

新能源发电为盾，锂电储能为矛，攻守兼备

投资要点

- **立足新能源发电，风电为基石。**公司原主营化肥与化工原料生产，产能过剩亏损严重下，公司 16-17 年经资产重组引入四川能投集团作为大股东，整合集团优质风电资产，实现新能源业务的转型升级。目前公司主营为新能源发电业务及新能源综合服务业务。2019 年公司投产总装机容量 479.2 MW，主要系风电项目，项目运营效率良好，利用小时数高于全国平均水平。受益于装机投产及利用小时数充分，2017-2019 年公司发电量为 7.0、11.9 和 14.7 亿千瓦时，同比增长 79.6%、65.8%和 24.0%，发电业务增长良好，盈利水平高，三年毛利率均超过 60%。目前公司在建装机 318MW，在建项目有望在 20 年底前集中抢装，带动业绩快速增长，远期公司与天祝、玉门 5 个市县签订新能源项目开发战略协议，储备优质资源，为公司业绩快速及持续增长奠定良好基础。
- **重组垃圾焚烧业务，标的资产优质。**近期公司公告，拟发行股份向四川能投、能投环境购买其持有的四川光大 51%股权、自贡能投 100%股权。标的资产主营垃圾焚烧发电业务，2018-2019 年合计净利润分别为 1.1 亿元及 2.5 亿元，净利润良好且快速增长，若重组顺利完成，有望为公司开拓新的业务点，贡献持续稳健的现金流，协同新能源发电业务。
- **坐拥最大锂矿资源，有望迎来新能源汽车发电行业新机遇。**公司依托大股东的优势及资产，计划以锂离子电池材料作为切入点，打通从锂矿-碳酸锂/氢氧化锂-电池材料-系统集成这一全产业链，继而成为产业链整合者和综合服务供应商。近期拟收购鼎盛锂业 51%股权，其储备 5 万吨锂盐项目，已完成一期年产 1 万吨项目建设（氢氧化锂年产 5000 吨、碳酸锂年产 5000 吨）。同时拟购买能投锂业 62.5%的股权，其坐拥亚洲最大单体锂辉石矿资源李家沟矿区，是目前国内投资最大的锂矿采选项目，属于我国少有的储量巨大、品位优良，利用价值高的稀有金属锂矿。规划年处理原矿 105 万吨，精矿 18 万吨。目前项目正在建设过程中，若 2021 年前投产并表，2022 年将对公司业绩造成显著弹性。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.23 元、0.28 元和 0.35 元，对应 PE 为 23x、19x 及 15x。考虑到公司未来依托集团，有望成为四川能投集团下属新能源平台，在新能源汽车高速发展背景下，锂电业务有望为公司打开长期发展空间，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**政策变动风险，价格变动风险，项目建设低于预期风险，重组进度低于预期风险等。

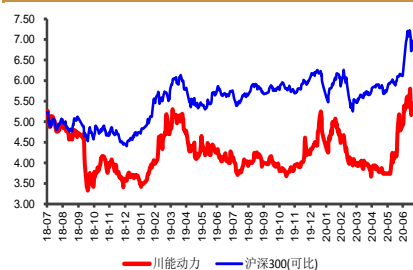
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2051.11	1835.26	2135.84	2475.04
增长率	-51.99%	-10.52%	16.38%	15.88%
归属母公司净利润（百万元）	214.85	294.42	351.02	441.11
增长率	-28.61%	37.04%	19.22%	25.66%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.23	0.28	0.35
净资产收益率 ROE	7.80%	9.06%	9.75%	10.91%
PE	31	23	19	15
PB	1.57	1.43	1.29	1.15

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷
 执业证号：S1250515090004
 电话：023-67610701
 邮箱：wyting@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	12.70
流通 A 股(亿股)	12.70
52 周内股价区间(元)	3.67-5.8
总市值(亿元)	66.42
总资产(亿元)	73.78
每股净资产(元)	2.88

相关研究

目 录

1 公司概况	1
2 公司业绩	2
3 风电资源优势明显，资源储备丰富	4
4 开展重大资产重组，进军垃圾焚烧发电	7
5 收购鼎盛锂业、能投锂业股权，加速锂电全产业链落地	8
6 盈利预测与估值	12
7 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司近年营收情况 (单位: 万元, %)	3
图 4: 公司归母净利润情况 (单位: 万元, %)	3
图 5: 公司毛利率情况 (单位: %)	3
图 6: 公司费用率情况 (单位: %)	3
图 7: 公司分业务收入占比情况 (单位: %)	4
图 8: 2019 年公司各业务毛利占比情况 (单位: %)	4
图 9: 能投风电股权结构.....	4
图 10: 公司电力板块装机容量 (单位: MW)	5
图 11: 近年公司发电量情况 (单位: 亿千瓦时).....	5
图 12: 电力业务营业收入 (单位: 亿元)	5
图 13: 近 5 年碳酸锂和氢氧化锂现货价走势 (单位: 万元/吨)	9
图 14: 主营锂业务相关上市公司毛利率 (单位: %)	9
图 15: 近 10 年锂精矿价格走势 (单位: 美元/吨; 元/吨)	10
图 16: 全球锂精矿产量情况 (单位: %)	10

表 目 录

表 1: 公司前十大股东持股情况 (截止 2020 年一季报)	1
表 2: 公司已投产的风电场和光伏电站	6
表 3: 公司在建风电项目	6
表 4: 部分投产垃圾焚烧发电项目	7
表 5: 部分在建垃圾焚烧发电项目	8
表 6: 四川光大、自贡能投主要财务数据 (单位: 亿元)	8
表 7: 李家沟矿山主要指标及开采规划	9
表 8: 主要矿山/盐湖锂产量情况 (单位: 吨)	10
表 9: 国内主要的锂矿公司 (单位: 吨)	10
表 10: 全球下游氢氧化锂需求总结与预测总表 (单位: 万吨)	11
表 11: 全球下游需求总结与预测总表 (单位: 万吨)	11
表 12: 分业务收入及毛利率	12
表 13: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况

公司原名是川化股份，于 2000 年 9 月在深圳证券交易所上市，原是以生产化肥和化工原料为主业，曾是我国最大的合成氨、氮肥、三聚氰胺和赖氨酸生产企业。因受国内化肥产能过剩和国家产业政策调整影响，2014 年公司主要装置全面停产。2016 年-2017 年进行资产重组，引入四川能投作为大股东，公司收购四川能投持有的能投风电 55% 股权，扩展业务，积极转型，快速进入风力发电、光伏运营领域，实现业务转型和产业升级。

