

赣锋锂业 (002460.SZ) 有色金属行业

评级：增持 首次评级

公司研究

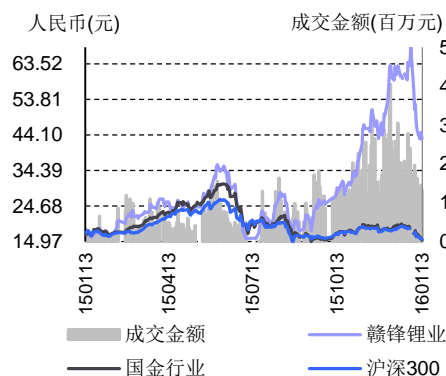
市场价格(人民币)：43.00元

龙头再配双翼，乘风而起；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	255.50
总市值(百万元)	16,251.94
年内股价最高最低(元)	68.00/15.88
沪深300指数	3155.88
深证成指	9978.82



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.416	0.240	0.351	1.003	1.009
每股净资产(元)	7.52	4.05	5.35	6.26	7.16
每股经营性现金流(元)	0.36	0.03	0.09	0.15	0.94
市盈率(倍)	56.38	62.71	122.45	42.87	42.63
行业优化市盈率(倍)	15.23	22.11	22.88	22.88	22.88
净利润增长率(%)	6.43%	15.67%	54.82%	185.64%	0.55%
净资产收益率(%)	5.53%	5.94%	6.56%	16.04%	14.08%
总股本(百万股)	178.27	356.50	377.95	377.95	377.95

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **赣锋锂业是国内金属锂及锂盐深加工龙头**：公司市场分布在新能源、新材料和新医药三大领域，在技术、规模、客户等方面具有显著的优势。经过多次扩产后，公司锂盐产能达 3.5 万吨，产量近 2 万吨。随着产能不断释放及产业链的延伸，公司有望从日渐蓬勃发展的全球锂市中受益。
- **受新能源汽车放量带动，2015 年，锂供需缺口近 5000 吨。2016 年上半年，锂供需持续偏紧，下半年，随着 Orocobre 和 Albemarle 等公司产能释放，锂供需矛盾将缓和。锂价强势至少可维持到 2016 年上半年。**
- **新能源汽车放量，带动锂电池用锂需求爆发。**新能源汽车动力电池和储能电池需求增速在 30% 以上，将接过 3C 电池的接力棒，推动锂电池用锂需求爆发，2020 年电池用锂需求达 18.69 万吨。锂总需求将达到 28 万吨。
- **2016 年下半年，锂供应逐步提速。**锂资源丰富，集中分布于南美锂三角玻利维亚、智利和阿根廷，中国和美国。锂供应主要源自南美盐湖提锂三强 SQM、FMC、Albemarle 和矿山锂巨头 Talison 公司。短期锂矿新增项目不多。Orocobre 和 Albemarle 等公司锂矿项目将自 2016 年释放产能，国内的盐湖提锂及 RIM 也可能自 2016-2017 年释放产能。2016 年开始，锂供应增长提速，2020 年锂产量将达到 29 万多吨。
- **公司积极向上下游延伸，提升业绩弹性与成长性。**拓展上游，提升锂价弹性与原材料供应稳定性：公司先后收购了江西锂业，阿根廷 Mariana 卤水盐湖 80% 权益和爱尔兰 Blackstair 锂矿 55% 权益，并于 2015 年获得了 RIM25% 的权益，未来最高可增至 49% 股权，RIM 将于 2016 年中期投产，年锂精矿产量将达 20 万吨。延伸下游，布局未来，铺垫成长：公司先后投建 4500 吨三元材料前驱体生产线、收购了美拜电子进入到 3C 电池生产领域（美拜电子 15 年 3 季度开始并表，承诺 2015 年、2016 年实现的净利润不低于 4300 万元和 5600 万元）、拟参与长城华冠增发（涉及新能源汽车设计等业务）。

估值与投资建议

- 我们的预计，公司 2015-2017 年公司的 EPS 将分别为 0.35 元，1.00 元和 1.01 元，对应当前股价的 PE 水平分别为 122、43 和 43 倍。我们看好公司向上下游延伸及锂行业的乐观前景，给予公司增持评级。
- 风险提示：新能源汽车需求释放低于预期；锂供给释放快于预期；公司锂矿产能投建低于预期；安全生产与环保风险等。

感谢刘斌对本报告所做的贡献

陈炳辉 分析师 SAC 执业编号：S1130514090003
(8621)60230238
chenbinghui@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介	4
公司是锂深加工领军企业，产能、技术领先	5
公司产品主要应用于新能源、新材料、新医药三大领域	7
原材料来源多样化、开拓上游资源保障供应	8
纵向整合、延伸新能源汽车、汽车产业链	9
锂需求：锂电池带来黄金十年	10
新能源汽车、储能，锂市下一个爆发点	11
供应端：新增产能陆续释放，供应相对充足	14
供需平衡：2015、2016 年供需持续偏紧，随后料将改善	17
盈利预测与投资建议	18

图表目录

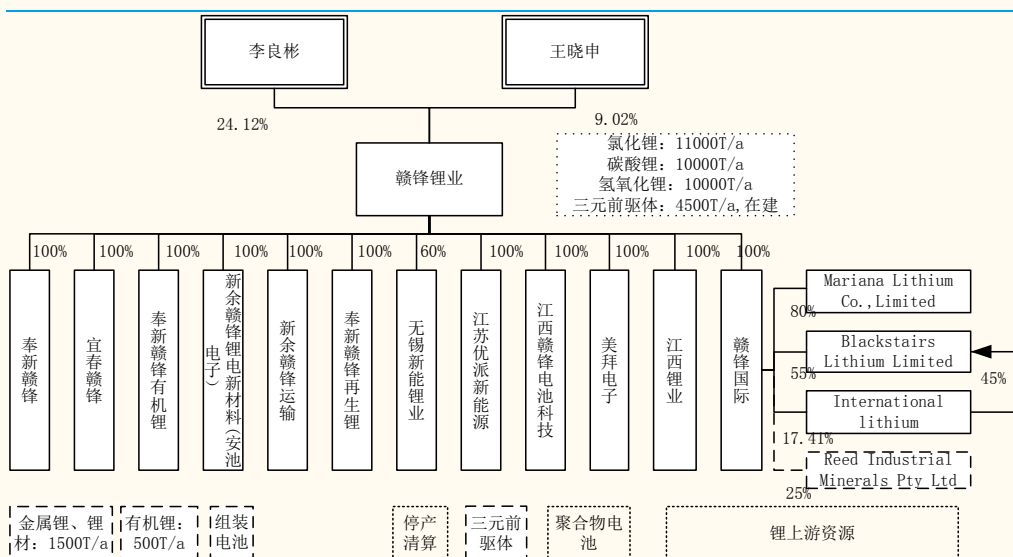
图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司营业收入保持增长	5
图表 3：公司净利润复合增速在 15% 以上	5
图表 4：公司主营产品（万元）	5
图表 5：公司毛利构成（万元）	5
图表 6：公司产能增速快，释放周期短	6
图表 7：公司锂产品产业链完整、独特	6
图表 8：公司瞄准新能源、新材料、新医药三大市场	7
图表 9：公司的上游资源情况	9
图表 10：美拜电子财务状况	9
图表 11：消费电子产品用锂电池（MWh/yr）	9
图表 12：电池成为锂的主要应用领域	10
图表 13：电池锂需求保持超高增速	11
图表 14：全球锂需求年复增速 6.2%	11
图表 15：消费锂电增速趋于平稳	11
图表 16：新能源汽车市场广阔(千辆)	12
图表 17：动力锂电池增速惊人	12
图表 18：新能源汽车锂需求高速增长	12
图表 19：锂电池用锂将在五年内翻番	13
图表 20：其他领域增长亮点不多	13
图表 21：锂总需求量在 2020 年将达到 28 万吨	13
图表 22：全球锂资源集中于南美与中、美等地	14
图表 23：全球锂资源储量丰富	14
图表 24：著名的南美锂三角	14
图表 25：世界上主要的卤水锂资源	15

图表 26: 世界上主要的矿石锂资源.....	15
图表 27: 锂矿项目耗时且不易.....	16
图表 28: 全球主要锂矿项目.....	16
图表 29: 全球锂产量预测 (t,折合碳酸锂).....	17
图表 30: 锂供应保持过剩状态 (t).....	17
图表 31: 近来, 国内碳酸锂等锂盐价格持续走高.....	17
图表 32: 盈利预测关键假设.....	18
图表 33: 美拜电子经营业绩预测.....	18

公司简介

- **赣锋锂业**是一家专注于各种锂深加工产品的研发、生产与销售的民营企业，本部地处江西新余，公司于 2010 年 IPO 上市。公司主要产品包括金属锂（工业级、电池级）、碳酸锂（电池级，高纯）、氢氧化锂（电池级），氟化锂（工业级、催化剂级）、丁基锂、氟化锂（工业级、电池级）等。公司是国内锂产品系列最齐全、加工链最长、工艺技术最先进的专业生产商之一，也是国内规模化利用含锂回收料生产锂产品的企业之一，公司在研发能力、产品技术水平、生产规模和市场份额等方面的综合实力位列国内锂深加工领域前茅。公司致力于打造锂行业上下游一体化企业，目前已基本成型。
- 公司实际控制人为李良彬董事长，持有公司股份 24.12%，同时，公司副董事长王晓申持有公司 9.02% 的股权。
- 经过并购与投资，公司形成了锂行业一体化产业链。在上游公司先后收购了江西锂业、爱尔兰 Blackstairs 锂辉石矿，阿根廷卤水矿、Rand Industrial Minerals(RIM)等公司股权，锂盐产品生产主要由公司本部、万吨锂盐工厂，金属锂和锂材产品主要由奉新赣锋、宜春赣锋，丁基锂主要由新余河下工厂生产经营；在下游锂电池材料领域，公司先后并购了江苏优派新能源有限公司、江西赣锋电池科技有限公司（安池电子）、美拜电子等企业。

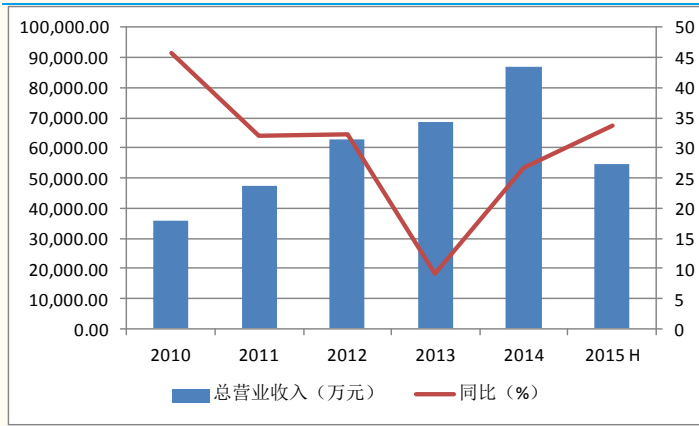
图表 1：公司股权结构



来源：公司资料，国金证券研究所

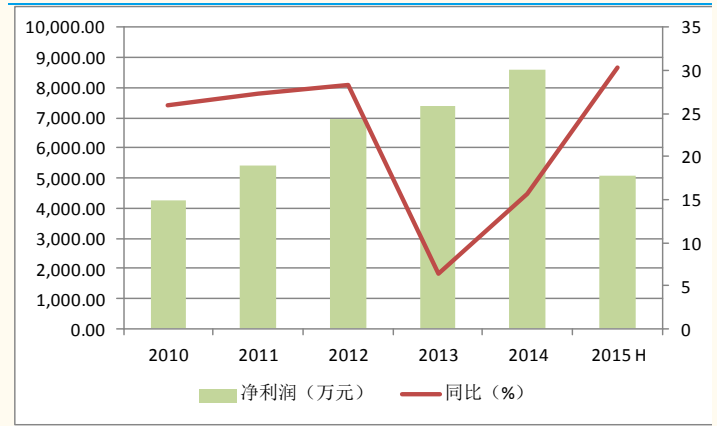
- **公司营业收入快速增长。**随着 3C 行业和可充电电池行业的飞速发展，公司凭借着锂深加工产品突出的竞争优势，收入也节节攀升。公司营业收入从 2007 年的 2.1 亿元，增长至 2014 年的 8.69 亿元，七年复合增长达到了 22.5%，其中 2014 年同比增长 26.7%。净利润方面，2014 年公司实现净利润 8572.74 万元，同比增长 15.65%，七年复合增长率 16.2%。2015 年上半年，公司实现营业收入 5.44 亿元，同比增长 33.8%；实现净利润 5101.85 万元，增速达 30.37%。

图表 2：公司营业收入保持增长



来源：wind，国金证券研究所

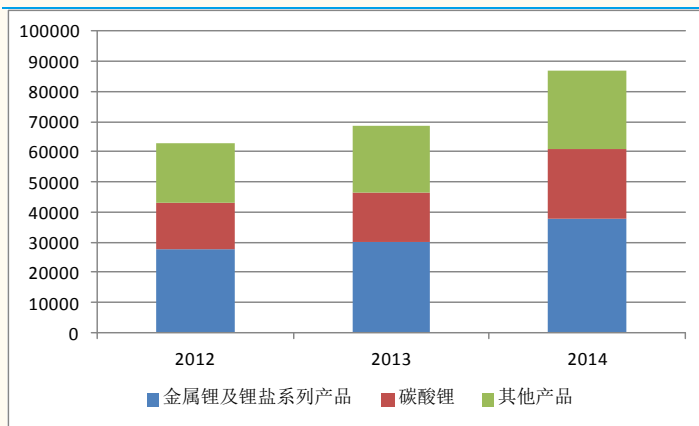
图表 3：公司净利润复合增速在 15% 以上



来源：wind，国金证券研究所

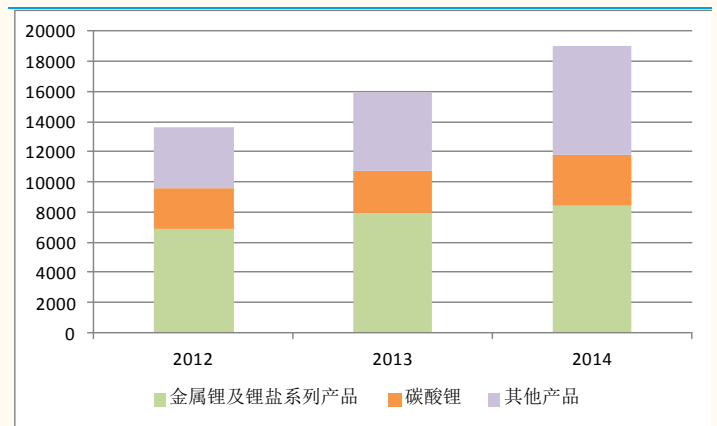
- 公司的主要产品为金属锂及锂盐系列产品和碳酸锂，尤以金属锂及锂盐产品盈利能力强、毛利贡献大。2014 年金属锂及锂盐产品贡献营业收入 3.79 亿元，碳酸锂产品贡献营业收入 2.3 亿元，分别占总营收的 44% 和 26%。金属锂及锂盐系列产品的毛利率为 45%，2014 年毛利 8453.81 万元，碳酸锂毛利率 17%，14 年毛利为 3299.2 万元，其他产品平均毛利率约为 38%，2014 年毛利 7302.8 万元。分产品来看，公司主营各产品的营业收入和毛利过去三年中均处于持续增长中。

图表 4：公司主营产品 (万元)



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：公司毛利构成 (万元)



来源：wind，国金证券研究所

公司是锂深加工领军企业，产能、技术领先

- 公司锂产品系列最全。公司产品涵盖了金属锂（工业级、电池级）、碳酸锂（电池级，高纯）、氢氧化锂（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）等几十个品种，是国内外同行当中产品系列最为齐全的企业之一。
- 公司产能增长快，产能释放周期短。近年来，新能源汽车的飞速发展，3C 电子产品需求维持强劲增长，锂电池的市场规模逐步扩大。公司抓住这一机遇，利用上市公司的融资平台优势，先后投建了多个产能扩张项目。如 IPO 募投项目 650 吨金属锂及锂产加工项目、年产 150 吨丁基锂项目，增发募投项目——500 吨超薄锂带及锂材项目、万吨锂盐项目。目前这些产能都已经投放，公司相关产品产能迅速增长，如电池级金属锂产能由 2009 年底的 400 吨，增长至 2014 年底的 1500 吨，丁基锂产能由原 75 吨增至 250 吨。在市场需求释放的推动之下，公司产能释放的节奏也较快，周期很短。金属锂产能去年投产，预计在 2015 年就可接近于满产，氯化锂产能利用也将趋于饱满。

- 目前公司各类锂产品年产能约为 3.5 万吨，随着产能的投放，2015 年公司各类锂盐的产量将接近 2 万吨，是国内最大的锂盐生产商之一。

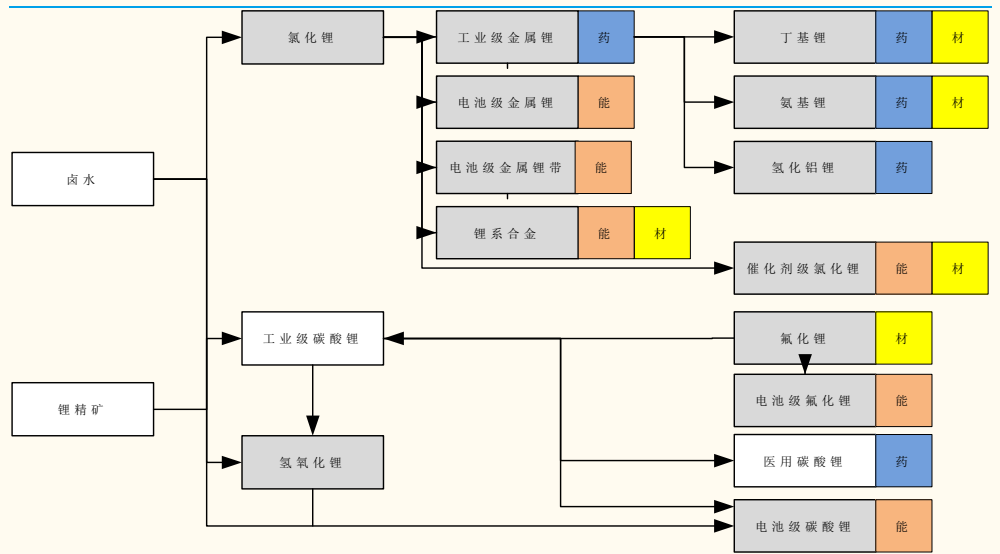
图表 6：公司产能增速快，释放周期短

产品	2009 产能	2014 产能	2014 年产量 E	2014 年销量 E	备注
碳酸锂	3000	11000	6000	6000	万吨锂盐项目中碳酸锂受原材料约束利用率不足，均为电池级
氢氧化锂	-	10000	3000	3000	产量约 8000 吨，部分用于生产高纯碳酸锂
氯化锂	3600	10000	8000	2000	氯化锂只有约 10% 外卖，主要用于生产金属锂
金属锂	400	1500	1300	1100	年需求增速约为 10-20%
丁基锂	75	500	250	250	年需求增速约为 10-20%
氟化锂	600	2000	2000	2000	产能位于本部。

来源：国金证券研究所

- 公司锂产品生产线完整，独特。公司拥有国内企业中唯一建成的“卤水/锂精矿/含锂回收料-氯化锂/碳酸锂-金属锂-丁基锂/电池级碳酸锂-锂系合金”全产品加工链的，同时也是国内首家金属锂、丁基锂、电池级碳酸锂和电池级金属锂的多品种深加工锂产品供应商，在锂产品深加工行业处于龙头地位。作为全球最大的金属锂生产供应商，公司的金属锂销量占据全球四分之一以上的市场份额。

图表 7：公司锂产品产业链完整、独特



图示：公司产品名称，灰底表示该产品为公司主要产品，白底表示公司没有生产或微量生产



带有蓝色“药”标示的代表该产品可适用于新医药

带有黄色“材”标示的代表该产品可适用于新材料

带有橙色“能”标示的代表该产品可适用于新能源

来源：国金证券研究所

- 公司技术实力国内领先。在专利方面，2014 年，公司新申请国家发明专利 2 项，实用新型专利 3 项，获授权国家发明专利 8 项；截止到 2014 年 12 月底，公司共申请国家专利 43 项，其中已获授权的发明专利有 25 项，实

