

中国：原物料

2016年9月21日

**投资建议：**
**买入 (调升评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**19.5%**

 日期 **2016/09/20**

收盘价	<b>RMB30.20</b>
十二个月目标价	<b>RMB36.10 (除权后)</b>
前次目标价	<b>RMB71.70</b>
深圳 A 股指数	<b>2,097.8</b>

**信息更新：**

- ▶ 调升评级至买入，给予目标价人民币 36.1 元。
- ▶ 赣锋锂业碳酸锂/氢氧化锂产能 2018 年将达 2.2 万/3.2 万吨。公司还将实现资源完全自给，支持营收增长。

**本中心观点：**

- ▶ 上游并购将助推公司 2016/17/18 年毛利率扩张至 33%/37%/39%。过去六年毛利率区间为 21%–23%。
- ▶ 产能扩张将助力赣锋锂业成为世界锂盐生产的领导者之一。

**公司简介：** 赣锋锂业是锂深加工行业龙头，公司产品包括金属锂、氯化铝锂和其他锂化工品。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	<b>RMB22,731.5 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB1,349.0 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>752.7</b>
流通 A 股股数比例	<b>100.0%</b>
自由流通股数比例	<b>100.0%</b>
大股东；持股比例	<b>李良彬, 23.9%</b>
净负债比率	<b>0.3%</b>
每股净值 (2016F)	<b>RMB3.17</b>
市净率 (2016F)	<b>9.54 倍</b>

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	1,354	3,150	3,809	5,007
营业利润 **	174	783	1,097	1,496
税后净利润 *	125	586	851	1,188
每股收益(元)	0.33	0.78	1.13	1.58
每股收益年增长率 (%)	39.5	135.9	45.1	39.7
每股股利(元)	0.15	0.35	0.51	0.71
市盈率 (倍)	91.4	38.8	26.7	19.1
股利收益率(%)	0.5	1.2	1.7	2.4
净资产收益率 (%)	6.6	24.6	28.7	31.5

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**
**元大研究部**

+86 21 6187 3832      research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521      peter.kk.chu@yuanta.com

刘珺涵

+86 21 6187 3833      lautrecliu@yuanta.com

## 赣锋锂业 (002460 CH)

### 资源自给及产能扩张筑造美好未来

**调升评级至买入，给予目标价人民币 36.1 元：** 此前我们对赣锋锂业持保守观点，系因公司股价翻倍，已反映利好因素。但鉴于公司正逐步实现资源自给自足，并计划新增 2 万吨氢氧化锂产能，我们将 2016/17 年每股收益预估分别上调 42%/74%，并预计 2018 年每股收益为人民币 1.58 元。本中心目标价人民币 36.1 元系由同业 2017 年预期市盈率均值 31.95 倍计算得出。

**收购上游资源，获得充足锂储备：** 赣锋锂业间接持有 Mt. Marion 锂辉石矿 43.1% 的股权。公司表示该矿将于 2016 年 10 月投产。

Mt. Marion 锂辉石矿的年锂精矿产量将达 40 万吨，可 100% 满足赣锋锂业锂资源需求。本中心预计赣锋锂业 2016/17 年毛利率分别为 32.6%/37.4%。

**产能扩张计划：** 2018 年上半年产能扩张后，赣锋锂业金属锂/碳酸锂/氢氧化锂/氟化锂/氯化锂/丁基锂年产能将分别达

1,500/22,000/ 32,000/1,500/8,000/500 吨。我们预计，碳酸锂/氢氧化锂产能增加 69%/167% 将使公司 2016/17/18 年每股收益分别上升 136%/45%/40%，系因 1) 产业定位明确，外国公司准入门槛高；2) 获得市场化的政策扶持；3) 骗补调查利好行业可持续发展；以及 4) 碳酸锂供需缺口仍存。

**整合电动车上下游产业：** 出于未来发展考虑，赣锋锂业一直致力于打造“资源-锂盐生产-电池”的产业链体系，通过 1) 通过收购美拜电子进入锂电池行业（主要针对 3C 锂电池）；2) 建设产能为 1.2GWh 的 18650 电池生产线；和 3) 持有电池组生产商及汽车设计公司股权。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

## 股票估值

本中心上调赣锋锂业评级至买入，并给予目标价人民币 36.1 元，系基于同业 2017 年预期市盈率均值 31.95 倍。我们对赣锋锂业持乐观观点，系因 1) 产能扩张后仍可实现资源完全自给；2) 2018 年公司产能扩张计划将使现有产能增加 79%，使公司成为世界锂盐生产领导者之一；3) 骗补调查利好行业长期健康发展；和 4) 公司打造“资源-锂盐生产-电池”全产业链的经营战略将使公司业务领域多元化，并与当前增长强劲的锂盐业务产生协同效应。