2018 年公司更名川能动力，发起设立川能锂能基金，聚焦李家沟锂矿、鼎盛锂盐及甘孜州甲基卡锂矿三个锂电产业项目，为公司锂离子电池全产业链布局锁定优质资产。2019 年公司启动对川能锂能基金持有的川能鼎盛 51% 股权的收购，2020 年拟以现金方式收购锂能基金持有的能投锂业 62.8% 股权。近期公司筹划重大资产重组，拟向四川能投发行股份购买其持有的四川光大 51% 股权、向能投环境发行股份购买其持有的自贡能投 100% 股权，新增垃圾焚烧发电相关业务，提升盈利规模，扩充上市公司在新能源发电产业的布局。

经过公司多年的经营发展，上市公司已形成“新能源发电+储能”的业务战略布局，在风能发电、光伏发电业务上不断加码，并涉足垃圾发电和锂矿锂盐资源，业务范围不断延伸和拓展，主营业务及发展路径更加清晰。

图 1：公司发展历程

1997	2000	2016	2017	2018	2020
发起设立川化有限公司	川化股份在深交所上市	资产重组，引入大股东能投集团	收购能投风电，布局新能源发电	发起设立川能锂能投资基金	拟收购四川光大，自贡能投，布局垃圾焚烧发电

数据来源：公司官网，西南证券整理

截止 2020 年一季度，公司总股本为 12.7 亿股，四川能投是公司的第一大股东，持股比例 26.2%，公司最终实际控制人为四川省国有资产监督管理委员会。

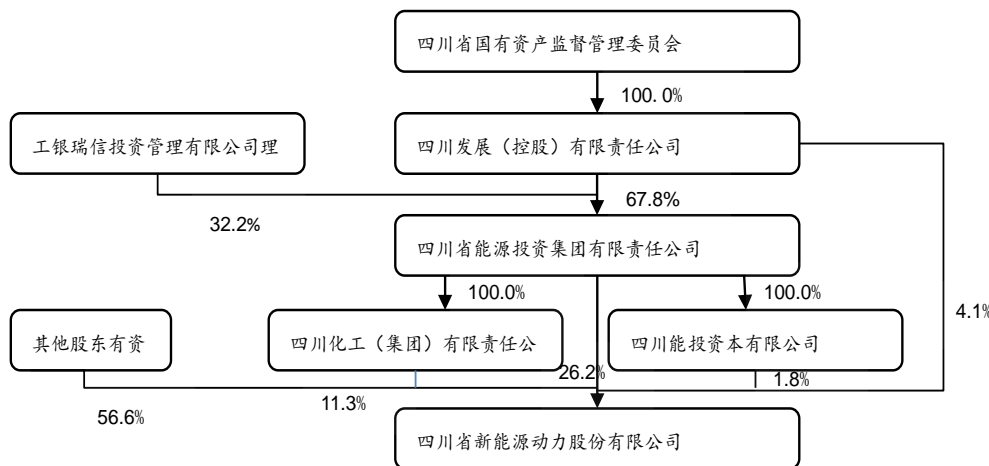
表 1：公司前十大股东持股情况（截止 2020 年一季度）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
四川省能源投资集团有限责任公司	332,800,000	26.2
四川化工控股（集团）有限责任公司	143,500,000	11.3
四川发展（控股）有限责任公司	52,047,000	4.1
成都万年长青企业管理合伙企业（有限合伙）	49,211,000	3.9
成都百合正信信息技术合伙企业（有限合伙）	43,118,272	3.4
成都聚兴瑞隆商务服务合伙企业（有限合伙）	34,146,694	2.7
四川能投资本控股有限公司	23,301,151	1.8
徐功荣	14,803,300	1.2

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
中国建设银行-华夏中证四川国企改革交易型开放式指数证券投资基金	8,118,700	0.6
马美露	5,550,000	0.4
合计	672,449,423	55.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司业绩

公司 2016-2019 年分别实现营收 18.1 亿元、65.1 亿元、42.7 亿元、20.5 亿元，同比增长 467%、223.2%、-34.4%、和-52.0%，实现归母净利润 8.7 亿元、3.3 亿元、3.0 亿元和 2.2 亿元，同比增长 253.6%、-63.9%、-7.4%和-28.6%。2016-2017 年公司因司法重整及资产重组业绩迅速改善，主要系公司开拓化工贸易业务导致收入大幅增长，电力业务盈利高且稳步提升。2018-2019 年营业收入减少，主要与公司结构调整优化业务有关，本部继续推进新能源综合业务转型，主动收缩部分风险较高的项目，新能源综合服务(原有化工贸易业务)收入及利润下降等所致，另一方面，电力业务收入及盈利持续提升，结构进一步优化，综合毛利持续提升，在收入较大下滑下利润变化低于收入降低幅度。

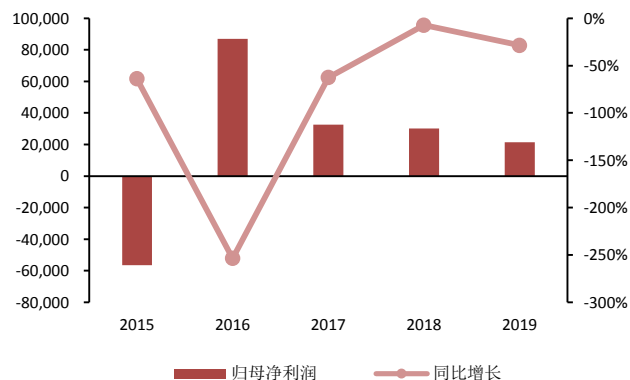
公司 2020 年一季度受新冠疫情影响，公司实现营业收入 3.8 亿元，同比增长-44.1%，归母净利润 1.3 亿元，同比增长-15.8%。

图 3：公司近年营收情况（单位：万元，%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司归母净利润情况（单位：万元，%）

