

## 上中下游全面发力, 多样化展现灵活性

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 赣锋锂业(002460)积极布局上游锂资源, 解决原料受制问题; 拓展多种原料组合和多种锂产品组合, 带给公司更多生产、销售灵活性, 从而有利于兑现更多的利润; 借力新能源汽车热潮推动的锂产品价格高位, 赣锋锂业存在巨大盈利空间。
- **我们对锂行业的看法:** 我们认为, 锂资源的重要性已经远超锂盐的生产成本成为控制行业供给的关键因素, 动力电池时代的来临, 放大了锂盐需求, 并进入高速成长期, 国内锂行业已经形成双寡头的模式, 受制于技术和社区等关系, 短期内新增产能释放难以提高, 同时目前的锂盐价格对于动力电池行业来讲影响不大, 有利于持续维持锂盐价格高位。
- **上游布局锂资源, 解决原料受制问题。** 为避免技术单一带来资源受限的被动局面, 赣锋锂业(002460)同时具备卤水提锂、矿石提锂和回收提锂工艺, 在原材料来源上可以有更多选择。目前卤水资源(SQM供应)和回收料来源都相对稳定, 唯一变数是锂辉石的供应, 公司通过持续增持 Mt Marion 项目权益, 并且签署包销协议, 已经锁定原料供应, 解决了原料受制问题, 满足公司未来扩产所需, 锂盐产能释放得以加速。
- **多品类锂盐组合保证公司持续获益。** 赣锋锂业(002460)产品组合丰富, 覆盖金属锂、碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂、丁基锂等二十余种锂系列产品。根据我们的测算, 赣锋锂业主要产品的销量结构中, 碳酸锂达到 35%, 金属锂为 33%, 这两个是公司主要的产品, 但是我们也注意到不同的锂产品有不同的涨价周期和涨价幅度, 为了获取更多盈利空间, 我们认为赣锋锂业有动力也有能力优化其产品结构, 调节不同产品的生产和销售周期, 保证公司可以获取超额收益。
- **推动产业链向下延伸, 深度参与锂电池领域。** 新能源动力迎来锂电池的爆发式增长, 赣锋锂业作为锂深加工行业龙头, 锂盐深加工领军地位稳固, 同时公司正在积极向下游延伸, 加速完成“锂电上下游一体化”的战略布局, 预期未来将充分受益于锂电池(特别是动力锂电池)的发展, 尽管锂电池行业很热, 但公司的发展路径走得也是相当稳健。
- **盈利预测与投资建议。** 基于我们的假设, 我们预计公司 2016-18 年每股收益分别为 1.29 元、1.58 元和 1.87 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:** 锂价波动风险或超过预期, Mt Marion 项目或不及预期等风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1353.92	2634.59	3134.90	3459.36
增长率	55.72%	94.59%	18.99%	10.35%
归属母公司净利润(百万元)	125.15	485.52	597.19	705.75
增长率	45.98%	287.95%	23.00%	18.18%
每股收益 EPS(元)	0.33	1.29	1.58	1.87
净资产收益率 ROE	6.63%	21.18%	22.23%	22.45%
PE	169	43	35	30
PB	11.19	9.21	7.86	6.72

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

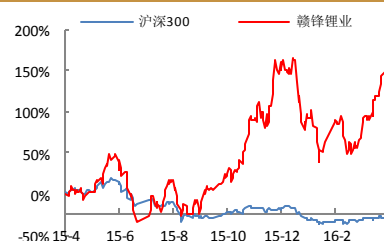
分析师: 兰可

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)	15.88-66.97
总市值(亿元)	210.71
总资产(亿元)	25.28
每股净资产(元)	4.98

### 相关研究

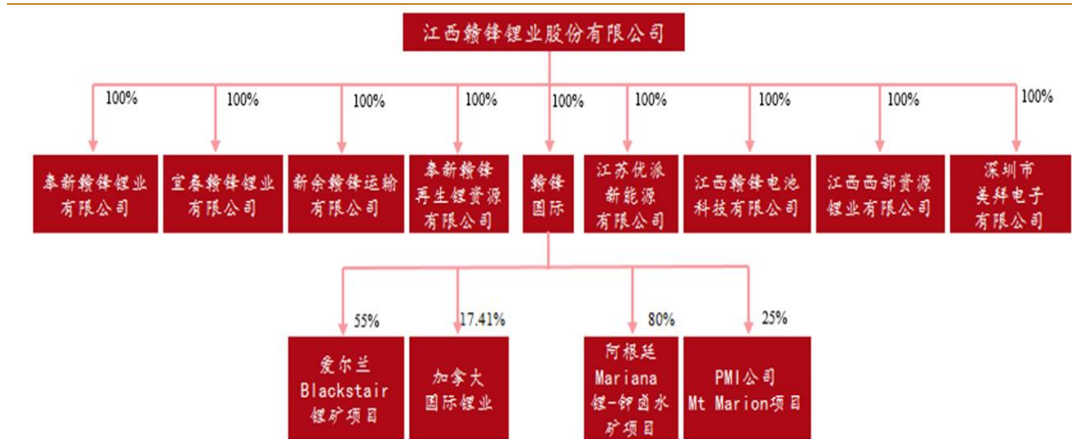
1. 赣锋锂业(002460): 背靠优势, 优化组合, 获取超额收益 (2015-12-16)

## 赣锋锂业 (002460): 上中下游全面发力, 多样化展现灵活性

### 1 公司概况: 布局完善, 业绩步入丰收期

赣锋锂业 (002460) 通过合理的组织结构布局以逐步实现上下游一体化的产业链规划, 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业务为主的动新能源业务四大业务板块。

