

中國：原物料

2018年01月31日

投資建議：
買入 (維持評級)

 目標價隱含漲/跌幅：**38.1%**

 日期 **2018/01/30**

收盤價	RMB59.44
十二個月目標價	RMB82.10
前次目標價	RMB52.60
深圳 A 股指數	1,996.9

資訊更新：

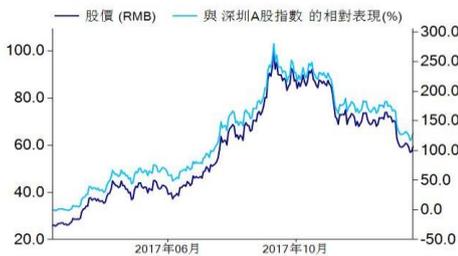
- ▶ 公司擬在 2018 年下半年至 2019 年上半年在港交所發行約 1.5 億股 H 股。用於資源投資與開發、境內外併購與投資、研發、補充運營資本。
- ▶ 公司全資子公司贛鋒電池將以自有資金 4260 萬元人民幣與其他合作夥伴共同投資設立江西贛鋒新能電池有限公司，註冊資本 6000 萬元人民幣，贛鋒電池持有其 71% 的股權。

本中心觀點：

- ▶ 預計 2018 年-2019 年公司計劃的碳酸鋰及氫氧化鋰產能建設完成後，主要鋰鹽產能折合成碳酸鋰當量將達 8.8 萬噸。
- ▶ 公司未來將推進並實現鋰產業鏈業務上下游一體化。預計公司 2017-2019 年淨利潤將達到 13.16 億元，22.95 億元，28.6 億元，上調目標價至 82.10 元。

公司簡介： 贛鋒鋰業是鋰深加工行業龍頭，公司產品包括金屬鋰、氫化鋁鋰和其他鋰化工品。

股價相對深圳 A 股指數表現



市值	RMB44,090.9 百萬
六個月平均日成交量	RMB1,602.0 百萬元
總股本股數 (百萬股)	752.7
流通 A 股股數比例	100.0%
自由流通股數比例	100.0%
大股東；持股比例	李良彬, 24.76%
淨負債比率 (2018F)	(14.6%)
每股淨值 (2018F)	RMB7.64
市淨率 (2018F)	7.78 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2016A	2017F	2018F	2019F
營業收入	2,844	4,322	7,294	8,810
營業利潤 **	809	1,272	2,414	3,063
稅後淨利潤 *	464	1,314	2,272	2,832
每股收益(元)	0.62	1.80	3.12	3.89
每股收益年增率 (%)	87.2	191.4	73.0	24.6
市盈率 (倍)	96.1	33.0	19.1	15.3
淨資產收益率 (%)	18.7%	37.6%	40.8%	35.1%
股利收益率 (%)	0.2	0.5	0.9	1.1
每股股利(元)	0.10	0.29	0.51	0.63

* 歸屬母公司稅後純

** 經分析師調整

 元大研究部 research@yuanta.com

進一步信息請聯絡：

陳思遠

+86 21 6187 3832

贛鋒鋰業 (002460 CH)

鋰深加工龍頭，新能源汽車高速發展助推鋰鹽需求

新能源汽車帶動上游鋰鹽需求，2018 年上半年碳酸鋰供需緊平衡。中國新能源汽車銷量從 2013 年的 1.76 萬輛增長到 2017 年的 77.7 萬輛，複合年增長率 157%。預計 2018 年新能源汽車產銷量將突破 100 萬輛。根據測算，在經過中游動力鋰電池到下游整車層層傳導之後，鋰鹽依然可佔新能源汽車單車成本的 10% 以上。而在中國新能源汽車需求的刺激下，預計全球範圍內 2016-2020 年新能源汽車帶動的鋰鹽需求將從 4.72 萬噸碳酸鋰當量增加至 19.07 萬噸碳酸鋰當量，年複合增長率 41.7%。而全球範圍內總計鋰鹽需求從 2016 年的 20.09 萬噸碳酸鋰當量增加到 2020 年的 40.2 萬噸碳酸鋰當量，年複合增長率 19%。考慮到 2018 年全球鋰資源公司擴產計劃集中於下半年，預計 2018 年上半年全球的鋰資源供需偏緊，而下半年產能逐步釋放。

佈局上游擴產中游，公司 2018 年鋰鹽產品市佔率繼續提升。中國上游鋰資源的供應中 70% 為進口鋰輝石礦，因此佈局海外資源的鋰生產加工企業優勢巨大。根據公司鹽湖及礦山佈局，其上游鋰資源權益碳酸鋰當量儲量達 152 萬噸。公司礦石 2017 年實現 100% 自給，2018 年新生產線建成後將全部自給，不對外銷售。而在中游方面，2018 年-2019 年公司投產的碳酸鋰及氫氧化鋰產能建設完成後，公司的主要鋰鹽產品產能將維持在 5.09 萬噸的碳酸鋰以及 3.2 萬噸的氫氧化鋰，折合成碳酸鋰當量為 8.8 萬噸。較目前公司 3.8 萬噸的主要鋰鹽產品產能增加 2.3 倍。預計 2018 年公司碳酸鋰市佔率或至 25%，較 2016 年 19.29% 提升 5.71%，氫氧化鋰市佔率提升至 36%，較 2016 年 32% 提升 4%。

拓展鋰電池生產業務，公司打造鋰產業鏈一體化。公司近年來逐步拓展下游鋰電池生產業務。2017 年公司投資年產 6 億瓦時高容量鋰離子動力電池項目，同時引入中科院納米先導專項長續航動力電池項目課題負責人許曉雄博士等技術人員佈局固態電池研發工作。此外，2018 年公司全資子公司贛鋒電池以自有資金 4260 萬元人民幣與其他合作夥伴共同投資設立江西贛鋒新能電池有限公司。通過業務延伸至動力鋰電池生產，公司未來將推進鋰產業鏈業務上下游一體化。預計公司 2017-2019 年淨利潤將達到 13.16 億元，22.95 億元，28.6 億元。基於相對估值法中 PE 估值法和 EV/EBITDA 估值法分別得出目標價 81.90 元和 82.36 元，上調目標價至 82.10 元。預估 2018 年 EPS 為 3.12，對應的 PE 為 26.3 倍。

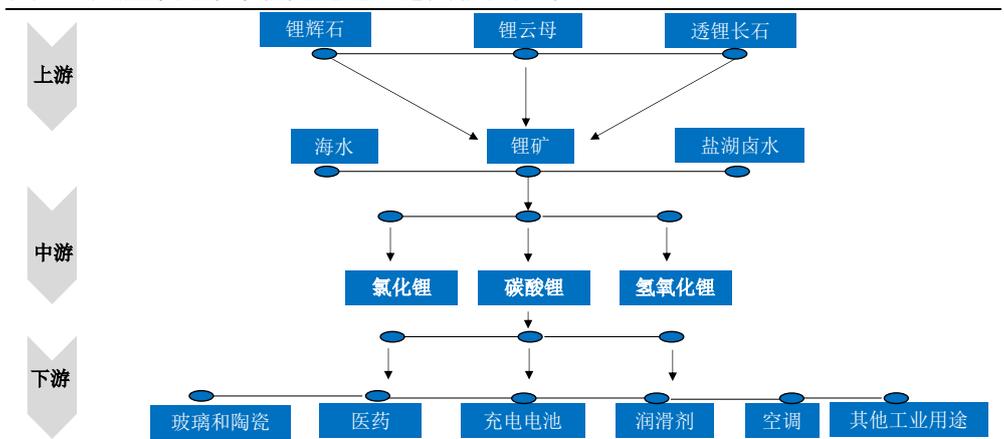
分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

新能源汽車帶動上游鋰鹽需求，2018 年碳酸鋰供給緊平衡

新能源汽車發展刺激鋰電池需求，鋰消費中電池領域佔比過半：鋰產業鏈主要分為上游資源開採，中游冶煉提純和下游終端消費。而上游鋰資源開採過程中主要涉及鋰礦石，鹵水及海水。而中游的冶煉的主要鋰產品則包括氯化鋰、氫氧化鋰和碳酸鋰。下游的消費領域內主要涉及新材料，玻璃陶瓷，醫藥及充電電池等。2015 年全球可充電電池類產品所佔鋰消費量比重首次超過玻璃陶瓷類產品，達到約 37%，成為鋰下游最主要的應用領域。而在中國，2015 年起鋰下游電池領域內消費佔比已突破 70%。在中國鋰電池領域內，受到新能源汽車的產銷高增長，動力電池佔比已超過 3C 電池。根據測算，在經過上游到下游整車層層傳導之後，鋰鹽依然可佔新能源汽車單車成本的 10% 以上，其為新能源汽車最重要的上游資源之一。

圖 1：鋰產業鏈中下游充電電池應用佔比過半



資料來源：新材料，元大

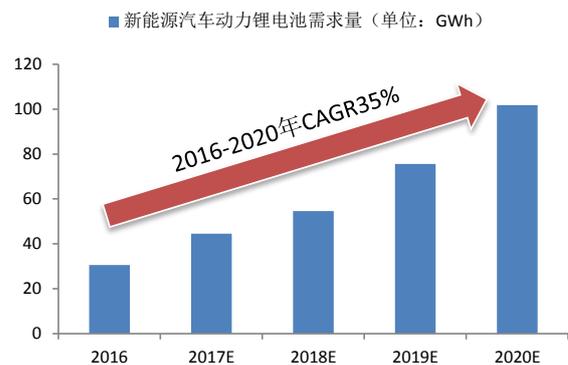
2020 年新能源汽車突破 200 萬輛，鋰鹽產品需求繼續高增長。隨著 2013 年開始中國政府在新能源汽車補貼領域的投入加大，新能源汽車行業進入高速發展期。新能源汽車銷量從 2013 年的 1.76 萬輛增長到 2017 年的 77.7 萬輛，複合年增長率 157%。雖近年來補貼逐步退坡，但雙積分制度的出台將使得新能源汽車行業發展更為健康。預計 2018 年新能源汽車產銷量將突破 100 萬輛。根據《節能與新能源汽車產業發展規劃中（2012-2020）》以及《十三五國家戰略性新興產業發展規劃》中規劃，中國 2020 年新能源汽車產銷量將突破 200 萬輛，較 2017 年相比翻近三倍，繼續保持高增長。

圖 2：2020 年新能源汽車銷量預計 216 萬輛



資料來源：中汽協，元大

圖 3：動力鋰電池需求量 2016-2020 年 CAGR 35%



資料來源：高工鋰電，元大

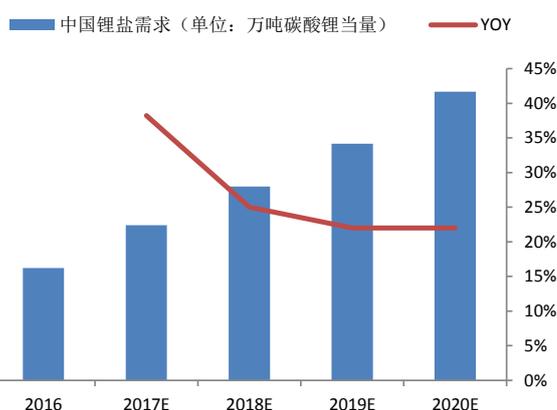
鋰鹽在新能源汽車動力鋰電池運用中主要產品為碳酸鋰和氫氧化鋰。其中碳酸鋰主要用於生產磷酸鐵鋰及三元正極材料和電解液中電解質六氟磷酸鋰。而氫氧化鋰則是用於生產相對鎳含量較高的三元正極材料。而從上游原材料來分析，全球範圍內以鹽湖提鋰技術所提出碳酸鋰的成本較低，而氫氧化鋰的製備則更適合用鋰礦石。在鋰鹽需求方面，根據安泰科數據，2017年中國鋰鹽供應12.44萬噸，消費12.47萬噸，供需短缺0.03萬噸。在新能源汽車的高速增長下，預計未來三年中國鋰鹽需求年複合增速近37%，其中單新能源汽車領域內鋰鹽產品需求佔比從2017年的20%增長至2020年的30%。

圖 4：2016-2020 年動力電池所需鋰鹽 CAGR 37%



資料來源：中汽協，元大

圖 5：2017-2020 鋰鹽產品年增速維持 20%以上



資料來源：高工鋰電，元大

全球鋰資源供需緊平衡，鹽湖及鋰輝石為主要產量來源。在能源短缺、全球環保意識顯著增強，政府鼓勵、法規日益完善，消費者對電動汽車的認可程度逐漸提高的情況下，新能源汽車正在成為世界潮流。受到中美歐新能源汽車發展帶動，預計全球範圍內 2016-2020 年新能源汽車帶動的鋰鹽需求在從 4.72 萬噸碳酸鋰當量增加至 2020 年的 19.07 萬噸碳酸鋰當量，年複合增長率 41.7%。而全球範圍內總計鋰鹽需求從 2016 年的 20.09 萬噸碳酸鋰當量增加到 2020 年的 40.2 萬噸碳酸鋰當量，年複合增長率 19%。

圖 6：全球鋰鹽需求 2016-2020 年 CAGR 19% (單位：萬噸碳酸鋰當量)

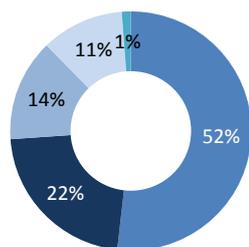
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
動力電池	4.72	6.20	10.31	15.10	19.07
YOY		31.4%	66.4%	46.4%	26.4%
3C 電池	4.36	4.71	5.09	5.44	5.82
YOY		8%	8%	7%	7%
儲能電池	0.11	0.14	0.22	0.33	0.50
YOY		30.2%	54.4%	49.39%	51.9%
鋰電池總計	9.19	11.45	16.36	21.40	25.73
YOY		24.5%	59.5%	39.5%	19.5%
其他工業等需求	10.90	11.65	12.04	13.30	14.27
YOY		6.9%	3.3%	10.5%	7.3%
全球鋰鹽需求	20.09	23.10	28.39	34.71	40.20
YOY		15.0%	22.9%	22.3%	15.8%

資料來源：元大

從儲量方面來看，根據美國地質調查局的數據，2016 年全球鋰礦的儲量約為 1400 萬噸，其中僅智利一國儲量就高達 750 萬噸，其餘儲量較為豐富的則是中國的 320 萬噸，阿根廷的 200 萬噸以及澳大利亞的 160 萬噸。而從分類上來，全球鋰資源主要儲存在鹽湖鹵水及鋰礦石中。其中鹽湖部分主要分佈於南美及中國青海西藏地區。而鋰礦石則是主要分佈於澳大利亞，北美以及中國。全球 2016 年鋰資源產量折合酸鋰當量為 19.3 萬噸，其中鹽湖提鋰佔比 63.6%，達 11.8 萬噸，其餘則是通過鋰礦石中鋰輝石和雲母提鋰所得。

圖 7：全球鋰資源儲量高度集中

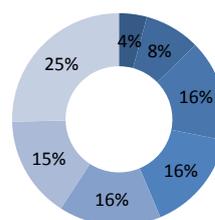
■ 智利 ■ 中国 ■ 阿根廷 ■ 澳大利亞 ■ 其他



資料來源：美國地質調查局，元大

圖 8：2017 年全球鋰鹽產能結構 SQM 佔比 25%

■ 青海鋰業 ■ Orocobre ■ 贛鋒鋰業 ■ 天齊鋰業
■ FMC ■ Albermarle ■ SQM



資料來源：鋰業協會，元大

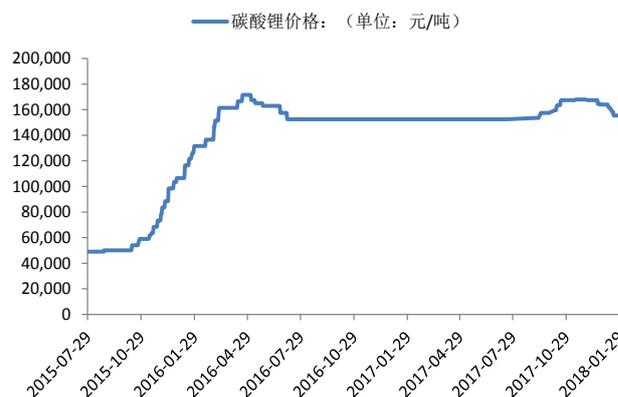
2018 年全球鋰資源供需平衡，碳酸鋰價格進入理性調整期。從供需關係來看，2017 年全球鋰資源的供給預計在 23.6 萬噸，而需求則是 23.1 萬噸，整體維持緊平衡。而 2018 年，全球鋰資源龍頭企業等等紛紛擴產，近期全球鋰業巨頭智利 SQM 公司和智利發展局就阿塔卡馬鹽礦的採礦權爭端塵埃落定，SQM 目前正在將碳酸鋰產能從 4.8 萬噸提高到 6.6 萬噸，到 2025 年預計 SQM 碳酸鋰產量將至 21.6 萬噸。而從 2017 年四季度至今，動力鋰電池廠生產減產，正極材料廠相應削減產量，加之鹽湖提鋰小幅放量以及新投產的鋰鹽廠產能逐步調試到位，因此整體供應增多且結構性供需失衡得到修復，碳酸鋰價格下滑進入理性盤整期。對於 2018 年碳酸鋰價格預測，需求端新能源汽車對於鋰電池的帶動明確，因此核心點在於新增鋰鹽產能釋放相關時間點和進度。2018 年上半年碳酸鋰價格重點關注海外雨季影響鹵水供給程度，以及鋰鹽開工率與正極材料開工率匹配程度，而下半年重點關注鋰鹽廠新增產能釋放進度以及電池廠的開工率及備貨情況。預計 2018 年全年鋰鹽產能主要釋放時間點在 2018 年下半年，同時全年碳酸鋰均價預計在 14 萬元/噸左右波動。

圖 9：2018 年全球鋰資源供需維持緊平衡



資料來源：美國地質調查局，元大

圖 10：預計 2018 年碳酸鋰均價 14 萬元/噸



資料來源：生意社，元大

佈局上游擴產中游，公司 2018 年鋰鹽產品市佔率繼續提升。

鋰礦產能受限，中國企業紛紛海外掘金。中國 2016 年鋰礦儲量高居世界第二，其中 80%以上來自於鹽湖鹵水，中國鋰資源儲量雖然豐富，但提鋰技術卻與國外存在差距。鹽湖雖擁有大量儲量，但技術複雜，無法從鹽湖中大量提鋰。目前中國以鋰輝石提鋰為主，鋰雲母技術日漸成熟。從具體提鋰技術上來看，國內目前主要靠進口鋰輝石加工提取碳酸鋰。根據數據顯示中國上游鋰資源的供應中，70%為進口鋰輝石礦。短期來看，佈局海外資源的鋰生產加工企業優勢巨大。

佈局海內外鋰礦上游，礦石原料實現 100%自給。贛鋒鋰業作為國內鋰資源的龍頭企業。其主營業務是鋰深加工產品。而其中主要以碳酸鋰，氫氧化鋰等鋰鹽為主。考慮到國內鹽湖提鋰的技術突破到量產，時間週期較長。海外佈局是目前解決企業上游成本最好的方式之一。2017 年公司分別在澳洲佈局 RIM 公司旗下 Mt Marion 鋰輝石項目和 Pilbara 旗下的 Pilgangoora 鋰礦項目。其中澳洲 RIM 公司為公司供應了 10 船約 30 萬噸的鋰精礦，2017 年底前均已運回國內並投入生產，2018 年 RIM 公司將提供 40 萬噸的鋰精礦給公司，加上此前公司投資的愛爾蘭 Blackstair 鋰礦及阿根廷的 Mariana 鹵水礦，公司海外佈局上游四大項目。而在國內上游，公司已佈局江西河源鋰輝石項目。公司礦石 2017 年實現 100%自給，並且有一些富餘。根據調研信息披露，公司 2018 年新的生產線建成後將全部自給，不會對外銷售。

圖 11：贛鋒鋰業總計權益碳酸鋰當量儲量達 152.2 萬噸

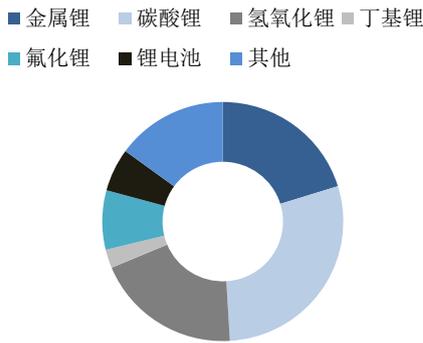
國家及地區	項目類型	項目名稱	權益比例	碳酸鋰當量 (萬噸)	權益碳酸鋰當量儲量 (萬噸)
澳洲	礦山	Mt Marion 鋰礦	43.10%	263	113.4
澳洲	礦山	Pilbara 鋰礦	5%	480	24
愛爾蘭	礦山	Blackstair 鋰礦	55%	-	-
阿根廷	鹽湖	Mariana 鹵水礦	80%	-	-
江西贛州	礦山	河源鋰輝石礦	100%	14.88	14.9
總計					152.2

資料來源：公司公告，元大

進軍國內鹽湖提鋰，豐富鋰資源來源深度與廣度。公司與兆新股份、錦泰鉀肥等合資成立青海兆鋒鋰業，首期投資建設 7000 噸電池級碳酸鋰生產線及 10000 噸無水氯化鋰生產線。以氯化鋰溶液提鋰是公司的傳統強項，公司在這一領域積累了豐富的經驗與技術。此次公司將自身的技術、市場與錦泰鉀肥、兆新股份擁有的鹽湖與鋰原料資源相結合，將進一步豐富公司的鋰資源來源，提升公司鋰資源積累的廣度與深度。兆鋒鋰業投產後，公司將包銷 1.7 萬噸鋰鹽的產出量，這也有望提升公司的市場佔有率。

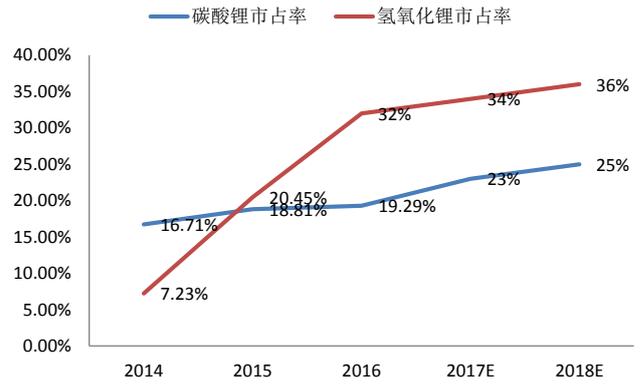
鋰鹽產品不斷擴充，國內市佔率穩步攀升。公司作為全球鋰資源和電池級氫氧化鋰的寡頭之一，在全球鋰電池行業具有舉足輕重的作用。公司主要鋰鹽產品為碳酸鋰和氫氧化鋰。2014-2016 年公司在國內氫氧化鋰市場的佔有率分別為 7.32%、20.45%及 32.00%，增長迅速。而在國內碳酸鋰市場領域內，最近三年公司的鋰市場的佔有率分別為 16.71%、18.81%及 19.29%，呈現良好穩步上升趨勢。

圖 12：公司產品中碳酸鋰和氫氧化鋰佔比近半



資料來源：公司公告，元大

圖 13：公司各類鋰鹽產品市佔率穩定增長



資料來源：鋰業協會，元大

2017 年公司加碼投資擴產鋰鹽產品。主要的擴產產品以碳酸鋰及氫氧化鋰為主。現階段，國內新能源汽車的動力鋰電池的正極材料磷酸鐵鋰及相對低鎳的三元材料使用碳酸鋰製備。在新能源汽車高速增長趨勢下，公司加速佈局碳酸鋰生產項目。其中公司全資子公司寧都贛鋒投資 5.03 億元建設的 1.75 萬噸電池級碳酸鋰將在 2018 年四季度投產。而 2017 年末公司發行可轉換公司債券所投資的項目之一的年產 1.5 萬噸電池級碳酸鋰項目預計將在 2018 年四季度釋放產能。此外，公司與錦泰鉀肥和兆新股份合作成立的青海兆鋒鋰業公司，首期投資建設的 7000 噸電池級碳酸鋰生產線預計將在 2018 年三季度以後到 2019 年之間開始逐步釋放產能。公司 2017 年碳酸鋰產銷量為 1.7 萬噸。預計產能逐步釋放後，2018 年公司碳酸鋰市佔率或至 25%。

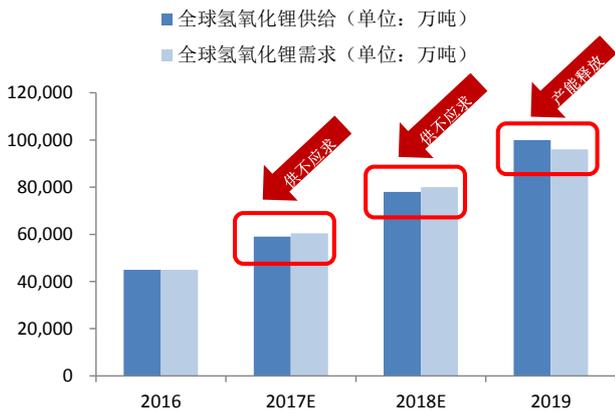
圖 14：贛鋒鋰業 2018-2019 年碳酸鋰和氫氧化鋰產能增加 3.95 萬噸和 2 萬噸

項目名稱	投資資金	預計投產時間	產能
寧都贛鋒電池級碳酸鋰	5.03 億元	2018 年四季度	1.75 萬噸
電池級碳酸鋰項目	3.9 億元	2018 年四季度	1.5 萬噸
青海兆鋒鋰業電池級碳酸鋰	4500 萬元中部分	2018 年四季度-2019 年 一 季度	7000 噸
碳酸鋰總計新增			3.95 萬噸
單水氫氧化鋰項目	3.66 億元	2018 年春節後	2 萬噸
氫氧化鋰總計新增			2 萬噸

資料來源：公司公告，元大

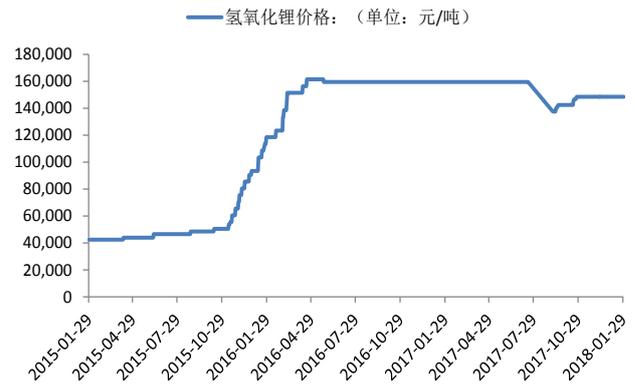
氫氧化鋰現階段主要用途在於新能源汽車高鎳正極材料的製備，如 NCM622, NCM811 及 NCA 等。高鎳正極材料意味著動力電池將通過能量密度提升的方式來增加新能源汽車的續航里程。電池能量密度的提升一直是新能源汽車不斷發展的重要推動力。在中國政府此前頒佈的《汽車產業中長期發展規劃》中，明確提出到 2020 年動力電池單體比能量達到 300wh/kg 以上，力爭實現 350wh/kg，系統比能量力爭達到 260wh/kg。而 2018 年傳聞補貼中對於電池能量密度的要求也將倒逼企業在高鎳動力鋰電池上加緊研發及量產。預計 2018 年鋰電池行業 NCM811 及 NCA 量產速度將加快。而公司作為國內氫氧化鋰的絕對龍頭，2017 年產量 8000 噸，預計產能逐步釋放後未來市佔率或至 36%。

圖 15：2018 年全球氫氧化鋰或現供不應求



資料來源：中國有色金屬協會，元大

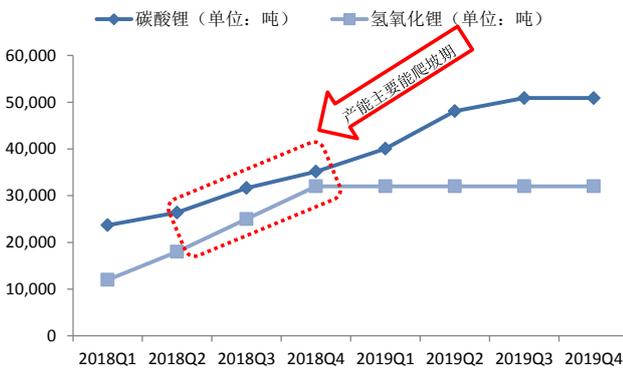
圖 16：氫氧化鋰價格維持在 14.85 萬元/噸



資料來源：Wind，元大

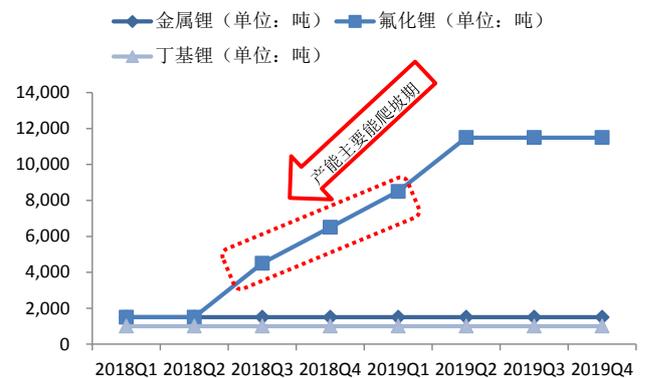
2018 年春節後將進入公司各類鋰鹽投產的項目產能爬坡期。現階段公司碳酸鋰產能在 2.37 萬噸左右，氫氧化鋰產能在 1.2 萬噸左右。2018 年-2019 年公司投產的碳酸鋰及氫氧化鋰產能建設完成後，公司的主要鋰鹽產品產能將維持在 5.09 萬噸的碳酸鋰以及 3.2 萬噸的氫氧化鋰，公司主要鋰鹽產能折合成碳酸鋰當量為 8.8 萬噸。較目前 3.8 萬噸的主要鋰鹽產品產能增加 2.3 倍。

圖 17：2018 年二季度公司主要鋰鹽產能進入爬坡期



資料來源：公司公告，元大

圖 18：2018 年二季度公司氟化鋰進入產能爬坡期



資料來源：Wind，元大

而在全球範圍內，根據統計全球的鋰鹽產品中幾乎為中外半分市場。在 2019 年公司擴產完成之後。通過對比擴產情況，公司碳酸鋰及氫氧化鋰的產能將邁入全球第一梯隊。

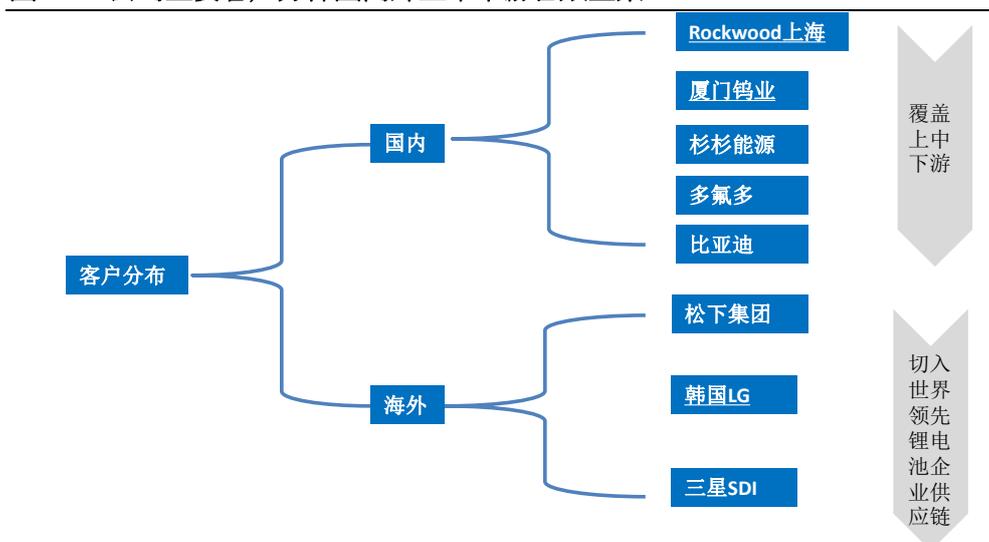
圖 19：贛鋒鋰業鋰鹽產品 2019 年產能位居全球第一梯隊 (單位: 萬噸)

	碳酸鋰產能	氫氧化鋰產能	預估目前鋰鹽產能	在建鋰鹽產能	2019 年鋰鹽產能
國內鋰鹽產品龍頭					
贛鋒鋰業	2.4	1.2	3.6	4.45	8.0
天齊鋰業	2.8	0.5	3.3	6.4	9.7
雅化集團	0.7	1.1	1.8	4	5.8
海外鋰鹽產品龍頭					
SQM	4.8	1.4	6.2	4.3	10.5
FMC	3.4	1.4	4.79	2	6.8

資料來源：公司公告，元大

下游客戶穩定，覆蓋海內外知名企業。根據公司 2017 年 12 月所披露的 2017 年上半年公司的前五大客戶分別為韓國 LG CHEM, Rockwood Lithium 上海有限公司，廈門鎢業，貴州振華，湖南昇華。其中 LG 是全球鋰電池行業中的絕對龍頭，而 Rockwood 曾是全球最大的鋰生產商，2014 年被世界化學品巨頭美國 Albemarle 以 62 億美元收購。廈門鎢業則是國內正極材料出貨量前三的龍頭企業，目前正極材料產能 1.7 萬噸，未來擴產後將至 5.3 萬噸，繼續保持行業領先。除前五大客戶外，公司在國內還向新能源汽車產業鏈中中下游企業供應鋰鹽，如正極材料企業杉杉能源，電解液企業多氟多，以及下游新能源汽車絕對龍頭比亞迪。而海外，除韓國 LG 外，公司還向松下，三星 SDI 供應鋰鹽產品。分散且優質的客戶群體使得公司的營收更為穩定。

圖 20：公司主要客戶分佈國內外上中下游各類企業



資料來源：可轉換公司債券之發行保薦書(下劃線公司為前五大客戶中部分)，元大

拓展鋰電池生產業務，公司打造鋰產業鏈一體化。

掌握上游夯實中游，延展下游推進鋰電池業務。目前，公司在逐漸做強中游鋰鹽加工之上，未來將推進實現鋰產業鏈上下游一體化。在鞏固原有的新材料領域和新藥品領域的客戶基礎上，積極向深加工鋰產品上下游領域延伸產業鏈。上游方面，公司通過收購愛爾蘭 Avalonia 鋰輝石礦、阿根廷 Mariana 鹵水礦及澳大利亞 RIM 鋰輝石礦股權，從而實現對深加工鋰產品原料的需求保障。下游方面，公司通過收購深圳美拜 100%股權、參股長城華冠汽車，推動產業鏈向下游延伸和產業鏈結構優化升級，實現新能源領域的產業佈局。此外，公司全資子公司贛鋒電池將以自有資金 4260 萬元人民幣與其他合作夥伴共同投資設立江西贛鋒新能電池有限公司繼續在鋰電池領域內推進公司業務發展。而公司通過可轉債發行募資所得也將部分用於建設此前計劃的年產 6 億瓦時高容量鋰離子動力電池項目。目前公司的鋰電池產品已經小批量送貨給客戶。

引入科技部鋰電池權威，公司加碼固態電池研發商用。公司 2017 年上半年引入許曉雄博士等技術人員佈局固態電池的研發工作。鋰電池目前有安全性不高和能量密度較低導致新能源汽車續航里程偏低兩大問題。固態鋰電池採用固態電解質替換安全性欠佳的隔膜和電解液體系，安全性高。負極也可以改為鋰金屬從而獲得更高的能量密度。而公司團隊核心許曉雄博士是科技部“十二五”新能源領域“全固態鋰離子儲能電池”、國家“863”項目負責人、中科院納米先導專項長

續航動力電池項目課題負責人。同時在其履歷中 2009 年 4 月至 2011 年 3 月，其在豐田－日本物質材料研究機構聯合材料實驗室任項目分析師。豐田是目前世界上在固態電池研發商用方面最前沿的車企。預計在以許曉雄博士為核心的研發團隊帶領下，公司固態電池有望實現技術突破。

圖 21：贛鋒鋰業激勵計劃到 2019 年 12 月爭取實現固態電池 3 億元銷售



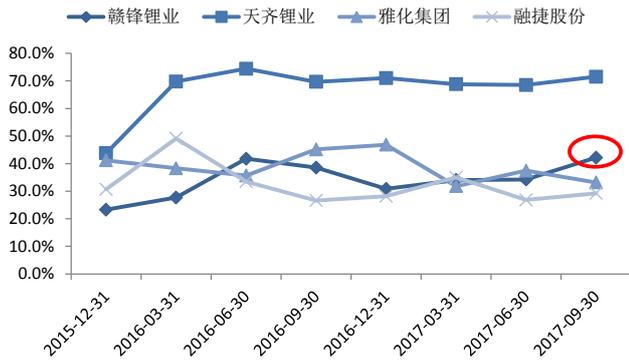
資料來源：公司公告，元大

根據公司關於固態電池業務的激勵計劃，固態電池團隊需要在 2018 年 6 月完成第一代固態鋰電池工藝技術成熟，並通過第三方認證；在 2018 年 12 月建成億瓦時級第一代固態鋰電池生產線，並實現送樣。在 2019 年 12 月完成 3 億元銷售，同時二代固態鋰電池技術成熟，三代固態鋰電池完成可研。而市場普遍預計固態電池的商用時間在 2020 年。公司的激勵計劃的時間節點均高於市場預期或將從側面助推公司在固態電池領域內的研發及商用。此外，未來負極運用金屬鋰也是固態電池發展的一大趨勢。公司是全球第一的金屬鋰製造商，在國內的市場份額超過 30%。未來若固態電池大規模商用，公司自身成本優勢明顯。

增資回收業務，2017 年前三季已實現盈利。為完善公司的循環產業佈局，公司於 2016 年年初設立了全資子公司江西贛鋒循環科技有限公司，投資 1200 萬元建設含鋰金屬廢料回收循環利用項目。近期，公司還以實物方式對江西贛鋒循環科技有限公司進行了增資。增資完成後，贛鋒循環的註冊資本將由 1200 萬元增加到 1 億元。公司 2017 年預計回收上萬噸鋰廢料。同時公司憑藉著初期循環回收含鋰廢水經驗，現今已身具備鋰再生資源規模化綜合利用技術。2016 年贛鋒循環淨利潤虧損 21.8 萬元，而 2017 年前 9 個月贛鋒循環已實現淨利潤 18.3 萬元。

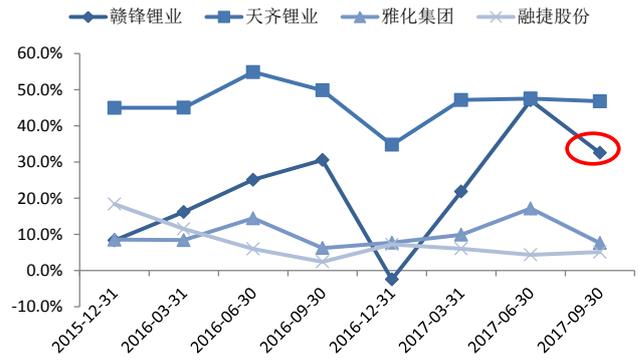
公司運營良好，淨利潤增速位居行業可比企業中首位。2017 年三季度財報顯示公司毛利率為從 2015 年的 23.3%增加到了 42.2%，現階段處於行業均值水平。公司近兩年毛利率增速達 18.9%，遠高於行業平均毛利率增速 9%。考慮到公司出色的成本控制能力，且隨著 2018 年鋰鹽價格繼續處於相對高位震盪，未來公司毛利率將繼續走高。此外，公司 2017 年三季度財報顯示淨利率達 32.5%，高於行業平均值 23%，近兩年增速更是達到了 24.2%，位於國內四大鋰資源龍頭首位。

圖 22：贛鋒鋰業毛利率 42.2%



資料來源：Wind，元大

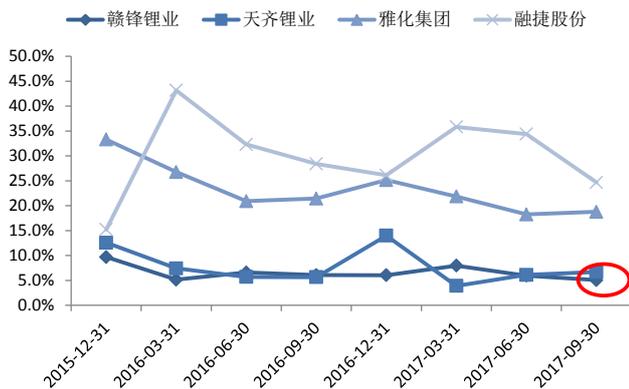
圖 23：贛鋒鋰業淨利潤增速 24.2%



資料來源：Wind，元大

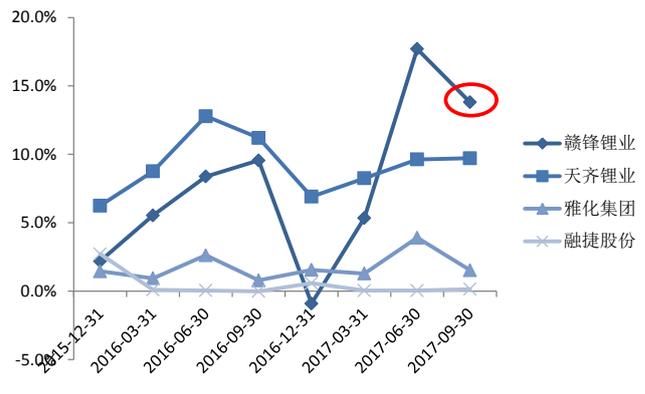
根據 2017 年三季度財報，公司銷售，管理及財務費用佔比總營業收入 5.1%，為鋰資源行業主要企業中最低，同時相較於 2015 年，公司銷售，管理及財務費用佔比總營業收入下降了一倍。而在淨資產收益率（ROE）方面，公司 2017 年三季度財報顯示其 ROE 為 13.8%，遠高於行業均值 6%，位於國內四大鋰資源龍頭首位。

圖 24：贛鋒鋰業三費佔比總營業收入行業低至 5.1%



資料來源：Wind，元大

圖 25：贛鋒鋰業 ROE 位於行業首位 13.8%



資料來源：Wind，元大

通過測算，現階段公司碳酸鋰產品對外售價在 11 萬元/噸左右。而成本預計在 6 萬元/噸左右，未來在供需關係相對緊平衡且在對外售價的不變情況下，公司通過下降 1% 的成本價格，其毛利率將上升 0.5-0.6%，同時在未來公司上游鋰礦石持續保持 100% 自給情況下，其碳酸鋰產品的毛利率或將提升 2%-3%。

圖 26：贛鋒鋳業碳酸鋳售價與成本價格對毛利率的敏感性分析

		公司碳酸鋳銷售價格（萬元/噸）								
		10.28	10.48	10.70	10.92	11.14	11.36	11.59	11.82	12.06
成本價格（萬元/噸）	6.44	37.3%	38.6%	39.8%	41.0%	42.2%	43.3%	44.4%	45.5%	46.6%
	6.38	47.1%	39.2%	40.4%	41.6%	42.8%	43.9%	45.0%	46.1%	47.1%
	6.31	47.7%	39.8%	41.0%	42.2%	43.3%	44.5%	45.5%	46.6%	47.7%
	6.25	48.2%	40.4%	41.6%	42.8%	43.9%	45.0%	46.1%	47.1%	48.2%
	6.19	48.7%	41.0%	42.2%	43.3%	44.5%	45.6%	46.6%	47.7%	48.7%
	6.12	49.2%	41.6%	42.8%	43.9%	45.0%	46.1%	47.2%	48.2%	49.2%
	6.06	49.7%	42.2%	43.3%	44.5%	45.6%	46.6%	47.7%	48.7%	49.7%
	6.00	50.2%	42.8%	43.9%	45.0%	46.1%	47.2%	48.2%	49.2%	50.2%
	5.94	50.7%	43.3%	44.5%	45.6%	46.7%	47.7%	48.7%	49.7%	50.7%

資料來源：元大

2018年-2019年公司投產的碳酸鋳及氫氧化鋳產能建設完成後，預計公司的主要鋳鹽產品產能將維持在 5.09 萬噸的碳酸鋳以及 3.2 萬噸的氫氧化鋳，公司主要鋳鹽產能折合成碳酸鋳當量為 8.8 萬噸。較目前 3.8 萬噸的鋳鹽產品產能增加 2.3 倍。同時基於公司良好的運營能力及成本控制能力，預計公司 2017-2019 年淨利潤將達到 13.16 億元，22.95 億元，28.6 億元。基於相對估值法中 PE 估值法和 EV/EBITDA 估值法分別得出目標價 81.90 元和 82.36 元，更新目標價至 82.10 元。預估 2018 年 EPS 為 3.12，對應的 PE 為 26.3 倍。

