

2021年10月28日

两大国资强强联手，左磷右锂资源升级

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:	39.26/5.08
目标价格:		总市值(亿)	349.00
最新收盘价:	27.48	自由流通市值(亿)	349.00
		自由流通股数(百万)	1,270.00

事件概述

1) 2021年10月28日，公司发布公告称，公司拟与四川路桥建设集团股份有限公司、比亚迪股份有限公司及马边彝族自治县禾丰国有资产有限公司共同出资成立合资公司，综合开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目。合资公司设立时初始注册资本为50,000万元，后续各股东方按出资比例增资至100,000万元，公司共认缴出资20,000万元，占注册资本的20%。2) 公司于2021年10月28日与四川路桥建设集团股份有限公司签订了《股权交易意向协议》，川能动力拟向四川路桥转让持有的四川能投锂业有限公司5%股权。

分析判断:

▶ 参股马边磷矿项目，资源禀赋优异

为加快打造川能动力“新能源发电+储能”产业，推进公司对锂离子动力电池全产业链的战略布局，公司拟与四川路桥、比亚迪及马边彝族自治县禾丰国有资产有限公司共同出资成立四川蜀能矿产投资有限责任公司，综合开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目，各方持股比例分别为20%、67%、1%及12%，公司拟向合资公司委派董事、监事各1名，同时公司按照出资比例享有磷矿及产品的优先分配权。合资公司业务发展方向定位在以磷矿资源为基础的新能源储能行业，涉及磷矿开采冶炼和磷酸铁锂电池生产及销售。禾丰公司将其所有的四川省乐山市马边县老河坝矿区三号矿块探矿权评估作价出资，此探矿权为公司于2019年9月以3.2亿元通过招拍挂方式依法取得，勘查面积1.3240平方公里，证书有效期至2023年06月05日，拍卖时预估资源储量为4002.3万吨。2020年3月四川省地质矿产勘查开发局二零七地质队中标三号矿块的转采矿权采购项目，2021年3月四川省环科源科技有限公司中标《四川省马边县老河坝矿区三号矿块项目环境影响评价报告》项目，项目目前进展顺利。根据2020年马边彝族自治县政府工作报告所示，马边县已探明磷矿远景储量24.8亿吨，是我国四大磷矿之一。2020年全县磷矿年开采能力为550万吨，磷矿产量389万吨，比上年增长12.3%，占全国产量的4.4%。马边磷矿由老河坝、六股水、大院子及分银沟四个矿区组成，其中老河坝矿区为主要开发矿区，面积约19.1平方公里，川发龙蟒此前披露发行股份购买的磷矿项目也位于马边老河坝矿区。老河坝磷矿矿层厚度最大、品位较高，矿区储量、矿石质量及开发条件均优于其他三个矿区。此外马边县水能丰富，水电总装机达60万千瓦，可为磷矿开采及加工提供绿电保障。

▶ 转让能投锂业5%股权，期待后续合作

同时，川能动力拟向四川路桥转让持有的四川能投锂业有限公司5%股权。公司目前持四川能投鼎盛锂业62.75%股权，交易达成之后，公司仍然拥有四川能投鼎盛锂业控制权。公司公告称，能投锂业所在的李家沟矿区现已经探明的矿石资源储量为3,881.2万吨，氧化锂(Li₂O)储量50.22万吨，平均品位1.30%，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。目前正在建设的105万吨/年的采选项目，年产18万锂精矿，公司将力争早日投产。公司将5%能投鼎盛锂业股权转让给四川路桥，同时投资马边磷矿20%股权同时获得20%包销权，符合双方公司战略发展规划，通过优势

互补加速公司在锂电产业链布局。马边磷矿并非四川路桥涉足磷矿的第一个项目，早在8月份路桥就受托管金川公司5%股权，10月20日路桥公告拟投入1亿元参与金川公司破产重整投资人公开招募，金川公司享有大黑山磷矿、大山梁子磷矿、大桥磷矿区以及大水沟磷矿采矿权。锂和磷同为动力电池关键材料，都是支撑中国早日实现碳达峰中和的新兴战略性矿产，四川恰好同时在2类矿产上都储量丰富。

早在8月18日，四川能投集团与蜀道集团就签署了《战略合作框架协议》，双方表示要共同抓好清洁能源、矿产资源等产业合作，推动一批重大项目加快落地，构建互动、互补、互利、互惠的发展格局。10月20日四川路桥公告，拟向四川能投非公开发行7278.02万股股票引入其作为战略股东。川能动力和四川路桥，分别作为四川省能源投资集团和四川省蜀道集团旗下的上市公司，是具体合作项目的实施平台，现今双方已在资源互补上迈出了第一步，期待两家公司后续更多更深入的合作。

► 锂矿资源硬性短缺，为保安全川西开发势在必行

10月26日，Pilbara 锂精矿竞拍成交价2350美元/吨，按照折SC6.0（包含运费）计算，约等于2629美元/吨（CIF，中国），据悉由于硫酸、片碱等辅料价格飞涨，按此价格推算生产加工一吨碳酸锂的成本约为18-19万元左右。根据Cattlin 矿山三季度报数据，四季度锂精矿长协（品位折标6%）平均价格（CIF）约1650美元/吨；10月15日，Fastmarket 对SC6 锂精矿（中国到岸价）的评估价为每吨2000-2500美元，综上锂盐价格还需上涨才能让锂盐加工厂保障有利可图。本轮锂资源价格上涨周期利润分成已大幅移向上游，纯锂盐加工厂预计利润分成只占一到两成。近日Pilbara 和POSCO 已同意共同在韩国建设和运营4.3万吨氢氧化锂加工厂，预计2023年下半年开始生产，同时Pilbara 同意以市场价格向锂盐工厂供应31.5万吨锂辉石精矿，期限为20年。Pilgangoora 项目一期长协承购客户包括赣锋锂业、天宜锂业以及容汇锂业，其二期扩产与POSCO 绑定锂盐加工厂，二期扩产的精矿中国企业无缘承购。PLS 作为目前澳矿企业中对外销售锂精矿量最多的企业，二期选择与韩国企业合作，延伸自身产业链至锂盐加工，暂且抛开本来利润澳、中八二分成的现状，未来中国锂盐加工厂的锂精矿增量采购，也将面临较大的供应链风险，本土资源加紧开发此时显得尤为重要。四川拥有我国80%固态锂资源储量，四川康定甲基卡-雅江德扯弄巴锂铍钽矿和四川马尔康可尔因-金川李家沟锂铍矿已被升级为国家级锂资源基地，加速开发川西锂矿以保障我国新能源产业供应链安全势在必行。

► 大股东频频牵手业内龙头，川能动力有望直接受益

8月18日，四川能投集团与蜀道集团就签署了《战略合作框架协议》，双方表示要共同抓好清洁能源、矿产资源等产业合作，推动一批重大项目加快落地，构建互动、互补、互利、互惠的发展格局。8月30日，公司控股股东四川能投与蜂巢能源签署战略合作协议，双方将在锂资源、锂盐、电池材料、电池生产及回收等领域展开全方位合作，充分整合各自国内外资源，积极打造具备规模和竞争力的锂电产业项目，力争在锂电产业上取得突破性进展。9月27日，四川能投与亿纬锂能开展工作座谈，双方围绕动力电池、储能等领域合作进行了交流探讨。10月19日，四川能投与宁德时代签署战略合作协议，双方将发挥四川能投在锂矿资源、锂盐生产等资源端的突出优势，深化双方在新能源产业领域开展多层次和多形式的广泛合作。10月20日，四川能投和比亚迪同时战略入股四川路桥，同时本次马边磷矿项目比亚迪也参与其中。公司作为四川能投新能源板块资本运作的唯一平台，将直接受益于大股东的战略布局，此次川能动力与四川路桥合作开发马边磷矿就是最好的落地案例，我们也期待川能动力后续与业内其余龙头的合作方案落地。

投资建议

公司作为四川国企，已经完成上游锂矿+锂盐布局，此次与四川路桥的战略合作，补充了公司新能源产业链上磷矿资源的缺失。这一次磷矿合作让我们看到，大股东能投集团此前的战略布局，有了高效的实际落地项目，未来预期会看到更多合作方案落地。相信能投集团与蜀道集团两大国资的强强联手，将在四川为旗下公司争夺更多的关键矿产资源，川能动力更加有望加速整合开发川西锂资源。我们维持公司2021-2023年盈利预测不变，2021-2023年营业收入分别为36.12亿元、61.85亿元、89.44亿元，分别同比增长80.9%、71.3%、44.6%；2021-2023年归母净利润分别为5.93亿元、13.61亿元、22.98亿元，同比

增长 287.1%、129.3%、68.8%，EPS 分别为 0.47、1.07、1.81 元，对应 2021 年 10 月 28 日收盘价 27.48 元，PE 分别为 58.81/25.64/15.19 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	3,612	6,185	8,944
YoY (%)	-52.0%	-2.7%	80.9%	71.3%	44.6%
归母净利润(百万元)	215	153	593	1,361	2,298
YoY (%)	-28.6%	-28.7%	287.1%	129.3%	68.8%
毛利率 (%)	27.0%	31.2%	44.1%	49.7%	50.7%
每股收益 (元)	0.17	0.12	0.47	1.07	1.81
ROE	6.1%	4.2%	13.9%	24.1%	28.9%
市盈率	182.65	258.75	58.81	25.64	15.19

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	3,612	6,185	8,944	净利润	294	988	2,268	3,482
YoY (%)	-2.7%	80.9%	71.3%	44.6%	折旧和摊销	190	680	875	1,020
营业成本	1,373	2,020	3,114	4,409	营运资金变动	-263	-568	-1,155	-1,571
营业税金及附加	3	5	9	13	经营活动现金流	415	1,062	1,945	2,874
销售费用	3	6	11	15	资本开支	-1,513	-911	-1,190	-1,236
管理费用	87	107	142	161	投资	-389	-46	-30	-27
财务费用	114	188	202	213	投资活动现金流	-1,877	-919	-1,177	-1,206
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	35	618	0	0
投资收益	-8	38	43	57	债务募资	1,493	10	0	0
营业利润	403	1,327	2,756	4,197	筹资活动现金流	1,385	628	0	0
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-77	771	768	1,668
利润总额	404	1,327	2,756	4,197	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	110	338	488	716	成长能力				
净利润	294	988	2,268	3,482	营业收入增长率	-2.7%	80.9%	71.3%	44.6%
归属于母公司净利润	153	593	1,361	2,298	净利润增长率	-28.7%	287.1%	129.3%	68.8%
YoY (%)	-28.7%	287.1%	129.3%	68.8%	盈利能力				
每股收益	0.12	0.47	1.07	1.81	毛利率	31.2%	44.1%	49.7%	50.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	14.7%	27.4%	36.7%	38.9%
货币资金	923	1,694	2,463	4,130	总资产收益率 ROA	1.7%	5.6%	10.1%	13.0%
预付款项	59	68	112	161	净资产收益率 ROE	4.2%	13.9%	24.1%	28.9%
存货	112	91	156	236	偿债能力				
其他流动资产	2,403	3,165	4,856	7,011	流动比率	2.63	3.05	3.33	3.88
流动资产合计	3,498	5,018	7,586	11,538	速动比率	2.50	2.94	3.20	3.74
长期股权投资	233	279	309	336	现金比率	0.69	0.85	0.95	1.29
固定资产	4,783	4,907	5,124	5,263	资产负债率	50.7%	47.8%	42.3%	36.3%
无形资产	87	105	119	134	经营效率				
非流动资产合计	5,737	6,013	6,358	6,600	总资产周转率	0.22	0.34	0.46	0.50
资产合计	9,234	11,031	13,944	18,138	每股指标 (元)				
短期借款	200	200	200	200	每股收益	0.12	0.47	1.07	1.81
应付账款及票据	765	859	1,422	2,041	每股净资产	2.90	3.37	4.44	6.25
其他流动负债	364	451	532	627	每股经营现金流	0.33	0.84	1.53	2.26
流动负债合计	1,329	1,510	2,154	2,867	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,350	3,360	3,360	3,360	估值分析				
其他长期负债	5	5	5	5	PE	229.00	58.81	25.64	15.19
非流动负债合计	3,355	3,365	3,365	3,365	PB	2.86	8.16	6.19	4.40
负债合计	4,684	4,875	5,519	6,232					
股本	1,270	1,449	1,449	1,449					
少数股东权益	864	1,259	2,167	3,350					
股东权益合计	4,550	6,156	8,424	11,906					
负债和股东权益合计	9,234	11,031	13,944	18,138					

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。

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跨部门、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。