图 1: 赣锋锂业 (002460) 公司组织结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产业布局远优于国内同业。赣锋锂业是全球唯一一家同时具备矿石提锂、卤水提锂和回收提锂三种产业化技术的锂生产商。相比其他公司, 赣锋锂业着力发展全产业链, 产业布局更全面, 深加工优势非常明显, 产品组合更丰富, 基本涵盖上下游锂产品, 主要包括金属锂、碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂、氯化锂和丁基锂等多种锂系列产品。目前, 公司各品类锂产品产能总计约达 3.1 万吨 (折合碳酸锂)。

图 2: 赣锋锂业的产业布局远优于国内同业

矿石生产商	Li	Li <sub>2</sub> CO <sub>3</sub>	LiOH·H <sub>2</sub> O	LiCl	LiF	C <sub>4</sub> H <sub>9</sub> Li
天齐锂业		★	★	★		
众和股份		★	★			
融捷股份		★				
江特电机		★				
新疆昊鑫	★	★	★	★		
尼科国润		★	★			
瑞福锂业		★				
通用锂业		★				
<b>盐湖生产商</b>						
西藏矿业		★				
西藏城投		★				
盐湖股份		★				
中信国安		★				
青海锂业		★				
青海恒信融		★				
五矿盐湖		★				
<b>混合生产商</b>						
赣锋锂业	★	★	★	★	★	★

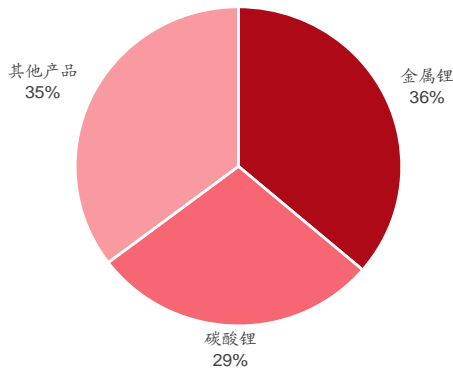
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司主营业务结构：**赣锋锂业目前最主要的产品仍然是金属锂。金属锂是公司最主要的收入来源。随着年产 500 吨超薄锂带项目逐渐完工，公司金属锂产品产能合计达 1500 吨。公司生产金属锂的主要原料来源是氯化锂，基本实现自给满足。

碳酸锂是公司着力发展的锂品种，生产工艺路线包括卤水提锂工艺路线和矿石提锂工艺路线，原料来源包括卤水（外购）、锂辉石（目前外购，在突破资源瓶颈后有望实现自给）和回收料（自给和外购），公司万吨锂盐投产后，公司碳酸锂的产销量在持续释放中。

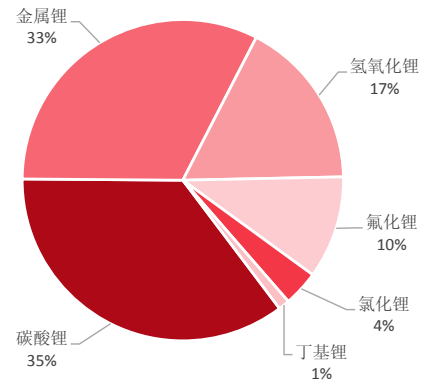
其他品位锂产品包括氢氧化锂、氟化锂、氯化锂和丁基锂。公司氢氧化锂产品主要客户包括松下，三星和 LG 等。氟化锂产能规模较小，总产能 1500 吨，产品基本全部对外销售，主要应用于玻璃、陶瓷材料领域。此外，公司是国内唯一专业化规模化的丁基锂生产商，现有产能 500 吨，采用以销量定产量的策略，在国内市场占有率较高，产品大部分用于出口。氯化锂产量较少，主要是满足金属锂生产之后的部分进行销售。

**图 3: 公司 2015 年各品类锂产品收入分解**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4: 公司 2015 年各品类锂产品销量分解 (折 LCE)**



数据来源：公司公告，西南证券整理

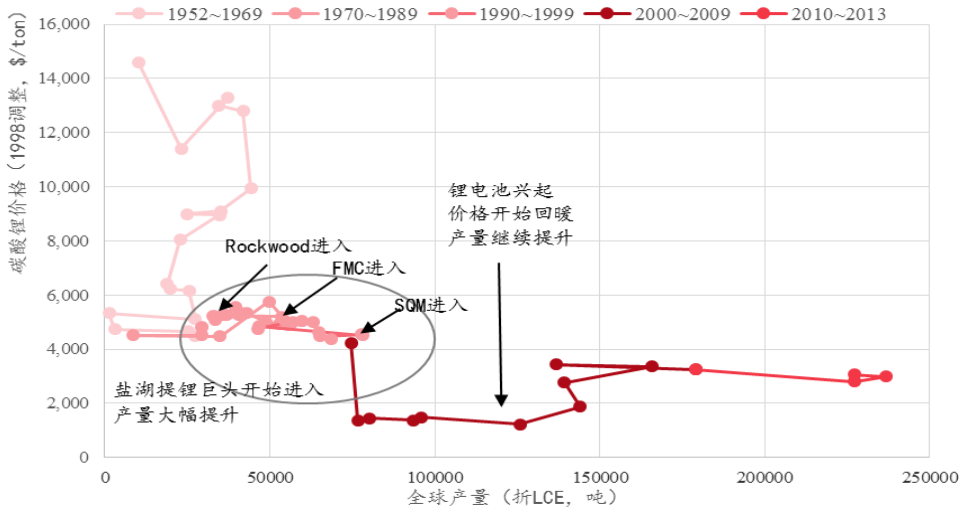
## 2 锂业现状：资源垄断和需求飞涨双向促发涨价

### 2.1 资源取代成本，控制行业供给

回顾整个锂市场历史，在盐湖提锂巨头们（Rockwood/ALB, FMC, SQM）进入市场之前，碳酸锂供给主要取决于生产成本。80 年代以后，随着巨头们相继强势介入，盐湖提锂成本大幅降低，锂产量大幅提升，导致锂产品价格也不断下降。2004 年后，随着 3C 电子产品的普及，带动了锂电池的需求不断提升，需求高涨促进供给的增加，同时也使锂的价格开始回暖。从国内外主要锂业生产商披露的数据估算，现阶段虽然矿石提锂成本仍然普遍高于盐湖提锂成本，但远远低于当前碳酸锂市场价格。2014 年开始新能源汽车兴起带动下锂电池需求加速放量，然而中游行业有效供给不足，供不应求导致锂产品价格飙升。在价格高企的状态下，生产成本不再是限制行业生产商供给的决定因素，取而代之的是生产商对于上游资源的控制能力，这加速了行业的兼并重组，包括天齐锂业和 Rockwood/ALB 共同收购锂矿资源巨头 Talison（天齐锂业控股 51%，Rockwood/ALB 控股 49%），天齐锂业收购银河锂业、赣锋锂业收购江西锂业、众和股份收购雅化集团下全部锂业资产等。我们认为，受锂产品价格高涨吸引，现时拥有锂资源优势的生产商会进一步加大产量，同时新进入的锂业生产

商也会受刺激加快项目开发投产进程,以期在锂业利好周期获取更多收益。因此,我们认为,限制目前生产商供给的关键因素是生产商对于上游资源的控制能力,掌握资源优势的生产商将获得更多的行业话语权。

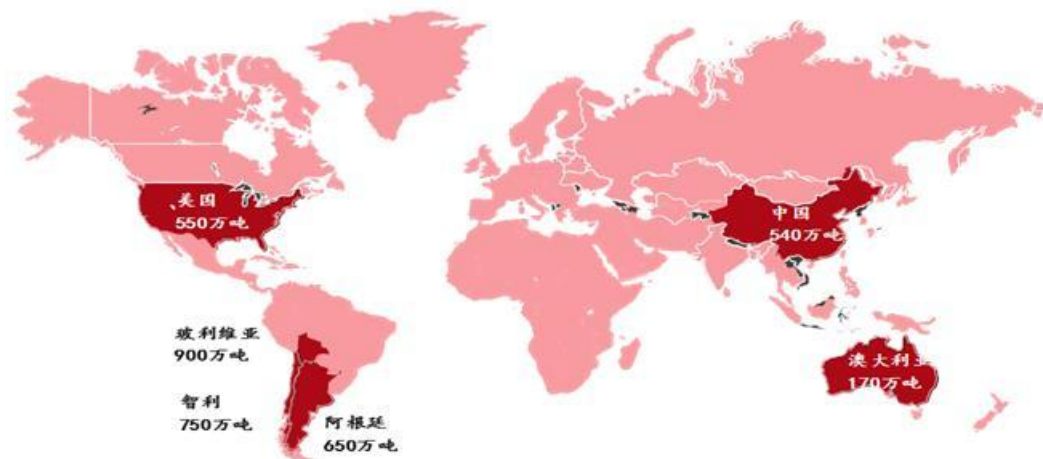
图 5: 盐湖提锂促进锂业高产降价, 锂电池兴起带动价格回暖



数据来源: USGS, Randiz Research, MetalPlus 研究

上游资源呈现高度集中的垄断格局。根据美国地质调查局(USGS)2015 年报告,全球已查明锂资源量 3950 万吨,中国、美国、智利、阿根廷和玻利维亚基本垄断全球的锂资源。受锂资源分布以及提锂技术等相关因素影响,国外几大盐湖巨头(FMC, SQM, Rockwood/ALB)和新进入者(Lithium America 和 Orocobre)掌握着主要的品质相对更加优质的盐湖锂资源,这些资源占全球锂资源的 35%左右。国内天齐锂业对锂矿石巨头 Talison 公司控股 51%,基本上垄断国内锂矿原料的供给。众和股份控制四川地区两个大型锂矿山。赣锋锂业目前也正加紧布局上游锂资源,积极与澳洲 Mt Marion、宁都河源锂矿、爱尔兰 Blackstair 锂矿项目和阿根廷 Mariana 盐湖展开合作,这些措施充分保障了未来赣锋锂业的原料供应,并能够支持公司全产业链中各品类锂产品的产能扩建。

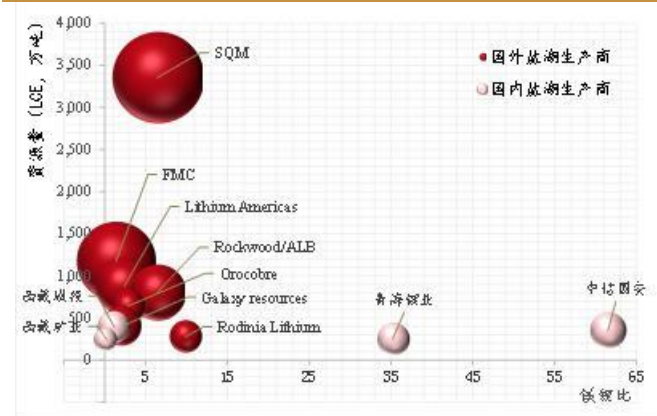
图 6: 玻利维亚、智利、阿根廷、美国、中国和澳大利亚拥有全球锂资源 90%以上



