

强烈推荐-A (维持)

赣锋锂业 002460.SZ

目标估值: 无
当前股价: 87.06 元
2017 年 10 月 27 日

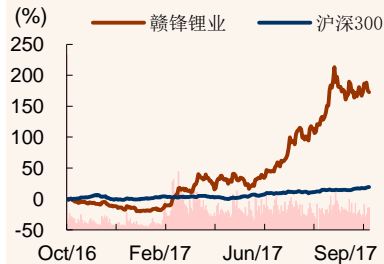
自有资源率逐步上升 持续受益于行业景气

基础数据

上证综指	3408
总股本 (万股)	72890
已上市流通股 (万股)	51960
总市值 (亿元)	635
流通市值 (亿元)	452
每股净资产 (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	32.4
资产负债率	50.8%
主要股东	李良彬
主要股东持股比例	24.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	133	178
相对表现	-2	117	159



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《赣锋锂业 (002460) 一三季度业绩大幅增长, 符合预期》2016-10-25
- 2、《赣锋锂业 (002460) 一上半年业绩大增符合预期, 往后继续受益新能源产业高景气度》2016-08-23

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

黄梓钊

075583295441
huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

事件:

赣锋锂业发布 2017 年三季度报, 公司前三季度实现营业收入 28.41 亿元, 同比上升 40.51%; 实现归属母公司股东净利润 10.04 亿元, 同比上升 106.57%; 实现每股收益 1.35 元, 同比上升 110.94%, 符合预期。

评论:

1、价格上涨叠加自有矿山产能逐步释放助力业绩稳步提升

公司 2017Q1、Q2、Q3 扣非净利润分别为 1.25/2.73/4.00 亿元, 同比增长 9.6%、73.9%、107.3%, Q3 单季业绩亮眼。原因在于: (1) 2017 年 1-9 月新能源汽车产销数据同比大增, 而锂盐供应在年内仍然缺乏弹性, 导致碳酸锂价格三季度涨势明显。截至 9 月底, 电池级碳酸锂中间价为 16.30 万元/吨, 较年初上涨 29.37%, Q3 均价 15.04 万元/吨, 环比增长 12.75%。考虑到市场传闻明年补贴退坡 20%, 下游企业四季度“抢装”有可能再次出现, 进一步支撑碳酸锂价格。

(2) 公司参股 43.1% 的 Mt Marion 矿山投产顺利推进, 公司未来资源自给量将得到强有力保障。Mt Marion 矿山目前月均产出约 3 万吨锂精矿 (4%~6%品位), 未来计划再新增 20 万吨锂精矿 (6%品位) 产能。随着矿山产能的释放, 公司锂精矿自给率不断提高, 锂盐成本下降, 盈利能力显著增强。

2、产能扩张保障未来业绩增长

公司目前拥有电池级碳酸锂产能 1.4 万吨, 氢氧化锂产能 0.8 万吨。最新获批募投项目用于年产 1.5 万吨电池级碳酸锂、年产 2 万吨单水氢氧化锂及年产 6 亿瓦时大容量锂离子动力电池项目建设; 另年产 1.75 万吨的宁都电池级碳酸锂生产线也正建设中。所有项目建成后, 公司产能将达到 8 万吨 (折合碳酸锂) 以上, 保障业绩增长, 同时公司利用自身锂盐产品优势布局动力电池业务向下游延伸。

3、拟发行股权激励, “业绩+产能”双解锁条件彰显信心

公司拟向 350 名核心员工授予共 1624.5 万股限制性股票, 授予价格为 45.71 元/股, 约占总股本的 2.23%, 其解锁实行“业绩+产能”双解锁条件, 其中, 2017~2020 年业绩考核净利润不低于 11.63/19.95/25.98/30.01 亿元, 产量 (折合碳酸锂当量) 不低于 3.5/5/7/9 万吨。股权激励有助于公司核心团队稳定及激励, 保障未来公司业绩。

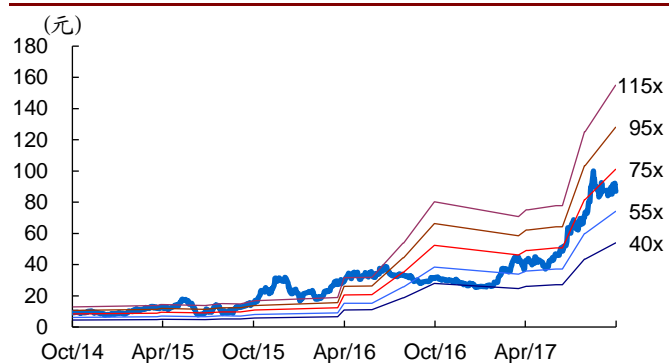
4、估值：预计公司 17-19 年实现归母净利润 14.06/20.88/27.10 亿，EPS 分别为 1.87/2.87/3.60 元/股，对应 PE 分别为 47/31/24 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示

新能源政策持续性不及预期风险、产业链下游信心不足风险、自有矿山产能爬坡不如预期风险、碳酸锂价格大幅波动风险、产能扩张项目进程不及预期风险、公司可转债审批不通过风险。

