

行业持续高景气，业绩增长符合预期

2013年4月2日

推荐/维持

赣锋锂业

财报点评

——赣锋锂业（002460）年报点评报告

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司2012年实现营业收入6.28亿元，同比增长32.3%；归属上市公司股东净利润0.696亿元，同比增长28.29%，每股收益0.46元，同比增长27.78%。2012年第四季度单季实现营业收入1.7亿元，同比增长15.7%，单季度每股收益0.11元。公司总资产10.47亿元，同比增长26.26%。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	102.3	130.8	147.2	144.1	155.2	158.5	170.3
增长率（%）	20.6%	59.4%	27.7%	52.2%	51.7%	21.2%	15.7%
毛利率（%）	23.8%	18.7%	20.6%	22.3%	19.9%	20.4%	24.1%
期间费用率（%）	10.3%	4.9%	10.2%	8.8%	9.1%	6.8%	10.6%
营业利润率（%）	13.2%	12.8%	7.9%	13.3%	9.6%	13.2%	8.9%
净利润（百万元）	11.3	18.0	11.3	16.9	14.9	19.6	16.6
增长率（%）	7.8%	89.4%	1.1%	40.3%	36.2%	7.8%	40.3%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.12	0.08	0.11	0.10	0.13	0.11
资产负债率（%）	13.6%	13.9%	10.9%	12.7%	14.4%	13.6%	22.6%
净资产收益率（%）	1.6%	2.5%	1.5%	2.2%	2.0%	2.4%	2.0%
总资产收益率（%）	1.4%	2.1%	1.4%	2.0%	1.7%	2.1%	1.6%

评论：

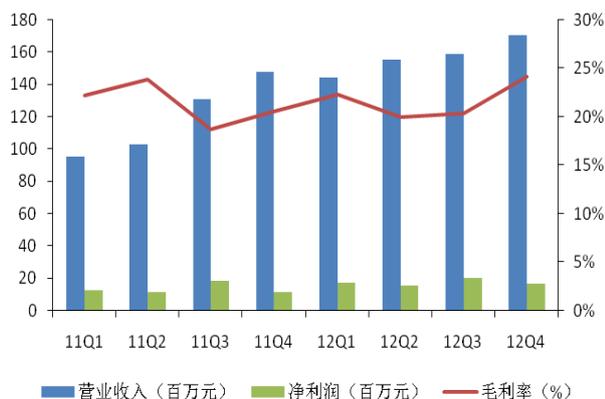
积极因素：

- 行业持续高景气，业绩增长符合预期。** 2012年碳酸锂价格仍然维持高位，行业景气依旧，公司募投项目逐步达产，量价齐升促业绩增长。公司积极推进各项募集资金项目的建设，年产650吨金属锂及锂材生产线技改项目、新建年产150吨丁基锂生产线项目均完工达产，提升了公司各类产品的产能。2012年国际锂业巨头多次提价，公司产品金属锂和丁基锂价格也同步上涨，量价齐升带动了公司业绩增长。
- 投资海外锂矿，提高锂资源保障能力。** 公司目前原料来源包括：智利卤水、澳洲锂辉石、国内锂云母和含锂废料回收四个途径，其中80%以上采购SQM卤水，单一的原料来源增加了原料供应风险。为了提高公司锂资源的自给率，公司通过全资子公司“赣锋国际”与加拿大国际锂业签订了爱尔兰 Blackstair 锂矿项目权益收购协议，获取国际锂业公司在爱尔兰Blackstair 锂矿项目不低于51%权益，未来公司原料来源将逐步提高锂辉石矿和含锂废料回收的比重，实现原料来源多元化。

消极因素:

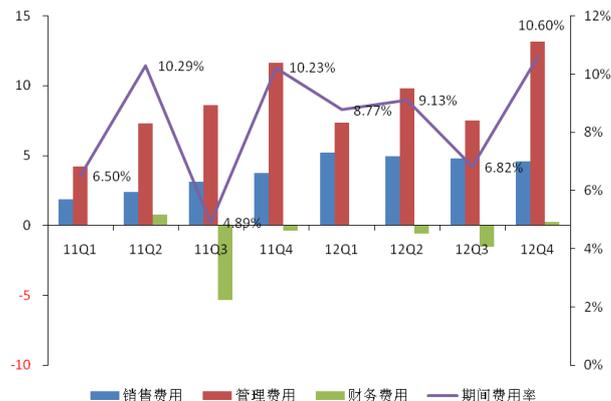
- **全球经济放缓，下游行业需求存在不确定性。**目前全球经济受欧债危机等多重因素的影响，复苏的步伐仍然缓慢，下游行业需求如：玻璃陶瓷、消费电子和化工等需求增长存在不确定性，市场需求增长如若放缓会对公司产品销售产生影响，可能导致新建产能实际效果达不到预期，从而可能使公司业绩受到一定程度的影响。

图 1：单季度营业收入及增长率变化情况



资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：单季度销售费用、管理费用和财务费用变化情况



资料来源：公司公告、东兴证券

业务展望:

- **调整产品结构，定增发力高附加值深加工产品：**公司所处的深加工锂产品产业目前正处于行业生命周期的发展初期，是新兴产业，其快速发展主要得益于来自新药品、新能源、新材料三大领域的旺盛需求。在新药品领域，深加工锂产品主要用作生产他汀类降脂药和新型抗病毒药等新药品的关键中间体；在新能源领域，深加工锂产品主要用于生产一次高能电池、二次锂电池和动力锂电池。

由于下游需求旺盛，公司2013年1月公布的非公开发行方案计划主要投资中高端锂深加工产品，在扩大基础锂盐产能的基础上，逐步提高高附加值锂深加工产品产能。公司1万吨的锂盐项目有望于2013年底初步建成，深加工产品如丁基锂、金属锂材、金属锂产能将稳步提高。公司是国内唯一规模化供应丁基锂(运用于医药和化工领域)的企业，该产品毛利率水平高达40%左右。

表 1：公司主要产品产量预测(单位：吨)

产品	2012A	2013E	2014E	2015E
金属锂	600	650	700	700
丁基锂	210	250	270	270
氯化锂	1,775	1,775	1,775	1,775
氟化锂	1,200	1,500	1,500	1,500
电池级碳酸锂	4,200	4,200	4,500	4,500
超薄锂带及锂材(增发)			0.00	500
新型三元前驱体材料(增发)			0.00	4000

资料来源：东兴证券

盈利预测与投资建议:

公司通过调整产品结构，逐步提升高附加值的锂深加工产品产能，公司金属锂、丁基锂产品下游主要是新药品、新能源和新材料三大领域，需求景气度高，公司产品量价齐升将显著带动业绩增长。如果考虑2014、2015年增发摊薄影响（按照增发3180万股），预计公司2013~2015年每股收益将达到0.51元、0.60元、0.96元，对应PE分别为：35.7、30.7和19.0倍，维持“推荐”投资评级。

表 2：盈利预测及关键指标

百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	628.15	621.69	969.06	1,694.66
主营收入增长率	32.25%	-1.03%	55.88%	74.88%
EBITDA（百万元）	100.40	145.90	196.63	293.46
EBITDA 增长率	27.65%	45.31%	34.78%	49.24%
净利润（百万元）	69.64	78.67	110.33	178.08
净利润增长率	28.29%	12.95%	40.26%	61.40%
ROE	8.64%	9.35%	11.88%	17.50%
EPS（元）	0.460	0.515	0.598	0.965
P/E	39.96	35.70	30.75	19.05
P/B	3.48	3.34	3.65	3.33
EV/EBITDA	27.79	18.81	17.25	12.19

资料来源：东兴证券

风险提示:

- 1) 工业级、电池级碳酸锂价格大幅下降对公司业绩造成的影响
- 2) 锂盐产品下游需求减少，公司新增产能项目进展低于预期

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	628.15	621.69	-1.03%	969.06	55.88%	1,694.66	74.88%
营业成本	491.61	476.58	-3.06%	749.24	57.21%	1,316.24	75.68%
营业费用	19.59	14.30	-27.02%	22.29	55.88%	38.98	74.88%
管理费用	37.88	37.30	-1.54%	58.14	55.88%	101.68	74.88%
财务费用	(1.81)	4.90	N/A	12.38	152.57%	29.51	138.33%
投资收益	(2.40)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	70.15	84.55	20.53%	121.81	44.07%	201.50	65.43%
利润总额	82.10	92.55	12.73%	129.81	40.26%	209.50	61.40%
所得税	14.10	13.88	-1.56%	19.47	40.26%	31.43	61.40%
净利润	68.00	78.67	15.69%	110.33	40.26%	178.08	61.40%
归属母公司所有者的净利润	69.64	78.67	12.95%	110.33	40.26%	178.08	61.40%
NOPLAT	56.60	76.03	34.34%	114.06	50.01%	196.36	72.16%
资产负债表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	88.66	279.76	215.54%	436.08	55.88%	762.60	74.88%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	138.91	119.23	-14.17%	185.85	55.88%	325.00	74.88%
预付款项	83.70	93.23	11.39%	108.22	16.07%	134.54	24.33%
存货	185.51	152.77	-17.65%	240.17	57.21%	421.92	75.68%
流动资产合计	557.86	691.46	23.95%	1,042.76	50.80%	1,770.76	69.81%
非流动资产	490.04	459.24	-6.29%	446.79	-2.71%	384.35	-13.98%
资产总计	1,047.90	1,150.70	9.81%	1,489.55	29.45%	2,155.11	44.68%
短期借款	70.72	215.52	204.76%	435.88	102.25%	947.50	117.37%
应付帐款	76.72	48.31	-37.03%	75.95	57.21%	133.43	75.68%
预收款项	3.49	4.73	35.62%	6.67	40.94%	10.06	50.80%
流动负债合计	237.29	299.96	26.41%	551.84	83.97%	1,128.36	104.47%
非流动负债	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	4.27	4.27	0.00%	4.27	0.00%	4.27	0.00%
母公司股东权益	806.34	841.50	4.36%	928.46	10.33%	1,017.50	9.59%
净营运资本	320.57	391.50	22.13%	490.91	25.39%	642.40	30.86%
投入资本 IC	782.34	771.53	-1.38%	922.54	19.57%	1,206.67	30.80%
现金流量表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	68.00	78.67	15.69%	110.33	40.26%	178.08	61.40%
折旧摊销	32.07	0.00	N/A	62.44	N/A	62.44	0.00%
净营运资金增加	(123.03)	70.94	N/A	99.41	40.14%	151.48	52.38%
经营活动产生现金流	(11.68)	117.49	N/A	23.71	-79.82%	(64.54)	N/A
投资活动产生现金流	(191.07)	(27.76)	N/A	(52.00)	N/A	(2.00)	N/A

融资活动产生现金流	77.29	101.37	31.15%	184.61	82.12%	393.06	112.91%
现金净增（减）	(125.46)	191.10	N/A	156.32	-18.20%	326.52	108.88%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

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。

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。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。