

赣锋锂业 (002460)

证券研究报告

2018年03月06日

可转债投资 看好新能源“前途”

公司公告，通过董事会决议同意公司下属企业新余赣锋新能源投资合伙企业(有限合伙)，以自有资金1亿元投资前途汽车(苏州)有限公司的可转债，期限一年。

深耕新能源产业链。新能源汽车领域，公司原本持有长城华冠2009.6万股。公司目前已经形成了从资源、锂盐加工、电池制造到新能源汽车除正极材料外较为完整的新能源产业链资产。公司的固态电池具有一定优势，我们合理推测，公司有望通过本次投资加强从电池到新能源汽车领域的联系，为19-20年电池放量提供一定基础。

前途汽车K50指标优秀。前途汽车成立于2015年2月，产线于2016年2月17日在苏州动工，一期投资20亿元，先期计划产能5万辆。根据前途汽车网站，K50与ModelS一样采用双电机驱动，最大续航里程有望达到300公里，最高时速200公里/小时，百公里加速4.6秒(均好于Model3)。80%的车身框架均采用高强度挤压铝合金型材，同时创新的模块化电池箱设计理念，能够使得车辆具备充电、换电两种使用模式的切换，整车提供5年/10万公里质保，核心部件保证8年/16万公里质保。前途K50有望成为长城华冠(前途汽车母公司)旗下一款较有竞争力的新能源汽车。

可进可退可转债，彰显公司投资手腕。本次1亿元可转债，赣锋产业基金有权选择由前途汽车归还转债本息，或将可转债本息转换为前途汽车的股权，并进一步转化为长城华冠股权。公司在过去的投资中除了使用进退自如的可转债形式外，针对不同的项目特点和进度，还使用过提供财务帮助，少量参股获取包销权等多种投资方式，在同行业中较为少见。丰富的投资方式有望在继续在风险可控的情况下给公司抢得先机。

2万吨氢氧化锂产线点火，锂精矿消化更加顺畅。根据2月28日投资者关系公告，公司的2万吨氢氧化锂产线已经点火，新产线可以在碳酸锂和氢氧化锂间灵活切换。如果新的回转窑顺利投产，公司包销的锂精矿有望更加顺畅的被加工为锂盐。

盈利预测与评级：我们预测公司2017-2019年的EPS分别为1.97元，3.40元和4.84元，对应3月5日的收盘价72.37元，公司P/E分别为36倍，21倍和15倍。公司18年产能增长较快，投资前途汽车有望继续延伸新能源产业链，提高公司在新能源领域的竞争力，因此维持公司的“买入”评级。

风险提示：锂价下跌的风险，前途汽车放量延期的风险，前途汽车无法按时还款的风险。

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	72.37元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	741.77
流通A股股本(百万股)	519.60
A股总市值(百万元)	53,681.99
流通A股市值(百万元)	37,603.41
每股净资产(元)	4.16
资产负债率(%)	50.77
一年内最高/最低(元)	103.49/32.07

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《赣锋锂业-公司点评:快报业绩符合预期 期待锂业继续放量》2018-02-28
- 《赣锋锂业-公司点评:迎接固态锂电池的商业化》2017-12-06
- 《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

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	4,383.36	6,531.20	7,902.76
增长率(%)	55.72	110.06	54.12	49.00	21.00
EBITDA(百万元)	228.16	684.08	1,812.94	3,218.96	4,569.08
净利润(百万元)	125.15	464.37	1,460.35	2,522.40	3,587.92
增长率(%)	45.99	271.03	214.48	72.73	42.24
EPS(元/股)	0.17	0.63	1.97	3.40	4.84
市盈率(P/E)	421.40	113.57	36.12	20.91	14.70
市净率(P/B)	28.02	21.20	16.49	10.71	7.00
市销率(P/S)	38.95	18.54	12.03	8.08	6.67
EV/EBITDA	104.07	29.02	29.28	15.71	10.74

资料来源：wind，天风证券研究所



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	350.67	1,891.78	3,585.53
应收账款	368.78	465.14	1,229.12	817.50	1,658.91
预付账款	20.57	82.00	58.51	102.98	64.56
存货	313.15	534.35	333.55	363.11	158.47
其他	123.07	195.32	652.40	364.65	772.21
流动资产合计	1,006.30	1,474.57	2,624.25	3,540.03	6,239.68
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	5,032.30	5,986.57	8,665.61
短期借款	171.70	438.63	1,111.43	0.00	0.00
应付账款	177.25	295.99	447.55	401.66	444.09
其他	133.94	456.26	190.95	450.23	285.59
流动负债合计	482.88	1,190.88	1,749.94	851.90	729.68
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	1,817.02	916.54	797.38
少数股东权益	0.66	2.22	16.23	146.78	331.42
股本	377.81	752.70	741.80	741.80	741.80
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	2,457.26	4,181.46	6,795.02
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	3,215.28	5,070.04	7,868.23
负债和股东权益总	2,527.55	3,808.74	5,032.30	5,986.57	8,665.61

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	124.80	465.42	1,460.35	2,522.40	3,587.92
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)	(1,021.66)	803.35	(1,134.11)
其它	17.54	106.39	14.36	133.06	188.77
经营活动现金流	365.97	658.47	327.58	3,533.68	2,738.44
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	1,150.11	51.57	63.42
股权融资	388.47	180.53	(270.78)	(24.63)	(39.75)
其他	(699.06)	(544.25)	(1,093.78)	(1,950.91)	(1,030.51)
筹资活动现金流	(16.85)	230.92	(214.45)	(1,923.96)	(1,006.83)
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	152.92	1,541.11	1,693.75

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,353.92	2,844.12	4,383.36	6,531.20	7,902.76
营业成本	1,058.99	1,860.90	2,603.71	3,134.98	3,129.49
营业税金及附加	5.67	20.99	21.59	35.91	46.90
营业费用	34.55	50.87	87.67	97.97	110.64
管理费用	81.01	101.87	109.58	117.56	126.44
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	1,739.41	3,132.09	4,461.21
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	1,735.41	3,123.71	4,443.24
所得税	25.10	69.00	260.31	468.56	666.49
净利润	124.80	465.42	1,475.10	2,655.15	3,776.75
少数股东损益	(0.36)	1.05	14.75	132.76	188.84
归属于母公司净利润	125.15	464.37	1,460.35	2,522.40	3,587.92
每股收益(元)	0.17	0.63	1.97	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%	54.12%	49.00%	21.00%
营业利润	40.55%	344.73%	202.01%	80.07%	42.44%
归属于母公司净利润	45.99%	271.03%	214.48%	72.73%	42.24%
获利能力					
毛利率	21.78%	34.57%	40.60%	52.00%	60.40%
净利率	9.24%	16.33%	33.32%	38.62%	45.40%
ROE	6.65%	18.66%	45.65%	51.23%	47.61%
ROIC	9.35%	27.92%	62.60%	75.61%	139.45%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	25.49%	34.61%	36.11%	15.31%	9.20%
净负债率	-7.52%	6.82%	16.35%	6.24%	-13.05%
流动比率	2.08	1.24	1.50	4.16	8.55
速动比率	1.44	0.79	1.31	3.73	8.33
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	10.10	18.75	30.30
总资产周转率	0.60	0.90	0.99	1.19	1.08
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.63	1.97	3.40	4.84
每股经营现金流	0.49	0.89	0.44	4.76	3.69
每股净资产	2.54	3.35	4.31	6.64	10.16
估值比率					
市盈率	421.40	113.57	36.12	20.91	14.70
市净率	28.02	21.20	16.49	10.71	7.00
EV/EBITDA	104.07	29.02	29.28	15.71	10.74
EV/EBIT	160.18	33.47	30.18	16.02	10.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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