### 目标价为人民币 36.1 元

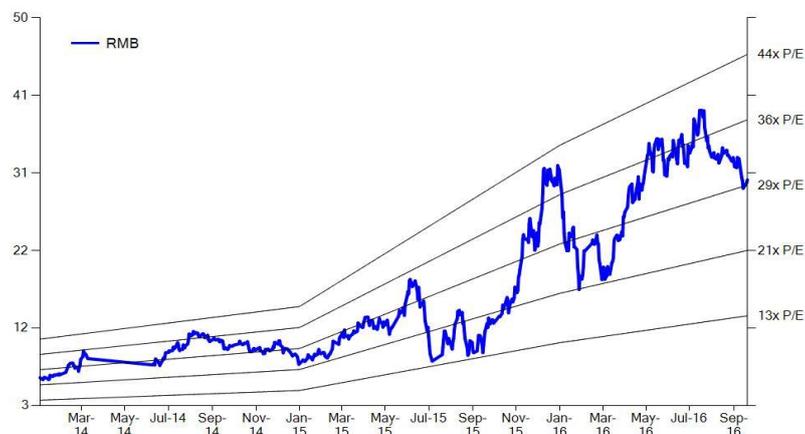
本中心目标价系基于同业 2017 年预期市盈率均值 31.95 倍。本中心 2017 年每股收益预估为人民币 1.13 元。

图 1：市盈率估值

市盈率	2017F
净利润（人民币百万）	851
加权平均股数（百万）	753
目标市盈率	31.95
每股收益（人民币）	1.13
目标价（人民币）	36.10

资料来源：公司资料、元大

图 2：12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料、元大

图 3：同业估值比较

公司	股票代码	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率(倍)			每股收益增速(%)		
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F
赣锋锂业	002460 CH	人民币 30.20 元	3,408.8	0.78	1.13	1.58	38.8	26.7	19.1	135.9	45.1	39.7
<b>全球同业</b>												
Chemical & Mining Co. of Chile Inc.	SQM.N	25.55	6,958	1.14	1.26	1.38	22.41	20.21	18.51	-0.13	10.53	9.52
FMC Corp.	FMC.N	46.94	6,281	2.73	3.10	3.45	17.20	15.14	13.63	32.50	13.55	11.29
Albemarle Corporation	ALB.N	79.97	8,989	3.48	3.95	4.98	13.09	12.45	10.96	-11.05	13.51	26.08
W.R. Grace & Co.	GRA.N	78.13	5,495	3.06	3.49	3.88	25.50	22.42	20.13	20.00	14.05	11.17
Chemtura Corporation	CHMT.N	29.99	1,896	1.77	2.10	2.45	16.91	14.29	12.23	100.00	18.64	16.67
<b>平均</b>				<b>2.44</b>	<b>2.78</b>	<b>3.23</b>	<b>19.02</b>	<b>16.90</b>	<b>15.09</b>	<b>28.26</b>	<b>14.06</b>	<b>14.95</b>
<b>本地同业</b>												
天齐锂业	002466.SZ	38.67	38,448	1.63	1.89	2.25	23.77	20.44	17.21	69.48	16.29	18.74
众和股份	002070.SZ	17.84	11,333	0.54	1.02	1.48	33.09	17.53	12.02	N.A.	88.74	45.78
融捷股份	002192.SZ	26.56	6,896	0.18	0.58	1.00	147.23	45.94	26.60	200.67	220.45	72.74
盐湖股份	000792.SZ	19.26	35,773	0.44	0.64	0.85	43.70	30.10	22.74	25.41	45.20	32.33
当升科技	300073.SZ	54.18	9,917	0.56	0.89	1.17	97.41	60.86	46.25	610.34	60.05	31.59
国轩高科	002074.SZ	34.22	29,989	1.29	1.81	2.34	26.42	18.72	14.65	61.04	40.61	28.98
亿纬锂能	300014.SZ	34.19	14,607	0.66	1.14	1.57	52.10	30.05	21.77	72.68	73.39	38.04
<b>平均</b>		<b>32.13</b>	<b>20,995</b>	<b>0.76</b>	<b>1.14</b>	<b>1.52</b>	<b>60.53</b>	<b>31.95</b>	<b>23.04</b>	<b>173.27</b>	<b>77.82</b>	<b>38.31</b>

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

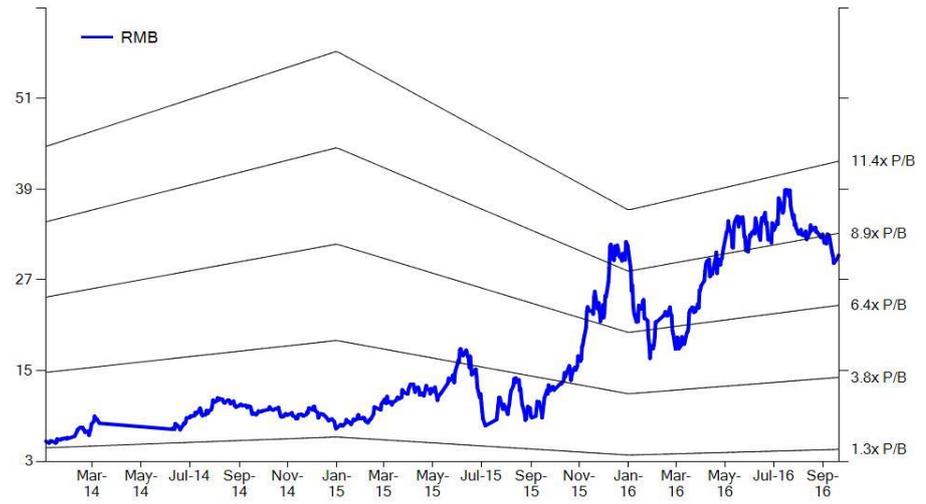
注：每股收益以当地货币计算

图 4：同业估值比较（续）

公司	股票代码	股价	市值 (百万美元)	净资产收益率(%)			企业价值倍数			市净率(倍)		
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F
赣锋锂业	002460 CH	人民币 30.20 元	3,408.8	24.6	28.7	31.5	26.1	18.8	13.8	9.5	7.7	6.0
<b>全球同业</b>												
Chemical & Mining Co. of Chile Inc.	SQM.N	25.55	6,958	12.54	12.74	13.27	9.19	9.88	10.3	2.78	2.59	2.48
FMC Corp.	FMC.N	46.94	6,281	16.66	16.86	17.08	17.45	19.17	18.85	2.69	2.45	2.49
Albemarle Corporation	ALB.N	79.97	8,989	11.27	13.44	12.97	31.28	28.56	27.49	2.56	2.8	2.91
W.R. Grace & Co.	GRA.N	78.13	5,495	213.89	64.91	58.99	5.86	8.01	9.29	13.34	9.76	8.41
Chemtura Corporation	CHMT.N	29.99	1,896	11.65	12.25	12	15.36	16.34	17.6	1.95	1.84	1.7
<b>平均</b>				<b>53.20</b>	<b>24.04</b>	<b>22.86</b>	<b>15.83</b>	<b>16.39</b>	<b>16.71</b>	<b>4.66</b>	<b>3.89</b>	<b>3.60</b>
<b>本地同业</b>												
天齐锂业	002466.SZ	38.67	38,448	31.63	27.24	24.69	6.51	8.88	9.33	5.94	4.35	4.14
众和股份	002070.SZ	17.84	11,333	32.45	38.35	36.40	1.48	2.20	3.34	12.06	8.11	5.34
融捷股份	002192.SZ	26.56	6,896	5.82	16.02	21.39	3.12	3.82	5.05	8.51	6.95	5.26
盐湖股份	000792.SZ	19.26	35,773	3.11	4.30	5.83	12.65	13.11	13.84	1.52	1.47	1.39
当升科技	300073.SZ	54.18	9,917	7.63	10.91	12.47	7.30	8.12	9.19	7.43	6.67	5.90
国轩高科	002074.SZ	34.22	29,989	27.06	28.30	27.78	4.69	6.42	8.50	7.28	5.31	4.03
亿纬锂能	300014.SZ	34.19	14,607	14.41	19.61	21.36	4.93	5.98	7.38	6.94	5.72	4.63
<b>平均</b>		<b>32.13</b>	<b>20,995</b>	<b>17.44</b>	<b>4.30</b>	<b>21.42</b>	<b>5.81</b>	<b>6.93</b>	<b>8.09</b>	<b>7.10</b>	<b>5.51</b>	<b>4.39</b>

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

图 5：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料、元大

## 盈利展望

赣锋锂业 2016 年上半年营收/净利润分别同比增长 147%/445%至人民币 13.43/2.78 亿元，系中国电动车需求旺盛带动锂盐价格大幅上涨所致。公司金属锂及其他锂盐产品 2016 年上半年毛利率达 40%。因此，本中心 2016/17 年预估作出相应调整。

图 6：赣锋锂业 2016/17 年预测更新

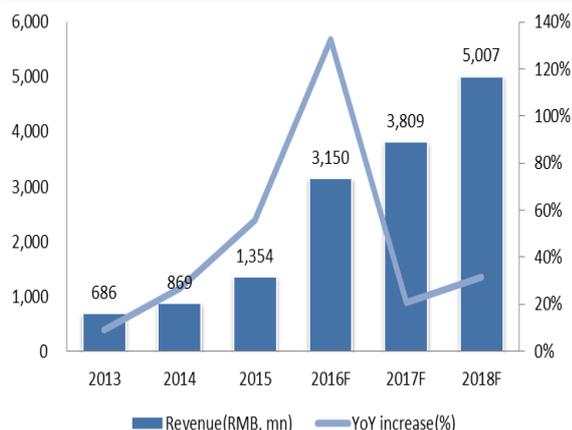
(人民币百万元)	2016F			2017F			差异		理由
	调整前	调整后	市场预期	调整前	调整后	市场预期	2016F	2017F	
营收	5,206	3,150	3,249	5,914	3,809	4,140	-39.5%	-35.6%	非锂盐业务扩张低于预期
毛利润	1,208	1,027	N.A.	1,369	1,426	N.A.	-15.0%	4.2%	非锂盐业务扩张低于预期
营业利润	504	783	713	568	1,097	962	55.4%	93.1%	营业费用率低于预期
净利润	410	586	573	462	851	794	42.9%	84.2%	锂盐价格高于预期、产能扩张速度超预期
每股收益	0.55	0.78	0.76	0.62	1.13	1.06	41.8%	82.3%	
主要比率							百分点	百分点	
毛利率	23.2%	32.6%	N.A.	23.1%	37.4%	N.A.	9.4	14.3	
营业利润率	9.7%	24.9%	22.0%	9.6%	28.8%	23.2%	15.2	19.2	
净利率	7.9%	18.6%	17.6%	7.8%	22.3%	19.2%	10.7	14.5	

资料来源：公司资料、元大

我们预计公司 2017/18 年营收分别同比增长 20.9%/21.4%至人民币 38.09/50.07 亿元

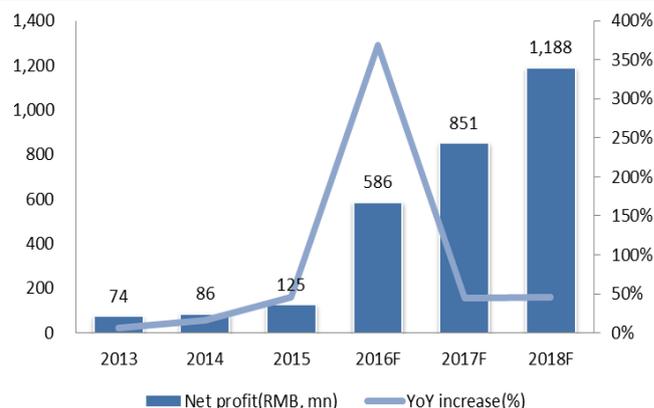
赣锋锂业预计 2016 年 1-9 月净利润为人民币 4.65-5.07 亿元，同比增长 450%-500%。基于约 20%的净利率，本中心预计公司 2016 年营收为人民币 31.5 亿元。我们预计公司 2017/18 年营收分别同比增长 20.9%/21.4%至人民币 38.09/50.07 亿元，系因 1) 赣锋锂业产能 2017/18 将分别增至 3.85/6.55 万吨；2) 管理层看好镍钴铝酸锂 (NCA) 发展前景，并预计 2018 年氢氧化锂 (NCA 原材料) 价格将维持在人民币 10 万元/吨左右；和 3) 本中心预计碳酸锂供需未来四年基本平衡 (详见第 9 页)。

图 7：赣锋锂业营收增长趋势



资料来源：公司资料、元大

图 8：赣锋锂业净利润增长趋势



资料来源：公司资料、元大

随着毛利率上升，本中心预计赣锋锂业 2016/17/18 年净利率将分别扩张至 18.6%/22.3%/23.7%，对应每股收益为人民币 0.78/1.13/1.58 元。

**图 9：赣锋锂业各产品营收及毛利率**

	2015	2016F	2017F	2018F
金属锂及其他锂盐（人民币百万元）	994.85	2,636.75	3,257.25	4,410.10
毛利率	21.96%	35.36%	40.11%	41.49%
锂电池及其组件（人民币百万元）	202.00	307.92	338.71	372.58
毛利率	20.13%	15.83%	20.50%	21.60%
其他产品（人民币百万元）	157.59	203.32	213.49	224.16
毛利率	25.05%	22.30%	23.38%	22.75%
销售额（人民币百万元）	1,354.44	3,147.99	3,809.45	5,006.84
总毛利率	21.78%	32.63%	37.43%	39.17%

资料来源：公司资料、元大

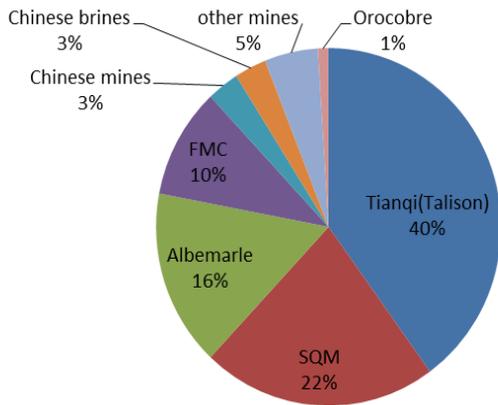
## 收购上游资源，锂储备充足

赣锋锂业一直积极加强其上游锂矿资源储备，以扩大全球影响力并满足未来锂产品的高需求

天齐锂业(泰利森)、SQM、Albemarle 和 FMC 在上游资源领域占主导地位。为了与该四大锂资源企业竞争，赣锋锂业一直积极加强上游锂矿资源储备，以扩大全球影响力、满足未来锂产品的高需求、并同时受益于原材料价格持续上涨。

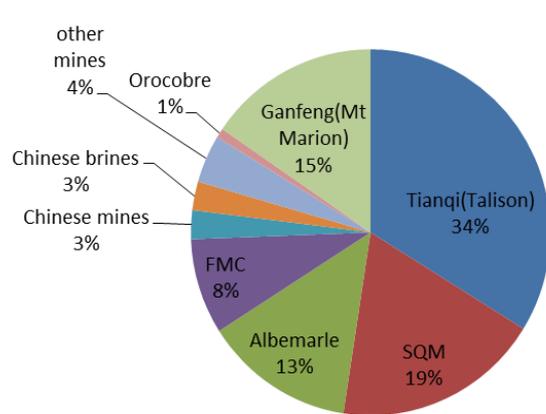
鉴于 Reed Industrial Minerals Pty Ltd (RIM) 将于 2016 年 10 月开始生产锂，我们预计赣锋锂业全球锂资源市场份额将增至 15%。

图 10: 锂资源分布



资料来源: 公司资料, 元大

图 11: 锂资源分布预测 (RIM 投产)



资料来源: 公司资料, 元大

Mt. Marion 锂辉石矿为 RIM 所有，该矿山 2016 年锂资源量估算增长 160% 至 6,050 万吨。因持有 RIM 43.1% 的股份，所以赣锋锂业获得 2,610 吨锂资源，相当于 89 万吨碳酸锂。

图 12: RIM 拥有 Mt. Marion 锂辉石矿

	数量 (百万吨)	氧化锂含量	折碳酸锂当量 (百万吨)
Mt Marion 锂资源总量	60.5	1.36%	2.05
Mt Marion 预测锂资源量	34.1	1.39%	1.18

资料来源: 公司资料, 元大

因与 RIM 之间存在独家销售协议，赣锋锂业将以市场价购进 40 万吨锂精矿，相当于 5.39 万吨碳酸锂。即使是在 2 万吨氢氧化锂生产线建成之后，这也将使公司碳酸锂、氢氧化锂产能实现 100% 资源自给。

图 13: 赣锋锂业与 RIM 签订独家销售协议

	数量 (百万吨)	氧化锂含量	数量 (百万吨)	氧化锂含量	折碳酸锂当量 (百万吨)
2016	20	6%	20	4%-6%	5.39
2017	20	6%	20	4%-6%	5.39
2018	20	6%	20	4%-6%	5.39
2018 后	9.8+新协议	6%	9.8+新协议	4%-6%	2.70+新协议

资料来源: 公司资料, 元大

除了 RIM，赣锋还拥有以下锂资源：

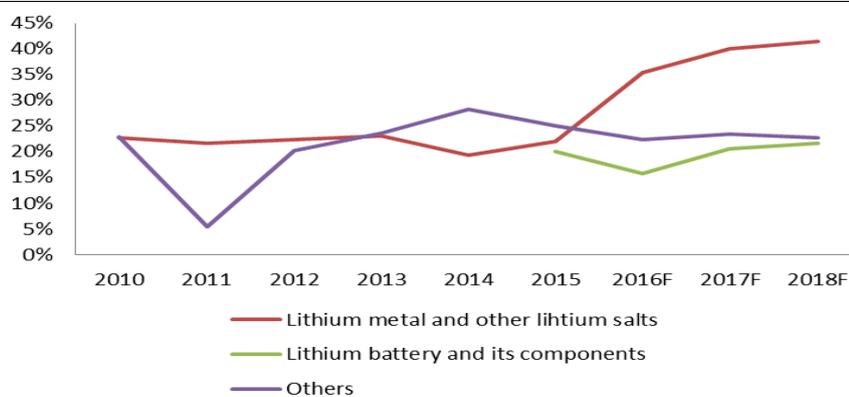
**图 14：赣锋锂业其他锂资源**

权益	持股比例 %	产量
江西锂业	100%	矿产资源/氧化锂年产量分别为 575/5.9 万吨；还拥有年 40 万吨的采矿权
Irish Blackstair	51%	初步勘探阶段
Argentinian Mariana	80%	详细勘探阶段：假设蓄水层系统有效采卤为 30%，则预计锂金属含量为 50-2,500 万吨
宁都锂矿	100%	锂精矿产能为 1 万吨，扩产后将达 5 万吨

资料来源：公司资料、元大

鉴于上游资源 100% 自给将降低公司成本、稳定其资源供给，且未来产能扩张将利好公司实现规模效应，我们认为公司毛利率将持续上升。

**图 15：赣锋锂业毛利率**



资料来源：公司资料、元大

## 行业前景广阔支撑产能扩张

### 赣锋锂业产能

赣锋锂业 2018 年总产能将达到 6.55 万吨，这将有助于公司与国际行业龙头竞争

赣锋锂业六大产品 2015 年总产能约为 2.65 万吨，其“1 万吨锂盐”项目也已于 2016 年投产。加上新增的 6 千吨碳酸锂产能，公司总产能将达 3.65 万吨，在国内仅次于天齐锂业(002466 CH; 买入)。另外，公司计划将 6,000 吨碳酸锂生产线升级为 1.5 万吨，并新建一条 2 万吨氢氧化锂生产线。随着这些项目完工，赣锋锂业 2018 年总产能将达到 6.55 万吨，这将有助于公司与国际行业龙头竞争。

在公司主要产品中，有 200-300 吨金属锂用于本公司丁基锂生产，还有 90%氯化锂用于本公司金属锂生产。这意味着赣锋锂业 2016/17/18 可售产能约为 2.9/3.1/5.8 万吨。

图 16: 赣锋锂业各锂盐产品产能

	2015	2016F	2017F	2018F
金属锂	1,500	1,500	1,500	1,500
碳酸锂	7,000	13,000	15,000	22,000
氢氧化锂	8,000	12,000	12,000	32,000
氟化锂	1,500	1,500	1,500	1,500
氯化锂	8,000	8,000	8,000	8,000
丁基锂	500	500	500	500

资料来源: 公司资料、元大

### 产能扩张支撑营收强劲增长

公司将投资人民币 3.7635 亿元将氢氧化锂产能扩大 2 万吨

公司将投资人民币 3.7635 亿元将氢氧化锂产能扩大 2 万吨，其中包括 1.5 万吨电池级氢氧化锂和 5,000 吨工业氢氧化锂。公司预计新增产能大约 18 个月后将投产。该项目 2016 年 7 月 26 日获股东大会通过，预计将于 2018 年年初投产。公司管理层预计该项目年营收将达到人民币 14.87 亿元。新增 1.5 万吨电池级氢氧化锂意味着赣锋预计 2018 年氢氧化锂价格约为人民币 10 万元/吨。加上原有 1.2 万吨氢氧化锂产能，假设 2018 年产能利用率为 70%，则我们预计公司 2018 年营收约为人民币 22 亿元，是我们 2017 年营收预估的 2 倍。

### 行业前景光明

我们看好电动车行业长期发展前景，系因：

- ▶ **行业导向明确，外国企业准入门槛高：**电动车被中国列为战略型支柱产业，受到中国政府大力支持和保护。事实上，前四批《汽车动力蓄电池行业规范》企业目录中都没有外国企业。汽车制造商只有采用名单中生产商生产的电池才能获得补贴。另外，中国政府还在一些重磅政策中提到电动车行业。

