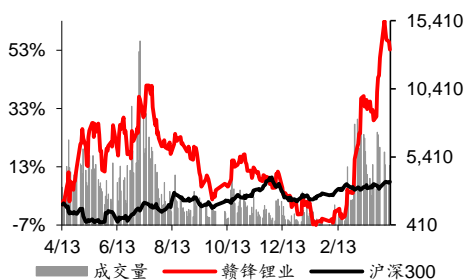


当前价格(元): 42.09
合理价格区间(元): 45.5~48.5

陈雳 执业证书编号: S0570512070041
研究员 010-56793977
chenli8305@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

- 1 《赣锋锂业(002460,增持): 减值扰当期业绩, 澳矿达产渐近》2017.02
- 2 《赣锋锂业(002460): 上拓澳矿纳资源, 下扩锂电续增长》2016.10
- 3 《赣锋锂业(002460): 上下求索, 蓄势而待发》2016.10



资料来源: Wind

锂盐产量大增, 资源破颈在即

赣锋锂业(002460)

2016 年公司实现归属于母公司净利润 4.64 亿元, 同比上升 271.03%

公司全年实现营业收入约 28.44 亿元, 同比上升 110.06%; 归属于母公司净利润 4.64 亿元, 同比上升 271.03%; 基本每股收益 0.62 元, 同比上升 82.35%; 其中, 第 4 季度实现营业收入约 8.22 亿元, 环比上升 20.92%、同比上升 68.75%; 归属于母公司净利润-0.21 亿元, 环比下降 110.32%、同比下降 152.84%, 对应基本每股收益-0.0285 元, 环比下降 0.304 元、同比下降 0.082 元, 年报结果与此前业绩预告结果较一致。

锂盐产量大增, 美拜减值扰动有限

2016 年公司锂盐生产量(折合碳酸锂当量)达到 2.9 万吨, 同比大增 48.12%, 主要源于年产万吨锂盐项目产能释放。2016 年公司锂产品面临量价齐升的局面, 整体业务的销售毛利率从 2015 年的 21.78% 提高到 2016 年的 34.57%, 但因受到美拜电子计提减值的影响, 全年业绩低于预期。美拜电子 2016 年发生两次火灾, 共造成损失 4962.4 万元, 公司根据会计审计报告对美拜计提了长期股权投资减值准备 20804.57 万元, 直接影响了当期损益。但根据此前《盈利补偿协议》等规定, 公司有权通过定向回购美拜电子原股东部分股权等方式以补偿, 因此总体影响有限。

氢氧化锂龙头再扩能, 前驱体产品结构调整剑指高镍三元

国家政策补贴向高能量密度电池倾斜意味着三元电池高镍化路径愈更清晰, 氢氧化锂作为高镍三元及 NCA 电池必不可少的材料, 未来供需格局向好较为确定。公司现有 1.2 万吨氢氧化锂产能, 且还有 2 万吨氢氧化锂新增产能, 现有及远景产能均为国内第一。此外, 公司 4500 万吨三元前驱体项目原计划设计产品的规格全部为三元前驱体 532, 现已对生产线的工艺路线设计进行了调整, 大幅增加了三元前驱体 622、811 等产品产能。公司的产品路线清晰导向高镍三元电池, 未来在三元电池高镍化进程中有望成为国内最为受益的企业。

Mt Marion 陆续出矿, 资源约束破除在即

公司于 2017 年 2 月 7 日和 3 月 14 日陆续收到 Mt Marion 锂矿发运的通知, 两批合计约 3.17 万吨品味为 6% 和 4% 的锂辉石精矿已从澳大利亚奎纳纳港口出运, 预计下一批约 1.8 万吨的锂辉石产品将于 4 月初装运出港, 年产 40 万吨锂辉石精矿的规划渐行渐近。这意味着困扰公司多年的资源端“硬约束”或告破, 资源端供给的稳定性和可控性提高为公司未来产能的横向扩张及产业链的纵向延伸奠定了较好的基础。

维持公司“增持”评级

预计公司 2017-2019 年实现归属于母公司净利润分别为 11.02、13.57、16.89 亿元, 对应 EPS 分别为 1.46、1.80、2.24 元, 对应 PE 分别为 28.74、23.35、18.76 倍, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 新能源汽车产量不达预期, Mt Marion 矿山出货量不达预期。

总股本 (百万股)	752.70
流通 A 股 (百万股)	520.75
52 周内股价区间 (元)	25.54-71.50
总市值 (百万元)	31,681
总资产 (百万元)	3,809
每股净资产 (元)	3.31

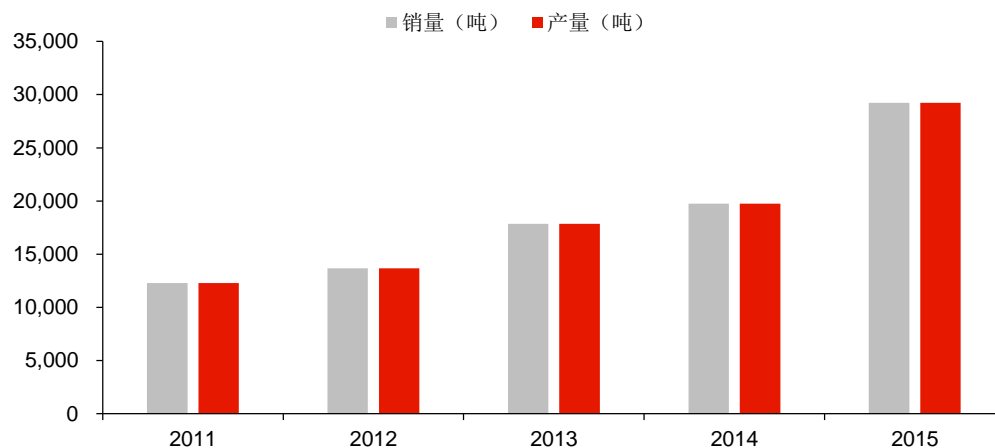
资料来源: 公司公告

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,354	2,844	4,923	6,313	7,376
+/-%	55.72	110.06	73.11	28.22	16.85
净利润 (百万元)	125.15	464.37	1,102	1,357	1,689
+/-%	45.99	271.03	137.42	23.05	24.50
EPS (元, 最新摊薄)	0.17	0.62	1.46	1.80	2.24
PE (倍)	253.14	68.22	28.74	23.35	18.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

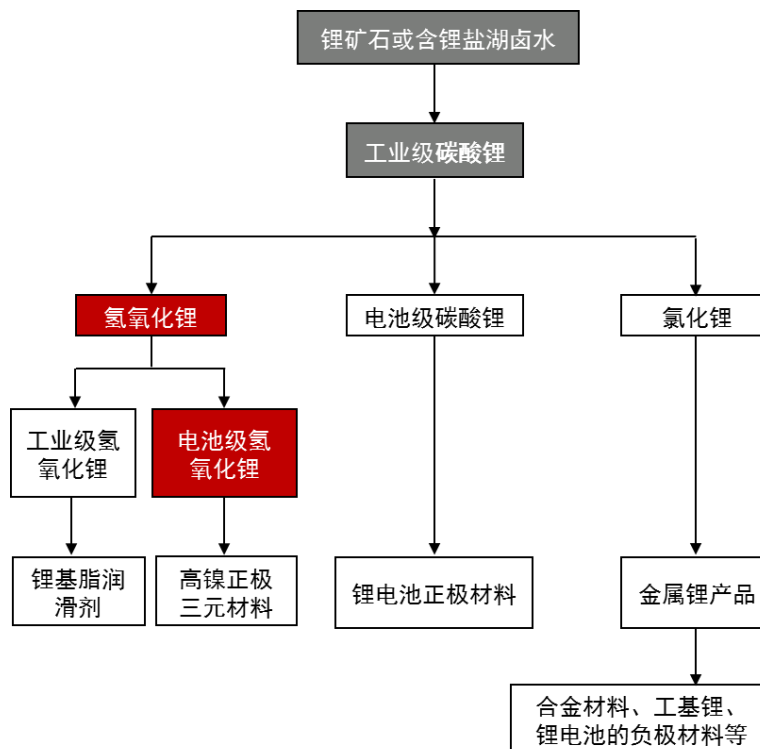
公司经营情况

图表1：赣锋锂业上市以来锂盐产销持续扩张



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

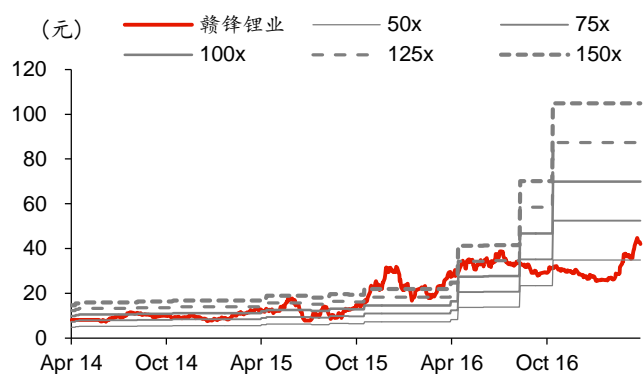
图表2：氢氧化锂是高镍三元材料不可或缺的原料



资料来源：华泰证券研究所

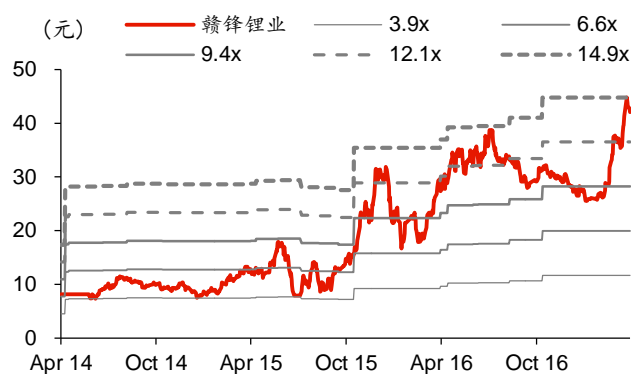
PE/PB - Bands

图表3: 赣锋锂业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 赣锋锂业历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,006	1,475	3,131	4,629	6,589
现金	180.73	197.75	938.57	1,572	2,799
应收账款	361.37	443.73	1,014	1,258	1,433
其他应收账款	7.41	21.42	31.07	41.49	49.00
预付账款	20.57	82.00	123.01	164.40	198.78
存货	313.15	534.35	612.98	1,125	1,575
其他流动资产	123.07	195.32	411.02	468.05	534.77
非流动资产	1,521	2,334	2,568	2,920	2,849
长期投资	168.93	419.50	519.50	427.74	456.95
固定投资	589.60	646.17	944.37	1,246	1,305
无形资产	231.98	250.73	296.81	344.06	384.91
其他非流动资产	530.74	1,018	807.64	902.24	701.77
资产总计	2,528	3,809	5,699	7,550	9,438
流动负债	482.88	1,191	1,961	2,468	2,658
短期借款	171.70	438.63	0.00	0.00	0.00
应付账款	174.22	278.22	873.00	1,110	1,231
其他流动负债	136.96	474.03	1,088	1,358	1,427
非流动负债	161.49	127.36	145.36	132.22	140.61
长期借款	106.00	56.00	80.50	67.75	73.63
其他非流动负债	55.49	71.36	64.86	64.47	66.98
负债合计	644.37	1,318	2,106	2,600	2,799
少数股东权益	0.66	2.22	2.40	2.79	3.22
股本	377.81	752.70	752.70	752.70	752.70
资本公积	1,109	712.36	712.36	712.36	712.36
留存公积	375.05	782.96	2,126	3,482	5,171
归属母公司股	1,883	2,488	3,591	4,947	6,636
负债和股东权益	2,528	3,809	5,699	7,550	9,438

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	365.97	658.47	1,399	917.45	1,032
净利润	124.80	465.42	1,103	1,357	1,689
折旧摊销	79.93	90.84	106.57	157.33	199.18
财务费用	18.72	17.32	9.70	(14.66)	(33.46)
投资损失	(1.45)	(22.32)	(168.04)	(207.07)	(280.97)
营运资金变动	109.26	(85.43)	318.33	(396.01)	(566.16)
其他经营现金	34.71	192.64	29.34	20.91	24.01
投资活动现金	(550.22)	(884.26)	(189.53)	(294.47)	152.35
资本支出	131.34	506.20	315.00	506.84	50.00
长期投资	(157.06)	(370.05)	(78.66)	(60.55)	43.39
其他投资现金	(575.95)	(748.11)	46.82	151.82	245.74
筹资活动现金	(16.85)	230.92	(468.21)	10.19	42.59
短期借款	(155.78)	266.94	(438.63)	0.00	0.00
长期借款	99.00	(50.00)	24.50	(12.75)	5.88
普通股增加	21.31	374.88	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	344.59	(396.43)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(325.97)	35.53	(54.08)	22.94	36.72
现金净增加额	(199.08)	6.31	740.82	633.18	1,227

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,354	2,844	4,923	6,313	7,376
营业成本	1,059	1,861	3,492	4,626	5,393
营业税金及附加	5.67	20.99	27.68	37.68	44.91
营业费用	34.55	50.87	73.85	94.69	95.89
管理费用	81.01	101.87	147.70	189.38	184.41
财务费用	18.72	17.32	9.70	(14.66)	(33.46)
资产减值损失	26.34	238.41	13.78	1.23	1.23
公允价值变动收益	(0.59)	(0.12)	(0.25)	(0.26)	(0.24)
投资净收益	1.45	22.32	168.04	207.07	280.97
营业利润	129.50	575.94	1,326	1,585	1,971
营业外收入	22.43	15.97	17.94	18.03	17.66
营业外支出	2.04	57.49	50.00	16.33	16.33
利润总额	149.90	534.42	1,294	1,587	1,972
所得税	25.10	69.00	191.76	230.16	282.84
净利润	124.80	465.42	1,103	1,357	1,689
少数股东损益	(0.36)	1.05	0.19	0.39	0.43
归属母公司净利润	125.15	464.37	1,102	1,357	1,689
EBITDA	228.15	684.11	1,443	1,728	2,137
EPS (元)	0.33	0.62	1.46	1.80	2.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	55.72	110.06	73.11	28.22	16.85
营业利润	40.55	344.73	130.31	19.52	24.32
归属母公司净利润	45.99	271.03	137.42	23.05	24.50
获利能力 (%)					
毛利率	21.78	34.57	29.07	26.72	26.88
净利率	9.24	16.33	22.39	21.49	22.90
ROE	6.65	18.66	30.71	27.42	25.45
ROIC	7.10	25.31	55.97	47.88	51.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.49	34.61	36.96	34.44	29.66
净负债比率 (%)	45.59	45.11	6.45	5.05	5.02
流动比率	2.08	1.24	1.60	1.88	2.48
速动比率	1.42	0.78	1.28	1.41	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.90	1.04	0.95	0.87
应收账款周转率	4.63	6.75	6.46	5.32	5.25
应付账款周转率	7.50	8.23	6.07	4.67	4.61
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.62	1.46	1.80	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.87	1.86	1.22	1.37
每股净资产(最新摊薄)	2.50	3.31	4.77	6.57	8.82
估值比率					
PE (倍)	253.14	68.22	28.74	23.35	18.76
PB (倍)	16.83	12.73	8.82	6.40	4.77
EV_EBITDA (倍)	136.68	45.58	21.61	18.05	14.60

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com