东兴证券
DONGXING SECURITIES

上游下游齐拓展 期待新产能释放

——赣锋锂业（002460）2011 年报点评

2012 年 3 月 13 日

推荐/首次

赣锋锂业 | 年报点评

王明德 | 执业证书编号：S1480511100001

联系人：陈鹏 | chen-peng@dxzq.net.cn 010-66554081

事件：

公司发布 2011 年年报。营业收入 4.75 亿元，同比增长 32.04%，营业利润 5661 万元，同比增长 19.65%，归属上市公司股东净利润 5429 万元，同比增长 27.31%，基本每股收益 0.36 元，每 10 股派发红利 2 元（含税）。

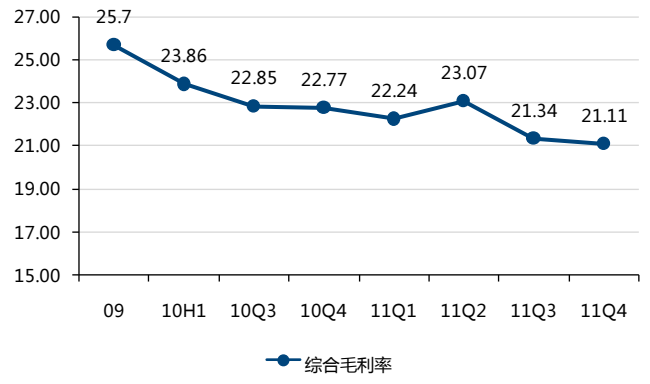
公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	77.65	162.44	244.45	359.72	94.69	196.98	327.74	474.98
增长率（%）	0.00	79.15	50.27	45.72	21.96	21.26	34.07	32.04
毛利率（%）	0.00	23.86	22.85	22.77	22.24	23.07	21.34	21.11
期间费用率（%）	0.00	7.68	7.90	9.62	6.50	8.46	7.04	8.03
营业利润率（%）	0.00	15.91	14.64	13.15	15.57	14.36	13.72	11.92
净利润（百万元）	10.36	20.86	30.69	42.68	12.44	23.77	41.82	53.09
增长率（%）	#DIV/0!	75.92	37.08	26.04	20.12	13.96	36.23	24.39
每股盈利（季度，元）	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.12	0.08
资产负债率（%）	0.00	41.63	13.33	7.46	8.39	13.61	13.87	10.88
净资产收益率（%）	0.00	10.36	6.88	9.43	1.70	3.33	5.89	7.55
总资产收益率（%）	0.00	8.95	7.23	9.95	1.92	3.54	5.69	7.15

评论：

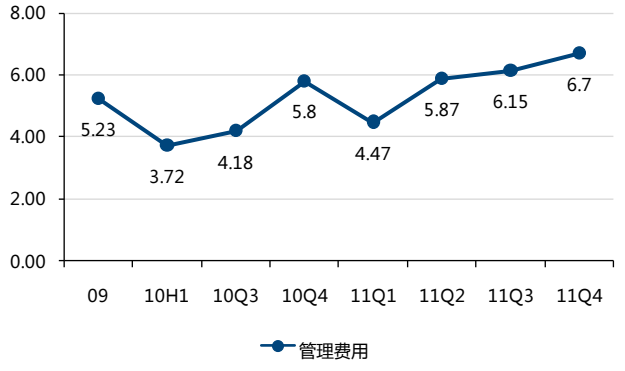
- **毛利率略有下滑，管理费用有所上升：**报告期公司综合毛利率21.11%，相比上年同期22.77%的水平下降了约1.72个百分点。报告期公司管理费率为6.7%，相比上年同期上升了约1个百分点。职工薪酬提高、研发费用支出增加以及一些中介费用提高了本期公司管理费用率。公司2011年职工薪酬指出和研发费用分别为1579万元和1935万元，同比增长57.9%和33.71%。

图 1：公司综合毛利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

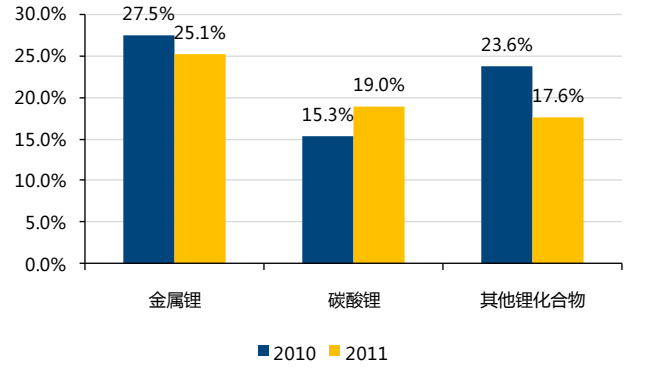
图 2：公司管理费用率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

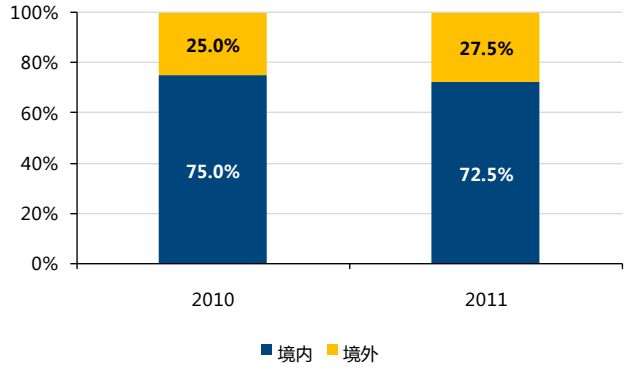
- **分产品毛利率涨跌互现，出口业务占比有所增长：**公司主要产品金属锂和其他锂化合物（包括氟化锂、丁基锂等等）毛利率相比上年同期有所下降，其他锂化合物毛利率仅为17.6%，相比上年同期下降了约6个百分点。公司碳酸锂产品毛利率19%，相比上年同期增加了约3.7个百分点。从利润贡献来看，报告期公司碳酸锂产品营业利润占比26.06%，相比上年同期提高了约6个百分点，占比明显提升。公司出口业务2011年营业利润2740万元，占比为27.5%，相比上年同期提高了2.5个百分点。

图 3：公司分业务毛利率水平



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

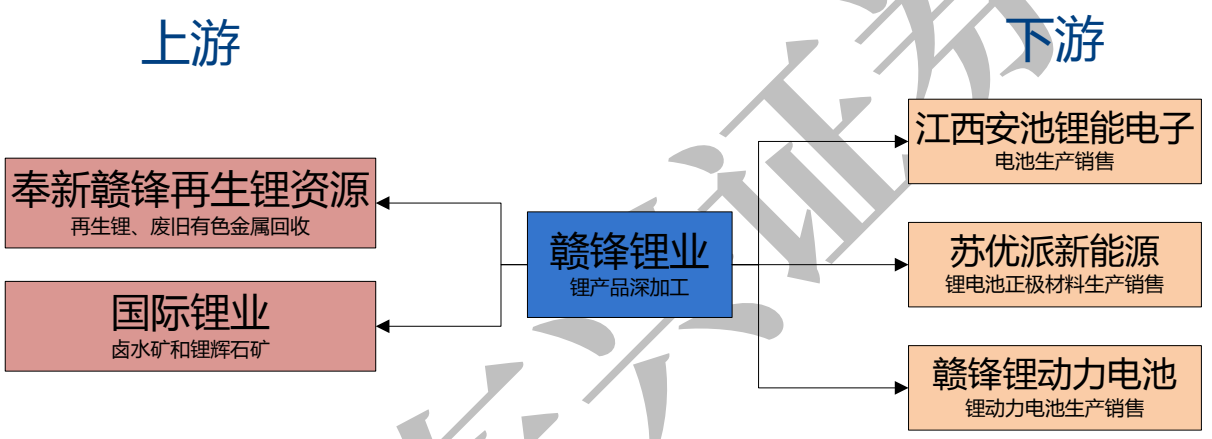
图 4：公司分地区营业利润占比



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

- **公司频频出手，积极拓展锂产业链：**公司作为国内锂深加工方面的领军企业，依托自身技术优势和市场优势，对产业链上下游进行积极拓展。下游方面，公司通过新设公司和收购公司开始介入锂离子电池这一重量级的下游生产领域，包括正极材料和电池组装。在上游方面，公司着眼再生锂和锂矿两大资源，通过奉新赣锋再生锂资源公司介入再生锂回收业务，通过公司香港全资子公司购入加拿大国际锂业股权，对公司原材料方面提供了保障。

图 5：公司上下游拓展



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

➢ **新建产能陆续投产，支撑公司业绩增长：**公司依托公开发行募投项目和公开发行超募资金积极投入产能扩张项目，其中金属锂改扩建项目、丁基锂项目和锂盐生产线项目将于2012年投产。新建产能的投产将对公司未来业绩增长提供有力的支撑。

表 1：公司新建产能

项目名称	原产能	新增产能	投产时间	目前进度
奉新赣锋 650 吨金属锂及锂材加工改扩建项目	400 吨	650 吨	2012 年 3 月	85%
赣锋有机锂年产 150 吨丁基锂项目	75 吨	150 吨	2012 年 2 月	89%
年产 1 万吨锂盐生产线项目	5000 吨	10000 吨	2012 年 5 月	26%
锂云母项目生产线	-	-	-	基本完工
年产 30 吨铷盐生产线技术改造项目	-	-	-	在建
氯化锂技术改造项目	5000 吨	1000 吨	-	已完工
磷酸铁锂中试生产线项目	-	-	-	基本完工

资料来源：公司公告 东兴证券

盈利预测与投资建议

作为国内卤水提锂方面的绝对龙头，公司依托自身技术优势，着力产能扩张和产业链上下游拓展。公司产品主要应用于新材料、新能源、新药品三大新兴领域，“十二五”期间国家新兴产业发展将为公司产品带来广阔的应用市场，为公司新增产能的消化提供了保障，公司未来业绩增长较为确定。我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.498 元、0.663 元、0.842 元，对应 PE51.1 倍、38.33 倍、30.21 倍，首次给与推荐评级。

投资风险

1、新建产能实际效果未达预期；2、原材料价格上涨。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	359.72	474.98	602.64	779.80	1,013.75
(+/-)%	45.72%	32.04%	26.88%	29.40%	30.00%
EBITDA	65.50	78.66	94.85	129.85	168.99
(+/-)%	11.32%	20.08%	20.59%	36.90%	30.14%
净利润	42.64	54.29	74.64	99.52	126.28
(+/-)%	25.93%	27.31%	37.49%	33.33%	26.89%
每股净收益（元）	0.510	0.360	0.498	0.663	0.842

资料来源：东兴证券

附表：投资组合盈利预测和估值

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	359.72	474.98	602.64	26.88%	779.80	29.40%	1,013.75	30.00%
营业成本	277.80	374.72	468.06	24.91%	598.92	27.96%	775.69	29.51%
营业费用	9.68	11.20	14.22	27.04%	17.94	26.11%	23.32	30.00%
管理费用	20.87	31.84	40.38	26.83%	50.69	25.54%	65.89	30.00%
财务费用	4.05	(4.90)	(0.70)	N/A	3.10	N/A	8.92	187.51%
投资收益	0.00	(1.68)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	47.31	56.61	76.87	35.79%	104.82	36.36%	134.88	28.69%
利润总额	51.49	64.59	83.87	29.85%	111.82	33.33%	141.88	26.89%
所得税	8.81	11.50	9.23	-19.77%	12.30	33.33%	15.61	26.89%
净利润	42.68	53.09	74.64	40.60%	99.52	33.33%	126.28	26.89%
归属母公司所有者的净利润	42.64	54.29	74.64	37.49%	99.52	33.33%	126.28	26.89%
NOPLAT	42.58	42.50	67.79	59.50%	96.05	41.68%	127.99	33.25%
资产负债表（百万元）	**2010A**	**2011A**	**2012E**	**增长率%**	**2013E**	**增长率%**	**2014E**	**增长率%**
货币资金	371.31	207.83	180.79	-13.01%	233.94	29.40%	304.12	30.00%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	71.41	91.80	115.57	25.90%	149.55	29.40%	194.42	30.00%
预付款项	29.56	70.76	108.21	52.91%	156.12	44.28%	218.18	39.75%
存货	82.59	120.92	153.88	27.26%	196.91	27.96%	255.02	29.51%
流动资产合计	583.06	533.87	611.77	14.59%	805.50	31.67%	1,061.42	31.77%
非流动资产	193.44	296.07	250.25	-15.48%	223.32	-10.76%	193.14	-13.52%
资产总计	776.50	829.94	862.02	3.86%	1,028.82	19.35%	1,254.55	21.94%
短期借款	0.00	0.00	41.52	N/A	131.04	215.63%	256.03	95.38%
应付帐款	29.13	51.45	57.71	12.15%	73.84	27.96%	95.63	29.51%
预收款项	3.59	4.58	6.39	39.49%	8.73	36.63%	11.77	34.86%
流动负债合计	57.92	90.28	139.46	54.48%	251.53	80.36%	407.81	62.13%
非流动负债	0.00	0.00	8.00	N/A	8.00	0.00%	8.00	0.00%
少数股东权益	4.43	15.61	15.61	0.00%	15.61	0.00%	15.61	0.00%
母公司股东权益	714.15	724.05	760.94	5.09%	815.68	7.19%	885.13	8.51%
净营运资本	525.14	443.60	472.31	6.47%	553.98	17.29%	653.61	17.99%
投入资本IC	346.88	531.48	677.28	27.43%	768.39	13.45%	892.65	16.17%
现金流量表（百万元）	**2010A**	**2011A**	**2012E**	**增长率%**	**2013E**	**增长率%**	**2014E**	**增长率%**
净利润	42.68	53.09	74.64	40.60%	99.52	33.33%	126.28	26.89%
折旧摊销	14.14	26.95	0.00	N/A	21.93	N/A	25.18	14.82%
净营运资金增加	453.59	(81.54)	28.71	N/A	81.67	184.42%	99.63	22.00%
经营活动产生现金流	(4.74)	34.41	(63.51)	N/A	8.51	N/A	7.94	-6.74%
投资活动产生现金流	(70.74)	(161.77)	(20.90)	N/A	3.00	N/A	3.00	0.00%
融资活动产生现金流	426.43	(40.97)	57.37	N/A	41.64	-27.42%	59.24	42.28%
现金净增（减）	350.96	(168.33)	(27.04)	N/A	53.15	N/A	70.18	32.04%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：　　相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　　相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：　　相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券