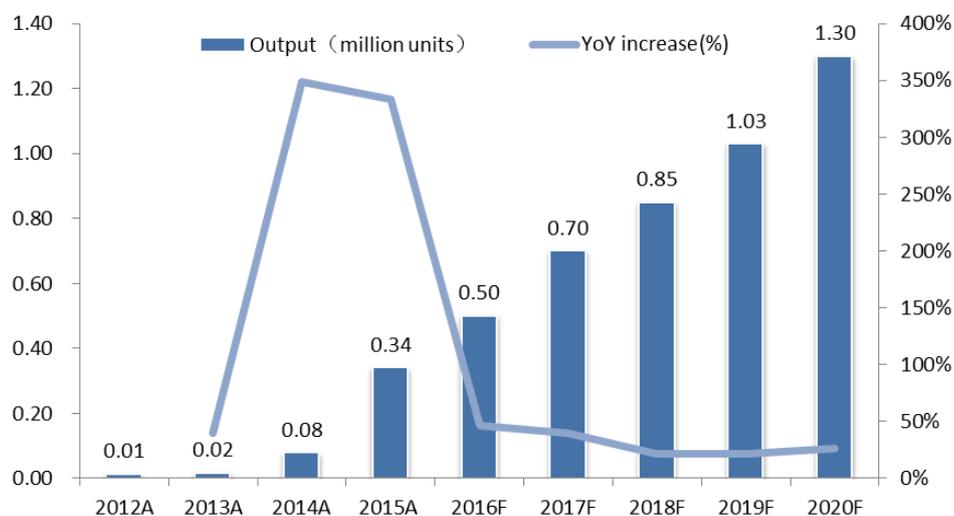
图 17: 政府电动车行业政策

日期	政策	颁发部门	内容
2012	节能与新能源汽车产业发展规划 (2012-2020 年)	国务院	累计电动车销量 2020 年达到 500 万辆
2015	中国制造 2025	国务院	国产品牌电动车销量 2020 年超过 100 万辆，市占率达到 70%

资料来源: 公司资料、元大

根据上述政策，中国电动车销量 2020 年将达到 143 万辆。另外，根据 2016 年累计产量，我们预计 2016 年电动车产量为 50-56 万辆，同比增长 47%-65%。因此，我们认为未来四年电动车产量或呈两位数年增长。

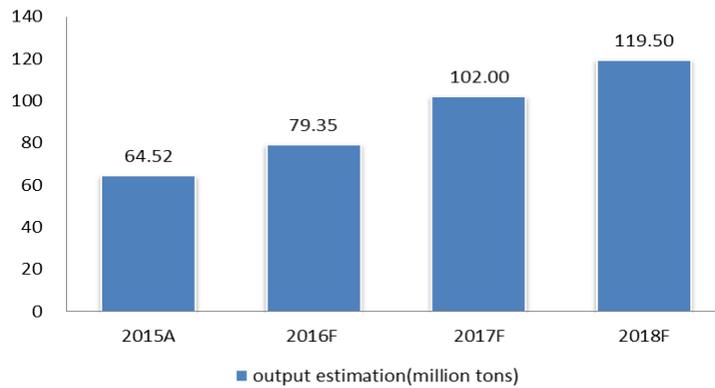
图 18：电动车产量预估



资料来源：公司资料、赛迪顾问、元大

- ▶ **骗补调查规范行业行为：**2016 年年初，中国政府针对 93 家电动车制造企业启动骗补调查。目前该调查已结束，市场正等待涉案企业名单公布。《证券日报》预计另有 20 家公司也将受罚，其中包括几家知名企业。电动车行业是一个新兴产业，其长期发展仍需政府指引。通过处罚相关企业，调整当前补贴政策以及提高行业准入门槛，我们预计该调查将整顿和规范生产者行为。
- ▶ **建立市场化机制：**2017-18 年补贴力度将降至 2016 年的 80%，而 2019-20 年补贴力度将继续下滑至 2016 年的 60%。补贴退坡将使企业降低对政府不可持续补贴政策的依赖。事实上，中国政府已经准备实施相关政策来建立市场化机制。例如《新能源汽车碳配额管理办法》征求意见稿计划于 2017 年试点并于 2018 年正式实施。该政策利好电动车行业，尤其是纯电动车生产商。这是因为汽车生产商必须通过生产/进口电动车或向配额过剩的生产商购买以获取碳配额，否则将按前一年碳配额市场价的 2-4 倍征收罚款。
- ▶ **碳酸锂供需缺口：**根据本中心碳酸锂产量预估，我们预计国内碳酸锂供应缺口将持续到 2018 年。本中心未来三年国内碳酸锂产量预估系由国内生产商的产量预测加总得出。

图 19：碳酸锂产量预估

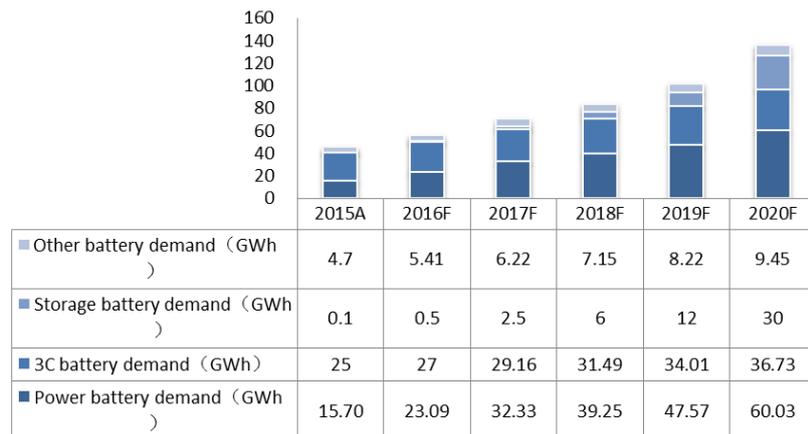


资料来源：公司资料、元大

我们预计 2016 年国内碳酸锂需求量将比供应量高 1.281 万吨且该供需差将延续至 2018 年

平均来看，每辆电动车需要一块 46.18 千瓦时的电池。根据图 19 的电动车产量预估，本中心预计 2016/17 年动力电池产量为 24.48/32.33GWh。另外，我们假设 2016-20 年 3C 电池/蓄电池/其他电池（如玩具电池）产量年均复合增长率分别为 8%/200%/15%。因此，我们预计 2016 年国内碳酸锂需求量将比供应量高 1.281 万吨且该供需差将延续至 2018 年。

图 20：锂电池产量预估



资料来源：公司资料、元大

图 21：国内碳酸锂供需缺口

	2015A	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
国内碳酸锂需求量 (千吨)	79.78	92.12	105.44	119.44	136.37	158.33
国内碳酸锂产量 (千吨)	64.52	79.35	102.00	119.50	139.50	162.50
缺口 (千吨)	-15.26	-12.81	-3.44	0.06	3.13	4.17

资料来源：公司资料、元大

2018 年赣锋锂业的氢氧化锂产能为各项产品中最高

事实上，我们认为即使 2018 年后供需缺口可能消失，赣锋锂业仍能维持高增长，系因 1) 磷酸锂铁、镍钴锰酸锂和六氟磷酸锂中，碳酸锂的使用量约为 23%/40%/30%。政府期望 2015-20 年电动车产业呈两位数年增长，这预计将使正极材料需求持续攀升，从而提高赣锋锂业的碳酸锂产量；及 2) 2018 年赣锋锂业的氢氧化锂产能为各项产品中最高。氢氧化锂是 NCA 的重要原材料。NCA 比容量更高（能量密度通常更高），因此将成为未来趋势。有鉴于此，氢氧化锂将成为赣锋锂业另一大营收增长动能。

## 整合电动车上下游产业

赣锋锂业的经营策略是打造集“资源-锂盐生产-电池”的产业链体系，以应对未来发展。公司已采取多步措施实现该策略。

- ▶ **收购美拜科技 100%股权:** 此次收购后，赣锋锂业切入锂电池产业（主要生产 3C 电池）。2015 年美拜科技为赣锋锂业贡献营收人民币 1.8457 亿元，净利润人民币 3,594 万元。若美拜科技兑现承诺，2016 年净利润达人民币 5,600 万元，则其营收将达人民币 2.87 亿元，净利率为 19.5%。美拜科技营收占赣锋锂业锂电池及组件营收的 90%左右，该业务将占公司 2016 年总营收的 10%左右（公司表示锂电池及组件是其主营业务之一）。我们预计 2017/18 年锂电池及组件收入将占总营收的 9%/7%，主要因锂盐产品的营收增速高于锂电池和组件。
- ▶ **尝试生产动力电池:** 赣锋锂业正在建造 1.2GWh 18650 动力电池生产线，这将帮助公司进入动力电池产业。公司由此可获得协同效应，因为其生产的氢氧化锂和碳酸锂是用于制造动力电池正极材料的原材料。
- ▶ **投资电池组生产商和汽车设计公司:** 赣锋锂业持有安靠电源 10.5%的股权和北京长城华冠汽车 2.26%的股权。这体现了公司计划将业务范围从上游资源、加工、电池生产延伸至终端产品。

我们认为赣锋锂业的经营策略有助于公司成长为电动车产业的领导者，但要实现该目标需要更多时间。在上述三项措施中，我们认为前两者将更受公司重视，因为 1) 其主营业务之一的锂电池和组件业务可贡献更多利润；及 2) 上游资源开采及加工延伸到电池生产所产生的协同效应比直接延伸到终端产品生产更大。因此，我们乐观看待 1.2GWh 18650 动力电池生产线的未来表现。

