

中國：原物料

2018年03月02日

投資建議：
買入 (維持評級)

 目標價隱含漲/跌幅：**17.1%**

 日期 **2018/03/01**

收盤價	RMB72.75
十二個月目標價	RMB85.20
前次目標價	RMB82.10
深圳 A 股指數	1,917.9

資訊更新：

- ▶ 公司 2017 年實現營業總收入 43.83 億元，同比增長 54.12%，實現歸屬於上市公司股東的淨利潤為 14.58 億元，同比增長 213.95%。
- ▶ Wind 數據顯示，春節後電池級現貨碳酸鋰價格上漲 3%，至 15.8 萬元/噸。

本中心觀點：

- ▶ 得益於公司礦石 2017 年實現 100% 自給，預計公司 2017 碳酸鋰成本 6 萬元/噸左右。
- ▶ 2018-2019 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折合成碳酸鋰當量為 8.8 萬噸，較目前產能增加 2.3 倍。

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	RMB53,963.9 百萬元
六個月平均日成交量	RMB1,612.3 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, 24.8%
淨負債比率 (2018F)	(17.5%)
每股淨值 (2018F)	RMB7.86
市淨率 (2018F)	9.25 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	4,383	7,294	8,810
營業利潤 **	809	1,513	2,756	3,510
稅後淨利潤 *	464	1,458	2,310	2,955
每股收益 (元)	0.62	2.00	3.17	4.05
每股收益年增率 (%)	87.2	223.5	58.5	27.9
市盈率 (倍)	117.7	36.4	23.0	17.9
淨資產收益率 (%)	18.7%	40.1%	40.3%	35.4%
股利收益率 (%)	0.1	0.4	0.7	0.9
每股股利 (元)	0.10	0.32	0.51	0.66

* 歸屬母公司稅後淨利潤

** 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

Lucaschen@yuanta.com

+86 21 6187 3832

贛鋒鋰業 (002460 CH)

上游產能釋放助推業績表現，2018 年中游擴產持續

2017Q4 碳酸鋰價格上漲，公司業績表現亮眼：2017Q4 公司歸屬於上市公司股東的淨利潤為 4.54 億元，而 2016Q4 則為 -2.03 億元。2017Q4 業績同比增速巨大其主要原因是新能源汽車高速增長所帶的鋰電材料需求以及碳酸鋰價格上漲。2017Q4 中國新能源汽車銷量 37.3 萬輛，同比增長 75.1%，2017 年 Q4 國內市場電池級碳酸鋰價格均價 16.5 萬元/噸，同比上漲 25%，較 2017Q3 上漲 11%。考慮到 2018 年南美鋰巨頭產能集中於 2018Q2 以後釋放以及澳洲 6 月份新增鋰精礦產能釋放，疊加國內部分碳酸鋰企業產能在二季度開始進入爬坡期，預計碳酸鋰價格 2018 年上半年依舊處於高位震盪，而 2018Q2 末開始或將有部分調整，不過全年均價依舊預計在 14 萬元噸左右。

上游澳洲鋰精礦產能釋放，全年淨利潤同比增長 213.95%：公司 2017 年全年業績表現突出主要源自於其在澳洲佈局 RIM 公司旗下 Mt Marion 鋰輝石項目產能釋放。根據公司此前公佈信息，2017 年澳洲 RIM 公司為公司供應了 10 船約 30 萬噸的鋰精礦。得益於公司礦石 2017 年實現 100% 自給，預計公司 2017 年碳酸鋰成本 6 萬元/噸左右。考慮到 2018 年 RIM 公司旗下 Mt Marion 鋰輝石項目鋰精礦產能將至 40 萬噸，疊加 Pilbara 旗下 Pilgangoora 鋰精礦項目一期也將於 2018 年 6 月後投產，該項目將向公司每年提供 16 萬噸鋰精礦，預計公司上游鋰精礦自給量持續提升，毛利率有望繼續改善。

中游產能擴產持續，2018Q2 進入爬坡期：2018Q2 後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，氫氧化鋰產能在 1.2 萬噸。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。結合擴產情況，預計 2017-2019 年公司各類鋰產品產量折合成碳酸鋰當量為 3.5 萬噸，5.6 萬噸以及 8 萬噸。

融資擴張加速，公司佈局固態電池：2017 年末公司已啟動港股上市進程，募集資金將用於公司對外收購上游鋰礦資源以及固態電池的研發，目前尚未披露具體細節。在固態電池方面，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。公司計劃 2018 年 6 月第一代固態電池技術達標。結合公司上游佈局以及中游擴產規劃，調整 2017-2019 年公司預測 EPS 為 2.00 元 (+11.1%)，3.17 (+1.6%) 元以及 4.05 (+4.4%) 元。上調目標價至 85.20 元，對應 2018 年 27.8 倍 PE。

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。

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	500	1,600	3,898
存貨	313	534	852	1,200	1,175
應收帳款及票據	479	577	1,050	1,657	1,613
其他流動資產	34	166	166	166	166
流動資產	1,006	1,475	2,568	4,623	6,851
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	5,032	7,553	9,951
應付帳款及票據	207	383	461	885	673
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	1,269	1,692	1,480
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	1,396	1,820	1,608
股本	378	753	753	753	753
資本公積	1,100	712	712	712	712
保留盈餘	375	783	2,169	4,266	6,876
換算調整數	30	240	0	0	0
歸屬母公司之權益	1,883	2,488	3,634	5,731	8,341
少數股權	1	2	2	2	2
股東權益總額	1,883	2,491	3,636	5,733	8,344

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	1,461	2,334	2,985
折舊及攤提	80	91	94	140	186
本期營運資金變動	81	(94)	(713)	(531)	(142)
其他營業資產	80	196	0	0	0
營運活動之現金流量	366	658	842	1,943	3,029
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)	(236)	(375)
融資活動之現金流量	(17)	231	(316)	(236)	(375)
匯率影響數	2	1	0	0	0
本期產生現金流量	(199)	6	302	1,100	2,298
自由現金流量	(184)	(226)	618	1,336	2,673

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	4,383	7,294	8,810
銷貨成本	(1,059)	(1,861)	(2,611)	(4,162)	(4,816)
營業毛利	295	983	1,772	3,132	3,995
營業費用	(121)	(174)	(259)	(376)	(484)
營業利潤	174	809	1,513	2,756	3,510
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	4	4
其他業外收入(支出)淨額	(7)	(280)	45	(12)	(12)
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前淨利潤	150	534	1,735	2,705	3,459
所得稅費用	(25)	(69)	(274)	(371)	(475)
稅後淨利潤	125	465	1,461	2,334	2,985
少數股權淨利	0	(1)	(3)	(23)	(30)
歸屬母公司之淨利	125	464	1,458	2,310	2,955
稅前息前折舊攤銷前淨利	254	900	1,607	2,896	3,697
每股收益 (RMB)	0.3	0.6	2.0	3.2	4.1
每股收益 - 調整員工分紅 (RMB)	0.3	0.6	2.0	3.2	4.1

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	54.1	66.4	20.8
營業利潤	80.0	366.0	86.9	82.2	27.4
稅前息前折舊攤銷前	64.4	255.0	78.5	80.2	27.6
稅後淨利潤	46.0	271.0	214.0	58.5	27.9
每股收益	39.5	87.2	223.5	58.5	27.9
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	21.8	34.6	40.4	42.9	45.3
營業利潤率	12.8	28.5	34.5	37.8	39.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	18.7	31.7	36.7	39.7	42.0
稅後淨利潤率	9.2	16.3	33.3	31.7	33.5
資產報酬率	5.6	14.7	33.0	37.1	34.1
淨資產收益率	6.6	18.7	40.1	40.3	35.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	15.6	23.9	16.4	10.4	7.1
淨負債比率 (%)	6.0	15.9	2.6	(17.5)	(39.6)
利息保障倍數 (倍)	9.0	31.8	40.8	63.0	80.3
利息及短期債	0.8	1.0	3.1	4.7	6.0
現金流量對利息保障倍數 (倍)	19.5	38.0	19.3	44.5	69.4
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	1.8	1.2	1.4	3.3	5.2
流動比率 (倍)	2.1	1.2	2.0	2.7	4.6
速動比率 (倍)	1.4	0.8	1.4	2.0	3.8
淨負債 (RMB 百萬)	113.01	396.88	94.60	(1,005.56)	(3,303.69)
每股淨值 (RMB)	4.98	3.31	4.99	7.86	11.44
評價指標 (倍)					
市盈率	220.2	117.7	36.4	23.0	17.9
股價自由現金流量比	(149.2)	(242.5)	85.8	39.7	19.8
市淨率	14.6	22.0	14.6	9.3	6.4
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	108.4	60.8	33.0	18.3	14.3
股價營收比	20.3	19.3	12.1	7.3	6.0

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。

贛鋒鋳業 (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
7	2018/01/31	59.44	82.10	82.10	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	152	33%
持有-超越同業	91	20%
持有-落後同業	20	4%
賣出	4	1%
評估中	186	41%
限制評等	3	1%
總計：	456	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。此一觀點系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。此一觀點系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。此一觀點系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。此一觀點系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。

限制評等：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系依 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)系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