用新型专利 10 项。公司是“国家锂材料及应用高新技术产业化基地”，仅 2014 年，就承担国家级科研项目 5 项，承担省市级科研项目 8 项，主持和参与起草修订国家及行业产品标准 5 项，如承担了国家科技部 863 计划项目——储能用高性能锂离子电池单体及系统集成技术研究--高比能高安全锂一次及二次电池，及国家科技部火炬计划项目“卤水提锂直接制备高纯超细锂盐技术”，2014 年公司的“高钠金属锂粒子”和“电池级锂铝合金粉”等新产品开发分别列入国家级重点新产品开发和国家高端外国专家项目。

公司产品主要应用于新能源、新材料、新医药三大领域

- 公司产品主要应用于新能源、新材料、新医药三大新兴领域。在新能源领域，公司的深加工锂产品主要用于生产一次高能电池、二次锂电池和动力锂电池；在新医药领域，深加工锂产品主要用作生产新型抗病毒、抗肿瘤药等新药品的关键中间体；在新材料领域，深加工锂产品主要用于生产新型合成橡胶、新型工程材料、陶瓷和稀土冶炼等。
- 公司的销售结构当中，新医药应用占比约 40%，新材料及新能源各约 30%。公司的销售结构近年来保持了大体的稳定，新医药、新材料及新能源所占的比例基本上维持在 433，这显示各大领域都有较强的成长性，需求的多样性也确保了公司的增长具有更强的稳定性。
- 在新医药领域，公司竞争优势突出。在新医药领域，深加工锂产品（主要是金属锂、丁基锂等）主要用作药品生产的催化剂，特别是用于生产新型的抗病毒和抗肿瘤药。目前，公司是全球最大的金属锂生产商，市场地位突出；与此同时，由于金属锂、丁基锂的生产具有较高的环境与安全要求，其生产较为集中，进入的壁垒也比较高；而且，金属锂、丁基锂的成本占药品生产成本的比较非常小，这使得医药行业客户对这块的成本并不敏感。综合这些因素，在新医药领域，下游客户的价格承受力较好，公司具有较强的价格影响力，成本转嫁能力较高。但公司也会从进入阻止的角度，合理调整金属锂的价格。我们预计，新医药领域的需求增速会在 10-20%之间，凭借公司的竞争优势，新医药的利润贡献将稳定增长。
- 新能源领域需求增速快，但进入者较多，竞争结构趋于分散。公司的电池级碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂等产品在新能源中主要用于生产锂一次、二次电池和动力锂电池，在新能源汽车行业加速发展、锂电池行业需求旺盛的推动之下，行业对锂盐产品的需求增速预计在 30%以上。在需求高速增长吸引力作用下，进入到锂盐行业的企业也越来越多，行业的竞争格局有分散化的趋势。

图表 8：公司瞄准新能源、新材料、新医药三大市场

应用方向	细分市场	应用形式与需求前景
新能源	一次电池	使用金属锂作负极材料，使用氟化锂生产电解液，如六氟磷酸锂等
	二次电池/动力电池	使用碳酸锂用于生产电池正极材料，如钴酸锂、锰酸锂和磷酸铁锂等；使用氢氧化锂生产三元正极材料；使用氟化锂生产电解液，如六氟磷酸锂等
	核能	金属锂在核裂变反应堆中作为制冷剂、核聚变反应堆中作为增值剂的主要原料。
新医药	抗病毒药	以金属锂、丁基锂作为催化剂，主要用于生产抗艾滋病药品，如用于生产 Efavirenz；
	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。以金属锂、丁基锂作为催化剂。
	抗肿瘤药	采用丁基锂等产品用于生产抗肿瘤药的关键中间体。
新材料	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，氟化锂是合成 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
	陶瓷和稀土冶炼等	使用氟化锂，作为铝电解和稀土电解等的添加剂、玻璃陶瓷工业的熔剂

来源：国金证券研究所

- 新材料领域需求分化，总体仍有所增长。在新材料领域，合成橡胶、特种工程材料、陶瓷等行业会受到固定资产投资增速下滑的冲击，但锂系合金等领域随着我国高装备制造业的发展而具有较为乐观的市场前景。

原材料来源多样化、开拓上游资源保障供应

- **公司原材料来源趋于多元化。**公司原来主要以卤水为原材料，随着公司万吨锂盐项目（以锂精矿为原材料）的投产，公司锂原材料趋于多元化。目前，锂资源原料来源结构中，智利卤水和泰利森矿石各约 30%，回收的锂原料贡献 15%-20%，在原材料供应紧张之时，公司也会对外采购少量的碳酸锂作为原材料（此前公司也会采购氯化锂为原料）。其中公司的卤水主要来源于海外知名锂业企业 SQM 等。公司与上游卤水资源企业通过长期协议稳定资源供应来源。公司的锂精矿主要采购自泰利森，公司已与其签订长期协议，基本上采购量每年一定，价格逐季调整。
- **收购江西锂业，强化资源储备。**按照公司产业链一体化的战略，公司在逐渐向产业链上游扩张。2015 年 4 月，公司以自有资金 12996 万元受让西部资源持有的江西锂业 100% 股权。江西锂业下属河源锂辉石矿具有矿石量 575.71 万吨，氧化锂资源 5.95 万吨，平均品位 1.03%。按照规划的 40 万吨采矿量，可供开采 15 年左右。目前江西锂业处于停产状态，14 年亏损 3331 万元。短期内看，收购江西锂业对公司的业绩并无提振作用，但是从长期来看，矿区开采工作恢复之后，对公司的资源供应是一项有益的补充。
- **获得爱尔兰 Blackstair 锂矿 55% 权益和阿根廷 Mariana 卤水盐湖 80% 权益。**公司在布局上游资源的时候，还将目光投向了国外。公司先后获得了阿根廷 Mariana 卤水盐湖 80% 权益和爱尔兰 Blackstair 锂矿 55% 权益，目前，这两个项目都处于早期，着眼于长期。
 - 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。根据从水层系统中开采卤水 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，对应的锂金属含量为 50 万吨至 2500 万吨。
 - 爱尔兰 Blackstair 锂矿项目位于爱尔兰伦斯特锂伟晶盐矿石带，延展超过 50 公里范围。目前还处于勘探中。
- **购买 RIM 股权，继续扩张海外锂资源。**公司全资子公司“赣锋国际”与澳大利亚 Neometals Ltd、Process Minerals International Pty Ltd (PMI) 签署《谅解备忘录》，拟以不超过 6100 万美元分期收购二者旗下 Reed Industrial Minerals (RIM) 不超过 49% 的股权，并长期包销未来 RIM 生产的锂精矿。在 9 月 19 日的《股权销售和认购协议书》中，公司将首期出资 2500 万美元通过收购部分 Neometals 持有的 RIM 股权及部分增资 RIM，获得 RIM 25% 的股权；公司一并获得了最高可购买 RIM 24% 股权的期权。RIM 核心资产为西澳 Mt Marion 锂矿，总探明资源量 2423 万吨，氧化锂品味 1.39%（原资源量为 1486 万吨，品位 1.3%）。“赣锋国际”签署了为期 3 年的年 20 万吨锂精包销协议，预计 RIM 将于 2016 中期进行精矿试车及生产。

图表 9：公司的上游资源情况

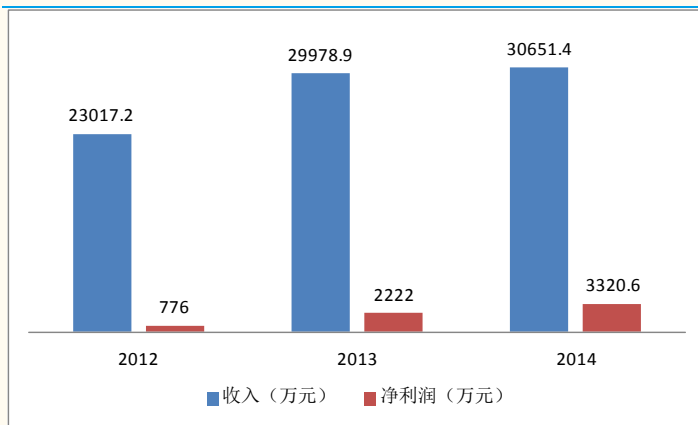
矿产名称	来源	资源储量	公司所有权
河源锂辉石矿	矿石	矿石量 575.71 万吨，氧化锂资源 5.95 万吨，平均品位 1.03%	100%
阿根廷 Mariana	盐湖	含锂金属的浓度值域为 225 毫克/升至 585 毫克/升，对应的锂金属含量为 50 万吨至 2500 万吨	80%
爱尔兰 Blackstair 锂矿	矿石	勘探中	55%
西澳 Mt Marion 锂矿	矿石	总探明资源量 2324 万吨，氧化锂品位 1.39%	25%及最多增至 49%的期权

来源：公司资料，国金证券研究所

纵向整合、延伸新能源汽车、汽车产业链

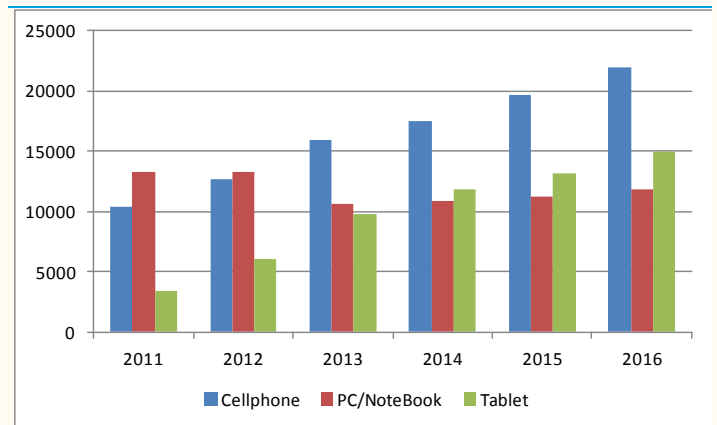
- **4500 吨三元前驱体材料产线基本就序。**为了向下游拓展，公司利用募投资金建设了年 4500 吨三元前驱体材料生产线。公司中报显示，4500 吨三元材料前驱体材料生产线的主体安装已经基本完成了，在根据客户需求，优化产品结构调整工艺。
- **收购美拜电子，进军消费电子锂电池。**2015 年，公司以 15.57 元/股定增发行了约 1650 万股用于收购美拜电子 100%的股权，并以 24.16 元/股的价格发行了约 500 万股，募集配套资金约 1.2 亿元。
 - 美拜电子成立于 2002 年，主营产品为聚合物锂离子电池，主要应用于手机、电脑和平板电脑等产品。平板电脑电池、智能手机电池、笔记本电池在 2014 的收入占比分别为 59.84%、14.83%和 3.64%。
 - **交易对手方承诺美拜电子 2015 年、2016 年实现的净利润不低于 4300 万元和 5600 万元。**

图表 10：美拜电子财务状况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：消费电子产品用锂电池 (MWh/yr)



来源：ITRI，国金证券研究所

- **参与增发，认购长城华冠 277 万股。**2015 年 12 月 21 日，公司与北京长城华冠签订了《股份认购协议》，以自有资金 4986 万元认购长城华冠新发行股份 277 万股（占其发行前总股本的 2.26%）。
 - 2014 年长城华冠实现营收 4470 万元，净利润亏损 1619 万元，2015 年前三个季度，该公司实现营收 3318 万元，净利润仍亏损 1879 万元。
 - 长城华冠的主营业务为传统汽车、新能源汽车、军用车辆的设计及电动汽车的研发、生产、销售。公司集汽车全车设计的所有环节为一体，目前，通过自主设计，向整车生产厂商客户提供符合其要求的产品设计以获得利润。公司已经与长丰、北汽、北京现代、一汽、天汽、广

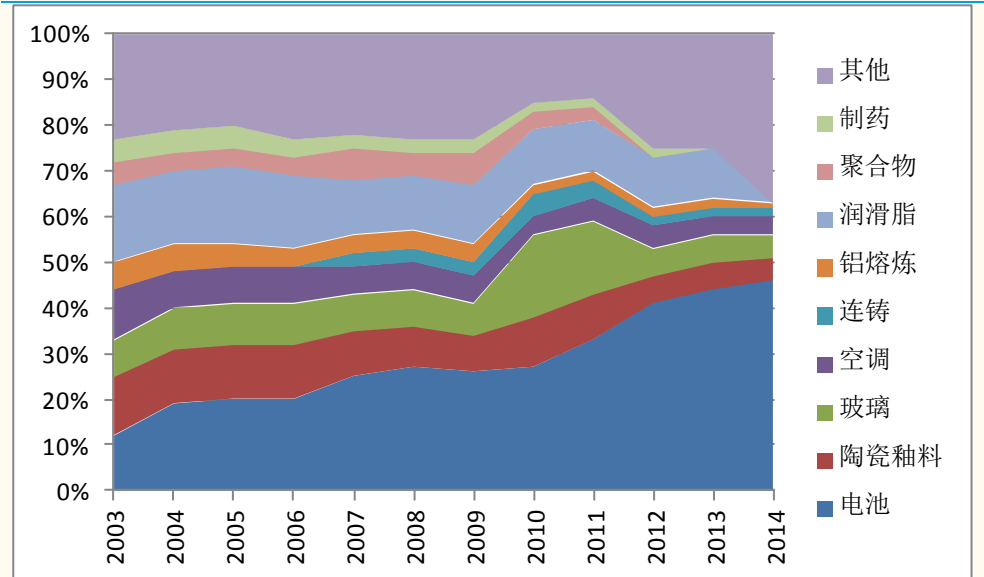
汽、吉利和宝马等国内外著名汽车厂提供了多个典型车型的开发项目。公司已为国内外知名汽车设计企业进行了多达 40 余款汽车整车开发及局部改性的开发工作，数款车型在激烈的市场竞争中取得巨大成功。

- 长城华冠在纯电动汽车的能源管控与保护系统、整车综合控制系统、碳纤维车身与铝镁合金骨架技术三方面完成了研发与大量专利申请，并且有望在 2015 年中实现部分纯电动汽车配件的销售。
- 长城华冠目前在申请纯电动汽车生产厂商资质，在此期间将获得大量汽车生产厂商在新能源汽车设计开发领域的大额订单。

锂需求：锂电池带来黄金十年

- 锂化学性质活泼，具有独特的化学和物理性质，其应用领域广泛，被誉为“工业味精”，既可以用作催化剂、引发剂和添加剂，又可以用于材料合成。同时，锂具有各种元素中最高的标准氧化电势，在电池和电源领域有着光明的应用前景，被称为“能源金属”。

图表 12： 电池成为锂的主要应用领域

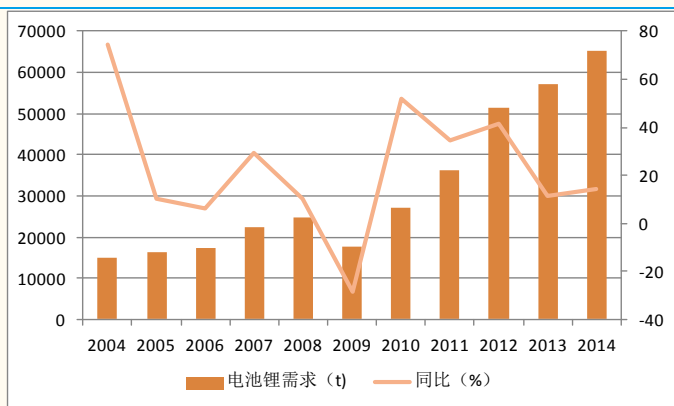


注：从 2012 年开始，制药、聚合物等领域相继汇总至其他。

来源：SQM，国金证券研究所

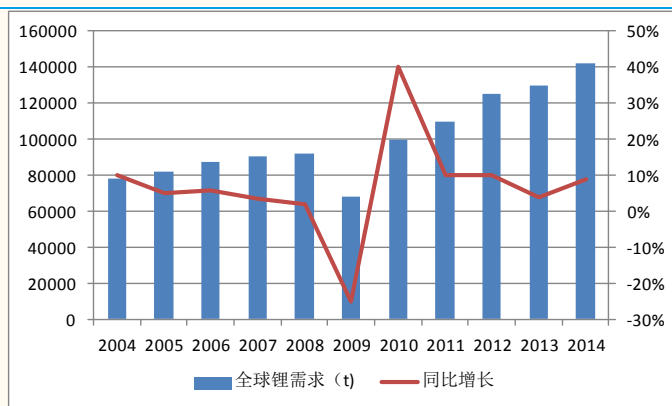
- **锂电池是锂首要需求端。**在锂电池兴起之前，锂主要用于工业方面，在 2003 年，润滑脂和陶瓷釉料是锂的第一、二大使用领域，分别占锂需求的 17% 和 13%，锂电池排名第三，占比仅为 12%。随着数码产品逐渐流行，锂电池也获得了长足的发展，到 2014 年，锂电池已经成为了锂的最大使用终端，全球约有 46% 的锂被用于锂电池，而排名第二的陶瓷釉料用锂仅占 5%，此外还有 5% 的锂用于玻璃制造上，4% 应用于空调。
- **锂电池带动锂需求十年增加一倍。**锂电池的能量成本和性能有着无可比拟的优势，在与铅酸电池、镍氢电池等电池材料的竞争当中，脱颖而出，成为电池行业的主流发展趋势。近年来，在 3C 产品用锂电池需求带动下，锂的消费持续快速增长：2003 年全球锂电池锂消费量大约为 8500 吨（折合碳酸锂），到 2014 年，电池锂需求量已经涨到了 6.5 万吨，约为 2003 年的 7.6 倍，年复增长率高达 22.5%，虽然在这十年间，锂的其他应用增长不温不火，但是锂的整体需求还是受锂电池带动，以 6% 的年增长率从 2003 年的 7.1 万吨增加一倍到了约 14.4 万吨。

图表 13: 电池锂需求保持超高增速



来源: SQM, 国金证券研究所

图表 14: 全球锂需求年复增速 6.2%

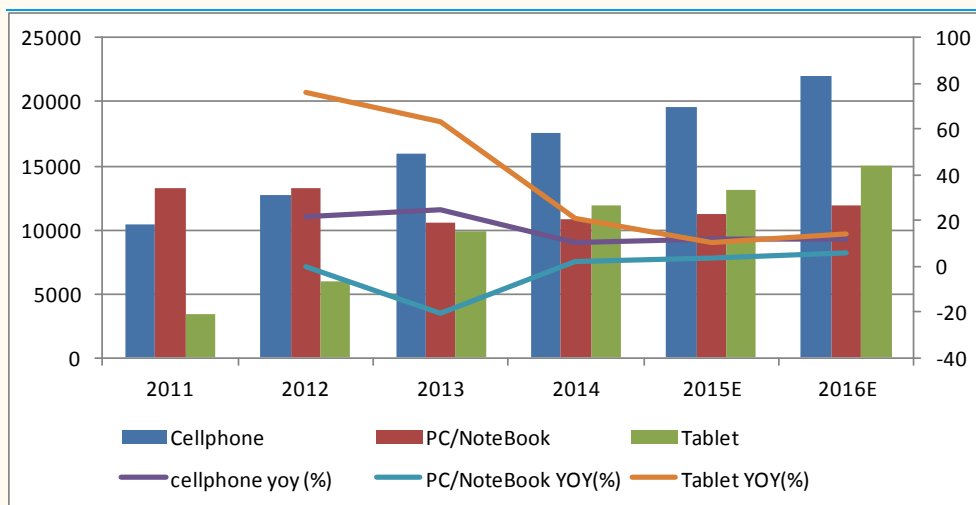


来源: SQM, 国金证券研究所

新能源汽车、储能，锂市下一个爆发点

- 3C 产品增速趋于平稳，锂电池需求稳步增长。**过去十年锂电池的爆发主要由数码产品带动，如智能手机用锂电池在 2012 年和 2013 年的增速都达到了 20% 以上，平板电脑于 2012、2013 年的增速更是分别高达 70% 和 60% 以上。而随着产品普及程度的提高，智能手机和平板电脑的增速开始放缓，智能手机、平板电脑和笔记本电脑用锂电池进入了以每年 10%、10% 和 3% 左右的增速平稳增长的阶段。

图表 15: 消费锂电增速趋于平稳



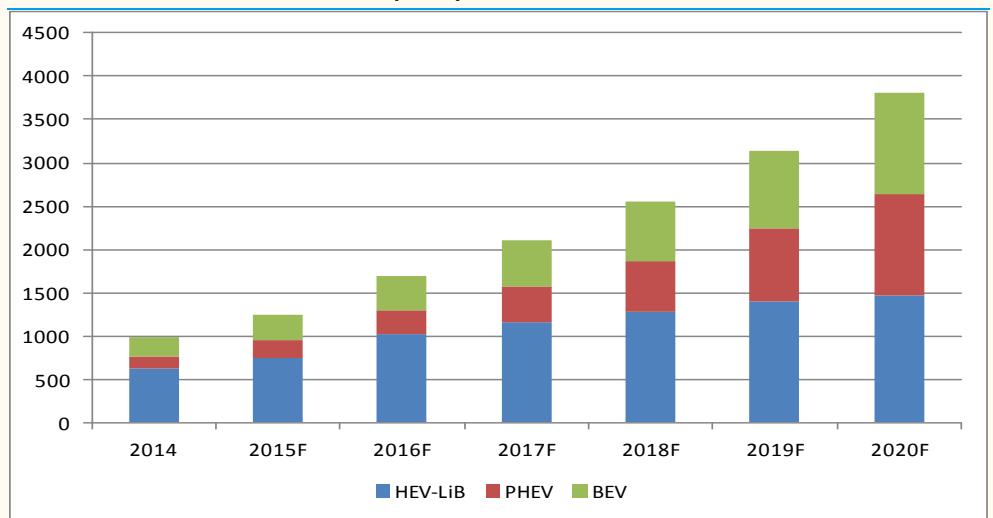
来源: ITRI, 国金证券研究所

- 新能源汽车动力电池有望成为锂电池需求的下一个爆发点。**在锂电池应用领域中，新能源汽车很有可能是继 3C 产品之后的又一个爆发点，2014 年新能源汽车锂电用量为 10250 MWh，虽然在锂电池整体中占比仅约 1/7，但其增速高达 52%，而在 2013 年增速更是达到了惊人的 273%。在传统车市面临寒冬的情况下，新能源汽车作为各大车企的主战场，成为汽车制造商迫切希望占领的制高点，我们预计新能源汽车在未来 5 年仍将维持 30% 以上的产量增速，推动动力电池的需求增速也在 30% 以上。

- 各大车企纷纷推出新款电动汽车，表明继续向新能源汽车行业进军的决心。**2015 年北美车展上，全新沃蓝达 (Volt)，雪佛兰 Bolt EV，奔驰 C350 插电混动版本，全新索纳塔插电混合动力版，特斯拉 Model S P85D，宝马新款 i3 等都悉数亮相；日内瓦车展上，362 辆车中有 51 款为新能源车，占比 14%；2015 年上海车展也展出了 103 款新能源汽车。

- 国家政策推动新能源汽车行业加速。**2月份科技部发布了《国家重点研发计划新能源汽车重点专项实施方案》，强调要建立完善的电动汽车动力系统科技体系和产业链；5月国务院发布《中国制造2025》，希望2020年我国自主品牌新能源汽车产销量突破100万辆。此外，一系列补贴政策也为新能源汽车加码：中央层面有中央补贴及购置税减免的优惠政策，地方层面除出台了地方补贴政策之外，还给予了免摇号、不限行等优惠政策。在政策的推动之下，我国新能源汽车行业开始提速。工信部称，根据机动车整车出厂合格证统计，2015年累计生产新能源汽车37.90万辆，同比增长4倍。其中，纯电动乘用车生产14.28万辆，增长3倍，插电混动乘用车生产6.36万辆，增长3倍；纯电动商用车生产14.79万辆，同比增长8倍，插电式混合动力商用车生产2.46万辆，同比增长79%。
- 据ITRI（台湾工研院）预测，到2020年，全世界的BEV和PHEV总和将达到230万辆（2014年35万辆），受此带动，电动汽车锂电池用量将由10250MWh增长到60GW。

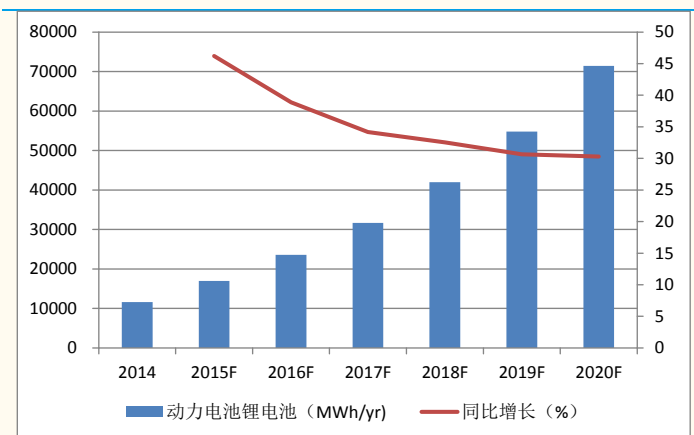
图表 16：新能源汽车市场广阔(千辆)



来源：ITRI，国金证券研究所

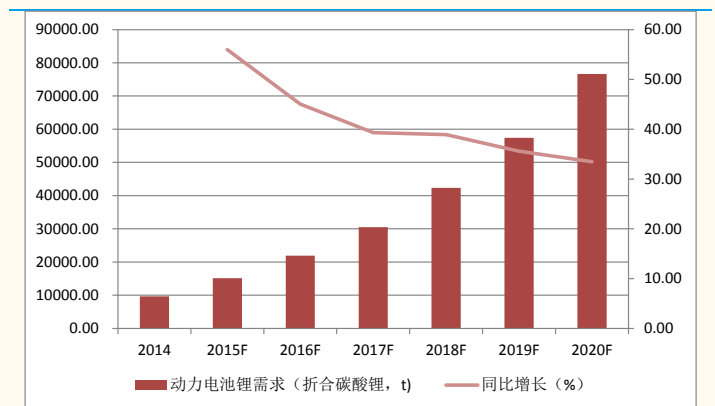
- 新能源汽车用锂年增速30%以上，2020年将达8.4万吨。**锂在锂电池中不可或缺的地位注定了锂的需求将会随着新能源汽车市场的增长而受到极大的刺激。随着3C产品的增速逐渐趋稳，锂需求驱动力减弱，动力电池的光明前景让新能源汽车有望成为锂市的下一个风口。

图表 17：动力电池锂电池增速惊人



来源：ITRI,国金证券研究所

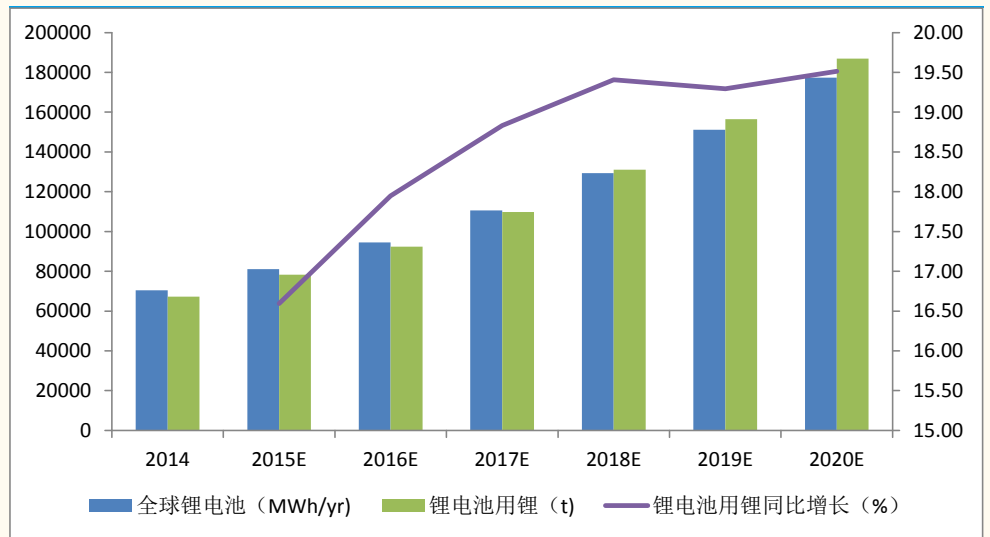
图表 18：新能源汽车锂需求高速增长



来源：ITRI,国金证券研究所

- **储能需求日益显现，未来行业增速在 30%左右。**储能是新能源发电企业（风电、太阳能）解决电力消化、电网吸纳的有效手段，也是用户进行用电管理，调整用电峰谷，降低运营成本的方式，越来越被企业所重视。越来越多的电池企业开始进入到储能市场，如 TESLA 在今年推出了 PowerWall 这一储能产品，可适用于家庭等目标用户，而各国政策也在推动储能产能的建设，我们预计随着 TESLA 等企业进入储能市场，及锂电池作为储能电池的优势不断体现，未来储能对锂电池的需求增速可维持在 30% 左右。
- **全球锂电池产能五年内将翻倍，2020 年电池用锂需求达 18.69 万吨。**由于锂电池是新能源汽车的技术核心，各大公司纷纷计划通过建立自己的锂电池工厂以降低成本。除特斯拉宣布斥资 50 亿美元打造锂电池工厂外，LG 化学、富士康、比亚迪以及 Boston power 都有意在中国建立电池工厂。据 Benchmark Mineral Intelligence 预测到 2020 年各大电池工厂建成时，全球锂电池产能会增长至 122GWh，数倍于当前的产能。我们预计，到 2020 年，锂电池用锂的需求量将会达到 18.69 万吨。

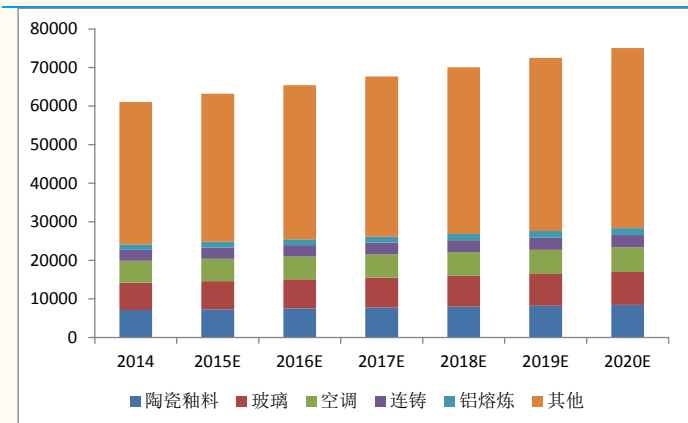
图表 19：锂电池用锂将在五年内翻番



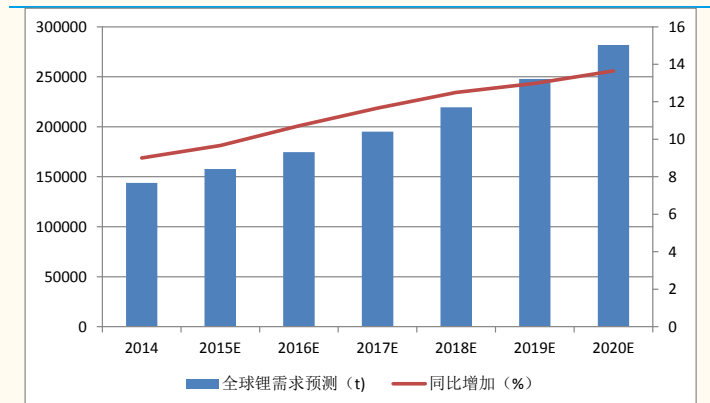
来源：ITRI，国金证券研究所

- **锂电池外亮点不多，锂需求主要由锂电池带动，2020 年达 28 万吨。**除了锂电池之外的其他领域，锂需求基本都与宏观经济波动节奏相关，由于全球经济普遍下行，这些领域的锂需求也亮点不多。陶瓷釉料、玻璃、空调、连铸、铝熔炼等都与经济步调一致，假设其锂需求增速为 2%-4%，制药业（包括在其他中）与经济周期相关性相对没有那么强，料将持续增长，假设其年增长速率为 4%。根据这些估计，锂的需求增长速率为 12-14%，到 2020 年，全球锂需求量将会增加到 28 万吨。

图表 20：其他领域增长亮点不多



图表 21：锂总需求量在 2020 年将达到 28 万吨



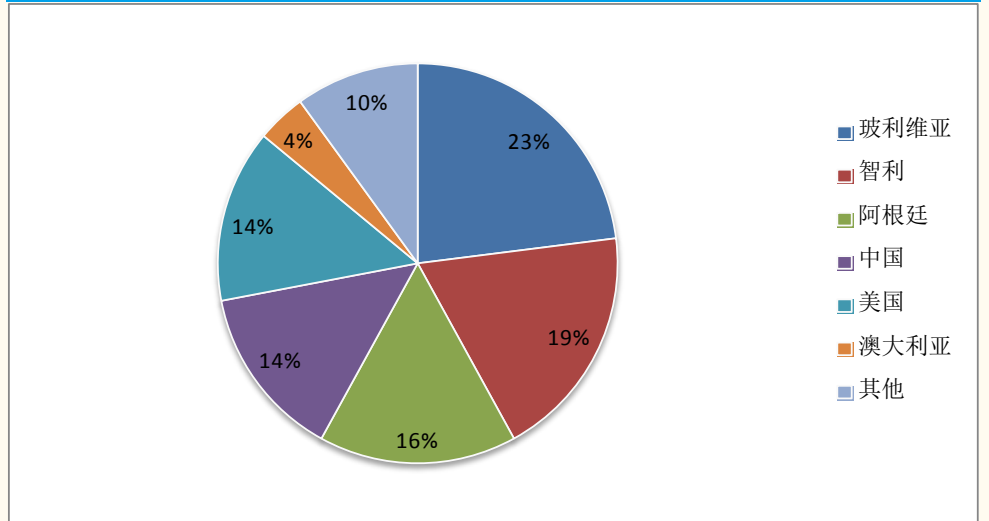
来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

供应端：新增产能陆续释放，供应相对充足

- 锂资源储量丰富，分布集中。据 USGS 估计，全球锂资源量 3950 万吨，储量 1300 万吨，储采比达 100 年，此外，海水中还储藏着数量惊人的锂资源，总量可能达到 2600 亿吨，但是由于技术限制，暂时还未能实现开采。锂资源的分布较为集中，南美锂三角玻利维亚、智利和阿根廷合计拥有约 58%的锂资源，中国和美国分别有 14%的锂储量。

图表 22：全球锂资源集中于南美与中、美等地



来源：USGS, 国金证券研究所

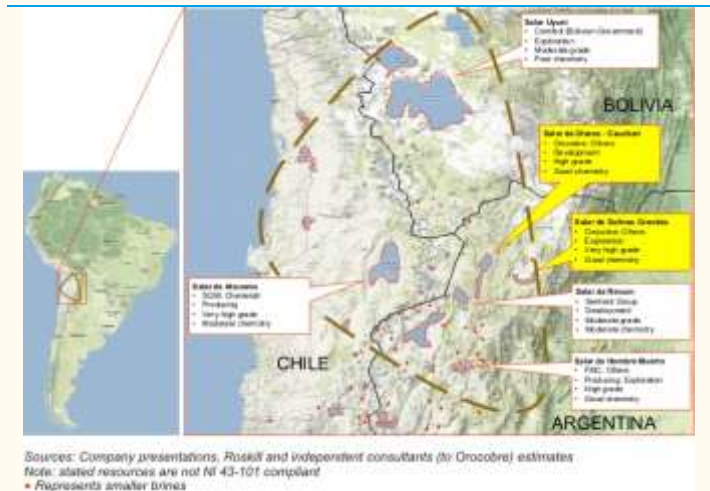
- 锂资源主要存在形式为盐湖卤水锂和矿石锂，卤水锂是锂资源主力。

图表 23：全球锂资源储量丰富



来源：USGS, 国金证券研究所

图表 24：著名的南美锂三角



来源：Orocobre, 国金证券研究所

- 全球有 66%的锂资源分布于盐湖，盐湖资源主要集中于南美、中国和美国，多位于大陆西岸或内陆西侧降雨量少，日照及风力强度大、蒸发量大、干旱的荒漠气候带内的封闭汇水盆地。盐湖锂的特点为锂含量低、锂镁比高以及气候环境恶劣，所以其开采的难度相对较大。已经探明的盐湖中，最大的当属位于玻利维亚的乌尤尼盐湖，其锂储量

为 102 万吨，但是由于该地海拔高且盐湖锂镁比高，开采困难，还没有实现工业化开采。当前，世界上实现大规模工业化开采的盐湖有位于智利的阿卡特玛盐湖、阿根廷的 Hombre Muerto 盐湖以及美国的 Silver peak 盐湖。其中阿卡特玛盐湖锂储量 63 万吨，平均品位 0.14%，是世界主要锂产地。

- 矿石锂一般分布在伟晶岩和沉积岩中，锂品位较高，以矿石形式存在的锂大约占锂总储量的 32.3%。澳大利亚、中国、美国、俄罗斯是矿石锂的主要分布国家，其中澳大利亚的 Greenbushes 锂矿是世界上实现工业化开发的矿石锂矿中最大的，锂储量与平均品位都较高。

图表 25：世界上主要的卤水锂资源

锂矿藏	国家	储量 (10 ⁶ t)	平均品位 (%)	开采情况
乌尤尼	玻利维亚	10.2	0.0532	
阿塔卡玛	智利	6.3	0.14	大规模开采
柴达木	中国	2.02	0.03	小规模开采
扎布耶	中国	1.53	0.068	小规模开采
Rincon	阿根廷	1.118	0.033	
Brawley	美国	1		
Hombre Muerto	阿根廷	0.8	0.052	大规模开采
Smackover	美国	0.75	0.0146	
Beaverhill	加拿大	0.515		
Salton sea	美国	0.316	0.02	
Silver peak	美国	0.3	0.02	大规模开采
Maricunga	智利	0.22	0.092	
DXC	中国	0.181	0.04	小规模开采
Olaroz	阿根廷	0.156	0.07	大规模开采
死海	以色列		0.001	
Great Salt Lake	美国		0.004	
Searles Lake	美国		0.005	

来源：盐湖锂资源开发利用及对中国锂产业发展的建议，国金证券研究所

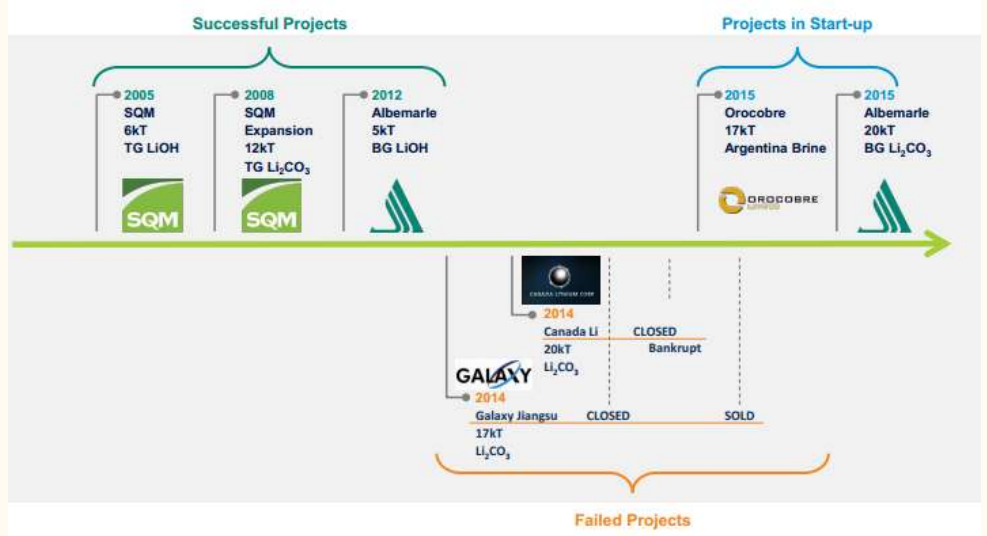
图表 26：世界上主要的矿石锂资源

锂矿藏	国家	类型	储量 (10 ⁶ t)	平均品位 (%)	开采情况
Kings Mountain Belt	美国	伟晶岩	5.454	0.68	
Kings Valley,NV	美国	沉积岩	2	0.27	
Manono/Kitotolo	刚果	伟晶岩	1.145	0.58	
Jadar Valley	Serbia	沉积岩	0.99	0.0087	
Gajika	中国	伟晶岩	0.591		
Greenbushes	澳大利亚	伟晶岩	0.56	1.59	大规模开采
宜春	中国	伟晶岩	0.325		即将开发
Kolmorzerskoe	俄罗斯	伟晶岩	0.288		
马尔康	中国	伟晶岩	0.225		小规模开采
甲基卡	中国	伟晶岩	0.204	0.59	小规模开采
Daoxian	中国	伟晶岩	0.182		
Other (Producing)	巴西、加拿大、中国、葡萄牙	伟晶岩	0.147		
Goltsovoe	俄罗斯	伟晶岩	0.139		
Polmostundrovskoe	俄罗斯	伟晶岩	0.139		
Ulug-Tanzek	俄罗斯	伟晶岩	0.139		
Urikskoe	俄罗斯	伟晶岩	0.139		
Koralpa	奥地利	伟晶岩	0.1		
Mibra	巴西	伟晶岩	0.1		
Bikita	津巴布韦	伟晶岩	0.0567		小规模开采

来源：盐湖锂资源开发利用及对中国锂产业发展的建议，国金证券研究所

- 锂行业属于寡头垄断格局，世界上主要的锂资源都集中在少数几个公司手中。由于盐湖提锂具有较高的技术壁垒，且需要有丰富的资源才能进行规模化生产，所以碳酸锂行业的进入门槛较高，行业垄断程度也较高。南美锂资源基本上被国际锂行业三强 SQM, FMC 和 Albemarle Corporation (收购了 Rockwood) 所掌握。SQM 主要在智利的阿卡特玛盐湖进行开采活动；而 Albemarle 除了在阿卡拉玛盐湖和美国内华达的 Silver Peak 开采外，还参股了澳大利亚 Greenbushes 锂矿；FMC 则主要开采位于阿根廷的 Hombre Muerto 盐湖。矿山锂方面，Talison 公司 (被天齐锂业收购) 拥有全球最大在产锂矿 Greenbushes 的所用权。SQM、FMC 和 Albemarle 所占锂市场份额分别为 27%、22%和 12%。
- 锂矿项目耗时且不易，短期新增项目不多。目前国际上各大公司主要以盐湖提锂为主，而盐湖一般都处于条件较为恶劣的地方，开采难度大，新增提锂项目也需要较长的时间才能最终达到规模化工业生产的要求。一般锂矿新项目都要经历“勘探-可行性分析-试点生产-设计建厂-规模化生产”的流程，而其中涉及诸多事项，需要大量的时间和资金投入，且无法保证项目顺利达到预期目标。例如，加拿大锂业 2014 年就因为破产而关闭，20000 吨碳酸锂项目被近中止；而 Galaxy Resources 在江苏 17000 吨的碳酸锂项目也因为失败而转卖。从 2005 年以来，全球只有 SQM 6000 吨工业级氢氧化锂项目和 12000 吨工业级碳酸锂项目、2012 年 Albemarle 的 5000 吨电池级氢氧化锂项目获得了成功。目前，世界上大型的锂矿项目也只有 Orcobre 和 Albemarle 的项目进展较为顺利。

图表 27: 锂矿项目耗时且不易



来源: Albemarle, 国金证券研究所

- **Orocobre 和 Albemarle 等公司锂矿项目将自 2016 年释放产能。**有新能源汽车需求的带动，碳酸锂市场越来越大，为了迎合日益增长的锂需求，各大矿商在积极推进锂项目，但是大多数项目都处于勘探及可行性分析阶段，短期内并不会对全球锂供应形成大的补充。目前，Orocobre 和 Albemarle 公司的锂矿项目进展较为顺利，产能即将释放，这些矿的顺利投产，将会在 2016 年给全球增加 20000 吨以上的锂供应。
 - 其中，Albemarle 公司在智利的 La Negra 矿 20000 吨碳酸锂项目目前已经进入试产阶段，但其产能释放的进程取决于原材料卤水的提取情况，预计 2016 年将产出增加；

图表 28: 全球主要锂矿项目

公司	矿产	地点	计划产能 (t)	状态
Albemarle	La Negra site	智利	20000	试产阶段, 2016年增加产量
	Greenbush	澳大利亚	50000	计划2020年投产
Orocobre	Salar de Olaroz	阿根廷	17500	投入运营, 增产中, 预计2015年Q4达到产能目标, 2015年产量约为4000t
	Cauchari Project	阿根廷	NA	探测阶段
	Salar de Salinas Grandes Project	阿根廷	NA	探测阶段
Lithium America	Cauchari-Olaroz Project	阿根廷	40000	与浦项制铁合作, 目前处于 Demonstration Plant阶段
Galaxy Resources	Vida	阿根廷	6000-8000	Feasibility Study 阶段
Rodinia	Salar de Diablillos Project	阿根廷	15,000-25,000	Feasibility Study 阶段
Critical Elements Corporation	Rose Tantalum-Lithium project	加拿大		探测阶段
RB Energy	Québec Lithium project	加拿大	20000	维修试产, 公司处于破产托管状态
Nemaska Lithium	Whabouchi	加拿大	NA	Phase 1 plant(试产) 500吨每年
Neometals	Mount Marion Lithium Project	澳大利亚	8810吨碳酸锂 10000吨氢氧化锂	预计2016年年中试产
Western Lithium	Kings Valley Project	美国	一期13000t 第四年26000t	目前demonstration plant, 预计投产时间 2018/2019
Bacanora Minerals	Sonora Lithium Project	墨西哥	35000	Feasibility Study 阶段

来源: 公司公告年报, 国金证券研究所

- Orocobre 公司在阿根廷的 Salar de Olaroz 矿目前已经投入运营，据公司披露，该矿 2015 年第二季度生产碳酸锂 126 吨，第三季度 492 吨，预计 12 月达到 650 吨/月的产能目标。
- 2016 年，国内的盐湖开发企业恒信融锂业，及四川的马尔康矿等企业的产能也将进入到释放阶段，其中恒信融在斯塔尔的融资支持之下，正在建设 1.8 万吨碳酸锂项目，众和股份的马尔康矿今年已经恢复生产，预计明年将达到 60-80 万吨的采矿量，对碳酸锂供应的贡献也将显现。

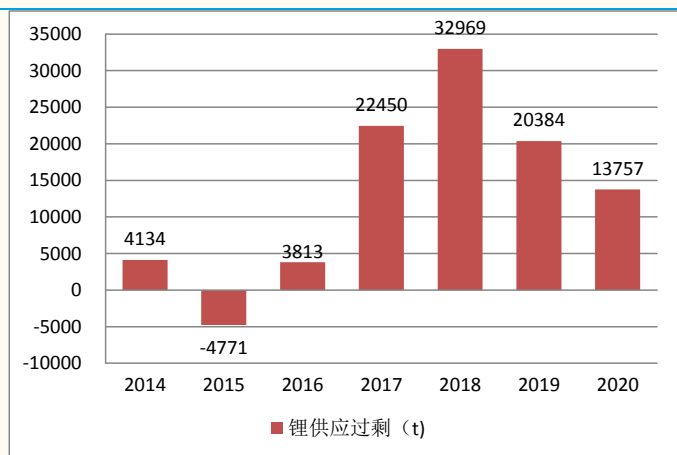
- 赣锋与 Neometals 合作建设的 RIM 公司 Mount Marion Lithium Project 预计将在 2016 年完成建设，并主要从 2017 年开始释放产能，根据其计划，料将年贡献 20 万吨锂精矿。
- 锂供应释放，2020 年产量将达 29 万吨。根据各公司的扩产计划，我们预计，全球锂供应将会逐渐增加，到 2020 年，全球锂总产量将会达到 29 万吨，大约比 2014 年增加一倍。

图表 29: 全球锂产量预测 (t,折合成碳酸锂)

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
供应量 (吨)	148000	153000	178500	217500	252400	268300	295500
同比 (%)		3	3.4	16.7	21.8	16.0	6.3
2014 年供应量	148000	148000	148000	148000	148000	148000	160000
Orocobre Salar de Olaroz		2000	8250	14500	17500	17500	17500
Nemaska Lithium			250	500	5000	10000	20000
Albemarle			6000	15000	20000	20000	20000
Western Lithium					3900	7800	13000
Neometals Mount Marion Lithium Project				1000	12000	20000	25000
中国青海盐湖(青海锂业、蓝科锂业、恒信隆锂业)		3000	8000	12000	16000	20000	20000
中国四川锂矿(众和股份、融捷、四川国锂等)			5000	12000	16000	18000	20000
中国江西锂矿(江特电机、江西锂业)			2000	3500	6000	7000	7000

来源: 国金证券研究所

图表 30: 锂供应保持过剩状态 (t)

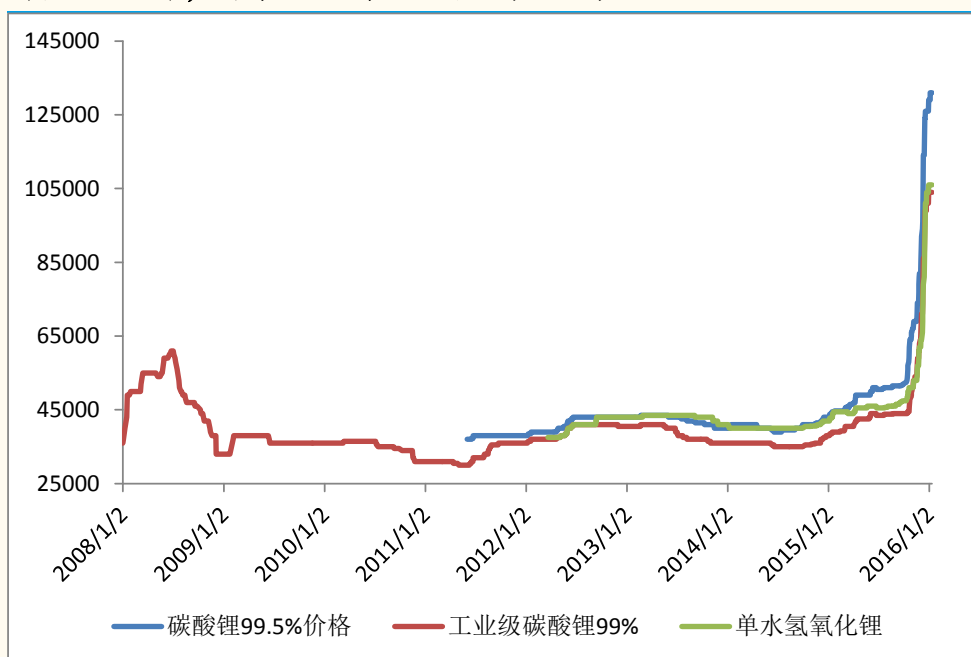


来源: 国金证券研究所

供需平衡: 2015、2016 年供需持续偏紧, 随后料将改善

- 我们预计，锂的供应在 2015 和 2016 年最为紧张。2015 年，上半年，先是遇到了南美大雨，出现洪灾，影响了盐湖产锂工艺，相关公司的锂产量有所影响，同时，锂矿生产商的投入计划多不顺利，而锂需求在新能源汽车放量的带动下，快速释放，使得供需平衡呈现紧张局面。在 2016 年，有一些锂矿项目将会投产，但考虑到产能释放的风险与过程，需求增长的空间，我们预计，2016 年锂的供需仍较为紧张（特别是上半年）。从 2017-2018 年，全球有多个锂矿将进入到投产阶段，而使供应大幅增长，并改变供需紧张的局面，出现过剩的状态，随着需求的进一步释放，过剩程度在 2019 年开始缩小。

图表 31: 近来, 国内碳酸锂等锂盐价格持续走高



来源：公司公告年报，国金证券研究所

- 锂价在 2016 年锂矿新产能上量之前，仍将维持当前的强劲态势。碳酸锂等锂盐价格与锂供需密切相连，我们预计，在当前供需紧张的格局下，锂价强劲的态势会持续到锂矿新产能上量（预计要到 2016 年下半年）。

盈利预测与投资建议

- 盈利预测。按照前述对公司经营状况的分析，我们对公司经营与美拜电子的经营情况做了相应的假设。按我们的预计，公司 2015-2017 年公司的 EPS 将分别为 0.35 元，1.00 元和 1.01 元，对应当前股价的 PE 水平分别为 122、43 和 43 倍。
 - 我们预计，在公司金属锂及锂盐产品的产量将伴随行业增长而稳步增长，年增速在 10-20% 之间；产品价格强势将维持到 2016 年，在 2017 年会小幅的下降。
 - 各产品的毛利率随价格与自给率波动，从 2015 年到 2016 年，毛利率随锂价上扬而走高，2017 年，随着公司 RIM 矿的投产，自给率的提升，将对冲绝大部分价格下跌对毛利率的冲击。

图表 32：盈利预测关键假设

		2015E	2016E	2017E
价格 (元/吨)	碳酸锂	4.62	8.55	7.50
	氢氧化锂	7.42	13.32	11.75
	金属锂	39.79	67.94	59.99
	丁基锂	21.26	31.25	28.20
	氟化锂	7.46	12.97	11.50
毛利率	碳酸锂	16.16%	25.73%	25.40%
	氢氧化锂	20.46%	27.76%	27.72%
	金属锂	19.19%	20.80%	20.21%
	丁基锂	30.78%	29.79%	29.23%
	氟化锂	16.68%	27.60%	27.54%
销售量 (吨)	碳酸锂	5100	5750	6550
	氢氧化锂	3000	4000	4900
	金属锂	1170	1280	1380
	丁基锂	300	340	380
	氟化锂	2000	2000	2000

来源：公司公告年报，国金证券研究所

- 2015 年年中公司完成了对美拜电子的收购，从 3 季度开始美拜电子将并表，此后，我们预计美拜电子的营收将稳步增长。

图表 33：美拜电子经营业绩预测

		2014	2015E	2016E	2017E
美拜电 子的经 营预测 万元	营收	30,651.36	33716.50	37088.15	40796.96
	营业成本	23,637.62	26001.38	28601.52	31461.67
	毛利	7,013.03	7417.63	8159.39	8975.33
	毛利率	22.88%	22.00%	22.00%	22.00%

来源：公司公告年报，国金证券研究所

- 投资建议：我们认为，公司是国内金属锂及锂盐深加工的龙头企业，市场主要在新能源、新材料和新医药领域，在技术、规模、客户等方面具有显著的优势，随着公司产能不断释放，公司有望从日渐蓬勃发展的全球锂市中受益。近来，公司也在不断向上下游延伸，在上游，公司先后获得了多个锂矿的开采权，并于今年获得了 RIM25% 的权益，未来最高可增至 49% 股权，增强了公司对锂价的弹性，并提升了公司上游资源的保障能力；在下游，公司先后投建 4500 吨三元材料前驱体生产线、收购了美拜电子进入到 3C 电池生产领域、并拟参与长城华冠增发，涉及新能源汽车设计、

研发制造等业务。我们看好公司向上下游延伸对公司业务长远发展的积极意义。同时，我们认为，在新能源汽车、储能发展加速，电池需求旺盛，而 3C 需求仍然稳步增长，锂需求整体仍然景气，而锂的供给则要到 2016 年才会有规模化的供应增量，因此，锂行业供需紧张局面将延续到 2016 年。基于对公司和行业的乐观前景，我们给予公司增持评级。

- 风险提示：新能源汽车需求释放低于预期；锂供给释放快于预期；公司锂矿产能投建低于预期；安全生产与环保风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	628	686	869	1,481	2,851	2,867	货币资金	89	545	374	380	410	450
增长率		9.3%	26.7%	70.3%	92.6%	0.6%	应收款项	200	273	321	517	859	931
主营业务成本	-492	-527	-684	-1,193	-2,168	-2,188	存货	186	219	329	392	653	719
%销售收入	78.3%	76.8%	78.6%	80.6%	76.1%	76.3%	其他流动资产	84	34	119	136	165	166
毛利	137	159	186	287	683	679	流动资产	558	1,072	1,143	1,425	2,088	2,266
%销售收入	21.7%	23.2%	21.4%	19.4%	23.9%	23.7%	%总资产	53.2%	59.7%	58.5%	54.7%	62.7%	64.7%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-5	-5	长期投资	12	9	8	178	238	238
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	394	582	669	818	815	805
营业费用	-20	-20	-27	-38	-71	-72	%总资产	37.6%	32.4%	34.2%	31.4%	24.5%	23.0%
%销售收入	3.1%	2.9%	3.1%	2.6%	2.5%	2.5%	无形资产	67	105	107	146	154	160
管理费用	-38	-50	-59	-83	-143	-138	非流动资产	490	724	811	1,178	1,242	1,239
%销售收入	6.0%	7.2%	6.8%	5.6%	5.0%	4.8%	%总资产	46.8%	40.3%	41.5%	45.3%	37.3%	35.3%
息税前利润 (EBIT)	77	88	97	163	464	464	资产总计	1,048	1,796	1,954	2,603	3,329	3,505
%销售收入	12.3%	12.8%	11.1%	11.0%	16.3%	16.2%	短期借款	71	267	327	265	443	271
财务费用	2	-5	-7	-18	-21	-21	应付款项	121	119	138	215	393	396
%销售收入	-0.3%	0.7%	0.8%	1.2%	0.7%	0.7%	其他流动负债	46	62	20	73	102	103
资产减值损失	-6	-3	-1	-1	-2	-1	流动负债	237	448	485	554	939	770
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	7	7	7	7	8
投资收益	-2	-2	4	2	2	2	其他长期负债	0	0	18	18	18	18
%税前利润	n.a	n.a	3.6%	1.3%	0.4%	0.4%	负债	237	455	510	579	964	796
营业利润	70	78	92	146	443	444	普通股股东权益	806	1,341	1,443	2,023	2,364	2,708
营业利润率	11.2%	11.3%	10.6%	9.9%	15.5%	15.5%	少数股东权益	4	0	1	1	1	1
营业外收支	12	8	9	14	14	15	负债股东权益合计	1,048	1,796	1,954	2,603	3,329	3,505
税前利润	82	86	101	160	457	459	比率分析						
利润率	13.1%	12.5%	11.6%	10.8%	16.0%	16.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-14	-17	-17	-27	-78	-78	每股指标						
所得税率	17.2%	19.2%	16.7%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.456	0.416	0.240	0.351	1.003	1.009
净利润	68	70	84	133	379	381	每股净资产	5.277	7.523	4.047	5.352	6.255	7.164
少数股东损益	-2	-5	-1	0	0	0	每股经营现金净流	-0.076	0.357	0.031	0.094	0.150	0.941
归属于母公司的净利润	70	74	86	133	379	381	每股股利	0.200	0.150	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	11.1%	10.8%	9.9%	9.0%	13.3%	13.3%	回报率						
							净资产收益率	8.64%	5.53%	5.94%	6.56%	16.04%	14.08%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.65%	4.13%	4.39%	5.10%	11.39%	10.88%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	7.25%	4.39%	4.52%	5.88%	13.67%	12.90%
净利润	68	70	84	133	379	381	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	32.25%	9.25%	26.70%	70.28%	92.57%	0.57%
非现金支出	38	37	59	83	98	103	EBIT 增长率	39.01%	13.76%	10.01%	68.59%	184.99%	0.16%
非经营收益	7	13	10	2	7	7	净利润增长率	24.42%	6.43%	15.67%	54.82%	185.64%	0.55%
营运资金变动	-125	-56	-142	-183	-428	-136	总资产增长率	27.01%	71.38%	8.83%	33.19%	27.90%	5.29%
经营活动现金净流	-12	64	11	35	57	356	资产管理能力						
资本开支	-215	-251	-149	-264	-86	-85	应收账款周转天数	67.0	82.2	78.8	75.0	65.0	70.0
投资	0	0	120	-170	-60	0	存货周转天数	113.8	140.3	146.4	120.0	110.0	120.0
其他	34	0	4	2	2	2	应付账款周转天数	47.6	63.4	57.3	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-181	-251	-25	-432	-144	-83	固定资产周转天数	135.7	134.9	241.4	166.5	80.9	74.1
股权募资	38	486	0	485	0	0	偿债能力						
债权募资	71	207	60	-63	179	-171	净负债/股东权益	-2.21%	-20.21%	-2.72%	-5.34%	1.71%	-6.31%
其他	-32	-41	-37	-20	-61	-61	EBIT 利息保障倍数	-42.6	17.9	14.3	9.1	21.7	21.7
筹资活动现金净流	77	652	23	402	117	-233	资产负债率	22.64%	25.34%	26.12%	22.24%	28.95%	22.72%
现金净流量	-116	464	9	6	30	40							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD