

赣锋锂业 (002460)

证券研究报告

2017年12月06日

迎接固态锂电池的商业化

公司发布投资公告：公司董事会通过议案，拟以自有资金 2.5 亿元投资建设第一代固态锂电池生产线。

激励计划勾勒固态锂电池商业化进程。公司在上半年就引入许晓雄博士（科技部新能源全固态锂离子储能电池负责人）等技术人员。跟据公司的激励计划，完成考核需要：在 2018 年 6 月工艺成熟（完成第一代固态锂电池工艺技术成熟，并通过第三方认证）；在 2018 年 12 月建成投产（建成亿瓦时级第一代固态锂电池生产线，并实现送样）；在 2019 年 12 月实现销售（完成 3 亿元销售，二代固态锂电池技术成熟，三代固态锂电池完成可研）。市场普遍认为固态锂电池的商业化销售仍需时日，公司激励计划的时间节点均高于市场预期。

固态锂电池-锂离子电池的终极解决方案。锂电池目前有安全性不高和能量密度较低导致新能源汽车续航里程偏低两大问题。固态锂电池采用固态电解质替换安全性欠佳的隔膜和电解液体系，安全性高；负极也可以改为金属从而获得更高的能量密度。

第一代固态锂离子电池参数较好。按照激励计划，公司第一代固态锂电池电芯的能量密度可达 240WH/KG，按照单车 500 公斤电池组估算，电量可达 80KWH，按照目前 EV 每千瓦时续航 6 公里，续航有望达到 480 公里；千次循环后最大电量仍有 90%，按照家用 3 天充一次电（每天开 160 公里），电池可用 8 年以上；电池具备 5C 以上的充放电能力，也就是说充电速度可达 12 分钟充满。如果可以应用，则基本解决了新能源汽车方便性和安全性的瓶颈。

赣锋的金属锂野望。固态锂电池提升能量密度最重要的一步就是将负极改为金属锂，采用 NCM811 正极与锂金属负极的固态锂电池电芯能量密度有望达到 399Wh/Kg。采用金属锂的固态锂电池的推广，有望带来金属锂需求的提升。公司拥有较长的金属锂生产历史，目前拥有金属锂产能 1500 吨，是全球最大的金属锂生产商之一，有望在固态锂电池推广带来的金属锂需求增长中抢占先机。

盈利预测与评级：我们预测公司 2017-19 年的 EPS 分别为 2.15 元、3.40 元和 4.84 元，对应 12 月 5 日收盘价 68.38 元，动态 PE 分别为 32 倍、20 倍和 14 倍。公司固态锂电池的进程较为清晰，技术参数较好，在金属锂方面有望抢占先机，因此维持公司的“买入”评级。

风险提示：锂价下跌风险，建设计划发生变动调整、奖励对象无意参与等导致实施进度缓慢或无法实施的风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,353.92	2,844.12	3,782.68	5,636.19	6,819.79
增长率(%)	55.72	110.06	33.00	49.00	21.00
EBITDA(百万元)	228.16	684.08	1,977.33	3,160.00	4,498.10
净利润(百万元)	125.15	464.37	1,566.38	2,474.79	3,530.60
增长率(%)	45.99	271.03	237.32	57.99	42.66
EPS(元/股)	0.17	0.64	2.15	3.40	4.84
市盈率(P/E)	398.25	107.33	31.82	20.14	14.12
市净率(P/B)	26.48	20.03	15.31	10.07	6.63
市销率(P/S)	36.81	17.52	13.18	8.84	7.31
EV/EBITDA	104.07	29.02	25.14	15.10	10.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	68.38 元
目标价格	105 元
上次目标价	105 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	728.90
流通 A 股股本(百万股)	519.60
A 股总市值(百万元)	49,842.52
流通 A 股市值(百万元)	35,530.21
每股净资产(元)	4.16
资产负债率(%)	50.77
一年内最高/最低(元)	103.49/24.40

作者

孙亮	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110516110003
sunliang@tfzq.com	
杨诚笑	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com	
田源	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517030003
tianyuan@tfzq.com	
王小芃	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517060003
wangxp@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《赣锋锂业-季报点评:新能源带动锂价上涨，锂资源龙头步入增长快车道》2017-10-25
- 《赣锋锂业-公司点评:从 Mineral Resources 扩产 看赣锋资源扩张》2017-09-07
- 《赣锋锂业-半年报点评:资源掌控力提升 产能不断释放 业绩持续向好》2017-08-24



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	180.73	197.75	302.61	1,869.50	3,590.49
应收账款	368.78	465.14	996.94	769.22	1,367.84
预付账款	20.57	82.00	18.84	101.36	14.08
存货	313.15	534.35	88.53	430.00	359.40
其他	123.07	195.32	552.05	338.47	655.26
流动资产合计	1,006.30	1,474.57	1,958.98	3,508.55	5,987.07
长期股权投资	168.93	419.50	419.50	419.50	419.50
固定资产	589.60	646.17	924.90	1,037.52	1,097.48
在建工程	144.31	482.02	325.21	243.13	175.88
无形资产	231.98	252.73	244.89	237.06	229.22
其他	386.43	533.76	493.56	509.35	503.86
非流动资产合计	1,521.25	2,334.17	2,408.05	2,446.55	2,425.93
资产总计	2,527.55	3,808.74	4,367.03	5,955.09	8,413.00
短期借款	171.70	438.63	557.67	0.00	0.00
应付账款	177.25	295.99	237.64	394.44	188.34
其他	133.94	456.26	200.39	372.02	279.48
流动负债合计	482.88	1,190.88	995.70	766.46	467.82
长期借款	106.00	56.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	55.49	71.36	67.08	64.64	67.70
非流动负债合计	161.49	127.36	67.08	64.64	67.70
负债合计	644.37	1,318.24	1,062.78	831.10	535.52
少数股东权益	0.66	2.22	48.24	176.32	358.01
股本	377.81	752.70	728.91	728.91	728.91
资本公积	1,108.79	712.36	712.36	712.36	712.36
留存收益	1,483.84	1,495.32	2,527.10	4,218.76	6,790.57
其他	(1,087.92)	(472.08)	(712.36)	(712.36)	(712.36)
股东权益合计	1,883.19	2,490.51	3,304.25	5,123.99	7,877.49
负债和股东权益总	2,527.55	3,808.74	4,367.03	5,955.09	8,413.00

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	124.80	465.42	1,566.38	2,474.79	3,530.60
折旧摊销	79.95	90.84	53.54	61.87	67.87
财务费用	15.83	20.56	20.00	25.00	40.00
投资损失	(1.45)	(22.32)	(199.00)	(12.00)	(12.00)
营运资金变动	129.29	(2.43)	(604.91)	310.37	(1,062.18)
其它	17.54	106.39	48.05	130.56	185.75
经营活动现金流	365.97	658.47	884.05	2,990.59	2,750.04
资本支出	693.25	535.22	164.27	82.44	46.95
长期投资	162.11	250.57	0.00	0.00	0.00
其他	(1,405.58)	(1,670.05)	(124.49)	(151.05)	(84.80)
投资活动现金流	(550.22)	(884.26)	39.78	(68.61)	(37.86)
债权融资	293.74	594.63	596.35	51.57	63.42
股权融资	388.47	180.53	(283.67)	(24.63)	(39.75)
其他	(699.06)	(544.25)	(1,131.65)	(1,382.04)	(1,014.87)
筹资活动现金流	(16.85)	230.92	(818.97)	(1,355.09)	(991.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(201.11)	5.13	104.86	1,566.89	1,720.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,353.92	2,844.12	3,782.68	5,636.19	6,819.79
营业成本	1,058.99	1,860.90	1,868.64	2,333.38	2,156.42
营业税金及附加	5.67	20.99	18.63	30.99	40.48
营业费用	34.55	50.87	75.65	84.54	95.48
管理费用	81.01	101.87	94.57	101.45	109.12
财务费用	18.72	17.32	20.00	25.00	40.00
资产减值损失	26.34	238.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.59)	(0.12)	(0.39)	0.30	(0.07)
投资净收益	1.45	22.32	199.00	12.00	12.00
其他	(1.72)	(44.40)	(397.22)	(24.61)	(23.86)
营业利润	129.50	575.94	1,903.79	3,073.13	4,390.23
营业外收入	22.43	15.97	17.75	18.72	17.48
营业外支出	2.04	57.49	21.75	27.09	35.45
利润总额	149.90	534.42	1,899.79	3,064.75	4,372.27
所得税	25.10	69.00	284.97	459.71	655.84
净利润	124.80	465.42	1,614.82	2,605.04	3,716.43
少数股东损益	(0.36)	1.05	48.44	130.25	185.82
归属于母公司净利润	125.15	464.37	1,566.38	2,474.79	3,530.60
每股收益(元)	0.17	0.64	2.15	3.40	4.84

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	55.72%	110.06%	33.00%	49.00%	21.00%
营业利润	40.55%	344.73%	230.55%	61.42%	42.86%
归属于母公司净利润	45.99%	271.03%	237.32%	57.99%	42.66%
获利能力					
毛利率	21.78%	34.57%	50.60%	58.60%	68.38%
净利率	9.24%	16.33%	41.41%	43.91%	51.77%
ROE	6.65%	18.66%	48.11%	50.02%	46.95%
ROIC	9.35%	27.92%	68.45%	84.07%	133.54%
偿债能力					
资产负债率	25.49%	34.61%	24.34%	13.96%	6.37%
净负债率	-7.52%	6.82%	15.91%	3.20%	-13.84%
流动比率	2.08	1.24	1.97	4.58	12.80
速动比率	1.44	0.79	1.88	4.02	12.03
营运能力					
应收账款周转率	4.68	6.82	5.17	6.38	6.38
存货周转率	4.22	6.71	12.15	21.74	17.28
总资产周转率	0.60	0.90	0.93	1.09	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.64	2.15	3.40	4.84
每股经营现金流	0.50	0.90	1.21	4.10	3.77
每股净资产	2.58	3.41	4.47	6.79	10.32
估值比率					
市盈率	398.25	107.33	31.82	20.14	14.12
市净率	26.48	20.03	15.31	10.07	6.63
EV/EBITDA	104.07	29.02	25.14	15.10	10.27
EV/EBIT	160.18	33.47	25.84	15.40	10.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com