

2018年02月22日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

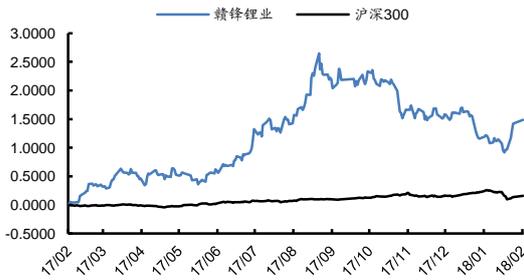
联系人： 孙纯鹏 S0350117050013

021-68930092 suncp@ghzq.com.cn

破除资源瓶颈，锂盐产能即将释放

——赣锋锂业（002460）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
赣锋锂业	14.9	-6.4	154.4
沪深300	-6.5	-4.1	16.1

市场数据 2018-02-22

当前价格（元）	68.23
52周价格区间（元）	27.14 - 103.49
总市值（百万）	50611.06
流通市值（百万）	35452.27
总股本（万股）	74177.14
流通股（万股）	51959.94
日均成交额（百万）	1768.74
近一月换手（%）	75.97

相关报告

《赣锋锂业（002460）事件点评：大举布局锂矿资源，锂资源龙头蓄势待发》——2017-09-08

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ 破除资源瓶颈，锂精矿自给率将达到100%。

公司目前间接持有 Marion 43.1%的股权，Marion 矿山新建 20 万吨生产线将于 2018 年达产，满产产能达到 40 万吨/年。公司将包销其全部 6%品位和部分 4%品位的锂精矿。矿山仍在进行技改以提高 6%锂精矿的供应量，达产时年产能可达 6 万吨碳酸锂当量。公司已经收购了 Pilbara 4.84%股权，Pilbara 一期项目预计将于 2018 年 6 月投产，投产后每年向公司提供品位 6%的锂精矿 16 万吨。公司还持有美洲锂业 17.5%股权，江西锂业 100%的股权、阿根廷 Mariana 卤水矿 80%的股权和爱尔兰 Avalonia 锂辉石矿 55%的股权。预计 2018、2019 年公司锂盐加工产能约为 5、7 万吨碳酸锂当量，随着上游锂资源项目的投产，公司原料自给率有望达到 100%。

■ 公司加工产能将投放，产量提升带动业绩弹性。

公司现有碳酸锂、氢氧化锂产能分别为 2.4、1.2 万吨/年。马洪 2 万吨单水氢氧化锂项目，预计 2018 年春节后投产，全年贡献约三个季度的产量。氢氧化锂产线相对柔性，目前碳酸锂需求大于氢氧化锂，氢氧化锂产线前期用于碳酸锂生产，2 万吨氢氧化锂产能相当于 1.5 万吨碳酸锂。新建宁都赣锋 1.75 万吨碳酸锂产能，预计 2018 年四季度投产，全年贡献一个季度产量。随着需求端放量，下游加工产能逐步投产，公司盈利能力将持续提升。

■ 矿石新增供给有限，碳酸锂价格有望维持稳定。

1) 需求端：2月13日，2018年新能源车补贴政策出台，产业链最大不确定性落地，新政策给予4个月缓冲期，避免了产业链议价和重新申报目录的空窗期，有望出现淡季不淡行情，预计全年新能源车产销量在100万辆以上，考虑到新能源车销量快速增长和单车带电量提升的共振，预计动力电池装机在50Gwh以上，同比增长38%，碳酸锂需求将显著提升。

2) 供给端：除公司投资的 Marion, Pilbara 以外，2018 年矿山新增产能有限，仅 Altura mining, Bald Hill 有少量锂精矿投产，Talison 新建产能预计将于 2019 年 Q2 投产。盐湖产能受到建设周期长，环保考核严的影响，预计到 2019 年才能进入到规模化投产阶段。2018

年全国锂盐新增加工产能超过 8 万吨，但是碳酸锂产能主要受到资源端限制，预计实际产出有限，考虑到需求快速增长，预计 2018 年碳酸锂价格高位震荡，保持在 13.5-16 万元/吨区间。

■ **基于锂深加工优势业务，完善新能源车产业链布局。**

公司引入了许晓雄博士团队（科技部“十二五”新能源领域“全固态锂离子储能电池”负责人），公司拟投资 2.5 亿元建设第一代固态电池中式生产线，规模在亿瓦时级以上。可转债募投的 6 亿瓦时电池产线着重跟固态电池做匹配。固态电池简化电池结构，能量密度明显高于现有动力电池，《中国制造 2025》确定的技术目标是 2020 年锂电池能量密度到 300Wh/kg，2025 年达到 400Wh/kg，2030 年能量密度达到 500Wh/kg，高能量密度要求有望推动固态电池发展。公司目前公司已经打通了锂产品深加工全产业链，未来新能源车上下游布局有望进一步深化。

■ **股权激励计划绑定核心人员利益，业绩解锁条件彰显管理层信心。**

公司已经于 2017 年 12 月 13 日向核心管理、技术人员 339 人授予限制性股票 1286.65 万股，约占当前股本的 1.68%，授予价格为 45.71 元/股。业绩解锁的两个条件为 2017-2020 年扣非归母净利润分别不低于 11.9、20.4、26.6 和 31.8 亿元，2017-2020 产品产量分别不低于 3.5、5、7、9 万吨。本此股权激励覆盖范围广、力度大，从业绩和产量两个方面设立高标准行权条件，彰显了管理层的雄心。综合考虑公司产能及碳酸锂价格，我们认为公司有完成此业绩目标。

■ **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 公司深入布局锂矿资源，保证锂盐加工供应，降低生产成本。短期我们看好受到新能源车需求拉动，碳酸锂景气度提升，公司加工产能释放实现“量增价稳”，长期我们看好公司完善产业链布局，享受新能源车带来的红利。我们预计 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.92 元、3.08 元、3.87 元，对应的 PE 分别为 36 倍，22 倍，18 倍，维持公司买入评级。

■ **风险提示：**新能源车产销不达预期，公司相关扩产项目进度不达预期，碳酸锂价格下跌风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2844	4357	6235	7839
增长率(%)	110%	53%	43%	26%
净利润（百万元）	464	1425	2285	2868
增长率(%)	271%	207%	60%	26%
摊薄每股收益（元）	0.62	1.92	3.08	3.87
ROE(%)	18.65%	36.46%	36.94%	31.72%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 公司锂矿资源布局丰富

权益比例	所属公司	资源	储量(万吨)	权益储量(万吨)	品位	产能
100%	江西锂业	河源矿区	14.68	14.68	1.03%	1万吨/年
43%	RIM 公司	Mt Marion	262.87	113.3	1.36%	设计产能 40 万吨/年
80%	国际锂业	Mariana	勘探中	勘探中	225-670mg/L	
55%		Avalonia			1.5%-2%	
18%		Forgar			1.98%-4.23%	
18%		Mavis			1%-2.5%	
18%		Raleigh			1%-2.8%	
4.84%	Pilbara	Pilgangoora	195.2	9.75		赣锋一期包销 16 万吨，二期 7.5 万吨
17.5%	美洲锂业	Cauchari-Olaroz				2.5 万吨/年，赣锋拥有 80% 包销权

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 2: 公司大举扩建锂盐冶炼产能

产品	现有产能	新建产能	产量		
			2014	2015	2016
碳酸锂	2.4 万吨	宁都 1.75 万吨在建，预计 2018 年四季度投产		0.7	0.9
氢氧化锂	1.2 万吨	马洪 2 万吨氢氧化锂，1.5 年建设期，预计 2018 年春节后投产		0.5	0.7
金属锂	0.15				0.082
丁基锂	0.05				
氟化锂	0.05				

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 3: 赣锋锂业盈利预测表

证券代码:	002460.SZ				股价:	68.23	投资评级:	买入		日期:	2018-02-22	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值				2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标							
ROE	19%	36%	37%	32%	EPS	0.62	1.92	3.08	3.87			
毛利率	35%	39%	44%	42%	BVPS	3.31	5.27	8.34	12.18			
期间费率	7%	8%	7%	6%	估值							
销售净利率	16%	33%	37%	37%	P/E	107.60	34.49	21.52	17.14			
成长能力					P/B	20.08	12.59	7.96	5.45			
收入增长率	110%	53%	43%	26%	P/S	17.57	11.28	7.89	6.27			
利润增长率	271%	207%	60%	26%								
营运能力					利润表 (百万元)				2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.75	0.56	0.56	0.56	营业收入	2844	4357	6235	7839			
应收账款周转率	4.75	4.75	4.75	4.75	营业成本	1861	2670	3477	4551			
存货周转率	3.48	3.48	3.48	3.48	营业税金及附加	21	51	75	94			
偿债能力					销售费用	51	78	94	94			
资产负债率	35%	49%	44%	35%	管理费用	102	157	224	259			
流动比	1.24	1.30	1.81	2.38	财务费用	17	50	69	56			
速动比	0.79	1.06	1.51	2.00	其他费用/(-收入)	(216)	300	350	500			
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	576	1651	2646	3285			
现金及现金等价物	198	2297	3641	5079	营业外净收支	(42)	1	1	1			
应收款项	598	917	1312	1649	利润总额	534	1652	2647	3286			
存货净额	534	781	1020	1334	所得税费用	69	223	357	411			
其他流动资产	144	220	314	395	净利润	465	1429	2290	2875			
流动资产合计	1475	4214	6285	8456	少数股东损益	1	3	5	7			
固定资产	646	1182	2263	3437	归属于母公司净利润	464	1425	2285	2868			
在建工程	482	682	882	482	现金流量表 (百万元)				2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	251	251	238	225	经营活动现金流	658	2017	2948	2474			
长期股权投资	419	876	876	876	净利润	465	1429	2290	2875			
资产总计	3809	7741	11081	14012	少数股东权益	1	3	5	7			
短期借款	439	1354	354	354	折旧摊销	91	90	143	250			
应付款项	383	561	732	957	公允价值变动	(0)	0	0	0			
预收帐款	63	96	137	173	营运资金变动	101	(1778)	(1965)	(806)			
其他流动负债	306	1232	2257	2071	投资活动现金流	(884)	(1193)	(1282)	(774)			
流动负债合计	1191	3243	3480	3555	资本支出	(394)	(735)	(1282)	(774)			
长期借款及应付债券	56	416	1344	1344	长期投资	(251)	(457)	0	0			
其他长期负债	71	172	71	71	其他	(239)	(0)	0	0			
长期负债合计	127	588	1415	1415	筹资活动现金流	2325	1266	(87)	(19)			
负债合计	1318	3831	4896	4970	债务融资	217	1275	(72)	0			
股本	753	741	741	741	权益融资	1	0	0	0			
股东权益	2491	3910	6185	9042	其它	2108	(9)	(15)	(19)			
负债和股东权益总计	3809	7741	11081	14012	现金净增加额	2099	2090	1580	1681			

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。孙纯鹏，厦门大学工学硕士，2017 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。