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金与短期投资	374	181	287	484	823
存货	329	313	559	616	886
应收帐款及票据	317	479	729	940	1,254
其他流动资产	123	34	34	34	34
<b>流动资产</b>	<b>1,143</b>	<b>1,006</b>	<b>1,609</b>	<b>2,074</b>	<b>2,997</b>
长期投资	8	196	384	475	565
固定资产	669	741	912	871	848
什项资产	134	584	576	567	560
<b>其他资产</b>	<b>811</b>	<b>1,521</b>	<b>1,872</b>	<b>1,913</b>	<b>1,972</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,954</b>	<b>2,528</b>	<b>3,481</b>	<b>3,987</b>	<b>4,969</b>
应付帐款及票据	125	207	549	470	648
短期借款	327	188	188	188	188
什项负债	32	88	200	200	200
<b>流动负债</b>	<b>485</b>	<b>483</b>	<b>937</b>	<b>858</b>	<b>1,036</b>
长期借款	7	106	106	106	106
其他负债及准备	74	55	55	55	55
<b>长期负债</b>	<b>81</b>	<b>161</b>	<b>161</b>	<b>161</b>	<b>161</b>
<b>负债总额</b>	<b>567</b>	<b>644</b>	<b>1,098</b>	<b>1,019</b>	<b>1,197</b>
股本	357	378	753	753	753
资本公积	746	1,100	725	725	725
保留盈余	286	375	905	1,490	2,293
换算调整数	(2)	30	0	0	0
<b>归属母公司之权益</b>	<b>1,387</b>	<b>1,883</b>	<b>2,382</b>	<b>2,968</b>	<b>3,771</b>
<b>少数股权</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>1,388</b>	<b>1,883</b>	<b>2,383</b>	<b>2,968</b>	<b>3,772</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期净利润	84	125	586	851	1,188
折旧及摊提	58	80	89	101	113
本期营运资金变动	(266)	81	(43)	(347)	(405)
其他营业资产	135	80	0	0	0
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>11</b>	<b>366</b>	<b>632</b>	<b>604</b>	<b>897</b>
资本支出	(150)	(131)	(131)	(131)	(131)
本期长期投资变动	1	(188)	(188)	(91)	(90)
其他资产变动	(56)	(231)	(120)	80	49
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(206)</b>	<b>(550)</b>	<b>(439)</b>	<b>(142)</b>	<b>(172)</b>
股本变动	0	120	0	0	0
本期负债变动	61	(41)	0	0	0
其他调整数	(37)	(96)	(87)	(266)	(385)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>24</b>	<b>(17)</b>	<b>(87)</b>	<b>(266)</b>	<b>(385)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(171)</b>	<b>(199)</b>	<b>106</b>	<b>197</b>	<b>340</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>(194)</b>	<b>(184)</b>	<b>193</b>	<b>462</b>	<b>725</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
<b>营业收入</b>	<b>869</b>	<b>1,354</b>	<b>3,150</b>	<b>3,809</b>	<b>5,007</b>
销货成本	(684)	(1,059)	(2,123)	(2,384)	(3,045)
<b>营业毛利</b>	<b>186</b>	<b>295</b>	<b>1,027</b>	<b>1,426</b>	<b>1,961</b>
营业费用	(89)	(121)	(244)	(329)	(466)
<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>174</b>	<b>783</b>	<b>1,097</b>	<b>1,496</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(7)	(19)	(24)	(24)	(24)
利息收入净额	(7)	(19)	(24)	(24)	(24)
投资利益(损失)净额	4	1	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	8	(7)	(66)	(66)	(66)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	101	150	692	1,006	1,405
所得税费用	(17)	(25)	(106)	(155)	(217)
少数股权净利	1	0	0	0	0
归属母公司之净利	86	125	586	851	1,188
税前息前折旧摊销前净利	154	254	871	1,197	1,609
每股收益 (RMB)	0.24	0.33	0.78	1.13	1.58
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.24	0.33	0.78	1.13	1.579

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	26.7	55.7	132.6	20.9	31.4
营业利润	10.0	80.0	350.6	40.1	36.4
税前息前折旧摊销前净	26.4	64.4	243.6	37.4	34.4
税后净利润	15.7	46.0	368.5	45.0	39.7
每股收益	(39.31)	39.52	135.86	45.08	39.70
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	21.4	21.8	32.6	37.4	39.2
营业利润率	11.1	12.8	24.9	28.8	29.9
税前息前 折旧摊销前净利率	17.7	18.7	27.7	31.4	32.1
税后净利润率	9.9	9.2	18.6	22.3	23.7
资产报酬率	4.5	5.6	19.5	22.8	26.5
净资产收益率	6.2	6.6	24.6	28.7	31.5
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	24.1	15.6	12.3	9.9	7.8
净负债比率 (%)	(2.8)	6.0	0.3	(6.4)	(14.0)
利息保障倍数 (倍)	16.0	9.0	29.5	42.5	58.9
利息及短期债	0.3	0.8	3.4	4.9	6.7
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	1.6	19.5	26.1	24.9	37.0
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	0.0	1.8	3.0	2.9	4.2
流动比率 (倍)	2.4	2.1	1.7	2.4	2.9
速动比率 (倍)	1.7	1.4	1.1	1.7	2.0
净负债 (RMB 百万元)	(39)	113	7	(190)	(529)
每股净值 (RMB)	3.89	4.98	3.17	3.94	5.01
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	127.6	91.4	38.8	26.7	19.1
股价自由现金流量比	(55.4)	(61.9)	118.0	49.2	31.4
市净率	7.8	6.1	9.5	7.7	6.0
股价税前息前折旧摊销 前净利比	69.8	45.0	26.1	19.0	14.1
股价营收比	12.4	8.4	7.2	6.0	4.5

资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 赣锋锂业 (002460 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/12/03	49.83	57.00	57.00	买入	元大研究部
2	2016/03/02	37.02	54.10	54.10	买入	元大研究部
3	2016/06/22	68.53	71.70	71.70	持有-超越同业	元大研究部
4	2016/09/21	30.20	36.10	36.10	买入	元大研究部

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	223	47%
持有-超越同业	116	24%
持有-落后同业	44	9%
卖出	12	3%
评估中	79	17%
限制评级	1	0%
总计:	475	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