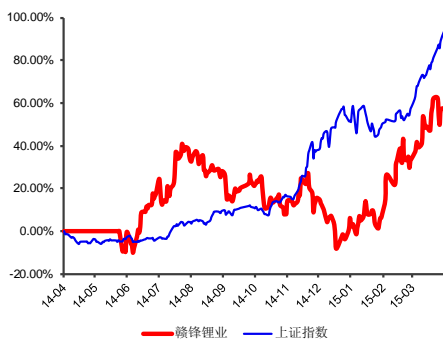


2015年4月14日

——赣锋锂业（002460）2014年报点评

评级：谨慎推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

赣锋锂业（002460）临时公告报点评：
收购锂辉石矿，上游拓展取得实质突破
-2015/4/1

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：

马松

电话：0510-82832380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：4月13日赣锋锂业发布2014年报，公司2014年实现营业收入8.69亿元，同比增长26.7%，归属上市公司净利润8572.7万元，同比增长15.65%，扣非后净利润7360.8万元，同比增长14.41%，基本每股收益0.24元，加权平均净资产收益率5.47%。公司分配预案为拟每10股派1元（含税）。

点评：

- 下游需求良好，营收快速增长。2014年国内消费电子增速平稳，新能源汽车爆发，导致公司锂产品下游需求良好，同时公司的万吨锂盐项目和超薄锂带业务产能逐渐投放，营收增长较快。
- 金属锂业务快速增长，毛利率有所下滑。金属锂业务一直是公司具备核心优势的业务，近年来随着电池需求的崛起，金属锂下游一直保持了较快的增长，10年来国内金属锂需求的复合增长在17%左右。14年公司金属锂系列产品实现收入3.79亿元，同比增长26.53%，毛利率22.3%，同比下降4.22%。一方面公司年产500吨超薄锂带及锂材业务，部分完成投产，产能未完全释放，导致项目的固定资产折旧有所增加，另一方面锂材业务加工的毛利率低与公司之前的金属锂业务，因此公司毛利率出现了较大下滑。预计15年在产能进一步释放后，毛利率将会得到改善。
- 万吨锂盐项目初建成，碳酸锂业务高速增长。2014年公司碳酸锂业务实现收入2.31亿元，同比增长40.12%，毛利率14.3%，同比下降2.55%。国内2014年新能源汽车的爆发，对动力电池需求大增，使得碳酸锂的需求持续向好，智利洪水更进一步推升了锂产品价格上涨预期，当前国内碳酸锂报价已经在5万元上下，达到近年来的最高水平。我们认为年内锂产品价格仍将保持上涨。公司将会有所受益。公司万吨锂盐项目已经建成，15年产能将大幅释放，需求端仍保持高速增长，预计毛利率将有所回升。
- 其他锂产品稳定增长。2014年公司其他锂产品业务实现收入2.57

亿元，同比增长 15.84%，毛利率 28.18%，同比增长 4.68%。其他产品中包括了丁基锂、氢氧化锂、氟化锂、氯化锂等产品。丁基锂盈利能力强，下游是医药，增长稳定。电池级氢氧化锂产品 14 年下半年以来需求旺盛，三元材料线路的崛起将使得氢氧化锂需求大幅增长。

- **公司锂行业上下游一体化战略初步落实。**2014 年公司在上下游一体化战略的实施上取得了重要成果。上游加大对资源投资力度，在海外资源拓展更进一步。国内近期拟收购西部资源的江西锂业 100% 股权，控制江西 6 万吨的锂辉石矿。下游收购美拜电子进入消费电子电池领域，参股波士顿电池，进军动力电池领域。整个上下游一体化的业务布局初步完成。
- **维持“谨慎推荐”评级。**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.30 元、0.37 元、0.49 元，市盈率分别为 86 倍、69 倍、53 倍，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**1、新能源汽车推广不达预期；2、锂产品涨价不及预期；3、原料供应受到影响。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	869.5	1,057.3	1,372.5	1,756.7
YOY	26.70%	21.60%	29.82%	27.99%
归属母公司净利润	85.7	107.4	133.2	175.2
EPS(元)	0.24	0.30	0.37	0.49
P/E	107.7	86.0	69.3	52.7
P/B	6.7	6.4	6.0	5.6

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	686.3	869.5	1,057.3	1,372.5	1,756.7	现金	535.5	301.5	105.7	137.3	175.7
YOY(%)	9.3%	26.7%	21.6%	29.8%	28.0%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	526.9	683.8	822.4	1,080.4	1,384.3	应收款项净额	287.8	348.4	410.3	438.0	505.3
营业税金及附加	1.7	2.8	3.2	4.1	5.3	存货	219.4	329.1	386.0	445.1	477.7
销售费用	20.2	27.4	33.3	43.2	55.3	其他流动资产	20.0	91.4	91.4	91.4	91.4
占营业收入比(%)	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	流动资产总额	1,062.7	1,070.4	993.3	1,111.8	1,250.1
管理费用	49.7	59.1	71.9	89.2	108.9	固定资产净值	253.7	575.0	619.8	692.4	715.1
占营业收入比(%)	7.2%	6.8%	6.8%	6.5%	6.2%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	91.8	105.7	135.6	166.5	216.9	固定资产净额	253.7	575.0	619.8	692.4	715.1
财务费用	4.9	6.7	10.6	12.3	13.1	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	0.7%	在建工程	328.7	94.1	130.0	86.0	95.0
资产减值损失	3.0	1.2	3.0	4.0	5.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-2.2	3.6	5.0	7.0	9.0	固定资产总额	582.4	669.1	749.8	778.4	810.1
营业利润	77.7	92.1	117.9	146.2	193.8	无形资产	104.9	106.5	101.8	97.2	92.5
营业外净收入	8.4	9.1	9.0	11.0	13.0	长期股权投资	8.8	6.8	11.8	18.8	27.8
利润总额	86.1	101.3	126.9	157.2	206.8	其他长期资产	21.7	25.2	25.1	25.1	25.1
所得税	16.6	16.9	19.5	24.0	31.7	资产总额	1,780.6	1,878.2	1,882.2	2,031.4	2,205.7
所得税率(%)	19.2%	16.7%	15.4%	15.3%	15.3%	循环贷款	266.9	327.5	240.9	273.5	311.4
净利润	69.5	84.4	107.4	133.2	175.2	应付款项	118.9	137.8	163.8	200.6	231.9
占营业收入比(%)	10.1%	9.7%	10.2%	9.7%	10.0%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	-4.6	-1.3	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	18.6	40.1	47.1	0.0	0.0
归属母公司净利润	74.1	85.7	107.4	133.2	175.2	流动负债	404.4	505.4	451.9	474.1	543.3
YOY(%)	6.4%	15.7%	25.3%	24.0%	31.5%	长期借款	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
EPS (元)	0.21	0.24	0.30	0.37	0.49	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	负债总额	439.9	490.4	430.0	499.3	568.5
成长能力						少数股东权益	4.3	(0.3)	1.2	1.2	1.2
营业收入	9.3%	26.7%	21.6%	29.8%	28.0%	股东权益	1,340.7	1,387.8	1,452.2	1,532.2	1,637.3
营业利润	23.7%	18.6%	28.0%	24.0%	32.5%	负债和股东权益	1,780.6	1,878.2	1,882.2	2,031.4	2,205.7
净利润	6.4%	15.7%	25.3%	24.0%	31.5%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	23.2%	21.4%	22.2%	21.3%	21.2%	税后利润	69.5	84.4	107.4	133.2	175.2
净利率(%)	10.1%	9.7%	10.2%	9.7%	10.0%	加: 少数股东损益	(4.6)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	5.5%	6.2%	7.4%	8.7%	10.7%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	5.2%	5.6%	7.2%	8.2%	9.8%	折旧和摊销	34.4	57.8	51.0	58.2	63.0
偿债能力						营运资金的变动	(41.2)	(128.8)	(93.6)	(53.1)	(73.4)
流动比率	2.45	2.30	2.45	2.34	2.30	经营活动现金流	62.7	13.4	64.8	138.3	164.7
速动比率	1.90	1.40	1.27	1.21	1.25	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	24.7%	26.1%	22.8%	24.6%	25.8%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	(252.7)	(205.6)	(122.4)	(76.8)	(84.1)
总资产周转率	38.5%	46.3%	56.2%	67.6%	79.6%	投资活动现金流	(252.7)	(205.6)	(122.4)	(76.8)	(84.1)
应收账款周转天数	144.0	133.1	129.9	108.5	97.7	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	152.0	175.7	171.3	150.4	126.0	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
每股指标 (元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.21	0.24	0.30	0.37	0.49	股利分配	30.0	30.6	35.7	43.0	53.3
每股净资产	2.03	2.26	3.76	3.89	4.07	计入循环贷款前融资活动	(27.1)	(27.6)	(41.4)	(47.4)	(61.9)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	679.5	51.4	(96.7)	17.4	19.7
P/E	124.6	107.7	86.0	69.3	52.7	融资活动现金流	652.5	23.8	(138.1)	(30.0)	(42.2)
P/B	6.9	6.7	6.4	6.0	5.6	现金净变动额	462.1	(169.0)	(195.8)	31.5	38.4

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。