

2021 年 08 月 25 日

新能源发电业绩符合预期，锂矿+锂盐业务有条不紊推进中

川能动力(000155)

评级:	买入	股票代码:	000155
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	33.99/4.43
目标价格:		总市值(亿)	424.18
最新收盘价:	33.4	自由流通市值(亿)	424.18
		自由流通股数(百万)	1,270.00

事件概述

2021 年 8 月 25 日，公司发布 2021 年半年度报告，报告期内公司实现营业收入 20.44 亿元，同比增长 107.15%，实现归母净利润 2.25 亿元，同比增长 19.78%。

分析判断:

► 业绩符合预期，新能源发电业务快速发展

2021 年上半年公司实现营收 20.44 亿元，同比增长 107.15%；实现归母净利润 2.25 亿元，同比增长 19.78%，业绩符合预期。公司净利润增速落后于营收增速，主要因为新能源综合服务业务上半年新增收入 8.57 亿元，贡献了 81%的营收增长来源，但该业务毛利率仅为 1.63%，对公司利润贡献较小。上半年，公司新能源发电业务获得快速发展，公司 2020 年末投产的大面山三期、会东堵格一期和美姑井叶特西三个风电场实现运营，大幅增加公司发电量，报告期内公司实现发电量 13.91 亿千瓦时，同比增长 48.94%，完成年度计划的 56.06%。公司实现电力销售收入 6.85 亿元，同比增长 42.14%。2021 年，公司全力推进风电建设，美姑沙马乃托一期 5 万千瓦已于 7 月全部投产，会东淌塘风电场一期 12.5 万千瓦首台机组于 7 月投产，2021 年底前将全部投产，公司在四川省还有约 100 万千瓦优质风电待建。公司风电场所在四川省属于风能资源 IV 类区，2020 年全年公司风电平均利用小时数为 3,248.35 小时，高于全国平均利用小时数 1,175.35 小时，资源优势明显（部分风电场年利用小时数达 4,000 小时，曾多次被评为 AAAAA 级风电场）。

► 锂电资产收购进展顺利，李家沟建设稳步推进

2021 年上半年，公司按照锂电产业发展规划，继续推进锂电资产收购工作。锂矿方面，公司于 2021 年 1 月 11 日与川能锂能基金签订了《四川能投锂业有限公司之股权转让协议》，并于当月 28 日完成能投锂能股东变更登记备案手续，于 2021 年 3 月 15 日完成全部交易价款支付。能投锂业所属子公司四川德鑫矿业持有四川省金川县李家沟锂辉石矿采矿权，李家沟已探明的矿石资源储量 3,881.2 万吨，平均品味 1.3%，氧化锂资源储量 50.22 万吨，采选项目处于建设中，该项目是截止目前国内进入实质性建设的最大锂辉石矿山，预计 2022 年投产，投产后年产 18 万吨锂精矿。李家沟锂矿项目环保标准高、以洞采为主，在生态环境保护管控越发严格的背景下，符合国家打造绿色矿业发展示范区的规划，能够有效避免矿山建成后由于安全、环保等问题引发的停工整改等问题。锂盐方面，公司 2 月 1 日召开股东大会审议批准了《关于锂电产业基金清算的议案》，同意对锂电产业基金进行清算。2021 年 4 月 25 日，鼎盛锂业完成了股东变更相关登记备案手续，此次工商变更后，川能动力、四川能投、川能资本分别持有鼎盛锂业 25.5%、21.42%、4.08%股权。四川能投及能投资本拟将其分配所得鼎盛锂业 25.5%股权托管至公司，实现公司统筹管理鼎盛锂业。鼎盛锂业总规划 5 万吨锂盐，分三期建设，第一期年产 1 万吨锂盐项目已于 2019 年 11 月正式投产，现有厂区内扩建 5000 吨电池级碳酸锂生产线工作正在进行中，计划在今年 12 月底完工。大股东承诺在鼎盛锂业业绩符合上市公司业绩要求后，将股份转让给川能动力。

► 川西将打造国家级锂资源基地，公司有望发挥国企优势整合开发四川锂矿

2021年7月14日，四川省自然资源厅发布《四川省矿产资源总体规划（2021-2025年）（征求意见稿）》，指出要以甲基卡和可尔因地区为重点，优先开发已有矿权的锂矿，加速矿产勘查，优化川西锂矿矿业权设置，鼓励现有矿山进行资源整合，规模化开发川西锂资源，同时牢牢贯彻绿色开发理念。针对川西已下发矿权的锂矿久不开采问题，完善矿业权退出机制，加强对各类未建、长期停产和到期未申请延续、关停未注销矿业权的清理销号工作，肃清历史遗留的矿权难题，加快川西锂资源开发步伐。川西可尔因和甘孜甲基卡锂矿资源优势突出，资源量位居世界前列，已查明氧化锂资源量达280.7万吨，预测远景资源量500万吨，核发了多个探矿权和采矿权，但由于矿权主体实力弱、矿权频繁换手交易等问题，导致开发进度落后，进展始终低于预期，未能担负起降低我国战略性锂资源对外依存度的重任。公司控股股东四川能投是四川推进能源基础设施建设、加快重大能源项目建设的重要主体，2018年四川能投和川能动力共同发起成立锂能基金的初衷，就是为了对锂电产业上游锂矿资源进行整合，精准投资阿坝州和甘孜州锂矿项目，充分发挥国有企业政治优势、制度优势、经济优势，有序可持续开发锂矿资源，促进甘孜、阿坝地方经济发展，助力甘孜、阿坝打赢脱贫攻坚战。川能动力作为四川能投新能源板块资本运作平台，一直以来都被视为重中之重，早在2017年破产重组时就明确提出“新能源+锂电”的战略布局，要打通从锂矿—锂盐—电池材料—锂离子动力电池全产业链布局，李家沟锂辉石矿山的建设开发也只是公司实现锂电产业发展的第一步。

► 2022年精矿新增供应有限，上游锂精矿供给将持续紧缺

2021年上半年，澳洲在产矿山4座，除Greenbushes未公开产销量数据外，其余3座矿山（Cattlin、Pilgangoora和Marion矿山）上半年产销量分别为48.8和52.9万吨，分别同比增长60%和61%，公开的库存数据方面，PLS锂精矿库存已由Q1的40134吨降低到18845吨。但即使如此，锂精矿仍然呈现供给紧缺的局面，Cattlin、Pilgangoora和Marion矿山已经满产，供应上并无弹性。Greenbushes精矿只出售给控股股东，而主要股东天齐、雅保锂盐加工能力有限。3座关停的矿山中，Ngungaju预计于今年圣诞节重启，计划在明年6月之前实现达产，总产能20.6万吨/年，但PLS计划将即Ngungaju重启后的产量全部支持现货销售，这样一来不仅对于全球新增供给有限，反而会进一步刺激长协价格上涨。Wodgina项目实控人为雅保，多次表示其关于锂辉石的销售策略没有改变，不出售直接资源，只出售锂盐产品。雅保计划将第三阶段的扩张计划放在中国，收购和新建氢氧化锂加工厂2条策略并行，届时将会重启Wodgina进行供货。Bald矿山于2019年8月停产维护至今，Austroil Corporation计划对其进行的破产重组仍在进行中。综上所述，我们可以发现，全球锂精矿的主要供给地澳大利亚锂辉石矿山原有项目供给增量有限，而绿地项目受2018H2到2020年行业下行周期影响建设进度滞后，短中期内全球锂精矿供给紧缺的问题无法缓解，必然会导致的结果便是锂精矿价格加速上涨。

► 长协与现货价格齐涨，预计长协价格将很快破上轮高点

Cattlin矿山2021Q1长协承购价为450美元/吨，2021Q2为750美元/吨，2021Q3为900美元/吨，7月中旬Galaxy进行了一次1.5万吨（品位为5.8%）锂精矿现货拍卖，公司表示收到了900美元/吨CIF的报价。PLS 2021Q1精矿临时承购价为410美元/吨，精矿实际发运时会根据当时的现货价格进行调整，Q1的锂精矿装运量为71229吨，Q2收到的Q1精矿价格修正补交价款750万美元，调整完之后Q1精矿长协最终价格为515美元/吨。2021Q2精矿临时承购价为650美元/吨，实际成交价格需根据Q3公司收到的价格修正补交价款确定，预计不会低于银河资源Q2的长协承购价750美元/吨。PLS的锂精矿现货竞拍已经上线，已经有超过30个感兴趣的公司进行用户注册。2021年7月29日下午，Pilbara通过其BMX平台举行了首次锂辉石精矿拍卖，报价从每干公吨700美元提高到每干公吨1250美元（FOB，德黑兰港）。5个竞标者出价≥1100美元/干公吨（FOB），Pilbara Minerals最终接受了每干公吨1250美元（FOB）的最高报价。Pilbara Minerals预计未来的6-12个月，BMX平台会拍卖10万吨到22万吨锂精矿现货，即Ngungaju（原Altura矿山）重启后的产量全部支持现货销售。PLS表示现货销售和长协销售之间出现了价格脱节，希望能与长协客户进行协商谈判，考虑在长协价格定价公式中加入现货价格影响因子。上一轮周期高点，澳洲锂精矿长协价格未超过1100美元/吨，但锂盐最高价格接近18万元/吨。本轮周期进行至今，2021Q3锂精矿长协价格已达900美元/吨，按照2021年前三季度澳企的调价频次及幅度，以及本轮新出现的澳矿现货拍卖价格的影响，预计2021Q4锂精矿长协价格将很有可能达到或者超过1100美元/

吨，2022 年精矿长协价格突破上轮高点已成定局。但锂盐价格涨幅目前偏滞后，截至 2021 年 8 月 25 日，电池级碳酸锂报价为 10.6 万元/吨，电池级粗颗粒氢氧化锂报价为 11.85 万元/吨，如果 2021Q4 锂精矿长协报价在 1100 美元/吨左右的话，那么 2021 年 Q4 至 2022 年，锂盐价格很有可能会突破上轮价格高点。

投资建议

公司报告期内持续推进锂电资产收购，已完成上游锂矿+锂盐布局。随着四川锂资源开发规划方案的落地，川能动力有望继续发挥国企优势，加速整合开发川西锂资源，带动甘孜阿坝的经济发展，降低我国战略性锂资源对外依存度。2021Q3 澳洲锂精矿长协报价已达 900 美元/吨（CIF），现货拍卖已出现 1250 美元/吨（FOB）的历史高价，本轮周期因为主供地澳洲供给增量有限，锂精矿长协价格将大概率突破上轮周期高点，锂盐价格受此影响亦会开启加速上涨模式。基于公司李家沟矿将于 2022 年投产，锂精矿及锂盐价格呈现加速上涨态势，我们调整公司 2021-2023 年盈利预测，2021 年营业收入从 38.33 亿元，向下调整至 36.90 亿元，同比增长 84.8%，2022-2023 年营业收入分别从 46.73 亿元、63.91 亿元，上调至 59.23 亿元、78.57 亿元，分别同比增长 60.5%、32.6%；2021-2023 年归母净利润分别从 6.08 亿元、8.74 亿元、11.75 亿元，上调至 6.38 亿元、13.22 亿元、22.63 亿元，分别同比增长 316.2%、107.2%、71.2%，EPS 分别为 0.44、0.91、1.56 元，对应 PE 分别为 75.86、36.62、21.39 倍，维持“买入”评级。2021-2023 年均已考虑固废业务注入后带来的盈利增长及股本增加。

风险提示

- 1、锂矿建设进度不及预期，未能按时投产；
- 2、锂资源价格下滑明显；
- 3、锂盐业务收购及建设进度不及预期。
- 4、未来大股东在四川锂矿资源整合开发不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,051	1,997	3,690	5,923	7,857
YoY (%)	-52.0%	-2.7%	84.8%	60.5%	32.6%
归母净利润(百万元)	215	153	638	1,322	2,263
YoY (%)	-28.6%	-28.7%	316.2%	107.2%	71.2%
毛利率 (%)	27.0%	31.2%	44.3%	56.6%	59.3%
每股收益 (元)	0.15	0.11	0.44	0.91	1.56
ROE	6.1%	4.2%	14.8%	22.9%	28.2%
市盈率	225.26	315.72	75.86	36.62	21.39

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：晏溶

SAC NO: S1120519100004

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,997	3,690	5,923	7,857	净利润	294	1,062	2,267	3,910
YoY (%)	-2.7%	84.8%	60.5%	32.6%	折旧和摊销	190	207	193	196
营业成本	1,373	2,055	2,572	3,195	营运资金变动	-263	-689	794	-1,538
营业税金及附加	3	5	8	11	经营活动现金流	415	699	3,402	2,700
销售费用	3	6	10	13	资本开支	-1,513	-1,723	-748	-1,700
管理费用	87	92	101	110	投资	-389	0	0	0
财务费用	114	157	189	200	投资活动现金流	-1,877	-1,684	-707	-1,650
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	35	179	0	0
投资收益	-8	39	41	50	债务募资	1,737	1,800	929	378
营业利润	403	1,462	3,119	5,013	筹资活动现金流	1,385	1,643	740	198
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-77	658	3,436	1,248
利润总额	404	1,462	3,119	5,013	主要财务指标				
所得税	110	399	852	1,103	成长能力				
净利润	294	1,062	2,267	3,910	营业收入增长率	-2.7%	84.8%	60.5%	32.6%
归属于母公司净利润	153	638	1,322	2,263	净利润增长率	-28.7%	316.2%	107.2%	71.2%
YoY (%)	-28.7%	316.2%	107.2%	71.2%	盈利能力				
每股收益	0.11	0.44	0.91	1.56	毛利率	31.2%	44.3%	56.6%	59.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	14.7%	28.8%	38.3%	49.8%
货币资金	923	1,581	5,017	6,264	总资产收益率 ROA	1.7%	5.1%	7.6%	9.9%
预付款项	59	79	95	119	净资产收益率 ROE	4.2%	14.8%	22.9%	28.2%
存货	112	113	117	143	偿债能力				
其他流动资产	2,403	3,384	4,334	7,494	流动比率	2.63	3.58	2.63	4.23
流动资产合计	3,498	5,157	9,562	14,021	速动比率	2.50	3.44	2.57	4.15
长期股权投资	233	233	233	233	现金比率	0.69	1.10	1.38	1.89
固定资产	4,783	6,181	6,491	7,348	资产负债率	50.7%	54.8%	53.9%	36.8%
无形资产	87	95	110	130	经营效率				
非流动资产合计	5,737	7,252	7,804	8,809	总资产周转率	0.22	0.30	0.34	0.34
资产合计	9,234	12,410	17,366	22,830	每股指标 (元)				
短期借款	200	0	429	0	每股收益	0.11	0.44	0.91	1.56
应付账款及票据	765	1,003	1,754	1,972	每股净资产	2.54	2.98	3.98	5.54
其他流动负债	364	439	1,451	1,340	每股经营现金流	0.29	0.48	2.35	1.86
流动负债合计	1,329	1,442	3,634	3,312	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,350	5,350	5,481	4,850	估值分析				
其他长期负债	5	5	251	251	PE	315.72	75.86	36.62	21.39
非流动负债合计	3,355	5,355	5,731	5,101	PB	3.26	11.19	8.39	6.03
负债合计	4,684	6,797	9,365	8,412					
股本	1,270	1,449	1,449	1,449					
少数股东权益	864	1,289	2,235	6,388					
股东权益合计	4,550	5,613	8,001	14,417					
负债和股东权益合计	9,234	12,410	17,366	22,830					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。