数据来源: USGS, Randiz Research, MetalPlus 研究

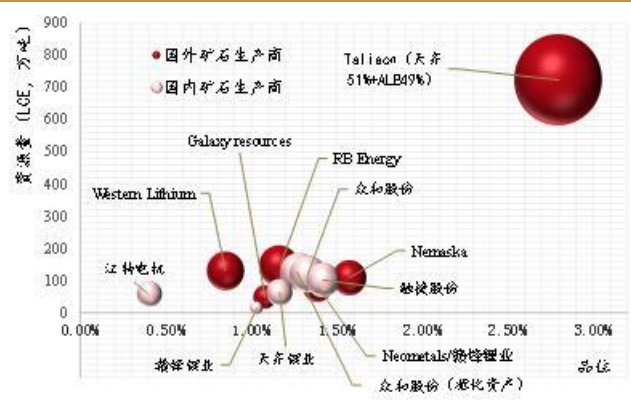


图 7：国际巨头盐湖提锂资源优势明显



数据来源：公司公告，Randiz Research，MetalPlus 研究

图 8：赣锋锂业正在加紧布局锂矿山资源

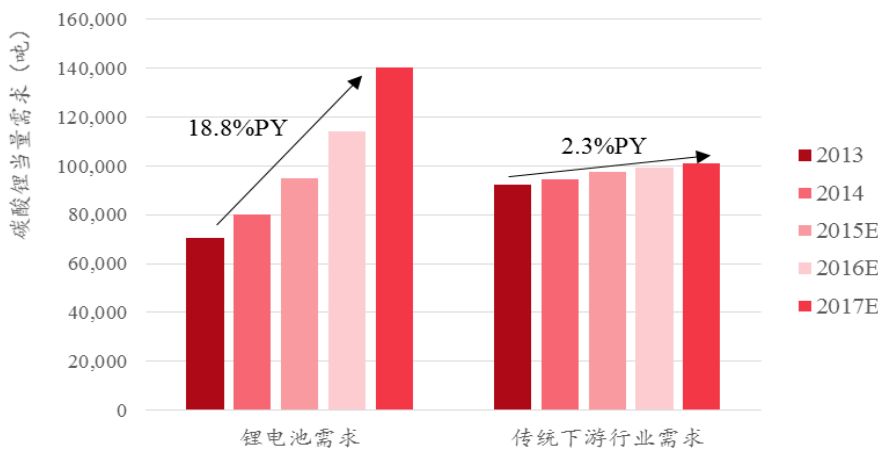


数据来源：公司公告，Randiz Research，MetalPlus 研究

## 2.2 动力电池时代来临，锂电需求迎来高涨期

锂产品的传统应用领域，如陶瓷玻璃、润滑脂等，发展成熟，对锂产品的需求趋于缓慢增长。2004 年以后，随着手机、笔记本、数码相机以及各种电子设备的快速普及，带来了对于锂电池的第一波持续性的需求增长。2013 年开始，Tesla 概念使得市场对电动车的热情高涨，加上政策利好推动下，国内外新能源汽车市场的出现了积极转变，特别是在中国国内，新能源汽车市场的爆发促发动力锂电池需求劲增，我们预期新能源汽车和储能系统的发展将带动新一轮更强劲的锂电池需求。根据 SQM 的估计，作为下游行业最大的需求方，锂电池对于锂产品的需求量（折合碳酸锂）从 2013 年开始以 18.8% CAGR 加速增长。这其中，新能源汽车的拉动无疑是最大的贡献因素。

图 9：锂产品下游行业需求差异大，锂电池需求远超其他行业

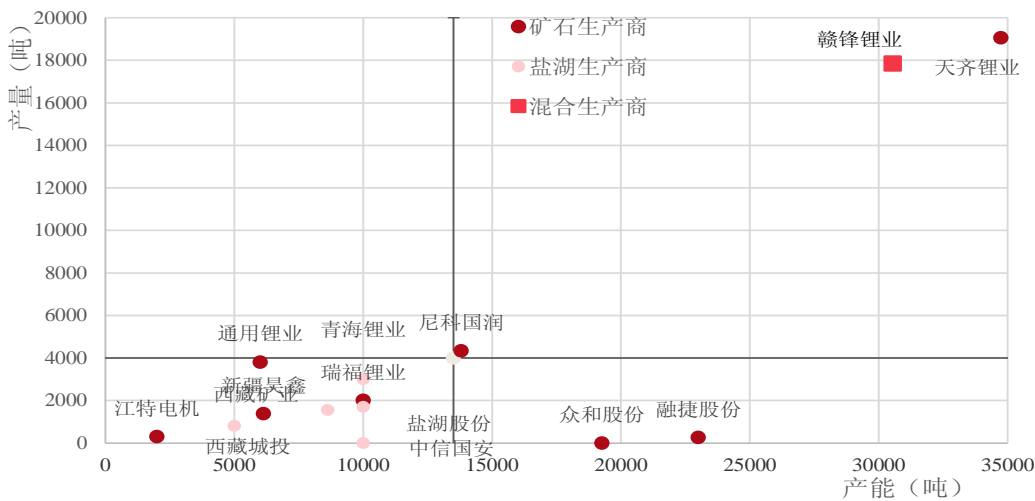


数据来源：SQM，西南证券整理

### 2.3 双寡头模式+行业供给有限

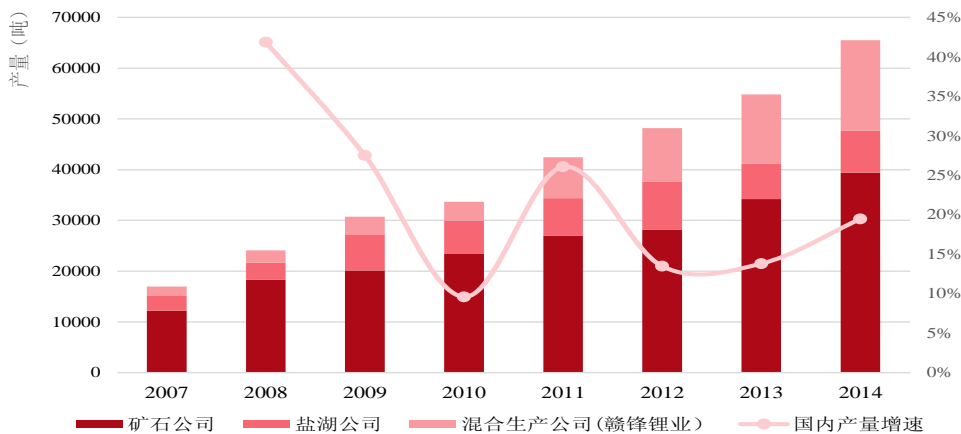
国内行业呈现“1+1”双寡头模式。据我们观察，国内主要锂产品生产商在产能规划、产量供给方面呈现两极分化现象。对于国内矿石提锂生产商，因锂矿资源优势，天齐锂业的产能规模大，产量远超其他矿石厂商；控股马尔康党坝锂矿以及即将拥有李家沟锂矿的众和股份产能目前只有少量的锂矿产出，锂盐生产尚未开始；控股甲基卡锂矿的融捷股份，因受矿区地质灾害等不可抗力的因素影响，矿山生产仍不正常，锂盐项目推进缓慢。而锂云母为原料的生产仍然受制于成本和技术原因，长期以来推进相对缓慢，近期因锂价提升，进度加快。其他单纯的提锂的加工厂，受制于原料供应，产量不多。对于国内盐湖提锂生产商，青海锂业、蓝科锂业和西藏矿业有少量生产，中信国安已经停止生产，西藏城投尚未开始。恒信融以中信国安的卤水供应为原料的项目正在加紧推进。作为国内唯一一家同时具备矿石提锂、卤水提锂和回收提锂的混合生产商，赣锋锂业在锂行业加工领域深耕多年，拥有国内领先的提锂技术，完成对上下游产业链布局，原料来源相对丰富，万吨锂盐投产后产能正在加速释放中，已经成为国内市场锂产品的主导供应商，与天齐锂业成为国内锂业最强势的双寡头。

图 10: 赣锋天齐成行业寡头



数据来源: 公司公告, Randiz Research, MetalPlus 研究

从总体产量来看，2007 年以来国内锂产品产量一直保持平稳增长。矿石生产商一直主导国内锂产品的供给，其中天齐锂业是矿石提锂的主要供应商，以 19% 的年均复合增长率保持增长；受资源品质和盐湖提锂技术限制，国内盐湖产商供应总量相对较少；作为国内唯一的混合生产商，2012 年以来赣锋锂业的产量已经完全超过国内盐湖生产商的生产总量（折合碳酸锂），年均复合增长率高达 39%，随着上游布局资源项目逐渐投产，我们预计赣锋锂业将成为国内最具竞争力的锂生产商。

**图 11: 2007 年以来国内产量保持平稳增长 (折 LCE)**


数据来源: 中国锂业协会, 西南证券整理

**锂资源寡头垄断局面持续, 短期内行业供给增长有限。** 资源禀赋限制是行业供给的关键影响因素, 海外几大盐湖提锂巨头由于掌握了优质的盐湖资源, 过去阶段一直占据国际锂产品市场相当大的市场份额, 随着国内赣锋锂业、天齐锂业逐渐扩产, 并在全球收购布局锂矿资源, 中国在国际锂产品市场影响力越来越大, 2014 年中国锂产品产量 (折 LCE) 约占全球总产量的 37%。但是, 我们认为, 相对新能源汽车放量带动的下游需求的爆发式增长, 目前行业供给增长还是有限, 处于有效供给不足的状态。我们认为, 行业供给有限主要受海外锂业巨头产能扩建限制以及国内大部分锂业生产商生产存在资源壁垒、技术壁垒等因素造成。

国外方面, 新建成的有我们长期跟踪的 Orocobre 旗下 Olaroz 盐湖项目已经接近正常生产, 一季度合计生产 2330 吨, 全年预计超过 1 万吨。此外, Lithium Americas 公司位于阿根廷的 Cauchari-Olaroz 盐湖项目近日与 SQM 签署合作协议, SQM 投资 2500 万美元持有该项目 50% 权益, 共同推进 4 万吨/年的开发计划。Rockwood/ALB 的 2 万吨碳酸锂产能扩产计划已经就绪, 近期智利政府已经同意提升提锂比率以满足生产所需。

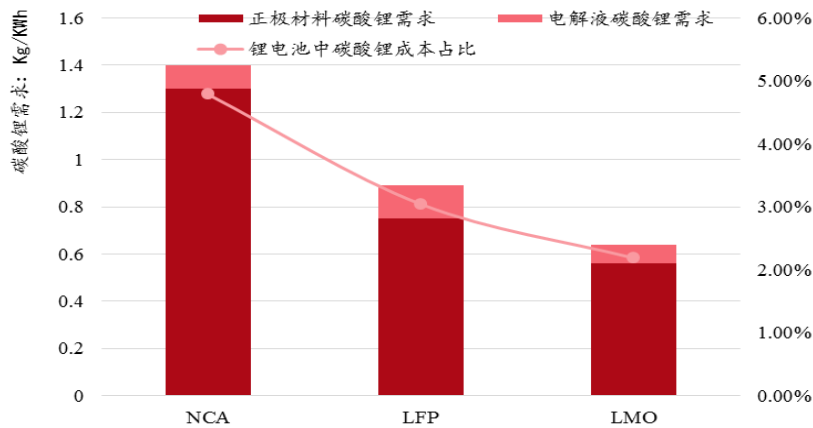
国内方面, 国内锂产品产能扩产计划受到多方面因素影响。一方面, 大部分锂业生产商并没有自有锂资源, 基本通过国外进口, 原料资源供给受限性直接导致产能没法释放; 另一方面, 对于盐湖提锂生产商, 由于目前工艺技术未能成功突破, 青海西藏等地基础设施建设有限, 以及盐湖提锂很大程度受自然环境、天气变化影响等, 国内大部分盐湖扩产项目进程缓慢。

2013 年以来全球供需缺口开始出现并持续放大, 2015 年由于新能源汽车突然爆发式放量, 锂产品的供需缺口在加速放大; 近期除了 Orocobre 的盐湖项目外, 鲜有大型项目投产, 市场仍处于供应紧张局面。国内锂矿扩产项目和盐湖项目即使能够顺利投产, 供应显著增加也在 2017 年之后。

## 2.4 对下游影响不大，利于价格维持高位

我们认为，2015年以来锂产品（特别是碳酸锂）的涨价主要基于三方面的原因：第一，上游资源壁垒严重、寡头控制供给的局面赋予了行业寡头定价权；第二，下游动力锂电池的需求不断提升，供不应求的局面也会形成碳酸锂涨价的市场预期，而涨价预期会鼓励生产商囤货惜售，由于下游需求比较刚性，导致供需缺口进一步拉大，从而放大涨价空间；第三，从下游行业承受碳酸锂涨价的能力来看，我们发现，碳酸锂的涨价对于锂电池成本的冲击并不显著。以当前动力锂电池成本和电池级碳酸锂价格测算，三元材料电池(NCA)、磷酸铁锂电池(LFP)和锰酸锂电池(LMO)中碳酸锂原料成本占比分别约为4.79%，3.04%和2.19%，碳酸锂涨价导致锂电池的成本升幅较小，同时基于新能源汽车的大幅爆发，规模化生产带来的成本下降完全可以覆盖碳酸锂价格上涨带来的成本影响。

图 12：三类动力电池中碳酸锂成本占比



数据来源：美国阿贡国家实验室 (ANL)，西南证券整理

在我们看来，现阶段的锂价飞涨即与需求的大幅增长有关，也与部分供应厂商压货有关，这是现实的商业环境。高企的价格推进各类项目加速推进，但未来一段时间增幅有限，锂价仍将维持较高的价格水平。拉长一点时间区间看，碳酸锂价格会因供给增加逐步回落，但只要需求仍然旺盛，新能源汽车的趋势和政策不发生大幅逆转，价格回落的幅度不会太大。

图 13：锂电池爆发刺激价格一路走高



数据来源：亚洲金属网，西南证券整理

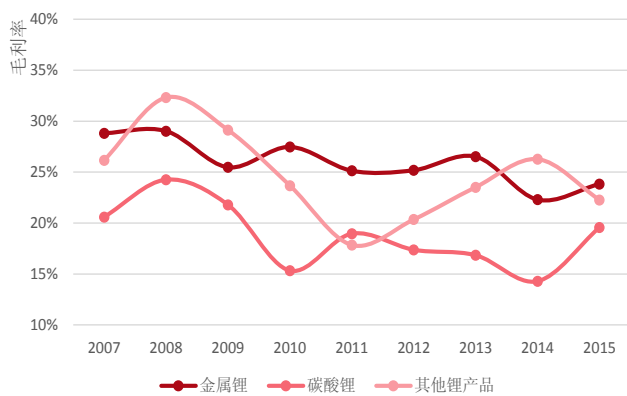


### 3 赣锋锂业 (002460): 上中下游全面发力, 多样化展现灵活性

赣锋锂业 (002460) 是全球唯一一家同时具备矿石提锂、卤水提锂、回收提锂三种能力的公司。赣锋锂业主要产品包括金属锂及锂材 (包括工业级、电池级)、碳酸锂 (主要有电池级和高纯级)、氯化锂、丁基锂、氟化锂等二十余种锂系列产品。

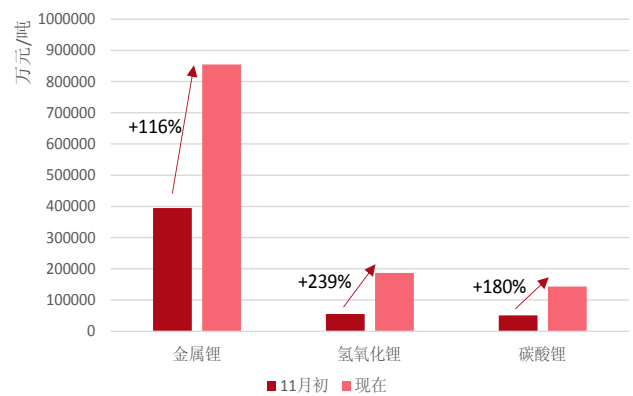
**多样化品类, 有利于相互调节并获取更多收益。**从赣锋锂业 (002460) 过去几年的经营数据来看, 公司的金属锂产品的毛利率远远超过碳酸锂产品的毛利率, 根据我们的分析, 主要是因为金属锂产品生产技术壁垒高, 具有市场定价优势, 所以毛利率常年维持比较高的水平。随着年产 500 吨超薄锂带项目逐渐完工, 公司金属锂产能合计达 1500 吨。碳酸锂产品, 由于 2014 年之前下游新能源汽车并没有显著放量, 碳酸锂价格并没有优势, 导致毛利率较低, 但是 2015 年新能源汽车出现爆发式增长, 导致对碳酸锂的需求激增, 碳酸锂价格持续上涨, 公司碳酸锂业务的毛利率也有较大幅度提升。公司正在筹划非公开发行推动碳酸锂产能进一步提升, 加强公司核心业务的能力。

图 14: 2007 年以来各品类锂产品毛利率变化



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 2015 年 11 月到现在主要锂产品市场价格变化



数据来源: 亚洲金属网, 西南证券整理

我们注意到, 不同品类锂产品的涨价周期和涨幅都有显著的差异。正如我们前期的报告中提及的那样, 当时金属锂涨幅偏小, 碳酸锂, 氢氧化锂涨幅较大, 公司可主要生产碳酸锂和氢氧化锂, 而近一段时间以来, 金属锂的价格上涨幅度明显高于碳酸锂, 同时氢氧化锂的累计涨幅已经超过碳酸锂, 相应地金属锂和氢氧化锂是需要重点生产的品种。作为多元化锂产品供应商, 赣锋锂业有相当的产能资源可以调整各品类锂产品的比重来适应市场的变化, 公司万吨锂盐项目生产线投产后, 公司碳酸锂产能新增 6000 吨, 氢氧化锂产能达到 11000 吨, 氯化锂产能达 12000 吨, 氯化锂产能主要满足金属锂等锂衍生品生产需求, 公司可通过调节不同品类锂产品的生产应对不同锂产品价格涨幅不同的情况, 以获取最大的利益。

**多样化原料, 有利于摆脱资源壁垒满足产能扩建。**面对行业资源垄断局面, 赣锋锂业 (002460) 选择技术多样性路线, 以避免技术单一带来的资源受限的被动局面。赣锋锂业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。在原料供应方面, 公司一直是拓展多样化的原料来源。目前赣锋锂业原料供应来源分别是 SQM 供应卤水资源, 公司自身生产过程中形成锂材边角料以及丁基锂、催化剂和制药类客户生产形成的含锂回收料作为回收料资源, 这两类资源来源都比较稳定, 各约占原料来源的 30% 和 10%

左右。公司其他原料来源主要是锂辉石，公司原有主力供应商锂辉石不继续供应后，公司对上游锂矿进行了加速布局：

增持 Mt Marion 项目权益。近期，公司在已经持有 RIM 公司 25% 权益的基础上，通过本次非公开发行，公司拟将持股比例提升至 43.1%，进一步增强公司对原料的控制力。RIM 是一家澳大利亚公司，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，总探明矿石资源量达 232 万吨，氧化锂品位 1.39%。目前 RIM 已经拿到 Mt Marion 锂辉石矿项目开工必须的所有许可，计划年中投产。赣锋锂业与相关方签署了 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。我们预计，2016 年该矿有望供应约 7-8 万吨锂精矿，到 2017 年，Mt Marion 的年产量将超过 20 万吨的锂辉石精矿。

收购江西锂业。2015 年 3 月 31 日，赣锋锂业以约 1.3 亿的价格受让江西锂业 100% 股权。江西锂业下属河源矿区目前锂辉石矿储量 576 万吨，折合碳酸锂 14.72 万吨，品位在 1.03% 左右，矿石品位略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 2016 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。

此外，赣锋锂业还持有爱尔兰 Blackstair 锂矿项目 51% 的股权和 Mariana 锂-钾卤水矿项目 80% 的股权。

**推动产业链向下延伸，深度参与锂电池领域。**新能源动力迎来锂电池的爆发式增长，赣锋锂业作为锂深加工行业龙头，在金属锂、碳酸锂、氢氧化锂等锂盐深加工领军地位稳固，同时公司正在积极向下游延伸，加速完成“锂电上下游一体化”的战略布局，预期未来将充分受益于锂电池（特别是动力锂电池）的发展，尽管锂电池行业很热，但公司的发展路径走得也是相当稳健。

收购美拜电子，试水锂电池。赣锋锂业此前购买深圳市美拜电子有限公司合计 100% 股权，将锂产业链进一步延伸到下游应用聚合物锂离子电池行业，借助美拜电子已有的技术实力和市场地位，熟悉了锂电行业。

募资投向三元锂电池，深度参与锂电池行业。公司拟非公开发行募资 5 亿元，投资年产 1.25 亿支 18650 型高容量锂离子动力电池项目，预计产能约 12 亿瓦时，该项目的投资将使得公司在动力电池领域有望获得更多收益，并且可以利用美拜电子此前的相关经验。

参股安靠电源，进军电池 pack 领域。近期，公司拟向安靠电源以增资的方式投资人民币 1.05 亿元，持有其 10.5% 的股权，延伸公司的上下游产业链，对公司在下游领域的发展战略布局起到有益的推动作用。

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设:

- 1) 随着锂辉石原料问题的完全解决, 公司碳酸锂产能将快速释放;
- 2) 公司金属锂产品保持平稳增长, 金属锂的价格涨幅逐步跟上碳酸锂产品的涨幅;
- 3) 公司其他锂产品, 特别是氢氧化锂产品的产能也能够得到释放。

表 1: 赣锋锂业分业务营业收入和成本预测

赣锋锂业	2014	2015	2016E	2017E	2018E
金属锂					
收入 (万元)	37,909	41,748	70,802	67,881	66,356
成本 (万元)	29,456	31,796	49,148	45,573	42,254
毛利率	22.3%	23.8%	30.6%	32.9%	36.3%
碳酸锂					
收入 (万元)	23,071	32,778	90,032	124,205	147,340
成本 (万元)	19,773	26,361	48,950	69,707	82,384
毛利率	14.3%	19.6%	45.6%	43.9%	44.1%
其他产品					
收入 (万元)	25,968	40,666	53,679	61,731	70,991
成本 (万元)	19,146	31,608	41,279	47,039	54,024
毛利率	26.3%	22.3%	23.1%	23.8%	23.9%
锂电池及其材料					
收入 (万元)		20,200	48,940	59,675	61,267
成本 (万元)		16,134	38,277	46,712	47,966
毛利率		20.1%	21.8%	21.7%	21.7%

