# 产能扩张加速，业绩迎来高增长

## 赣锋锂业(002460)

**投资评级：增持（维持评级）**

| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 70.49 |
| 合理价格区间(元): | 77.00~79.50 |

**李斌** 执业证书编号：S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

**黄孚** 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

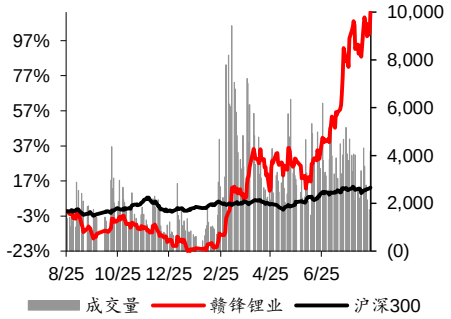
**孙雪琬** 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

**邱乐园** 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

**相关研究**

1《赣锋锂业(002460,增持): 锂盐产量大增，资源破颈在即》2017.04
2《赣锋锂业(002460,增持): 减值扰当期业绩，澳矿达产渐近》2017.02
3《赣锋锂业(002460):上拓澳矿纳资源，下扩锂电续增长》2016.10

**股价走势图**




资料来源：Wind

**公司发布 2017 年半年度报告，业绩符合预期**

公司上半年实现营业收入约 16.25 亿元，同比上升 21.00%；归属于母公司净利润 6.07 亿元，同比上升 118.36%；基本每股收益 0.81 元，同比上升 118.92%；其中，第二季度实现营业收入约 10.00 亿元，环比上升 59.98%、同比上升 47.09%；归属于母公司净利润 4.71 亿元，环比上升 245.12%、同比上升 175.82%。公司 7 月中旬公告对半年度业绩预计上修至 47286.35-61194.1 万元，此次公告净利润靠近区间上限，业绩较为可观。

**主业持续向好，投资收益亦有增益**

二季度公司回购股票李万春、胡叶梅股票产生投资收益约 1.85 亿元，若剔去这一影响，公司上半年实现归母净利润也应约 4.5 亿元，同比增约 60%以上，主业持续向好。锂盐项目不断推进，公司产能正持续释放，2016 年锂盐生产量（折合 LCE）达到 2.9 万吨，同比大增 48.12%。目前仍在推进的锂盐项目包括：年产 1.5 万吨电池级碳酸锂项目，年产 2 万吨氢氧化锂项目，宁都 1.75 万吨电池级碳酸锂生产线，年产 1000 吨丁基锂及副产 1000 吨氯化锂生产线搬迁项目，产能持续释放将保障公司业绩不断增长。

**Mt marion 出矿节奏加快，资源版图不断扩张**

截止 6 月公告，西澳 Mt Marion 矿山上半年至少已发运了四批次约 7.9 万吨锂精矿，其中已经投入生产 3.8 万吨。而根据互动易平台披露，截止 8 月初公司称第五船、第六船锂精矿均已从西澳港运出，其中第五船约 5 万吨，第六船约 3 万吨，意味着公司目前合计已发运了约 15.9 万吨，按此发货节奏，全年发运超过 25 万吨概率较大，明年实现 40 万吨锂精矿发运可期。此外，公司还持有澳大利亚 Pilbara 公司 4.84%的股权，加拿大美洲锂业 17.5%的股权，江西锂业 100%的股权，阿根廷 Mariana 卤水矿 80%的股权和爱尔兰 Avalonia 锂辉石矿 55%的股权，资源版图的不断扩张将有效保障原料供应，支撑公司锂盐产能的后续扩张。

**产业链向下延伸，充分受益新能源产业景气周期**

公司 4500 万吨三元前驱体生产线正不断优化，年产 6 亿瓦时高容量锂离子电池项目也在加紧建设，报告期内公司加强了新业务板块的团队培养建设，引进了许晓雄博士等多名锂离子动力电池高端研发人员和资深市场开拓人员，不断提升公司的核心竞争力，产业链的长度和厚度得以不断延伸，将充分受益新能源产业景气周期。

**业绩迎来高增长，维持“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 12.35、18.57、24.40 亿元，对应 EPS 分别为 1.64、2.47、3.24 元，对应 PE 为 42.97、28.58、21.75 倍，维持“增持”评级。

风险提示：锂盐扩产不达预期；锂矿项目出矿节奏不达预期。

**公司基本资料**

| | |
|---|---|
| 总股本 (百万股) | 728.90 |
| 流通 A 股 (百万股) | 519.60 |
| 52 周内股价区间 (元) | 25.54-70.49 |
| 总市值 (百万元) | 51,381 |
| 总资产 (百万元) | 5,306 |
| 每股净资产 (元) | 3.71 |

资料来源：公司公告

**经营预测指标与估值**

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (百万元) | 1,354 | 2,844 | 4,917 | 8,218 | 10,641 |
| +/-% | 55.72 | 110.06 | 72.87 | 67.14 | 29.49 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 125.15 | 464.37 | 1,235 | 1,857 | 2,439 |
| +/-% | 45.99 | 271.03 | 165.92 | 50.36 | 31.39 |
| EPS (元，最新摊薄) | 0.17 | 0.62 | 1.64 | 2.47 | 3.24 |
| PE (倍) | 423.94 | 114.26 | 42.97 | 28.58 | 21.75 |

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

## 公司经营情况

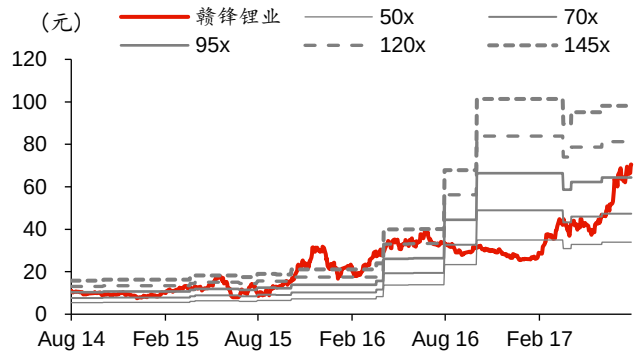
**图表1： Mt Marion 出货较快**

| 更新时间 | Mt Marion 出货动向 |
|---|---|
| 2017/2/8 | 公告称首批约 15000 吨锂辉石精矿已从澳大利亚奎纳纳港口出发驶向中国 |
| 2017/3/15 | 公告称第二批 16662 吨品味为 6%和 4%的锂辉石精矿已经从澳大利亚奎纳纳港口出运 |
| 2017/6/16 | 公告称已发运了四批次约 7.9 万吨锂精矿，其中已经投入生产 3.8 万吨 |
| 2016/6/30 | 互动易平台称公司第五船澳矿已装船发出，其中一船装载 3.5 万吨锂精矿已发出，另一船将于 7 月初发出，共计约 5 万吨 |
| 2017/8/9 | 互动易平台称公司第六船约 3 万吨锂精矿已从西澳港运出 |

资料来源：公司公告，互动易平台，华泰证券研究所

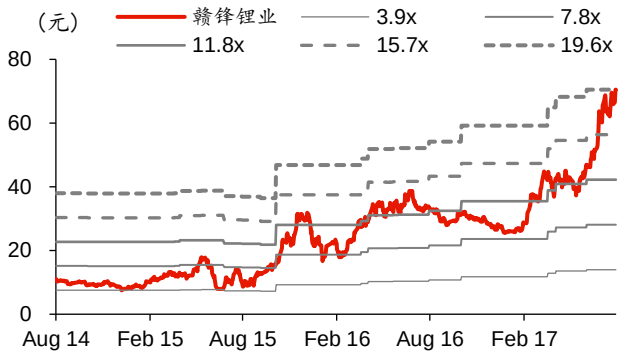
## PE/PB - Bands

**图表2： 赣锋锂业历史 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3： 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 | 3,176 | 5,842 | 8,938 |
| 现金 | 180.73 | 197.75 | 990.75 | 1,892 | 3,523 |
| 应收账款 | 361.37 | 443.73 | 1,013 | 1,638 | 2,067 |
| 其他应收账款 | 7.41 | 21.42 | 31.03 | 54.01 | 70.69 |
| 预付账款 | 20.57 | 82.00 | 122.14 | 211.93 | 283.26 |
| 存货 | 313.15 | 534.35 | 608.64 | 1,451 | 2,244 |
| 其他流动资产 | 123.07 | 195.32 | 410.52 | 595.47 | 749.61 |
| 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 | 5,744 | 8,762 | 11,786 |
| 流动负债 | 482.88 | 1,191 | 1,949 | 3,123 | 3,699 |
| 短期借款 | 171.70 | 438.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 174.22 | 278.22 | 866.82 | 1,431 | 1,754 |
| 其他流动负债 | 136.96 | 474.03 | 1,082 | 1,692 | 1,945 |
| 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 | 2,094 | 3,255 | 3,840 |
| 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 | 2,183 | 4,039 | 6,479 |
| 归属母公司股 | 1,883 | 2,488 | 3,648 | 5,504 | 7,943 |
| 负债和股东权益 | 2,528 | 3,809 | 5,744 | 8,762 | 11,786 |

### 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 | 1,389 | 1,071 | 1,389 |
| 净利润 | 124.80 | 465.42 | 1,235 | 1,857 | 2,440 |
| 折旧摊销 | 79.93 | 90.84 | 106.57 | 157.33 | 199.18 |
| 财务费用 | 18.72 | 17.32 | 9.18 | (18.38) | (43.90) |
| 投资损失 | (1.45) | (22.32) | (304.47) | (317.92) | (317.92) |
| 营运资金变动 | 109.26 | (85.43) | 313.61 | (654.99) | (933.99) |
| 其他经营现金 | 34.71 | 192.64 | 29.17 | 47.48 | 45.29 |
| 投资活动现金 | (550.22) | (884.26) | (53.10) | (183.62) | 189.30 |
| 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) | 183.25 | 262.67 | 282.69 |
| 筹资活动现金 | (16.85) | 230.92 | (542.96) | 13.91 | 53.03 |
| 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 | (128.82) | 26.66 | 47.15 |
| 现金净增加额 | (199.08) | 6.31 | 793.00 | 900.87 | 1,631 |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,354 | 2,844 | 4,917 | 8,218 | 10,641 |
| 营业成本 | 1,059 | 1,861 | 3,467 | 5,963 | 7,686 |
| 营业税金及附加 | 5.67 | 20.99 | 27.64 | 49.05 | 64.79 |
| 营业费用 | 34.55 | 50.87 | 73.75 | 123.26 | 138.34 |
| 管理费用 | 81.01 | 101.87 | 147.50 | 246.53 | 266.04 |
| 财务费用 | 18.72 | 17.32 | 9.18 | (18.38) | (43.90) |
| 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 | 304.47 | 317.92 | 317.92 |
| 营业利润 | 129.50 | 575.94 | 1,482 | 2,170 | 2,847 |
| 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 | 1,450 | 2,172 | 2,848 |
| 所得税 | 25.10 | 69.00 | 214.77 | 314.99 | 408.49 |
| 净利润 | 124.80 | 465.42 | 1,235 | 1,857 | 2,440 |
| 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 | 1,235 | 1,857 | 2,439 |
| EBITDA | 228.15 | 684.11 | 1,598 | 2,309 | 3,002 |
| EPS (元) | 0.33 | 0.62 | 1.64 | 2.47 | 3.24 |

### 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 | 72.87 | 67.14 | 29.49 |
| 营业利润 | 40.55 | 344.73 | 157.29 | 46.46 | 31.18 |
| 归属母公司净利润 | 45.99 | 271.03 | 165.92 | 50.36 | 31.39 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 21.78 | 34.57 | 29.48 | 27.43 | 27.78 |
| 净利率 | 9.24 | 16.33 | 25.11 | 22.59 | 22.92 |
| ROE | 6.65 | 18.66 | 33.85 | 33.73 | 30.71 |
| ROIC | 7.10 | 25.31 | 62.31 | 60.48 | 62.85 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 25.49 | 34.61 | 36.46 | 37.15 | 32.58 |
| 净负债比率 (%) | 45.59 | 45.11 | 6.49 | 4.04 | 3.66 |
| 流动比率 | 2.08 | 1.24 | 1.63 | 1.87 | 2.42 |
| 速动比率 | 1.42 | 0.78 | 1.31 | 1.39 | 1.79 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.60 | 0.90 | 1.03 | 1.13 | 1.04 |
| 应收账款周转率 | 4.63 | 6.75 | 6.46 | 5.94 | 5.50 |
| 应付账款周转率 | 7.50 | 8.23 | 6.06 | 5.19 | 4.83 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.62 | 1.64 | 2.47 | 3.24 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.49 | 0.87 | 1.85 | 1.42 | 1.84 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.50 | 3.31 | 4.85 | 7.31 | 10.55 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 423.94 | 114.26 | 42.97 | 28.58 | 21.75 |
| PB (倍) | 28.18 | 21.32 | 14.55 | 9.64 | 6.68 |
| EV_EBITDA (倍) | 223.03 | 74.38 | 31.85 | 22.03 | 16.95 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责申明

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门、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：AOK809

©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

**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

**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

**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