



谨慎
买入

19% ↑

目标价格:人民币 22.50
原目标价格:人民币 23.90

002460.CH

价格:人民币 18.83

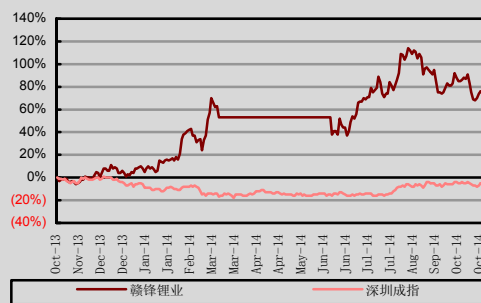
目标价格基础:5.0倍14年市净率

板块评级:未有评级

本报告要点

- 3季度业绩符合预期,但美拜电子盈利预测低于预案。
- 下调2014-16年盈利预测,下调目标价格

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	58.8	(4.7)	(16.4)	74.4
相对深证成指	59.1	(4.8)	(19.4)	79.8

发行股数(百万)	357
流通股(%)	56
流通股市值(人民币 百万)	3,730
3个月日均交易额(人民币 百万)	149
净负债比率(%) (2014E)	9.5
主要股东(%)	
李良彬	25

资料来源:公司数据,聚源及中银国际研究
以2014年10月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属:稀有金属

乐宇坤

(8621)20328559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

赣锋锂业

3季度业绩平稳增长,但美拜电子盈利预测下调

赣锋锂业公告2014年3季度净利润为2,068万元(由于增发新股,每股收益同比下跌4.5%至0.058元),同比增长11.4%,较上季度环比上涨6.1%;扣非后净利润同比增长6.4%至1,738万元,环比增加5.3%。值得关注的是3季度毛利率由2季度的19.7%回升至20.6%,总体仍保持平稳。公司公告了2014年盈利预测为7,412至9,636万元,同比增长0-30%,我们的盈利预测(不包括美拜电子)基本处于这个区间的中段。2014年9月底公司公告了美拜电子相关的重组报告书,和原预案相比,承诺的美拜电子2014-16年实现的扣除非经常性损益后的净利润数由原先的不低于3,600万元、4,680万元、6,084万元下调为不低于3,300万元、4,300万元和5,600万元,公司同时公布了备考盈利预测,2014年和2015年净利润分别为10,536万元和13,446万元,这低于我们预期。公司3季度盈利基本符合预期,但公司下调了对美拜电子的盈利预测,由此我们将公司2014-16年的盈利预测(包括了美拜电子)分别下调1.8%、13.4%和14.3%,未来3年的净利润复合增长率仍可达到32%,由此我们将公司的目标价格由23.90元下调至22.50元,我们对公司维持谨慎买入的评级。

支撑评级的要点

- 新能源汽车给锂电材料市场带来重大市场机遇。
- 拥有完整的锂深加工产业链,并行业内具有明显的管理和技术优势。
- 实现锂原料的多元化多渠道供应,积极参与上游锂矿资源的开发,从而有效控制原材料成本上升。

评级面临的主要风险

- 市场竞争激烈超过预期,导致公司产品价格下滑或新产品销售受阻。
- 收购资产的整合。
- 锂矿涨价,但近期内公司投资的锂上游资源无法供货。

估值

- 考虑到公司的多重优势以及未来盈利处于上升阶段,我们相信公司可以较同类公司获得一定的估值溢价。由于下调了盈利预测,我们将目标价由23.90元下调至22.50元,这是基于5.0倍的2014年市净率。在我们的目标价下,目前股价有近19%的上升空间,对公司维持谨慎买入的评级。

投资摘要

年结日:12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	626	684	1,231	1,639	1,997
变动(%)	32	9	80	33	22
净利润(人民币 百万)	70	74	119	140	169
全面摊薄每股收益(人民币)	0.228	0.243	0.333	0.365	0.441
变动(%)	25.9	6.4	37.1	9.8	20.9
先前预测每股收益(人民币)			0.339	0.421	0.515
调整幅度(%)			(1.8)	(13.4)	(14.3)
全面摊薄市盈率(倍)	82.6	77.6	56.6	51.6	42.7
价格/每股现金流量(倍)	186.8	89.4	(36.0)	(640.7)	93.6
每股现金流量(人民币)	0.10	0.21	(0.52)	(0.03)	0.20
企业价值/息税折旧前利润(倍)	66.2	54.1	37.4	25.9	20.3
每股股息(人民币)	0.235	0.176	0.141	0.155	0.187
股息率(%)	1.2	0.9	0.7	0.8	1.0

*:假设美拜电子和增发新股在2015年初完成

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

2014年3季度净利润同比增长11%

赣锋锂业公告 2014 年前 3 季度净利润同比增长 11.9% 至 5,981 万人民币，占我们全年盈利预测的 70%（不包括美拜电子的贡献），基本符合我们预期，此外扣非后净利润同比增长 16.3% 至 5,302 万元。

分季度看，14 年 3 季度净利润为 2,068 万元（由于增发新股，每股收益同比下跌 4.5% 至 0.058），同比增长 11.4%，较上季度环比上涨 6.1%；扣非后净利润同比增长 6.4% 至 1,738 万元，环比增加 5.3%。值得关注的是 3 季度毛利率由 2 季度的 19.7% 回升至 20.6%，总体仍保持平稳。

图表 1. 季度利润及毛利率

	12 年 1 季度	12 年 2 季度	12 年 3 季度	12 年 4 季度	13 年 1 季度	13 年 2 季度	13 年 3 季度	13 年 4 季度	14 年 1 季度	14 年 2 季度	14 年 3 季度
净利润(人民币, 百万)	17.2	15.4	20.1	17.0	17.5	17.4	18.6	20.7	19.7	19.5	20.7
毛利率(%)	22.1	19.5	20.1	23.8	22.1	22.2	21.9	25.4	23.5	19.7	20.6

资料来源: 公司数据

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	13 年 3 季度	14 年 3 季度	同比变化(%)
销售收入	168	222	32.7
销售成本	(131)	(176)	34.7
营业税	(0)	(0)	n/a
毛利润	37	46	24.8
其他经营性收入	0	0	n/a
销售费用	(5)	(6)	34.9
管理费用	(14)	(17)	18.7
资产减值损失	1	1	(23.4)
经营利润	19	23	25.1
财务费用	(1)	(2)	84.7
投资收入	0	(0)	n/a
其它非经营性收入	(1)	4	n/a
税前利润	16	25	54.6
税金	(2)	(4)	135.1
少数股东权益	4	(0)	n/a
净利润	19	20.68	11.4
全面摊薄每股收益(元)	0.061	0.058	(4.5)
盈利能力(%)			
毛利率	21.9	20.6	
经营利润率	11.1	10.4	
净利率	11.1	9.3	

资料来源: 公司数据

公告的 14 年盈利预测基本符合预期

公司公告了 2014 年盈利预测，2014 年净利润为 7,412 至 9,636 万元，同比增长 0-30%，我们的盈利预测 8,540 万元基本处于这个区间的中段。

美拜电子正式盈利预测低于预案

2014年6月9日公司公告拟购买深圳市美拜电子有限公司合计100%股权。交易价格为4.00亿元。为此公司拟向李万春、胡叶梅支付现金对价1.2亿元，并向李万春、胡叶梅发行股份支付对价2.8亿元；同时，公司拟向特定对象发行股份募集配套资金和使用自有资金支付上述的现金对价和相关费用，募集配套资金总额不超过本次交易总额的25%。

2014年9月30日公司公告了相关的重组报告书，和6月的预案相比，承诺的美拜电子2014年、2015年、2016年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数由原先的不低于3,600万元、4,680万元、6,084万元下调为不低于3,300万元、4,300万元和5,600万元（2015年和2016年每年均以30%增速增长），否则应予以补偿。此外，自2014年3月31日起至交割日止，美拜电子在此期间产生的收益由上市公司享有。公司同时公布了备考盈利预测，2014年和2015年净利润分别为10,536.19万元和13,446.16万元，这低于我们预期的1.208亿元和1.615亿元，主要还是由于美拜电子销售收入以及盈利预测下调。

图表3.美拜电子预计盈利情况（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年预测	2015年预测	2016年预测	2017年预测	2018年预测	2019年预测
收入	23,009	29,972	44,773	54,218	65,817	67,186	67,760	67,760
成本	n/a	n/a		43,396	52,505	53,574	54,023	54,023
净利润	954	2,353	3,237	4,270	5,514	5,596	5,608	5,608
增速(%)	n/a	146.7	37.5	31.9	29.1	1.5	0.2	0.0

资料来源：中银国际研究

下调盈利预测

公司3季度盈利基本符合预期，但公司下调了对美拜电子的盈利预测，由此我们将公司2014-16年的盈利预测分别下调1.8%、13.4%和14.3%（包括了美拜电子）。未来3年的净利润复合增长率仍可达到32%。

维持谨慎买入评级

考虑到公司的多重优势以及未来盈利处于上升阶段，我们相信公司可以较同类公司获得一定的估值溢价。由于我们下调了盈利预测，我们将公司的目标价格由23.90元下调至22.50元，这是基于5.0倍的2014年市净率。在我们的目标价下，目前股价有近19%的上升空间，我们对公司维持**谨慎买入**的评级。



损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	626	684	1,231	1,639	1,997
销售成本	(491)	(527)	(971)	(1,287)	(1,568)
经营费用	(33)	(39)	(76)	(94)	(99)
息税折旧前利润	101	119	184	258	331
折旧及摊销	30	34	42	63	93
经营利润(息税前利润)	71	85	142	194	238
净利息收入/(费用)	6	(4)	(8)	(10)	(12)
其他收益/(损失)	9	8	13	(0)	(3)
税前利润	82	86	145	182	220
所得税	(14)	(17)	(26)	(42)	(51)
少数股东权益	2	5	0	0	0
净利润	70	74	119	140	169
核心净利润	70	74	119	140	169
每股收益(人民币)	0.228	0.243	0.333	0.365	0.441
核心每股收益(人民币)	0.228	0.243	0.333	0.365	0.441
每股股息(人民币)	0.235	0.176	0.141	0.155	0.187
收入增长(%)	32	9	80	33	22
息税前利润增长(%)	32	20	67	37	22
息税折旧前利润增长(%)	28	18	54	40	28
每股收益增长(%)	26	6	37	10	21
核心每股收益增长(%)	26	6	37	10	21

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	82	86	145	182	220
折旧与摊销	30	34	42	63	93
净利息费用	(2)	7	10	12	15
运营资本变动	(64)	(55)	(350)	(228)	(200)
税金	(19)	(8)	(35)	(42)	(51)
其他经营现金流	3	1	1	1	1
经营活动产生的现金流	31	64	(187)	(11)	77
购买固定资产净值	(214)	(264)	(380)	(145)	(50)
投资减少/增加	1	4	1	1	1
其他投资现金流	(13)	(9)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(225)	(269)	(379)	(144)	(49)
净增权益	0	483	0	410	0
净增债务	71	203	0	100	0
支付股息	(30)	(30)	(27)	(43)	(50)
其他融资现金流	35	5	168	(12)	(15)
融资活动产生的现金流	75	661	141	455	(65)
现金变动	(119)	456	(424)	300	(36)
期初现金	208	89	545	121	421
公司自由现金流	(191)	(202)	(562)	(152)	31
权益自由现金流	(122)	(5)	(575)	(67)	14

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	89	545	121	421	385
应收帐款	198	271	487	648	790
库存	186	219	395	525	640
其他流动资产	86	37	51	61	70
流动资产总计	558	1,072	1,054	1,656	1,886
固定资产	394	582	922	1,005	963
无形资产	67	105	102	99	96
其他长期资产	24	31	30	28	27
长期资产总计	490	724	1,059	1,138	1,093
总资产	1,048	1,796	2,113	2,794	2,979
应付帐款	110	107	197	261	318
短期债务	71	267	267	367	367
其他流动负债	56	74	32	41	50
流动负债总计	237	448	495	669	735
长期借款	0	7	7	7	7
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	153	178	357	383	383
储备	654	1,163	1,255	1,735	1,854
股东权益	806	1,341	1,611	2,118	2,237
少数股东权益	4	(0)	(0)	(0)	(0)
总负债及权益	1,048	1,796	2,113	2,794	2,979
每股帐面价值(人民币)	5.28	7.52	4.52	5.52	5.83
每股有形资产(人民币)	4.84	6.94	4.23	5.27	5.58
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.12)	(1.52)	0.43	(0.12)	(0.03)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.2	17.4	14.9	15.7	16.6
息税前利润率(%)	11.3	12.4	11.5	11.9	11.9
税前利润率(%)	13.1	12.6	11.8	11.1	11.0
净利率(%)	11.1	10.8	9.6	8.5	8.5
流动性					
流动比率(倍)	2.4	2.4	2.1	2.5	2.6
利息覆盖率(倍)	34.4	9.2	11.0	12.9	13.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	9.5	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.9	1.3	1.7	1.7
估值					
市盈率(倍)	82.6	77.6	56.6	51.6	42.7
核心业务市盈率(倍)	82.6	77.6	56.6	51.6	42.7
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	98.7	92.8	67.7	61.6	51.0
市净率(倍)	3.6	2.5	4.2	3.4	3.2
价格/现金流(倍)	186.8	89.4	(36.0)	(640.7)	93.6
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	66.2	54.1	37.4	25.9	20.3
周转率					
存货周转天数	89.3	108.0	91.0	102.5	106.5
应收帐款周转天数	96.0	125.0	112.4	126.5	131.5
应付帐款周转天数	48.1	57.9	45.0	51.0	52.9
回报率					
股息支付率(%)	51.6	42.4	42.4	42.4	42.4
净资产收益率(%)	9.1	6.9	8.0	7.5	7.8
资产收益率(%)	6.2	4.8	5.9	6.1	6.3
已运用资本收益率(%)	9.2	7.0	8.2	9.0	9.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测