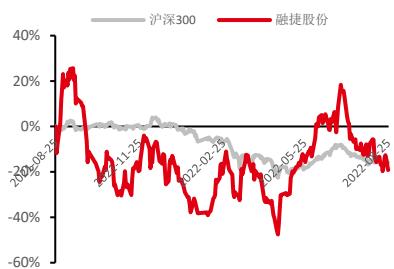


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	127.74
总股本/流通(百万股)	260/259
总市值/流通(百万元)	31,369/31,304
12 个月最高/最低(元)	187.80/78.39

研究所

分析师：李帅华

SAC 登记编号：S1340522060001

Email：lishuaihua@cnpsec.com

融捷股份（002192.SZ）：

甲基卡有望满产，囤货锂盐下半年释放

● 事件：

公司公布 2022 年半年度报告，2022H1 公司实现营收 9.87 亿元，同比增长 194.44%，归母净利润为 5.76 亿元，同比增长 4444%；22Q2 实现营收 5.09 亿元，同比增长 124.79%，环比增长 6.51%，归母净利润为 3.22 亿元，同比增长 2861%，环比增长 26.77%。

● 点评：

锂矿生产顺利，全年有望实现满产。2022H1 公司锂精矿产量为 2.37 万吨，销量为 2.3 万吨，折算 6% 品位 1.89 万吨，其中 Q2 产量为 1.95 万吨，销量为 2 万吨。2022H1 公司锂精矿销售额为 2.9 亿元，抵销与联营企业的未实现内部交易利润后，列报锂精矿营业收入 1.74 亿元，净利润为 1.93 亿元，尚有 1.16 亿元的收入和对应利润没有确认，这部分会在下半年随着锂精矿的耗用情况和锂盐销售情况来逐步确认。随着 Q1 冬歇期的结束，公司锂精矿产能接近满产，预计全年锂精矿产量在 7 万吨。

成都融捷锂盐库存增多，下半年有望利润释放。2022H1 公司锂盐业务实现营收 6.21 亿元，公司合计销售锂盐 2006 吨，其中长和华锂生产 1515 吨。公司参股的成都融捷一期 2 万吨锂盐项目 7 月正式投产，上半年试生产阶段共生产 6670 吨电池级锂盐，销售 4190 吨。上半年公司库存增加 2480 吨，主要原因是 Q2 锂价有所下跌，公司判断 Q3 锂盐价格会回升，因此调整了销售节奏导致库存增加。根据 SMM 8 月 26 日统计显示电池级碳酸锂价格为 48.6 万元/吨，较 6 月 30 日价格 46.9 万元/吨，上涨 1.7 万元/吨，锂盐价格开始重新上涨，预计公司下半年迎来一波利润释放，业绩有望超预期。

鸳鸯坝 47 万吨锂精矿，公司合计锂精矿可满足 15 万吨碳酸锂。公司正在筹划鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目，可年供应锂精矿约 47 万吨，将成为目前国内产能最大的锂辉石矿精选项目。项目建设前的部分要件已完成，但因《四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划（2021-2035）》环评尚未取得批复，上半年项目环评尚不具备申报受理条件。根据可研报告的设计，该项目的建设周期为一年，建成后融捷锂精矿选矿总产能可达到 92 万吨，对应约 15.3 万吨碳酸锂。

锂电装备+锂盐，公司和比亚迪合作更加深入。2022H1 公司锂电

设备实现营收 1.88 亿元，同比增加 56.11%，公司锂电设备业务主要是保障战略客户比亚迪的交货需求，上半年对比亚迪的销售为 1.83 亿元，占比 97%。此外 2022 年 6 月公司参股的成都融捷和比亚迪签订了碳酸锂的供货合作协议，2022H1 公司在锂盐业务上对比亚迪实现 1.85 亿元的销售收入，公司和比亚迪的合作更加深入。

● 盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 18.23/29.16/40.50 亿元，对应 EPS 为 7.02/11.23/15.60 元，对应 PE 为 18.20/11.37/8.19 倍，考虑同行水平给予公司 2023 年 12 倍估值，对应目标价为 134.8 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示

需求不及预期，锂价大幅下跌等风险。

公司财务及预测数据摘要	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	921	3439	4968	6568
增速	136.1%	273.6%	44.4%	32.2%
归属母公司股东净利润（百万）	68	1823	2916	4050
增速	224.5%	2569.0%	60.0%	38.9%
每股收益 EPS（元）	0.26	7.02	11.23	15.60
市盈率 PE	485.70	18.20	11.37	8.19
市净率 PB	52.22	13.50	6.17	3.52
净资产收益率 ROE	10.8%	74.2%	54.3%	43.0%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表									
营业收入	921	3,439	4,968	6,568	营业总收入增长率	136.1%	273.6%	44.4%	32.2%
营业成本	663	1,625	1,983	2,386	EBIT 增长率	342.2%	1082.5%	71.2%	42.3%
毛利润	258	1,815	2,985	4,181	归母净利润增长率	224.5%	2569.0%	60.0%	38.9%
税金及附加	16	62	89	118	总资产增长率	32.5%	193.6%	84.1%	67.1%
销售费用	14	52	75	99	获利能力				
管理费用	79	275	397	525	净资产收益率	10.8%	74.2%	54.3%	43.0%
研发费用	35	103	149	197	总资产收益率	5.1%	46.1%	40.1%	33.3%
财务费用	10	7	3	-16	投入资本收益率	10.7%	39.8%	32.2%	26.4%
息税前利润	115	1,357	2,324	3,308	偿债能力				
投资收益	4	1,032	1,490	1,970	资产负债率	47.3%	30.9%	17.9%	13.9%
营业利润	108	2,383	3,812	5,294	流动比率	1.19	2.89	5.42	7.18
营业外收支	0	0	0	0	速动比率	0.85	2.45	5.10	6.76
利润总额	108	2,383	3,812	5,294	营运能力				
所得税	20	357	572	794	应收账款周转天数	93	90	90	90
少数股东损益	20	203	324	450	存货周转天数	58	60	60	60
归母净利润	68	1,823	2,916	4,050	总资产周转天数	462	278	407	533
资产负债表									
货币资金	107	910	4,692	8,040	每股指标(元)				
应收票据	0	382	308	422	每股收益	0.26	7.02	11.23	15.60
应收账款	336	1,384	1,100	2,184	每股净资产	2.45	9.47	20.70	36.29
其他应收款	4	34	21	52	估值比率				
存货	148	393	267	528	PE	485.70	18.20	11.37	8.19
流动资产合计	664	3,290	6,632	11,532	PB	52.22	13.50	6.17	3.52
长期股权投资	15	15	15	15	现金流量表				
固定资产	222	204	187	170	净利润	68	1,823	2,916	4,050
在建工程	32	32	32	32	非现金支出	44	17	17	17
无形资产	246	246	246	246	非经营收益	24	-1,025	-1,483	-1,963
商誉	7	7	7	7	营运资金变动	-36	-1,240	525	-1,170
非流动资产合计	683	666	649	631	经营活动现金流量净额	120	-222	2,299	1,385
资产总计	1,347	3,955	7,281	12,163	资本开支	-91	0	0	0
短期借款	120	120	120	120	投资	10	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	其他	0	1,032	1,490	1,970
其他流动负债	210	427	535	652	投资活动现金流量净额	-81	1,032	1,490	1,970
流动负债合计	556	1,139	1,224	1,607	股权融资	0	0	0	0
负债合计	637	1,220	1,306	1,688	债务融资	18	0	0	0
股本	260	260	260	260	其他	16	-7	-7	-7
资本公积金	621	621	621	621	筹资活动现金流量净额	34	-7	-7	-7
其他综合收益	0	0	0	0	现金及现金等价物净增加额	74	803	3,782	3,348
归母所有者权益	635	2,458	5,374	9,424	期初现金	34	107	910	4,692
少数股东权益	75	277	601	1,051	期末现金	107	910	4,692	8,040
所有者权益合计	710	2,735	5,975	10,475					
负债和所有者权益总	1,347	3,955	7,281	12,163					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

目录

1 受益于锂盐高景气，产能稳步扩张.....	5
2 盈利预测.....	7
3 风险提示.....	8

图表目录

图表 1：公司的营收及同比情况（亿元）	5
图表 2：公司的归母净利润及同比情况（亿元）	5
图表 3：公司分业务营收情况（亿元）	5
图表 4：公司分业务毛利润情况（亿元）	5
图表 5：公司毛利率及净利率情况（%）	6
图表 6：公司期间费用率情况（%）	6
图表 7：公司 2022Q2 毛利润到净利润拆分情况（亿元）	6
图表 8：行业内同类公司的估值比较（wind 一致预期，截至 2022/8/25）	7

1 受益于锂盐高景气，产能稳步扩张

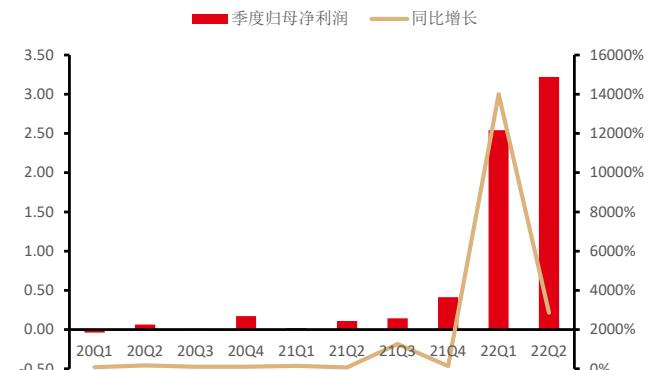
公司公布 2022 年半年度报告，2022H1 公司实现营收 9.87 亿元，同比增长 194.44%，归母净利润为 5.76 亿元，同比增长 4444%；22Q2 实现营收 5.09 亿元，同比增长 124.79%，环比增长 6.51%，归母净利润为 3.22 亿元，同比增长 2861%，环比增长 26.77%。

图表 1：公司的营收及同比情况（亿元）



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

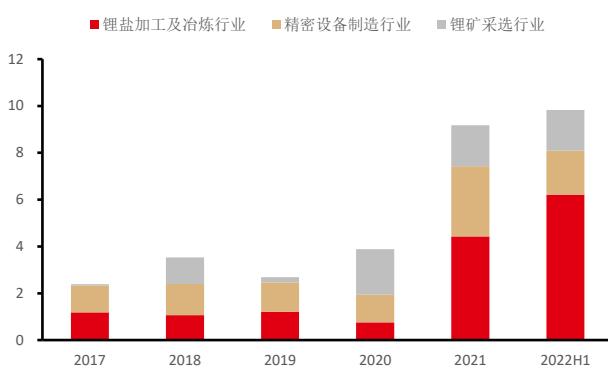
图表 2：公司的归母净利润及同比情况（亿元）



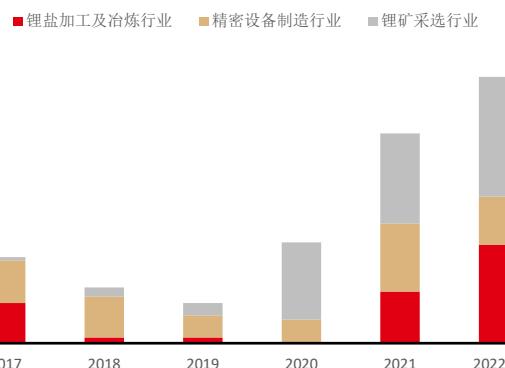
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

锂矿生产顺利，全年有望实现满产。2022H1 公司锂精矿产量为 2.37 万吨，销量为 2.3 万吨，折算 6% 品位 1.89 万吨，其中 Q2 产量为 1.95 万吨，销量为 2 万吨。2022H1 公司锂精矿销售额为 2.9 亿元，抵销与联营企业的未实现内部交易利润后，列报锂精矿营业收入 1.74 亿元，净利润为 1.93 亿元，尚有 1.16 亿元的收入和对应利润没有确认，这部分会在下半年随着锂精矿的耗用情况和锂盐销售情况来逐步确认。随着 Q1 冬歇期的结束，公司锂精矿产能接近满产，预计全年锂精矿产量在 7 万吨。

图表 3：公司分业务营收情况（亿元）



图表 4：公司分业务毛利润情况（亿元）

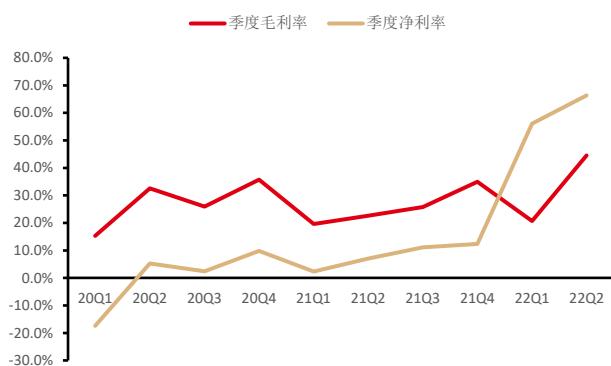


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

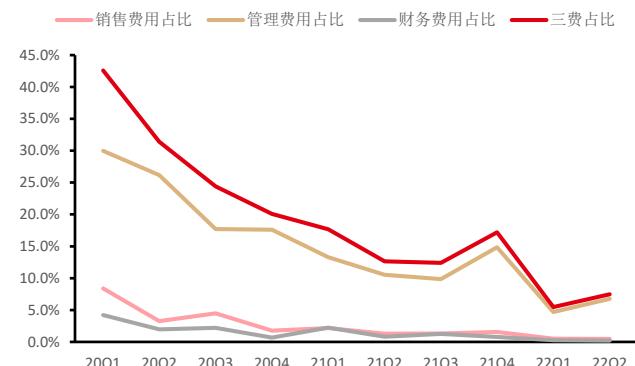
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

成都融捷锂盐存在惜售，下半年有望利润释放。2022H1 公司锂盐业务实现营收 6.21 亿元，长和华锂单个报表实现营业收入 5.6 亿元，净利润 0.92 亿元。上半年公司合计销售锂盐 2006 吨，其中长和华锂生产 1515 吨。长和华锂主要是采购工业级碳酸锂和粗制碳酸锂进行精加工提纯，因此锂盐成本较高，上半年公司碳酸锂的平均售价约为 34.99 万元/吨（含税），平均成本约为 24.99 万元/吨。

公司参股的成都融捷一期 2 万吨锂盐项目 7 月正式投产，上半年试生产阶段共生产 6670 吨电池级锂盐，销售 4190 吨。上半年公司库存增加 2480 吨，主要原因是 Q2 锂价有所下跌，公司判断 Q3 锂盐价格会回升，因此调整了销售节奏，导致库存增加。根据 SMM 8 月 26 日统计显示电池级碳酸锂价格为 48.6 万元/吨，较 6 月 30 日价格 46.9 万元/吨，上涨 1.7 万元/吨，锂盐价格开始重新上涨，预计公司下半年迎来一波利润释放，业绩有望超预期。

图表 5：公司毛利率及净利率情况（%）


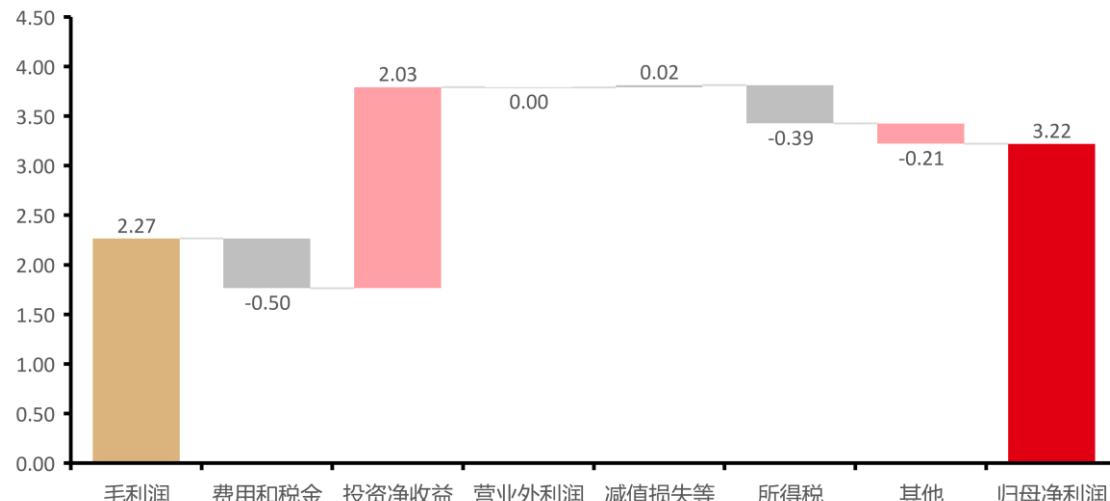
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 6：公司期间费用率情况（%）


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

成都融捷投资收益非常可观，2022H1 融捷股份毛利润为 3.25 亿元，归母净利润为 5.76 亿元，主要原因在于投资收益为 4.09 亿元，成都融捷 22H1 实现营收 14.2 亿元，净利润 9.08 亿元，融捷股份持有成都融捷 40% 的股权，分红收益约 3.6 亿元。

图表 7：公司 2022Q2 毛利润到净利润拆分情况（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

鸳鸯坝 47 万吨锂精矿，公司合计锂精矿可满足 15 万吨碳酸锂。公司正在筹划鸳鸯坝 250 万吨/年锂矿精选项目，可年供应锂精矿约 47 万吨，将成为目前国内产能最大的锂辉石矿精选项目，项目建设前的部分要件已完成，但因项目上位规划《四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划（2021-2035）》环评尚未取得批复，上半年项目环评尚不具备申报受理条件。该项目的建设周期为一年，建成后融捷锂精矿总产能可达到 92 万吨，对应约 15.3 万吨碳酸锂。

锂电装备+锂盐，公司和比亚迪合作更加深入。2022H1 公司锂电设备实现营收 1.88 亿元，同比增加 56.11%，公司锂电设备业务主要是保障战略客户比亚迪的交货需求，上半年对比亚迪的销售为 1.83 亿元，占比 97%。此外 2022 年 6 月公司参股的成都融捷和比亚迪签订了碳酸锂的供货合作协议，2022H1 公司在锂盐业务上对比亚迪实现 1.85 亿元的销售收入，公司和比亚迪的合作更加深入。

2 盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 18.23/29.16/40.50 亿元，对应 EPS 为 7.02/11.23/15.60 元，对应 PE 为 18.20/11.37/8.19 倍，考虑同行水平给予公司 2023 年 12 倍估值，对应目标价为 134.8 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 8：行业内同类公司的估值比较（wind 一致预期，截至 2022/8/26）

公司	市盈率PE				市净率PB 2022E
	TTM	2021	2022E	2023E	
赣锋锂业	21.0	39.3	13.8	11.2	5.3
天齐锂业	32.6	76.0	13.3	11.9	7.4
华友钴业	27.3	34.6	22.2	14.6	4.8
盐湖股份	13.1	42.9	10.0	9.7	6.5
川能动力	69.9	113.1	44.6	16.3	4.3
中矿资源	24.6	41.0	13.1	9.0	5.6
永兴材料	20.5	67.7	8.9	8.7	6.0
融捷股份	49.7	494.9	18.2	11.4	52.2
平均值	32.3	113.7	18.0	11.6	11.5

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 风险提示

需求不及预期，锂价大幅下跌等风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；

谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；

中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；

中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；

谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；

中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。