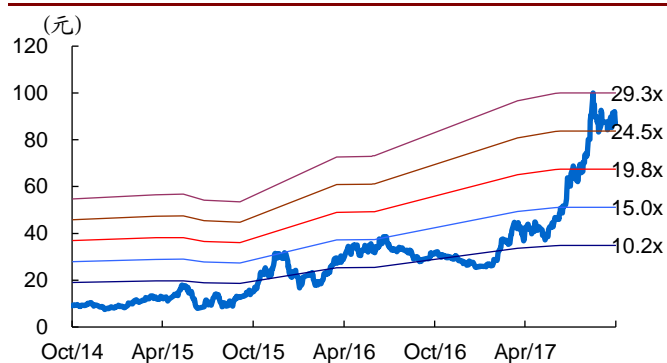
PE-PB Band

图 1：赣锋锂业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：赣锋锂业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1006	1475	2524	4485	6980
现金	181	198	739	2062	3632
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	117	133	206	285	387
应收款项	361	444	653	901	1226
其它应收款	7	21	33	46	62
存货	313	534	687	915	1290
其他	25	143	203	275	381
非流动资产	1521	2334	2226	2132	2049
长期股权投资	169	419	419	419	419
固定资产	590	646	563	491	429
无形资产	232	251	226	203	183
其他	531	1018	1018	1018	1018
资产总计	2528	3809	4750	6617	9030
流动负债	483	1191	798	994	1318
短期借款	172	439	0	0	0
应付账款	174	278	369	491	693
预收账款	24	63	83	111	156
其他	113	411	346	392	469
长期负债	161	127	127	127	127
长期借款	106	56	56	56	56
其他	55	71	71	71	71
负债合计	644	1318	925	1121	1445
股本	378	753	753	753	753
资本公积金	1129	951	951	951	951
留存收益	376	785	2115	3782	5865
少数股东权益	1	2	5	10	16
归属于母公司所有者权益	1883	2488	3819	5485	7568
负债及权益合计	2528	3809	4750	6617	9030

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	366	658	1153	1719	2159
净利润	125	464	1406	2088	2710
折旧摊销	80	91	112	99	87
财务费用	16	21	16	(8)	(19)
投资收益	(1)	(22)	(22)	(22)	(22)
营运资金变动	131	131	(378)	(463)	(631)
其它	15	(26)	19	25	35
投资活动现金流	(550)	(884)	18	18	18
资本支出	(131)	(506)	(4)	(4)	(4)
其他投资	(419)	(378)	22	22	22
筹资活动现金流	(17)	231	(630)	(414)	(607)
借款变动	(346)	94	(539)	0	0
普通股增加	21	375	0	0	0
资本公积增加	384	(178)	0	0	0
股利分配	(36)	(57)	(75)	(422)	(626)
其他	(41)	(3)	(16)	8	19
现金净增加额	(201)	5	541	1323	1570

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1354	2844	4408	6084	8274
营业成本	1059	1861	2469	3285	4633
营业税金及附加	6	21	33	45	61
营业费用	35	51	79	109	148
管理费用	81	102	158	218	296
财务费用	19	17	16	(8)	(19)
资产减值损失	26	238	10	0	0
公允价值变动收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	1	22	22	22	22
营业利润	130	576	1667	2457	3177
营业外收入	22	16	16	16	16
营业外支出	2	57	57	57	57
利润总额	150	534	1625	2415	3135
所得税	25	69	216	322	419
净利润	125	465	1409	2093	2716
少数股东损益	(0)	1	3	5	6
归属于母公司净利润	125	464	1406	2088	2710
EPS (元)	0.33	0.62	1.87	2.77	3.60

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	56%	110%	55%	38%	36%
营业利润	41%	345%	189%	47%	29%
净利润	46%	271%	203%	49%	30%
获利能力					
毛利率	21.8%	34.6%	44.0%	46.0%	44.0%
净利率	9.2%	16.3%	31.9%	34.3%	32.7%
ROE	6.6%	18.7%	36.8%	38.1%	35.8%
ROIC	5.7%	16.6%	37.5%	38.2%	35.8%
偿债能力					
资产负债率	25.5%	34.6%	19.5%	16.9%	16.0%
净负债比率	11.6%	15.6%	1.2%	0.8%	0.6%
流动比率	2.1	1.2	3.2	4.5	5.3
速动比率	1.4	0.8	2.3	3.6	4.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.3	4.4	4.0	4.1	4.2
应收帐款周转率	4.8	7.1	8.0	7.8	7.8
应付帐款周转率	7.5	8.2	7.6	7.6	7.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.33	0.62	1.87	2.77	3.60
每股经营现金	0.97	0.87	1.53	2.28	2.87
每股净资产	4.98	3.31	5.07	7.29	10.06
每股股利	0.15	0.10	0.56	0.83	1.08
估值比率					
PE	262.8	141.1	46.6	31.4	24.2
PB	17.5	26.3	17.2	11.9	8.7
EV/EBITDA	294.8	97.1	36.6	25.8	20.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟浩：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，2017 年加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。