圖 27：贛鋒鋳業 2018-2020 年繼續擴產鋳鹽產能並拓展業務至固態鋳電池

2017年	2018年	2019年	2020年
<p>產能：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 金屬鋳：0.15萬噸 ● 碳酸鋳：2.2萬噸 ● 氫氧化鋳：1.2萬噸 ● 氟化鋳：0.15萬噸 ● 丁基鋳：0.1萬噸 <p>公司業務拓展：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 總投資約6億元用於年產6億瓦時高容量鋳離子動力電池項目 ● 投資2.5億建設第一代固態電池生產線 	<p>產能：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 金屬鋳：0.15萬噸 ● 碳酸鋳：3.51萬噸 ● 氫氧化鋳：3.2萬噸 ● 氟化鋳：0.65萬噸 ● 丁基鋳：0.1萬噸 <p>公司拓展業務目標：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 第一代固態電池技術達標，能量密度不低於 240wh/kg（2018年中） 	<p>產能：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 金屬鋳：0.15萬噸 ● 碳酸鋳：5.09萬噸 ● 氫氧化鋳：3.2萬噸 ● 氟化鋳：1.15萬噸 ● 丁基鋳：0.1萬噸 <p>公司拓展業務目標：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 年產億瓦時的第一代固態鋳電池生產線投產（2018年末-2019年初） ● 實現兩家以上鋳電池客戶送樣（2018年末-2019年初） 	<p>產能：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 金屬鋳：0.15萬噸 ● 碳酸鋳：5.09萬噸 ● 氫氧化鋳：3.2萬噸 ● 氟化鋳：1.15萬噸 ● 丁基鋳：0.1萬噸 <p>公司拓展業務目標：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 第一代固態電池銷售額超3億人民幣（2019年末-2020年初） ● 第二代固態鋳電池能量密度不低於300wh/kg（2019年末-2020年初）

資料來源：元大

圖 28：同業評價比較表

Company	Ticker	Price	Mkt Cap (US\$ mn)	EPS			PER (x)			EPS growth (%)		
				2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
Ganfeng Lithium	002460.SZ	59.44	44,091	1.80	3.12	3.89	32.98	19.07	15.30	192.09	73.01	24.61
Global peers			US\$ mn									
Chemical & Mining Co. of Chile Inc.	SQM us equity	54.98	15,020	1.62	1.75	1.91	36.43	33.83	30.86	36.22	7.71	9.62
FMC Corp.	FMC us equity	91.37	12,270	2.66	5.34	5.94	35.74	17.80	15.99	-5.88	100.83	11.33
Albemarle Corporation	ALB us equity	111.68	12,340	4.46	5.14	5.92	28.79	24.97	21.71	26.55	15.31	15.03
W.R. Grace & Co.	GRA us equity	74.16	50,300	3.39	3.66	4.12	20.73	19.20	17.03	10.00	7.97	12.77
Global Average		83.05	22,483	3.03	3.97		30.43	23.95		16.72	32.96	
Local peers			RMB ¥ mn									
天齊鋰業	002466.SZ	53.02	60,552	1.88	2.30	3.27	28.19	23.06	16.22	23.73	22.27	42.14
雅化集團	002497.SZ	11.46	11,002	0.29	0.55	0.83	38.94	21.02	13.76	110.21	85.29	52.74
鹽湖股份	000792.SZ	14.44	40,231	-0.34	0.00	0.30	-43.10	-13127.27	47.81	-282.36	-99.67	-27,554.54
江特電機	002176.SZ	10.11	14,853	0.27	0.39	0.58	37.07	25.88	17.56	94.79	43.23	47.44
西藏礦業	000762.SZ	15.34	7,989	-	-	-	-	-	-	-	-	-
西藏城投	600773.SH	11.10	8,094	-	-	-	-	-	-	-	-	-
華友鈷業	603799.SH	93.02	55,131	2.51	3.87	4.72	37.02	24.07	19.69	1,832.77	53.84	22.19
寒銳鈷業	300618.SZ	275.03	33,004	4.11	6.83	8.91	66.94	40.24	30.86	455.20	66.36	30.38
洛陽鋁業	603993.SH	7.45	150,054	0.13	0.20	0.24	55.93	37.78	30.61	122.00	48.05	23.43
Local Average		60.44	42,323	1.53	2.36	2.69	44.02	28.67	25.22	372.39	53.17	36.39

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg、Wind，(註：均值計算取該項目內大於零個股)

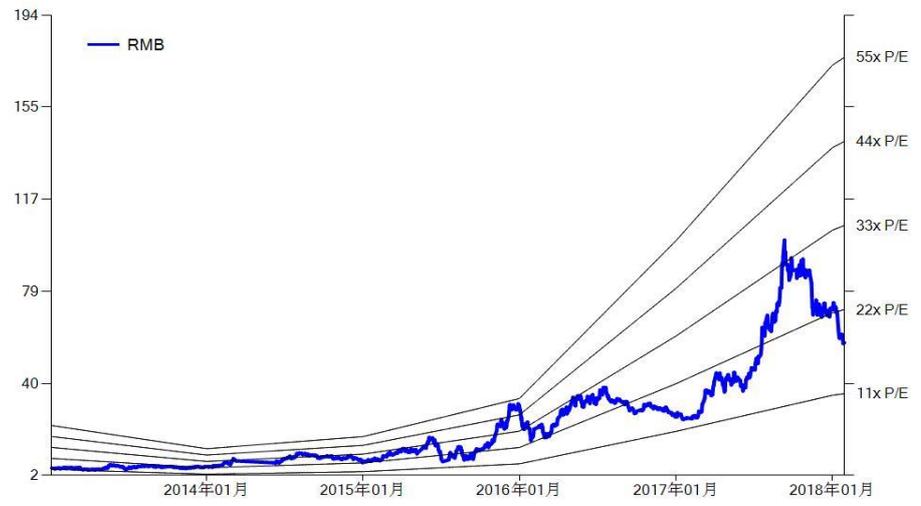
註：所有每股收益數字均以當地貨幣為單位

圖 29：同業評價比較表 (續)

Company	Ticker	Price	Mkt Cap (US\$ mn)	ROE (%)			EV/EBITDA			PBR (x)		
				2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F	2017F	2018F	2019F
Ganfeng Lithium	002460.SZ	59.44	44,091	37.65	40.79	35.12	4.79	7.65	11.07	12.41	7.77	5.37
Global peers			US\$ mn									
Chemical & Mining Co. of Chile Inc.	SQM.N	54.98	15,020	18.84	19.46	21.32	17.52	16.18	14.36	6.79	6.43	6.19
FMC Corp.	FMC.N	91.37	12,270	15.41	22.91	19.92	23.97	12.19	11.34	5.80	3.96	3.26
Albemarle Corporation	ALB.N	111.68	12,340	12.36	13.09	13.19	17.34	15.34	13.78	3.35	3.12	2.91
W.R. Grace & Co.	GRA.N	74.16	50,300	40.32	29.02	25.72	11.71	11.17	10.30	9.38	7.90	6.12
Global Average		83.05	22,483	21.73	21.12	20.04	17.64	13.72	12.45	6.33	5.35	4.62
Local peers			RMB ¥ mn									
天齊鋰業	002466.SZ	53.02	60,552	31.34	28.66	30.93	25.41	25.32	25.32	8.45	6.37	4.72
雅化集團	002497.SZ	11.46	11,002	10.37	18.18	22.44	48.75	42.24	42.24	4.26	3.68	3.05
鹽湖股份	000792.SZ	14.44	40,231	-4.66	0.02	3.71	27.61	28.14	28.14	2.01	2.01	1.98
江特電機	002176.SZ	10.11	14,853	9.88	12.17	15.47	39.34	35.64	35.64	3.64	3.54	3.24
西藏礦業	000762.SZ	15.34	7,989	-	-	-	-	-	-	-	-	-
西藏城投	600773.SH	11.1	8,094	-	-	-	-	-	-	-	-	-
華友鈷業	603799.SH	93.02	55,131	30.26	24.24	23.73	85.77	98.38	98.38	10.07	7.72	6.02
寒銳鈷業	300618.SZ	275.03	33,004	54.55	57.37	52.93	221.18	257.91	257.91	32.31	18.65	12.06
洛陽鋁業	603993.SH	7.45	150,054	10.44	12.49	13.79	57.90	62.57	62.57	4.37	3.57	3.14
Local Average		60.44	28,857	24.47	21.87	23.29	72.28	78.60	78.60	10.12	6.50	4.89

資料來源：公司資料、元大、Bloomberg、Wind，(註：均值計算取該項目大於零個股)

圖 30：12 個月預期市盈率區間圖



資料來源：公司資料、元大

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
現金與短期投資	181	198	342	1,407	3,587
存貨	313	534	944	1,243	1,325
應收帳款及票據	479	577	1,027	1,680	1,590
其他流動資產	34	166	166	166	166
流動資產	1,006	1,475	2,479	4,496	6,668
長期投資	196	795	795	795	795
固定資產	741	1,147	1,283	1,754	1,929
什項資產	584	391	386	381	375
其他資產	1,521	2,334	2,464	2,930	3,100
資產總額	2,528	3,809	4,944	7,426	9,768
應付帳款及票據	207	383	518	918	767
短期借款	188	539	539	539	539
什項負債	88	269	269	269	269
流動負債	483	1,191	1,325	1,725	1,574
長期借款	106	56	56	56	56
其他負債及準備	55	71	71	71	71
長期負債	161	127	127	127	127
負債總額	644	1,318	1,452	1,852	1,702
股本	378	753	753	753	753
資本公積	1,100	712	712	712	712
保留盈餘	375	783	2,024	4,106	6,599
換算調整數	30	240	0	0	0
歸屬母公司之權益	1,883	2,488	3,489	5,572	8,064
少數股權	1	2	2	2	2
股東權益總額	1,883	2,491	3,491	5,574	8,066

資料來源：公司資料、元大

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
本期淨利潤	125	465	1,316	2,295	2,860
折舊及攤提	80	91	94	140	186
本期營運資金變動	81	(94)	(726)	(551)	(142)
其他營業資產	80	196	0	0	0
營運活動之現金流量	366	658	684	1,884	2,904
資本支出	(131)	(506)	(506)	(506)	(506)
本期長期投資變動	(188)	(599)	0	0	0
其他資產變動	(231)	221	282	(100)	150
投資活動之現金流量	(550)	(884)	(224)	(606)	(356)
股本變動	120	1	0	0	0
本期負債變動	(41)	301	0	0	0
其他調整數	(96)	(70)	(316)	(213)	(368)
融資活動之現金流量	(17)	231	(316)	(213)	(368)
匯率影響數	2	1	0	0	0
本期產生現金流量	(199)	6	144	1,065	2,180
自由現金流量	(184)	(226)	460	1,278	2,548

資料來源：公司資料、元大

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
營業收入	1,354	2,844	4,322	7,294	8,810
銷貨成本	(1,059)	(1,861)	(2,785)	(4,436)	(5,207)
營業毛利	295	983	1,537	2,858	3,604
營業費用	(121)	(174)	(265)	(444)	(540)
營業利潤	174	809	1,272	2,414	3,063
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(19)	(17)	(44)	(44)	(44)
利息收入淨額	(19)	(17)	(44)	(44)	(44)
投資利益(損失)淨額	1	22	221	221	221
其他業外收入(支出)淨額	(7)	(280)	45	45	45
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前淨利潤	150	534	1,495	2,637	3,286
所得稅費用	(25)	(69)	(178)	(341)	(425)
稅後淨利潤	125	465	1,316	2,295	2,860
少數股權淨利	0	(1)	(3)	(23)	(29)
歸屬母公司之淨利	125	464	1,314	2,272	2,832
稅前息前折舊攤銷前淨利	254	900	1,366	2,555	3,250
每股收益 (RMB)	0.3	0.6	1.8	3.1	3.9
每股收益 - 調整員工分紅 (RMB)	0.3	0.6	1.8	3.1	3.9

資料來源：公司資料、元大

主要財務報表分析

年初至 12 月	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
年成長率 (%)					
營業收入	55.7	110.1	52.0	68.7	20.8
營業利潤	80.0	366.0	57.2	89.8	26.9
稅前息前折舊攤銷前	64.4	255.0	51.8	87.0	27.2
稅後淨利潤	46.0	271.0	182.9	73.0	24.6
每股收益	39.5	87.2	191.4	73.0	24.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	21.8	34.6	35.6	39.2	40.9
營業利潤率	12.8	28.5	29.4	33.1	34.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.7	31.7	31.6	35.0	36.9
稅後淨利潤率	9.2	16.3	30.4	31.2	32.1
資產報酬率	5.6	14.7	30.1	37.1	33.3
淨資產收益率	6.6	18.7	37.6	40.8	35.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	15.6	23.9	17.0	10.7	7.4
淨負債比率 (%)	6.0	15.9	7.2	(14.6)	(37.1)
利息保障倍數 (倍)	9.0	31.8	35.3	61.4	76.3
利息及短期債	0.8	1.0	2.6	4.6	5.7
現金流量對利息保障倍數 (倍)	19.5	38.0	15.7	43.2	66.6
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	1.8	1.2	1.2	3.2	5.0
流動比率 (倍)	2.1	1.2	1.9	2.6	4.2
速動比率 (倍)	1.4	0.8	1.2	1.9	3.4
淨負債 (RMB 百萬)	113.01	396.88	252.54	(812.80)	(2,992.67)
每股淨值 (RMB)	4.98	3.31	4.79	7.64	11.06
評價指標 (倍)					
市盈率	179.9	96.1	33.0	19.1	15.3
股價自由現金流量比	(121.9)	(198.2)	94.2	33.9	17.0
市淨率	11.9	18.0	12.4	7.8	5.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	88.5	49.7	31.7	17.0	13.3
股價營收比	16.6	15.7	10.0	5.9	4.9

資料來源：公司資料、元大

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

贛鋒鋁業 (002460 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評級	分析師
1	2015/12/03	49.83	57.00	57.00	買入	Research 元大
2	2016/03/02	37.02	54.10	54.10	買入	Research 元大
3	2016/06/22	68.53	71.70	71.70	持有-超越同業	Research 元大
4	2016/09/21	30.20	36.10	36.10	買入	Research 元大
5	2016/10/26	31.34	36.20	36.20	買入	Research 元大
6	2017/04/07	43.84	52.60	52.60	買入	Research 元大

資料來源：Bloomberg，元大

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評級分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	154	34%
持有-超越同業	105	23%
持有-落後同業	19	4%
賣出	4	1%
評估中	169	37%
限制評等	3	1%
總計：	454	100%

資料來源：元大

投資評級說明

買入：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評級、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評級：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評級及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2018 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部

元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