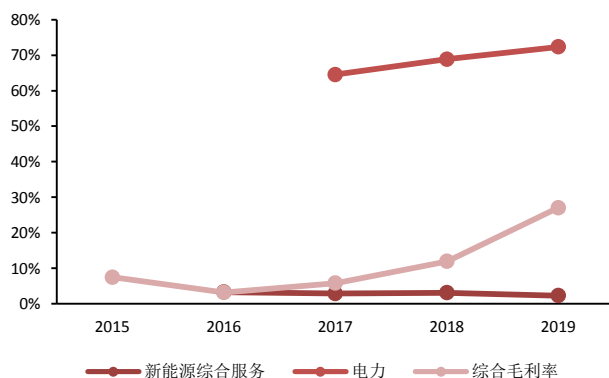


数据来源：公司公告，西南证券整理

综合毛利率持续提升。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 5.8%、11.9%和 27.0%，公司在重组业务结构持续调整后主要有两大业务板块，电力业务和以新型化工贸易为主的新能源综合服务业务板块。2017-2019 年电力业务毛利率为 64.5%、68.9%和 72.3%，新能源综合服务业务毛利率分别为 2.9%、3.1%和 2.3%。近三年公司毛利率持续提升，主要是毛利率较高的电力业务在营收中的占比逐渐上升，结构优化所致。

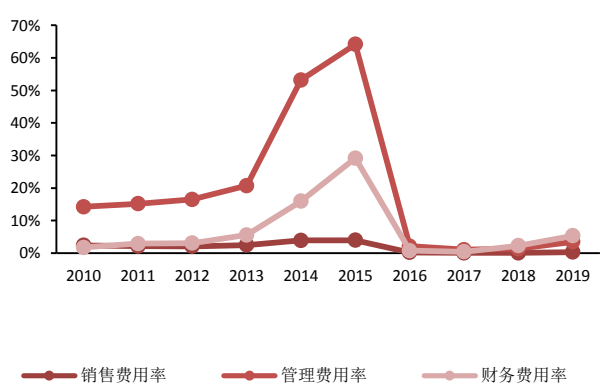
期间费用保持低位运行。公司 2017-2019 年期间费用率分别为 1.5%、3.6%和 9.1%，总体费用率水平维持低位，费用管控良好。其中，销售费用率分别为 0.1%、0.1%和 0.3%，销售费用率较低；管理费用率分别为 1.3%、3.5%和 3.0%；财务费用率分别为 2.3%、5.3%和 7.1%。

图 5：公司毛利率情况（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

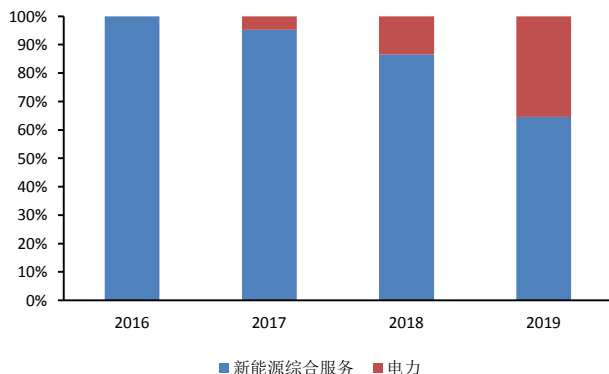
图 6：公司费用率情况（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

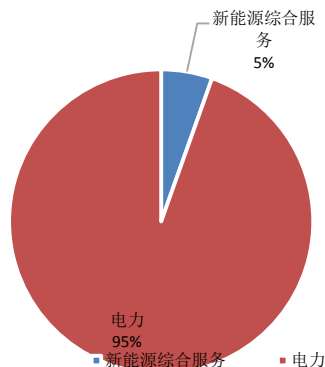
新能源发电盈利良好，贡献主要盈利。目前公司两大业务中新能源综合服务业务 2017-2019 年分别实现营业收入 62.0、37.0 和 13.2 亿元，分别实现毛利 1.8、1.1 和 0.3 亿元，其毛利有所降低，主要是公司继续推进调整业务布局，主动收缩部分风险较高的项目，新能源综合服务收入同比下降所致。重组后公司风电光伏运营业务贡献主要盈利，电力业务 2017-2019 年分别实现营收 3.1、5.8 和 7.3 亿元，分别实现毛利 2.0、4.0 和 5.3 亿元。2019 年电力业务贡献了绝大部分毛利，占比 95%。随着电力业务在总收入中的占比逐渐上升，电力业务为公司贡献的毛利份额有望进一步提升，盈利结构更为优化。

图 7：公司分业务收入占比情况（单位：%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2019 年公司各业务毛利占比情况（单位：%）



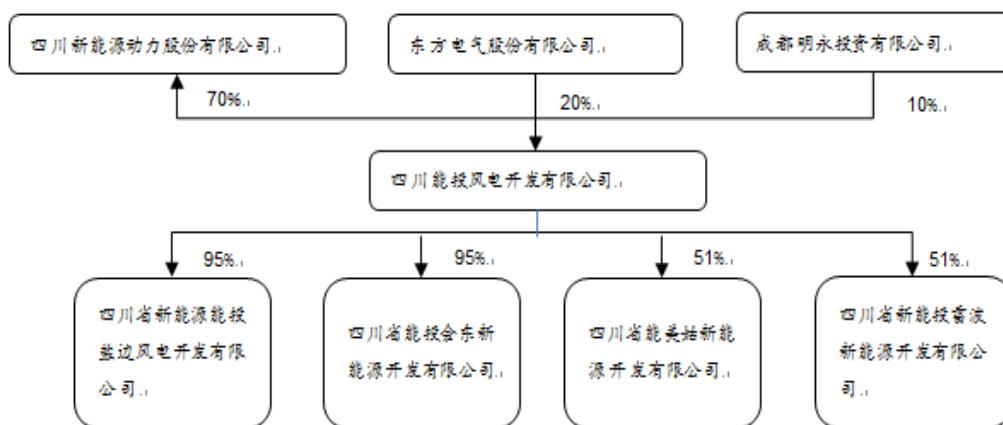
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 风电资源优势明显，资源储备丰富

2017 年 9 月，公司收购公司控股股东能投集团持有的能投风电 55% 股权，通过本次重大资产重组，公司得以快速进入风电产业和新能源行业，获得新的盈利增长点和新能源领域的管理经验，2018 年 11 月以挂牌底价 2.2 亿元摘牌能投风电 15% 股权项目，合计持有能投风电 70% 的股权。

能投风电作为四川国资背景的新能源开发企业，较早省内开展风力发电和光伏发电布局，目前已经运营的有凉山会东、盐边风力发电基地，截至 2019 年年底，公司实现投产的总装机容量为 479.2 MW，风电项目运营效率良好。

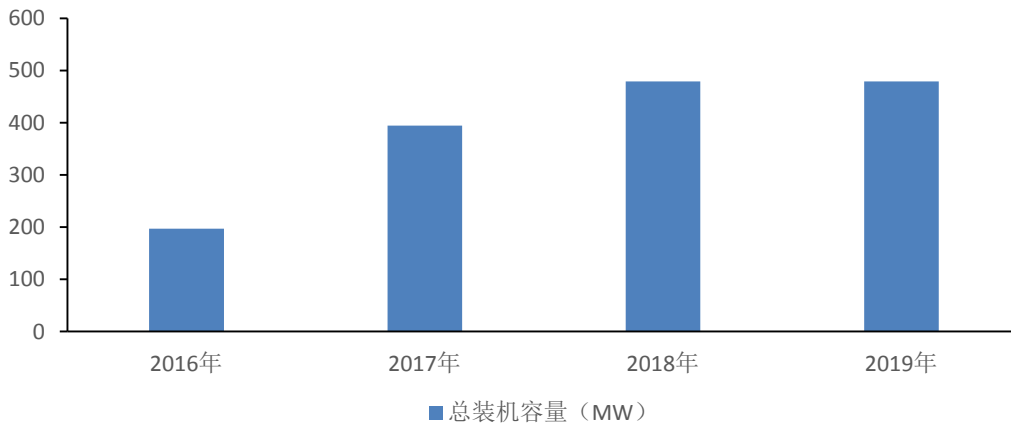
图 9：能投风电股权结构



数据来源：能投风电开发有限公司官网，西南证券整理

公司的电力业务包括风电业务和光伏发电业务，以风电业务为主。2017-2019 年公司的总装机容量分别为 394.2、479.2、479.2MW（同比增长率为 100%、61.6% 和 0%）。其中，2019 年底，风电装机容量为 457MW，光伏发电装机容量 22.2MW。

图 10: 公司电力板块装机容量 (单位: MW)

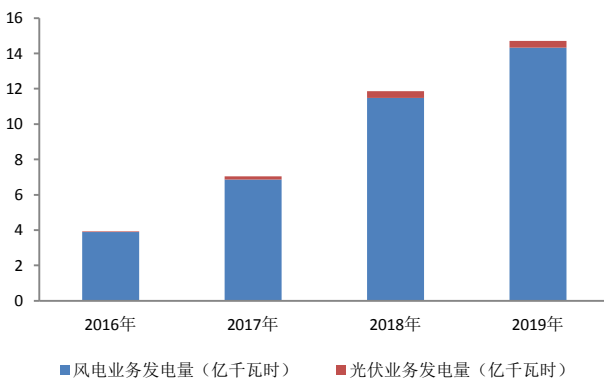


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2017-2019 年公司发电量分别为 7.0、11.9 和 14.7 亿千瓦时, 同比增长 79.6%、65.8% 和 24.0%, 发电量水平快速提升。2019 年公司电力业务超额完成全年发电量指标, 全年共完成发电量 14.7 亿千瓦时, 其中风电业务发电量为 14.3 亿千瓦时, 光伏业务发电量为 0.4 亿千瓦时; 电力销售全年实现销售收入 7.3 亿元, 同比增长 26.3%; 实现利润总额 3.6 亿元, 同比增长 32.4%。

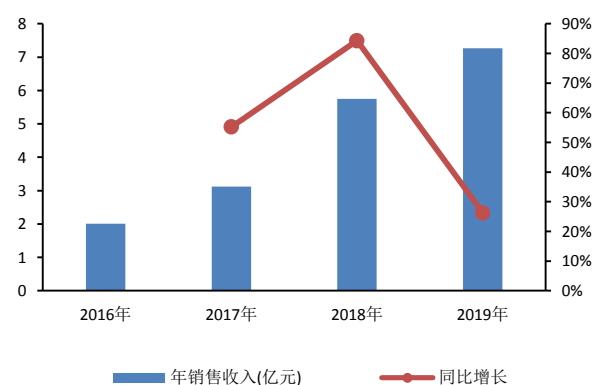
借助川能动力的资金支持优势, 近年来能投风电项目建设加速推进, 新能源发电业务稳步发展, 年发电量和营业收入双双增长, 形成公司盈利强力支撑。

图 11: 近年公司发电量情况 (单位: 亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 电力业务营业收入 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

根据国家能源局公布数据, 2018-2019 年全国风电平均利用小时数分别为 2095、2082 小时, 公司风电场所位于四川省风能资源较好的四类区, 且能形成风电和光电较好的周期互补, 公司 2018-2019 年的风电平均利用小时数分别为 2472、3088 小时, 均远高于全国平均利用小时数。2018 年公司风电平均上网电价为 0.5431 元/kwh 高于国家能源局公布的 2018 年全国风电平均上网电价 0.529 元/kwh, 2019 年公司风电平均上网电价上升至 0.5837 元/kwh。

表 2：公司已投产的风电场和光伏电站

项目名称	装机容量 (MW)	状态
凉山州会东县拉马风电场	49.5	已投产
凉山州会东县鲁南风电场	49.5	已投产
凉山州会东县鲁北风电场	49.5	已投产
凉山州会东县绿荫塘风电场	77.5	2017 年 12 月投产
雪山风电场	85	已投产
大面山风电一期电项目	46	已投产
大面山风电二期项目	100	2017 年 6 月投产
大面山三期风电场	22	2020 年 1 月投产
红格赖山垭口光伏发电项目	2	已投产
红格大面山光伏工程和屋顶光伏	20	2017 年 6 月投产
攀枝花水电屋顶 230KPa 光伏发电项目	0.2	已投产
总计	501.2	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

截至目前，预计公司已投产的风电场和光伏装机容量合计约为 501.2MW，其中风电合计为 479MW，光伏合计为 22.2MW，大面山三期风电场已于 2020 年 1 月份实现投产。

在项目建设方面，川能动力全力推进能投风电已核准项目建设，风电项目在建装机容量 318MW，包括会东堵格一期、美姑井叶特西风电场、美姑沙马乃托一期风电场 3 个项目，工程建设正有序推进，三个项目预计 2020 年底完成投产发电。

远期看，公司继续实施“走出去”战略，不断加大资源开发力度，积极争取风资源好的优质风电项目，年内公司控股子公司能投风电分别与天祝、玉门、阿克塞、肃北、瓜州 5 个市县签订了新能源项目开发战略合作协议，储备了一批优质资源，为公司培育新的利润增长点。

表 3：公司在建风电项目

在建项目	项目建设期间	装机容量	建设内容
美姑井叶特西风电场	2017-2020	168MW	主体工程由 84 台 2000 千瓦风力发电机组、84 台箱式变压器、10 回 35 千伏集电线路及 1 座 220 千伏升压站组成，项目总装机容量 168MW，投产后预计年平均上网电量 3.8 亿千瓦时。
会东堵格一期风电场	2018-2020	100MW	主体工程由 40 台 2500 千瓦风力发电机组、40 台箱式变压器、5 回 35 千伏集电线路及 1 座 220 千伏升压站组成，项目总装机容量 100MW，投产后预计年平均上网电量 2.6 亿千瓦时。
美姑沙马乃托一期风电场	2018-2020	50MW	主体工程由 20 台 2500 千瓦风力发电机组、20 台箱式变压器、3 回 35 千伏集电线路及 1 座 220 千伏升压站，投产后预计年平均上网电量 1.2 亿千瓦时。
合计		318MW	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 开展重大资产重组，进军垃圾焚烧发电

根据 2020 年 5 月 30 日公司公告，拟向四川能投发行股份购买其持有的四川光大 51% 股权、向能投环境发行股份购买其持有的自贡能投 100% 股权。本次交易标的为控股股东四川能投旗下垃圾焚烧发电相关产业板块，标的资产收益情况良好。通过本次交易，公司主营业务将从风能发电、光伏发电延伸至垃圾焚烧发电相关业务，进一步增强公司发电业务板块战略布局。

鉴于四川光大 51% 股权、自贡能投 100% 股权的交易价格尚未确定，具体股份支付数量将至迟在重组报告书予以披露。上市公司拟向四川能投非公开发行股份募集发行股份购买资产的配套资金，募集配套资金总额预计不超过 100,000 万元，且不超过本次发行股份购买资产交易价格的 100%，发行股份数量不超过本次交易前上市公司总股本的 30%，即不超过 38,100 万股。最终确定发行股份购买资产的股份发行价格为 3.45 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%。本次募集配套资金的发行价格为 3.45 元/股，与发行股份购买资产的发行价格相同。

此外，2020 年 4 月 7 日，四川光大股东光大环保通过公开挂牌征集程序委托重庆联合产权交易所公开征集其持有的四川光大 49% 股权的受让方。截至预案签署之日，该次公开征集期尚未结束。在本次公开征集中，光大环保所委托的中联资产评估集团有限公司以 2019 年 6 月 30 日为基准日对四川光大全部股东权益进行了评估，被评估单位股东全部权益评估值为 106,346.6 万元。光大环保所持四川光大 49% 股权的挂牌转让底价为 62,720 万元。

四川光大和自贡能投主要以 BOT 模式、PPP 模式从事城市生活垃圾焚烧发电相关业务，收入包括垃圾处置费收入、供电收入、污泥处理收入等。两家标的公司深耕垃圾焚烧发电领域多年，在垃圾焚烧发电等领域积累了成熟的技术经验和丰富的运营管理经验，目前拥有一批高质量的在手垃圾焚烧项目，盈利能力良好。经过此次资产重组，依托上市公司资金支持优势和良好的品牌知名度，未来将在全四川省内布局垃圾焚烧项目。

表 4：部分投产垃圾焚烧发电项目

投产项目	运营期	投产时间	日处理量 (t/d)	装机规模 (MW)	年发电量	年垃圾处理量
雅安市垃圾焚烧发电项目一期&二期 (BOT 模式)	30 年	2019 年 12 月	700(一期焚烧炉 400t/d,二期焚烧炉 300t/d)	7.5	9224 万度, 年上网电量 7562 万度	29.2 万吨,
泸州市古叙垃圾焚烧发电项目 (BOT 模式)	30 年	2019 年 6 月	600	15	8000 万度	21.9 万吨
自贡市垃圾焚烧发电一期项目 (BOT 模式)	30 年	2014 年 3 月	800	24	--	年处理垃圾量约 26.6 万吨
河南省长垣县垃圾焚烧发电项目一期 (BOT 模式)	30 年	2019 年 9 月	600	15	--	年处理垃圾量 21.9 万吨
遂宁市城市生活垃圾环保发电项目 (BOT 模式)	30 年	2017 年 8 月	800	15	--	--
广安市城市生活垃圾焚烧发电项目一期 (BOT 模式)	30 年	2015 年 7 月	600	12	6000 万度/年	年处理垃圾量 20 万吨
合计			2700	34.5	--	--

数据来源：四川光大节能环保投资有限公司官网，西南证券整理

表 5：部分在建垃圾焚烧发电项目

主要在建项目	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	2020 年 投资计划	项目建设 期间	建设内容
射洪县垃圾焚烧发电项目	4.4	3.0	1.4	2018-2020	年垃圾处理量：29.1 万 t 日均垃圾处理量：700t 垃圾焚烧炉：2×350t/d 炉排焚烧炉汽轮发电机组：1×18MW 凝汽式汽轮发电机组。
自贡市垃圾焚烧发电二期项目	8.5	7.1	1.5	2018-2020	总处理规模为日处理生活垃圾 1500 吨，安装 2 ×750 吨/日焚烧线、1 台 35MW 汽轮发电机组及 对应配套系统（包括烟气净化系统，汽轮发电机 系统等）。
河南省长垣县垃圾焚烧发电项目二期	1.0	0.8	/	2017-2020	建设日处理垃圾量为 300 吨的焚烧炉一台， 7.5MW 凝汽式汽轮发电机组一台。

数据来源：四川光大节能环保投资有限公司官网，西南证券整理

表 6：四川光大、自贡能投主要财务数据（单位：亿元）

收入利润项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-3 月
四川光大			
营业总收入	5.1	14.1	2.6
营业利润	1.6	3.3	0.5
利润总额	1.7	3.3	0.5
净利润	1.4	2.6	0.4
归属母公司股东的净利润	1.3	2.4	0.4
自贡能投			
营业总收入	0.5	0.7	0.2
营业利润	-0.1	0.1	0.0
利润总额	-0.2	0.1	0
净利润	-0.2	0.1	0
归属母公司股东的净利润	-0.2	0.1	0

数据来源：公司公告，西南证券整理

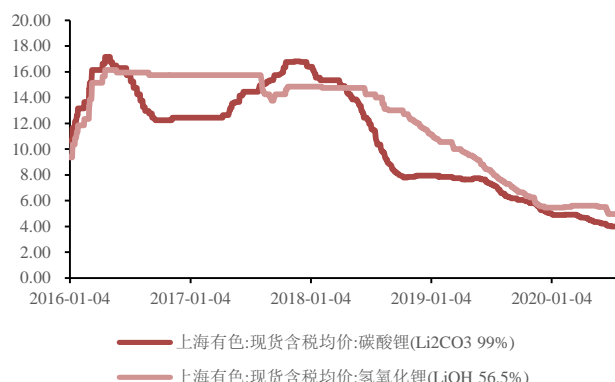
5 收购鼎盛锂业、能投锂业股权，加速锂电全产业链落地

2019 年 11 月，公司与川能锂能基金签署《股权收购意向协议》，启动了对鼎盛锂业 51% 股权收购工作；2020 年 6 月公司与川能锂能基金签署《股权收购意向协议》，拟以现金方式收购锂能基金持有的能投锂业 62.8% 股权，目前交易双方就项目情况及关键条款进行持续沟通。

鼎盛锂业拟在甘眉工业园区分三期建设年产 5 万吨锂盐项目，项目总投资 30 亿元，占地 500 亩。鼎盛锂业目前已完成一期年产 1 万吨锂盐项目的建设，其中氢氧化锂年产 5000 吨、碳酸锂年产 5000 吨，该项目已于 2019 年 11 月正式投产。

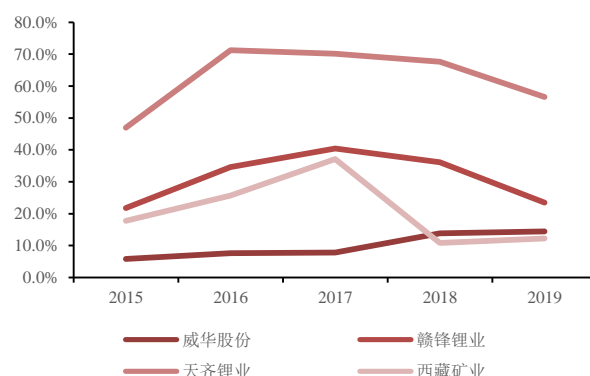
碳酸锂价格及氢氧化锂价格近年来持续走低在低迷阶段，后续随着新能源汽车大幅推广，贵金属价格有望企稳回升。

图 13: 近 5 年碳酸锂和氢氧化锂现货价走势 (单位: 万元/吨)



数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

图 14: 主营锂业务相关上市公司毛利率 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

能投锂业所在的李家沟矿区现已经勘探查明矿石储量为 4036.2 万吨, 氧化锂 (Li_2O) 储量 51.2 万吨, 平均品位 1.3%, 属于我国少有的储量巨大、品位优良、矿石加工选冶性能良好, 资源综合利用价值高的稀有金属锂矿。由四川省发改委批准在建的李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目, 是目前国内投资最大的锂矿采选项目, 规划日处理 4200 吨原矿, 年处理原矿 105 万吨, 年生产精矿 18 万吨。目前项目正在建设过程中, 若 2021 年前投产, 2022 年若并表将对公司业绩造成较大弹性。

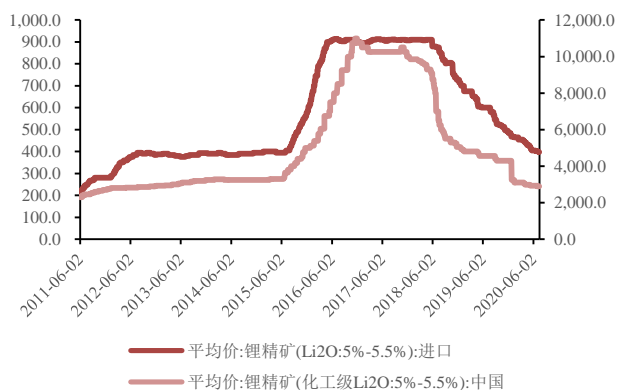
表 7: 李家沟矿山主要指标及开采规划

指标	单位	公示结果
矿区面积	平方公里	3878
总投资规模	亿元	11.5
锂矿石资源量	万吨	4036.2
折合氧化锂资源量	万吨	51.2
设计开采规模	万吨/年	105
达产后精矿产量	万吨/年	17.3
精矿产品品位	%	5.5%
预期服务年限	年	38

数据来源: 公司公告, 《李家沟项目环境影响报告书公示》, 西南证券整理

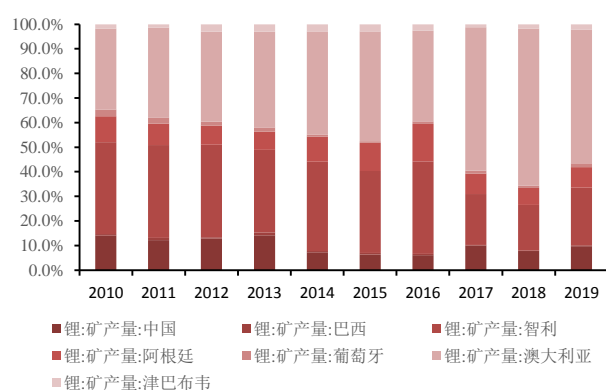
过去 10 年的数据来看, 锂精矿价格走势目前进入历史低位, 随着下游需求改善, 预计价格走势有向好发展趋势。

图 15: 近 10 年锂精矿价格走势 (单位: 美元/吨; 元/吨)



数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

图 16: 全球锂精矿产量情况 (单位: %)



数据来源: 同花顺 iFinD, 西南证券整理

中国锂资源主要分布在青海、西藏、四川、江西等地。2019 年国内锂资源量 450 万吨, 锂储量 100 万吨, 其中盐湖占比达到 78%, 集中在青海和西藏, 其余部分为锂矿石, 分散在江西、四川、新疆、河南、湖南等地。国内锂矿山主要有融达锂业、德鑫矿业、天齐盛合、金鑫矿业、金川奥伊诺等, 赣锋目前包括爱尔兰、墨西哥、阿根廷等均有布局, 澳大利亚也有资源。

表 8: 主要矿山/盐湖锂产量情况 (单位: 吨)

类型	企业	矿山/盐湖	储量	2018 (产量)	2019 (产量)
盐湖	盐湖股份	察尔汗盐湖	氯化锂储量约 1200 万吨	1.1	1.1
	藏格控股	察尔汗, 青藏铁路以东	氯化锂储量超 200 万吨		0.2
	五矿盐湖	一里坪	碳酸锂储量 29.2 万吨		0.6
	西藏矿业	扎布耶	碳酸锂储量 139.7 万吨	0.5	0.4
锂矿	融捷股份	甘孜甲基卡	氧化锂储量 41.2 万吨		2.7
	江特电机	宜春锂云母	氧化锂总储量 250 万吨	0.7	1.2
	永兴特钢	宜春锂云母	氧化锂总储量 250 万吨		22.2

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 9: 国内主要的锂矿公司 (单位: 吨)

公司	采矿权/探矿权	原矿生产规模	投产时间
致远锂业	业隆沟锂辉石矿	40.5 万吨/年	2019 年 11 月投产
赣锋锂业/MRL	Mount Marion	40 万吨/年的锂精矿	2017-2019 包销全部锂精矿, 2020 年以后每年包销不少于 19.3 万吨的锂精矿
天齐锂业/ALB	西澳大利亚格林布什矿	134 万吨/年	二期扩建于 2019 年 10 月运营
盛合锂业	雅江县措拉锂辉石矿	120 万吨/年	2012.4.6-2032.4.6
能投锂业	李家沟锂辉石矿	105 万吨/年, 达产后精矿产量 17.3 万吨	工程建设尚未完成
西藏矿业	扎布耶盐湖	5000 吨/年的锂精矿	二期工程建设尚未完成

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

下游需求增速高，价格有望改善

预计 2025 年全球氢氧化锂需求约为 59.27 万吨，CAGR 为 40.8%。氢氧化锂下游需求主要来自于以锂基润滑脂为代表的工业领域、动力电池领域以及消费电池领域。我们预计 2025 年工业领域的需求将达 2.17 万吨，CAGR 为 2.79%，占总需求的 3.7%；动力电池需求约为 54.64 万吨，CAGR 为 55.3%，占总需求的 92.2%；3C 消费电池氢氧化锂需求约为 2.46 万吨，CAGR 为 4.7%，占总需求的 4.2%。总体而言，预计 2025 年全球氢氧化锂需求约为 59.27 万吨，CAGR 为 40.8%。

氢氧化锂是高镍三元正极材料的最佳选择，该类需求将成未来氢氧化锂需求的核心增长点。海外新能源汽车从 2020 年起投产将加速，拉动下游锂电池需求。为优化电池电学性能、提高能量密度，锂电池正极材料的高镍化是主流趋势。而氢氧化锂因熔点与高镍化三元材料烧结温度匹配等特点，是高镍三元正极材料的最佳选择。在未来，高镍化正极材料将成为氢氧化锂需求的核心增长点。

表 10：全球下游氢氧化锂需求总结与预测总表（单位：万吨）

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池	1.84	2.79	3.90	5.81	9.20	14.77	23.47	36.18	54.64
消费电池	1.84	1.79	1.86	1.87	1.98	2.09	2.21	2.33	2.46
工业领域	1.73	1.79	1.84	1.89	1.94	2	2.05	2.11	2.17
总氢氧化锂需求	5.40	6.37	7.60	9.56	13.12	18.85	27.73	40.62	59.27
YOY		17.87%	19.37%	25.77%	37.26%	43.66%	47.06%	46.49%	45.93%

数据来源：GGII、Roskill、IEA、IDC 等，西南证券整理

预计 2025 年全球碳酸锂需求量约为 86.1 万吨，CAGR 为 20%。动力电池需求的大幅上升仍是全球锂行业下游需求的主要增长动力。我们将锂下游需求分成动力电池、3C 消费电池、储能电池以及传统工业应用四个领域。根据我们的预测，其中，动力电池碳酸锂需求约为 57.8 万吨，CAGR 为 35.44%；3C 消费电池碳酸锂需求约为 6.7 万吨，CAGR 为 4.74%；储能电池碳酸锂需求约为 5.9 万吨，CAGR 约为 35.0%；传统行业碳酸锂需求约为 15.7 万吨，CAGR 达 2.62%。动力电池需求占比大、增速快，仍是全球锂行业下游需求的主要增长动力。总体而言，预计 2025 年全球碳酸锂需求量约为 86.1 万吨，CAGR 为 20%。

表 11：全球下游需求总结与预测总表（单位：万吨）

指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EV 电池	4.459	6.990	8.873	12.101	16.406	22.112	29.715	39.949	54.002
小动力电池	0.239	0.297	0.478	0.601	0.756	0.952	1.197	1.507	1.896
电动船舶用电池	0.000	0.000	0.002	0.010	0.016	0.036	0.157	0.626	1.853
消费电池	4.970	4.828	5.041	5.045	5.354	5.645	5.973	6.295	6.655
储能电池	0.543	0.702	0.981	1.325	1.789	2.415	3.260	4.400	5.941
传统工业	12.774	13.174	13.455	13.806	14.166	14.537	14.918	15.310	15.712
总碳酸锂需求	22.98	25.99	28.83	32.89	38.49	45.7	55.22	68.09	86.06
YOY	-	13.08%	10.92%	14.08%	17.03%	18.73%	20.84%	23.30%	26.39%

数据来源：GGII、Roskill、IEA、IDC 等，西南证券

6 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：新能源服务业务预计 2020 年有一定影响，此后围绕主业做相关新型化工贸易服务业务，预计 2020-2022 年营业收入增速为-30%、5%和 5%。毛利率考虑约 3 年均值 2.7%。

假设 2：电力业务为公司主要业绩增长点，假设 2020-2022 年公司新能源风光装机容量为 70 万千瓦、100 万千瓦、130 万千瓦。考虑 21 年后平价上网，现有价格或有下降可能性，预计风电电价均价约 0.48 元/千瓦时，毛利率为 65%、60%及 60%。

假设 3：暂不考虑收购及重大资产重组。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
新能源服务	收入	1,324.74	927.32	973.68	1,022.37
	增速	-64.2%	-30.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	2.28%	2.70%	2.70%	2.70%
发电	收入	726.31	907.89	1,162.10	1,452.62
	增速	26.3%	25.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	72.34%	65.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	2,051.11	1,835.27	2,135.84	2,475.05
	增速	-51.99%	-10.52%	16.38%	15.88%
	毛利率	27.04%	33.52%	33.88%	36.33%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了 A 股上市的 4 家可比公司风电运营及垃圾焚烧上市公司，公司 2020 年估值水平高于风电运营公司估值中枢约 10-12x，但公司 20 年重组后新业务垃圾焚烧发电行业估值中枢约 20-25x，21 年估值水平较为合理，考虑到公司的锂盐、锂矿 2021-22 年有望投产释放业绩，锂矿锂盐业务若下游需求恢复价格回暖，业绩弹性明显，将有望为公司贡献丰厚业绩，优质稀缺矿源有望提升估值水平，新能源业务的拓展也有望助力公司打开成长天花板。

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.23 元、0.28 元和 0.35 元，对应 PE 为 23x、19x 及 15x。考虑到公司未来依托集团，有望成为四川能投集团下属新能源平台，坐拥优质稀缺矿源，在新能源汽车高速发展背景下，锂电业务有望为公司打开长期发展空间，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
2531	天顺风能	7.05	0.42	0.57	0.66	17	12	11
600483	福能股份	7.86	0.80	0.86	0.96	10	9	8
600323	瀚蓝环境	26.04	1.19	1.38	1.67	22	19	16
603568	伟明环保	22.35	1.04	0.99	1.24	21	23	18
平均值						17	16	13

数据来源：wind，西南证券整理

7 风险提示

政策变动风险，价格变动风险，项目建设低于预期风险，重组进度低于预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2051.11	1835.26	2135.84	2475.04	净利润	329.44	420.60	501.45	630.15
营业成本	1496.56	1220.10	1412.29	1575.87	折旧与摊销	173.29	116.51	122.67	129.88
营业税金及附加	1.73	1.47	1.71	1.98	财务费用	109.38	128.47	138.83	160.88
销售费用	5.60	3.67	4.27	4.95	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.94	64.23	73.69	85.39	经营营运资本变动	663.29	-3.62	-108.80	-142.39
财务费用	109.38	128.47	138.83	160.88	其他	-506.44	-42.51	-43.68	-44.20
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	768.96	619.44	610.47	734.32
投资收益	37.32	35.00	35.00	35.00	资本支出	-224.51	-250.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	14.12	7.51	8.68	9.20	其他	-168.22	-157.49	-156.32	-155.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-392.73	-407.49	-456.32	-455.80
营业利润	359.81	459.84	548.73	690.18	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.20	2.36	2.32	2.30	长期借款	-74.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	362.01	462.20	551.05	692.47	股权融资	49.05	0.00	0.00	0.00
所得税	32.57	41.60	49.59	62.32	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	329.44	420.60	501.45	630.15	其他	-40.46	-172.45	-138.83	-160.88
少数股东损益	114.59	126.18	150.44	189.05	筹资活动现金流净额	-65.92	-172.45	-138.83	-160.88
归属母公司股东净利润	214.85	294.42	351.02	441.11	现金流量净额	310.31	39.51	15.32	117.64
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1009.64	1049.15	1064.47	1182.11	成长能力				
应收和预付款项	1174.77	1078.54	1254.01	1444.52	销售收入增长率	-51.99%	-10.52%	16.38%	15.88%
存货	3.78	10.48	9.28	11.41	营业利润增长率	47.02%	27.80%	19.33%	25.78%
其他流动资产	639.17	598.96	621.19	646.28	净利润增长率	-19.83%	27.67%	19.22%	25.66%
长期股权投资	252.89	252.89	252.89	252.89	EBITDA 增长率	31.59%	9.70%	14.96%	21.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3376.20	3513.51	3694.66	3868.61	毛利率	27.04%	33.52%	33.88%	36.33%
无形资产和开发支出	74.85	71.29	67.74	64.18	三费率	9.06%	10.70%	10.15%	10.15%
其他非流动资产	714.88	914.61	1114.34	1314.07	净利率	16.06%	22.92%	23.48%	25.46%
资产总计	7246.18	7489.44	8078.58	8784.07	ROE	7.80%	9.06%	9.75%	10.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.55%	5.62%	6.21%	7.17%
应付和预收款项	581.10	465.36	540.80	605.71	ROIC	8.54%	11.67%	13.02%	14.98%
长期借款	2097.91	2097.91	2097.91	2097.91	EBITDA/销售收入	31.32%	38.40%	37.94%	39.63%
其他负债	345.08	283.47	295.72	306.15	营运能力				
负债合计	3024.09	2846.74	2934.44	3009.78	总资产周转率	0.28	0.25	0.27	0.29
股本	1270.00	1270.00	1270.00	1270.00	固定资产周转率	0.69	0.63	0.72	0.82
资本公积	3309.53	3309.53	3309.53	3309.53	应收账款周转率	1.72	1.74	1.98	1.97
留存收益	-1057.84	-763.42	-412.40	28.71	存货周转率	36.62	171.07	142.94	152.31
归属母公司股东权益	3521.69	3816.11	4167.13	4608.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.18%	—	—	—
少数股东权益	700.40	826.58	977.02	1166.06	资本结构				
股东权益合计	4222.09	4642.69	5144.15	5774.30	资产负债率	41.73%	38.01%	36.32%	34.26%
负债和股东权益合计	7246.18	7489.44	8078.58	8784.07	带息债务/总负债	69.37%	73.70%	71.49%	69.70%
					流动比率	3.07	3.68	3.55	3.62
					速动比率	3.07	3.67	3.54	3.61
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.23	0.28	0.35
					每股净资产	3.32	3.66	4.05	4.55
					每股经营现金	0.61	0.49	0.48	0.58
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	642.48	704.81	810.23	980.94					
PE	30.92	22.56	18.92	15.06					
PB	1.57	1.43	1.29	1.15					
PS	3.24	3.62	3.11	2.68					
EV/EBITDA	10.59	9.25	7.78	6.10					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn