元、1.03 元和 1.14 元, 给予公司“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	869.48	1233.18	2117.12	2483.59	净利润	84.40	141.74	392.30	434.54
营业成本	683.75	923.53	1407.46	1678.91	折旧与摊销	57.78	73.39	76.60	79.97
营业税金及附加	2.79	3.70	6.35	7.45	财务费用	6.74	19.27	24.82	30.79
销售费用	27.36	37.61	65.63	76.49	资产减值损失	1.23	3.00	3.00	3.00
管理费用	59.06	86.57	146.29	173.11	经营营运资本变动	-269.99	-118.55	-522.46	-242.03
财务费用	6.74	19.27	24.82	30.79	其他	130.95	-7.48	-3.07	-4.64
资产减值损失	1.23	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	11.11	111.37	-28.81	301.63
投资收益	3.60	3.16	3.16	3.16	资本支出	-130.08	-425.96	-26.84	-36.06
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-75.52	-155.31	3.16	3.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-205.60	-581.27	-23.68	-32.90
营业利润	92.14	162.66	466.73	517.00	短期借款	60.53	-99.05	216.38	-61.02
其他非经营损益	9.13	9.36	9.13	9.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.27	172.02	475.86	526.21	股权融资	6.58	367.08	0.00	0.00
所得税	16.87	30.28	83.56	91.67	支付股利	-26.74	-30.93	-50.68	-140.27
净利润	84.40	141.74	392.30	434.54	其他	-16.56	-17.66	-24.82	-30.79
少数股东损益	-1.33	1.28	3.53	3.91	筹资活动现金流净额	23.81	219.44	140.88	-232.08
归属母公司股东净利润	85.73	140.46	388.77	430.63	现金流量净额	-171.35	-250.46	88.39	36.65
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	373.78	123.32	211.71	248.36	成长能力				
应收和预付款项	348.42	510.07	859.22	1007.52	销售收入增长率	26.70%	41.83%	71.68%	17.31%
存货	329.10	409.75	637.68	764.61	营业利润增长率	18.63%	76.54%	186.94%	10.77%
其他流动资产	91.92	77.20	151.16	184.28	净利润增长率	21.37%	67.94%	176.77%	10.77%
长期股权投资	6.82	166.49	166.49	166.49	EBITDA 增长率	34.00%	62.98%	122.52%	10.49%
投资性房地产	0.28	0.28	0.28	0.28	获利能力				
固定资产和在建工程	657.20	616.73	579.81	548.77	毛利率	21.36%	25.11%	33.52%	32.40%
无形资产和开发支出	106.47	499.52	486.69	473.83	三费率	10.71%	11.63%	11.18%	11.29%
其他非流动资产	40.46	39.25	39.24	39.23	净利率	9.71%	11.49%	18.53%	17.50%
资产总计	1954.45	2442.61	3132.28	3433.37	ROE	6.08%	7.59%	17.76%	17.36%
短期借款	327.48	228.43	444.81	383.79	ROA	4.32%	5.80%	12.52%	12.66%
应付和预收款项	153.41	214.70	330.31	392.47	ROIC	6.66%	9.13%	18.62%	17.59%
长期借款	7.00	7.00	7.00	7.00	EBITDA/销售收入	18.02%	20.70%	26.84%	25.28%
其他负债	78.78	125.20	141.26	146.94	营运能力				
负债合计	566.67	575.33	923.38	930.20	总资产周转率	0.46	0.56	0.76	0.76
股本	356.50	377.95	377.95	377.95	固定资产周转率	2.10	2.18	3.89	4.77
资本公积	764.20	1109.83	1109.83	1109.83	应收账款周转率	4.58	4.88	5.24	4.47
留存收益	285.55	395.08	733.17	1023.53	存货周转率	2.47	2.49	2.68	2.39
归属母公司股东权益	1386.55	1864.77	2202.86	2493.22	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	110.00%	—	—	—
少数股东权益	1.23	2.51	6.04	9.95	资本结构				
股东权益合计	1387.78	1867.28	2208.90	2503.17	资产负债率	28.99%	23.55%	29.48%	27.09%
负债和股东权益合计	1954.45	2442.61	3132.28	3433.37	带息债务/总负债	59.03%	40.92%	48.93%	42.01%
					流动比率	2.36	2.27	2.21	2.60
					速动比率	1.68	1.44	1.45	1.70
					股利支付率	31.19%	22.02%	13.04%	32.57%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.37	1.03	1.14
					每股净资产	3.67	4.94	5.84	6.62
					每股经营现金	0.03	0.29	-0.08	0.80
					每股股利	0.07	0.08	0.13	0.37
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	156.66	255.32	568.15	627.76					
PE	272.83	169.59	60.92	55.04					
PB	17.10	12.70	10.74	9.48					
PS	27.28	19.25	11.21	9.55					
EV/EBITDA	142.28	93.17	42.10	37.94					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn