

2017年09月07日

赣锋锂业 (002460.SZ)

## 高速成长的全球锂业一体化龙头

■ **高速成长的全球锂业一体化龙头。**赣锋锂业成立于2000年，经过十余年快速发展，已由初期的金属锂加工厂逐步转型成为集上游锂资源开发、中游多品种锂盐加工与回收、下游锂电池材料为一体的全球锂行业龙头企业，也是目前国内锂系列产品种类最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的专业生产商。

■ **大力强化锂资源保障，战略意义极强。**上游资源端，公司已成功收购澳大利亚 RIM 公司 43.1% 股权、加拿大美洲锂业 17.5% 股权和澳大利亚 Pilibara 公司 4.84% 股权，并持有江西锂业 100% 股权、阿根廷 Mariana 卤水矿和爱尔兰 Avalonia 锂辉石矿 55% 股权。供应规模方面，RIM 公司旗下 Mt Marion 矿山预计 2017-2018 年分别生产锂精矿 30 万吨、40 万吨，赣锋在三年内具备独家包销权；Pilibara 旗下 Pilgangoora 矿山预计 2018 年 6 月将实现投产，赣锋具备一期 16 万吨及二期 7.5 万吨锂精矿包销权；美洲锂业 Cauchari-Olaroz 盐湖项目有望于 2019 年投产，赣锋具备 2 万吨碳酸锂当量包销权；江西锂业矿山也将贡献 1 万吨/年的锂精矿供应量。上游锂资源保障为公司拓展下游锂深加工奠定了坚实的基础，战略意义极强。

■ **积极扩张中游碳酸锂产能，2018 年底将实现碳酸锂产能 7.75 万吨，较 2017 年翻倍。**公司目前具备本部卤水及代工产能合计约 2 万吨，马洪万吨锂盐项目产能 2 万吨（锂辉石产线，含 1.2 万吨氢氧化锂产能）；正在建设的锂盐产能包括马洪二期 2 万吨氢氧化锂（预计 2018 年 Q1 投产）与宁都 1.75 万吨碳酸锂产能（预计 2018 年 Q3 投产），预计 2018 年底公司将实现碳酸锂产能约 7.75 万吨，较今年产能实现翻倍。考虑到目前国内锂盐加工产能存在阶段性瓶颈，锂盐加工厂商毛利率维持高位，公司尽早布局锂盐产能将实现优异的投资回报率。

■ **锂资源自给率有望不断提升，产品综合毛利率有望改善。**2017 年 Mt Marion 投产为公司突破前期资源瓶颈，低成本原料比例提升，我们预计随着下半年万吨锂盐产能逐步爬坡到位，产品毛利率将快速上行。展望 2018-2019 年，一是赣锋对 RIM 存在进一步股权收购可能，进一步降低原矿采购成本；二是公司锂资源自产及包销额度较规划锂盐产能仍然富余，这意味着公司将逐步减少现有的部分低毛利代工业务，综合毛利率有望逐步改善。

■ **公开发行可转债，丰富融资渠道。**2017 年 7 月，公司发布公开发行可转债预案，拟募债券资金总额不超过 9.28 亿元，用于年产 6 亿瓦时大容量锂离子动力电池项目、年产 1.5 万吨电池级碳酸锂建设项目、年产 2 万吨单水氢氧化锂项目，我们认为可转债的发行将切实改善公司目前紧张的现金流状态，助推项目进度。

■ **锂价中枢有望持续抬升。**近期我们深入调研青海地区盐湖，2017 年盐湖仍不能实现大规模放量。综合来看，我们维持前期观点：1) 全球锂供需 2017-2018 年有望维持紧平衡状态；2) 锂价有望继续保持强势，考虑到 6 月以后澳矿逐步放量，但冶炼、深加工环节存在消化锂矿的时滞，供应端仍有望维持偏紧状态，且需求有望迎来边际改善，锂价有望继续维持强势。

■ **投资建议：“买入-A”投资评级，6 个月目标价 118 元。**我们预计公司 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.96 元、3.94 元、6.06 元；鉴于锂的涨价弹性与需求远景，以及赣锋目前对于上游锂资源与下游锂深加工的高速扩张进度，首次给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 118 元，相当于 2018 年 30x 的动态市盈率。

■ **风险提示：**1) 新能源车需求不及预期；2) 锂供给释放超预期。

## 公司快报

证券研究报告

稀有金属

投资评级 **买入-A**

首次评级

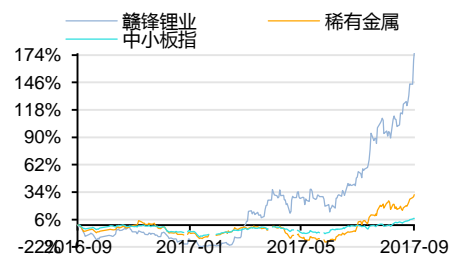
6 个月目标价：**118.00 元**

股价 (2017-09-06) **90.50 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	65,965.89
流通市值 (百万元)	47,023.75
总股本 (百万股)	728.90
流通股本 (百万股)	519.60
12 个月价格区间	25.54/90.50 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	32.31	127.34	169.03
绝对收益	40.59	143.06	177.77

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001  
qiding@essence.com.cn  
010-83321063

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004  
hengkun@essence.com.cn  
010-83321058

蔡宇杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050004  
caiyj@essence.com.cn  
010-83321070

张欣星

报告联系人

zhangxx1@essence.com.cn

### 相关报告

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,353.9	2,844.1	5,235.9	9,611.7	11,980.0
净利润	125.2	464.4	1,429.3	2,871.8	4,414.1
每股收益(元)	0.17	0.64	1.96	3.94	6.06
每股净资产(元)	2.58	3.41	4.25	7.01	11.25
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	527.1	142.1	46.2	23.0	14.9
市净率(倍)	35.0	26.5	21.3	12.9	8.0
净利润率	9.2%	16.3%	27.3%	29.9%	36.8%
净资产收益率	6.6%	18.7%	47.0%	56.5%	53.8%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	9.4%	27.9%	64.6%	81.1%	65.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,353.9	2,844.1	5,235.9	9,611.7	11,980.0	成长性					
减:营业成本	1,059.0	1,860.9	3,271.7	5,237.1	5,583.5	营业收入增长率	55.7%	110.1%	84.1%	83.6%	24.6%
营业税费	5.7	21.0	52.4	96.1	119.8	营业利润增长率	40.5%	344.7%	210.1%	96.5%	53.3%
销售费用	34.6	50.9	78.5	153.8	191.7	净利润增长率	46.0%	271.0%	207.8%	100.9%	53.7%
管理费用	81.0	101.9	157.1	384.5	479.2	EBITDA 增长率	45.7%	199.8%	185.6%	95.9%	48.7%
财务费用	18.7	17.3	80.1	231.3	227.5	EBIT 增长率	49.9%	300.2%	214.6%	100.4%	49.9%
资产减值损失	26.3	238.4	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	49.7%	318.7%	198.5%	100.1%	50.2%
加:公允价值变动收益	-0.6	-0.1	-	-	-	投资资本增长率	40.2%	29.1%	59.3%	85.2%	5.4%
投资和汇兑收益	1.4	22.3	200.0	10.0	10.0	净资产增长率	35.7%	32.2%	26.4%	63.6%	61.1%
营业利润	129.5	575.9	1,786.1	3,509.0	5,378.3	利润率					
加:营业外净收支	20.4	-41.5	-5.0	-	-	毛利率	21.8%	34.6%	37.5%	45.5%	53.4%
利润总额	149.9	534.4	1,781.1	3,509.0	5,378.3	营业利润率	9.6%	20.3%	34.1%	36.5%	44.9%
减:所得税	25.1	69.0	302.8	596.5	914.3	净利润率	9.2%	16.3%	27.3%	29.9%	36.8%
净利润	125.2	464.4	1,429.3	2,871.8	4,414.1	EBITDA/营业收入	16.9%	24.1%	37.3%	39.8%	47.5%
						EBIT/营业收入	10.9%	20.9%	35.6%	38.9%	46.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	155	78	45	28	27
						流动资产周转天数	152	73	66	69	78
						流动资产周转天数	286	157	156	155	207
						应收账款周转天数	77	53	45	44	52
						存货周转天数	85	54	46	35	33
						总资产周转天数	596	401	351	323	376
						投资资本周转天数	421	268	213	203	217
						投资回报率					
						ROE	6.6%	18.7%	46.6%	56.3%	53.6%
						ROA	4.9%	12.2%	23.1%	26.9%	31.4%
						ROIC	9.4%	27.9%	64.6%	81.1%	65.8%
						费用率					
						销售费用率	2.6%	1.8%	1.5%	1.6%	1.6%
						管理费用率	6.0%	3.6%	3.0%	4.0%	4.0%
						财务费用率	1.4%	0.6%	1.5%	2.4%	1.9%
						三费/营业收入	9.9%	6.0%	6.0%	8.0%	7.5%
						偿债能力					
						资产负债率	25.5%	34.6%	49.4%	51.4%	40.4%
						负债权益比	34.2%	52.9%	97.6%	105.8%	67.8%
						流动比率	2.08	1.24	1.11	3.27	4.82
						速动比率	1.44	0.79	0.81	2.61	4.19
						利息保障倍数	7.92	34.25	23.30	16.17	24.65
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.10	-	-	-
						分红比率	45.1%	15.7%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

## 现金流量表

## 业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	124.8	465.4	1,429.3	2,871.8	4,414.1	EPS(元)	0.17	0.64	1.90	3.82	5.86
加:折旧和摊销	80.0	90.8	87.3	87.3	87.3	BVPS(元)	2.58	3.41	4.15	6.82	10.92
资产减值准备	26.3	238.4	10.0	10.0	10.0	PE(X)	527.1	142.1	47.7	23.7	15.4
公允价值变动损失	0.6	0.1	-	-	-	PB(X)	35.0	26.5	21.8	13.3	8.3
财务费用	15.8	20.6	80.1	231.3	227.5	P/FCF	-147.8	291.1	60.4	39.8	17.1
投资损失	-1.4	-22.3	-200.0	-10.0	-10.0	P/S	48.7	23.2	13.0	7.1	5.7
少数股东损益	-0.4	1.1	49.0	40.7	49.9	EV/EBITDA	104.1	29.0	35.2	18.3	11.8
营运资金的变动	129.3	-2.4	-627.7	-1,093.2	-430.9	CAGR(%)	185.8%	112.5%	159.7%	185.8%	112.5%
经营活动产生现金流量	366.0	658.5	828.1	2,137.9	4,348.0	PEG	2.8	1.3	0.3	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-550.2	-884.3	-390.2	-2,309.5	-40.7	ROIC/WACC	0.7	2.1	4.9	6.1	5.0
融资活动产生现金流量	-16.9	230.9	-216.7	3,034.8	-749.2	REP	18.1	3.9	3.7	1.6	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

齐丁、衡昆、蔡宇杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034