数据来源: 公司公告, 西南证券

综上, 我们预计公司 2016-18 年每股收益分别为 1.29 元、1.58 元和 1.87 元, 维持对公司的“买入”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 新能源动力放量或不及预期
- 2) 锂价波动风险或超过预期
- 3) Mt Marion 项目不及预期等风险

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1353.92	2634.59	3134.90	3459.36	净利润	124.79	484.12	595.46	703.71
营业成本	1058.99	1776.50	2090.35	2266.23	折旧与摊销	79.95	82.44	86.91	91.16
营业税金及附加	5.67	11.07	13.17	14.53	财务费用	18.72	33.75	42.65	32.55
销售费用	34.55	67.18	79.94	88.21	资产减值损失	26.34	25.00	25.00	25.00
管理费用	81.01	157.55	187.47	206.87	经营营运资本变动	89.13	-766.02	-220.34	-97.59
财务费用	18.72	33.75	42.65	32.55	其他	27.04	-22.49	-27.26	-28.50
资产减值损失	26.34	25.00	25.00	25.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>365.97</b>	<b>-163.20</b>	<b>502.42</b>	<b>726.33</b>
投资收益	1.45	3.16	3.16	3.16	资本支出	-357.15	-20.60	-26.84	-36.06
公允价值变动损益	-0.59	-0.12	-0.14	-0.17	其他	-193.07	30.08	3.02	2.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-550.22</b>	<b>9.48</b>	<b>-23.82</b>	<b>-33.07</b>
<b>营业利润</b>	<b>129.50</b>	<b>566.58</b>	<b>699.34</b>	<b>828.96</b>	短期借款	-155.78	368.09	-184.04	-155.75
其他非经营损益	20.40	15.23	15.93	16.44	长期借款	99.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>149.90</b>	<b>581.81</b>	<b>715.27</b>	<b>845.40</b>	股权融资	365.90	0.00	0.00	0.00
所得税	25.10	97.69	119.81	141.69	支付股利	-35.65	-52.04	-201.88	-248.31
净利润	124.80	484.12	595.46	703.71	其他	-290.32	-79.60	-42.65	-32.55
少数股东损益	-0.36	-1.40	-1.73	-2.04	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-16.85</b>	<b>236.45</b>	<b>-428.57</b>	<b>-436.61</b>
归属母公司股东净利润	125.15	485.52	597.19	705.75	<b>现金流量净额</b>	<b>-199.08</b>	<b>82.73</b>	<b>50.03</b>	<b>256.65</b>
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	180.73	263.46	313.49	570.14	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	506.68	1028.10	1206.35	1328.04	销售收入增长率	55.72%	94.59%	18.99%	10.35%
存货	313.15	661.55	763.74	807.09	营业利润增长率	40.55%	337.51%	23.43%	18.53%
其他流动资产	5.74	98.38	117.73	110.05	净利润增长率	47.87%	287.92%	23.00%	18.18%
长期股权投资	168.93	168.93	168.93	168.93	EBITDA 增长率	45.65%	199.24%	21.40%	14.93%
投资性房地产	0.25	0.25	0.25	0.25	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	733.91	683.61	635.60	592.59	毛利率	21.78%	32.57%	33.32%	34.49%
无形资产和开发支出	466.99	455.45	443.39	431.30	三费率	9.92%	9.81%	9.89%	9.47%
其他非流动资产	151.17	124.13	124.13	124.13	净利率	9.22%	18.38%	18.99%	20.34%
<b>资产总计</b>	<b>2527.55</b>	<b>3483.86</b>	<b>3773.61</b>	<b>4132.52</b>	ROE	6.63%	21.18%	22.23%	22.45%
短期借款	171.70	539.79	355.75	200.00	ROA	4.94%	13.90%	15.78%	17.03%
应付和预收款项	291.09	461.42	551.42	606.01	ROIC	7.72%	22.47%	22.53%	24.87%
长期借款	106.00	106.00	106.00	106.00	EBITDA/销售收入	16.85%	25.92%	26.44%	27.54%
其他负债	75.58	91.20	81.41	86.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>644.37</b>	<b>1198.41</b>	<b>1094.58</b>	<b>998.09</b>	总资产周转率	0.60	0.88	0.86	0.88
股本	377.81	377.81	377.81	377.81	固定资产周转率	2.33	4.51	5.52	6.35
资本公积	1108.79	1108.79	1108.79	1108.79	应收账款周转率	4.74	5.16	4.30	4.12
留存收益	375.06	808.54	1203.85	1661.29	存货周转率	3.29	3.64	2.93	2.88
归属母公司股东权益	1882.52	2286.19	2681.50	3138.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.00%	—	—	—
少数股东权益	0.66	-0.74	-2.47	-4.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1883.19</b>	<b>2285.45</b>	<b>2679.03</b>	<b>3134.43</b>	资产负债率	25.49%	34.40%	29.01%	24.15%
负债和股东权益合计	2527.55	3483.86	3773.61	4132.52	带息债务/总负债	43.10%	53.89%	42.19%	30.66%
					流动比率	2.08	1.98	2.57	3.37
					速动比率	1.44	1.34	1.75	2.40
					股利支付率	28.49%	10.72%	33.80%	35.18%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	228.17	682.77	828.90	952.67	每股收益	0.33	1.29	1.58	1.87
PE	168.94	43.22	35.28	29.81	每股净资产	4.98	6.05	7.09	8.30
PB	11.19	9.21	7.86	6.72	每股经营现金	0.97	-0.43	1.33	1.92
PS	15.57	8.00	6.72	6.09	每股股利	0.09	0.14	0.53	0.66
EV/EBITDA	92.14	31.22	25.44	21.70					
股息率	0.00%	0.00%	1.00%	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（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn