

湖南裕能（301358）

2023 年 03 月 15 日

证券分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

高压实铁锂龙头厂商，扩产领先出货高增 投资评级（暂无）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,068	40,406	50,249	59,114
同比（%）	639%	472%	24%	18%
归母净利润（百万元）	1,184	2,950	2,257	3,000
同比（%）	2923%	149%	-23%	33%
每股收益（元/股）	2.08	5.19	2.98	3.96
P/E（倍）	11.40	4.58	7.98	6.00

投资要点

- **公司主营铁锂正极材料，连续两年出货排名第一。**公司专注于锂电正极材料生产销售，主营磷酸铁锂正极，产品定位高压实，22H1 铁锂业务占公司营收 99.7%。2020-2022H1 公司在国内铁锂正极材料领域的市占率分别为 25%/25%/26%，出货持续位居第一，22H1 公司铁锂正极出货 10.5 万吨，单位盈利约 1.4 万元/吨。2022Q1-3 公司营收 265 亿，同增 705%，归母净利 21 亿，同增 310%，毛利率/归母净利率分别为 14%/8%。
- **铁锂正极需求强劲，23 年单位盈利逐步回归。**铁锂电池在动力领域份额迅速提升，22 年 1-11 月装机份额 58%，同增 14pct，预计 23 年小幅提升至约 62%。叠加储能爆发，预计 2023 年铁锂电池需求 552GWh，对应铁锂正极需求 158 万吨，同增 60%，25 年全球铁锂正极需求 374 万吨，22-25 年 CAGR56%。供给端，22H2 至 23 年铁锂产能逐步释放，供给紧张显著缓解，其中裕能扩产激进，份额有望提升。盈利端，22 年供给偏紧，行业平均单吨利润约 1 万元，23 年 H1 铁锂纯加工费降至 8000-9000 元，年内仍有约 2000 元下降空间，我们预计 2023 年单吨盈利逐步回归至 6000-8000 元，一体化厂商盈利或小幅下降 1000-2000 元。
- **公司扩产速度领先同行，绑定大客户保障需求。**我们预计湖南裕能/德方纳米/万润新能 2022 年底公司产能分别为 40/26.5/24.3 万吨，2023 年底产能分别为 89.3/34.5/48 万吨，裕能扩产速度领先同行，2024 年扩产将放缓。公司深度绑定宁德时代与比亚迪，22H1 分别占湖南裕能营收比为 44%/40%，二者均为铁锂电池头部厂商。此外，亿纬锂能、中航锂电等大幅上量将贡献出货增量，我们预计 2022 年湖南裕能铁锂正极总出货约 30 万吨，同增近 150%，2023 年出货近 50 万吨，同增超 50%。
- **前驱体自供比例逐步提升，后续存在降本空间。**公司采用钠法制备磷酸铁工艺路线，当前自供比例约 60%，自产的磷酸铁单吨综合成本约 1.8 万元/吨，与外购价格相当，后续存在降本空间。此外，公司云贵地区扩产磷酸铁锂均 1:1 配套磷酸铁产能，我们预计后续自供比例可提升至 70%，进一步实现降本。盈利端，我们预计 2022/2023 年公司铁锂单位盈利约 0.97/0.48 万元/吨。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到行业加工费下滑，我们预计 2022-2024 年公司归母净利 29.5/22.6/30.0 亿元，同比+149%/-23%/+33%，按发行价 23.77 元计算，对应 PE 为 4.6/8/6 倍，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**项目投产进度不及预期，同行业竞争加剧，客户集中及持续经营的风险，新股股价波动较大的风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	23.77
一年最低/最高价	-/-
市净率(倍)	2.80
流通 A 股市值(百万元)	4499.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.49
资产负债率(% ,LF)	79.98
总股本(百万股)	757.25
流通 A 股(百万股)	189.31

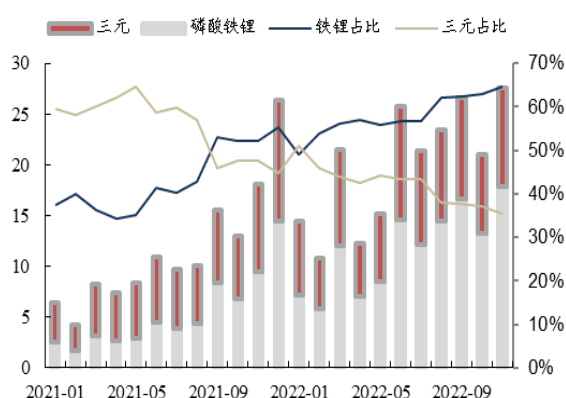
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、阮巧燕和刘晓恬的指导。

1. 行业：铁锂市场空间广阔，23 年单位盈利逐步回归

铁锂正极需求空间广阔，预计 2022-2025 年复合增速 56%。汽车电动化趋势明显，我们预计 2023 年全球电动车销量 1375 万辆左右，国内（不含出口）/海外电动车销量预计 831/544 万辆，对应国内/海外动力电池装机量分别 384/301GWh，国内/海外铁锂电池装机量为 238/54GWh，叠加储能和消费相关的铁锂需求，我们预计 2022/2023 年磷酸铁锂电池需求达 317/552GWh，铁锂正极实际需求达 99/158 万吨，23 年同比增长 60%。2025 年我们预计全球铁锂正极需求 374 万吨，2022-2025 年复合增速 56%。

图1：2020-2022 年铁锂与三元电池月度装机量及占比（GWh）



数据来源：GGII，东吴证券（香港）

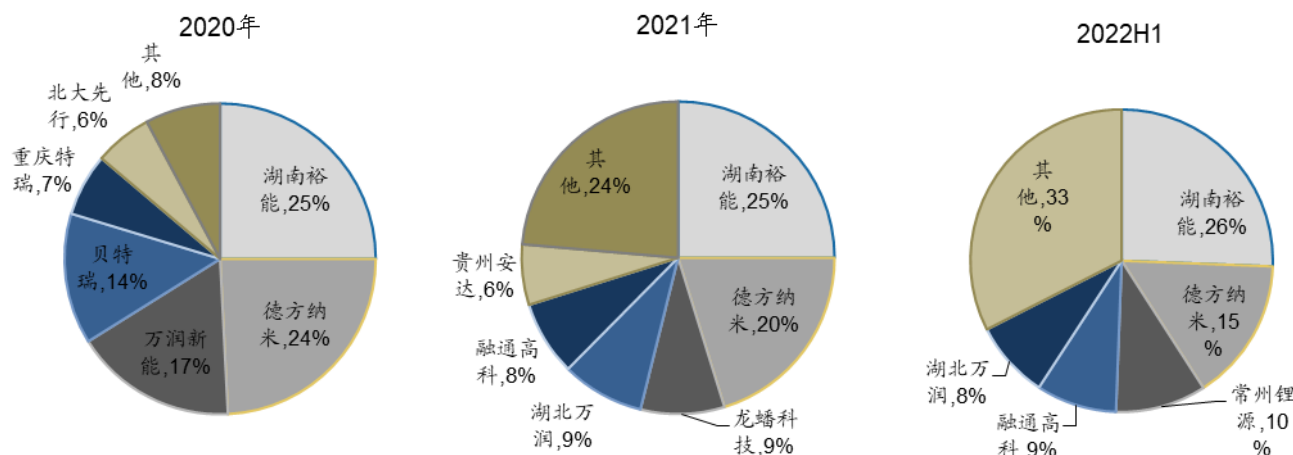
图2：分国家户储装机量：美国&德国遥遥领先

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内储能电池需求	18	38	80	150	230
国内储能-铁锂电池	18	38	80	150	230
占比	100%	100%	100%	100%	100%
海外储能电池	43	91	175	290	478
海外储能-铁锂	23	75	168	284	478
占比	55%	83%	96%	98%	100%
合计储能需求	61	129	255	440	708
全球储能-铁锂	42	113	248	434	708
铁锂占比	69%	88%	97%	99%	100%

数据来源：GGII，东吴证券（香港）

竞争格局相对稳定，湖南裕能份额提升，融通、龙蟠等二线厂商上量快。2020 年以来湖南裕能出货量稳居行业首位，2022H1 市场份额较 2021 年继续提升至 25.6%；德方纳米市占率 15%，位居第二；常州锂源（龙蟠科技）市占率 9.7%，较 21 年提升近 1pct；融通高科市占率 9%，较 21 年提升 1pct，位居第四。

图3：铁锂正极材料出货市场格局



数据来源：GGII，东吴证券（香港）

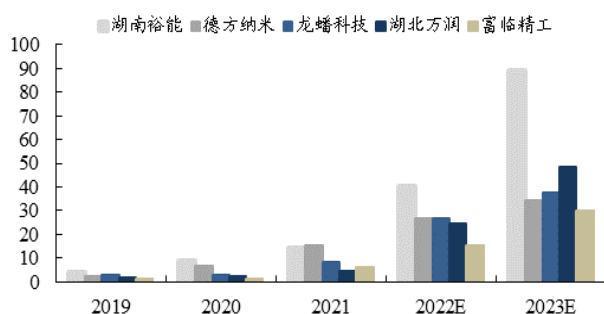
铁锂供需紧平衡格局延续至 2022 年底，23 年供给紧张显著缓解。根据各厂商扩产规划，22 年铁锂正极行业整体产能利用率 82%，维持紧平衡。2023 年铁锂正极厂商产能将在 Q1、Q3 大量释放，我们测算行业整体供给为 200 万吨，需求为 157 万吨，产能利用率下降至 80% 以下，供给紧张显著缓解。供需格局扭转，单位盈利逐步回归至 6000-8000 元。22 年铁锂正极公司单吨利润平均 1-1.5 万元，其中 Q3 单吨利润已经下降至 0.9-1.1 万，预计 1H23 单吨利润为 0.6-0.8 万/吨，2H23 磷酸铁价格仍有小幅下降空间，一体化厂商单吨利润或再小幅下降 1000-2000 元，至 0.5-0.7 万/吨。

2. 公司扩产速度领先同行，深度绑定大客户保障出货高增

扩产速度领先同行，产能利用率维持高位。我们预计湖南裕能/德方纳米/万润新能 2022 年底公司产能分别为 40/26.5/24.3 万吨，2023 年底产能分别为 89.3/34.5/48 万吨，裕能扩产速度领先同行，2024 年扩产将放缓。展望 2023 年，随着行业产能大规模释放，铁锂厂商竞争加剧，我们预计 2023 年公司产能利用率下降至 80% 左右。

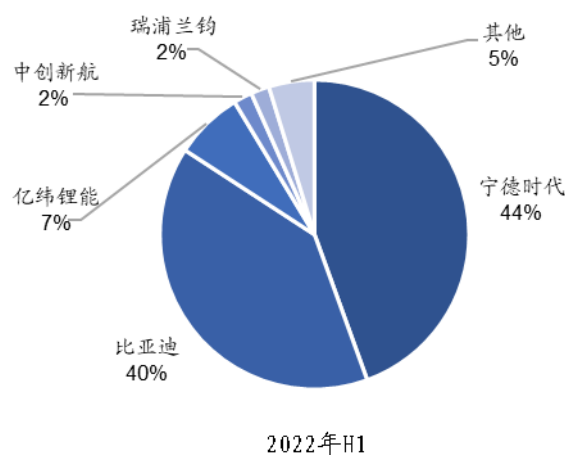
深度绑定宁德时代与比亚迪，两大客户均为铁锂市场头部厂商。公司深度绑定宁德时代和比亚迪两大客户，2020-2022H1 宁德时代占公司营收比重分别为 60%/53%/44%，比亚迪占营收比重分别为 31%/42%/40%，均为铁锂市场头部。公司也积极开拓和维护其他知名客户，亿纬锂能、中创新航等二线电池厂商陆续上量，公司客户结构不断优化。

图4：国内铁锂正极厂商名义产能（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图5：2022H1 公司客户结构



数据来源：招股说明书，东吴证券（香港）

3. 盈利预测与投资评级

我们预计 2022-2024 年公司归母净利 29.5/22.6/30 亿元，同比+149%/-23%/+33%，按发行价 23.77 元计算，对应 PE 为 4.6/8/6 倍。

风险提示：项目投产进度不及预期，同行业竞争加剧，客户集中及持续经营的风险，新股股价波动较大的风险

湖南裕能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,289	27,145	38,460	43,747	营业收入	7,068	40,406	50,249	59,114
现金	488	6,696	13,656	15,051	减:营业成本	5,206	35,242	45,090	52,960
应收账款	3,581	13,819	16,474	18,891	营业税金及附加	42	170	256	301
存货	899	6,083	7,681	9,082	销售费用	13	24	226	296
其他流动资产	321	547	649	723	管理费用	130	404	1,005	1,064
非流动资产	3,437	7,386	9,006	10,210	研发费用	80	574	653	650
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	60	157	239	221
固定资产	2,570	5,842	7,283	8,367	资产减值损失	119	255	110	135
在建工程	492	1,009	1,129	1,189	加:投资净收益	-6	-81	-50	0
无形资产	167	327	387	447	其他收益	5	24	45	51
其他非流动资产	208	208	207	207	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	8,726	34,530	47,467	53,957	营业利润	1,415	3,523	2,664	3,539
流动负债	5,114	25,213	31,446	35,106	加:营业外净收支	-11	-49	-9	-9
短期借款	1,309	8,538	8,923	9,411	利润总额	1,405	3,474	2,655	3,530
应付账款	2,482	14,483	19,640	22,408	减:所得税费用	221	525	398	529
其他流动负债	1,323	2,192	2,883	3,287	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	905	3,905	4,055	4,155	归属母公司净利润	1,184	2,950	2,257	3,000
长期借款	273	3,273	3,423	3,523	EBIT	1,482	3,992	3,018	3,843
其他非流动负债	632	632	632	632	EBITDA	1,682	4,467	3,898	4,939
负债合计	6,019	29,118	35,501	39,261	重要财务及估值指标				
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.08	5.19	2.98	3.96
归属母公司股东权益	2,707	5,412	11,966	14,696	每股净资产(元)	4.77	9.53	15.8	19.41
负债和股东权益	8,726	34,530	47,467	53,957	发行在外股份(百万股)	568	568	757	757
现金流量表 (百万元)					ROIC(%)	39.76	31.51	12.35	12.58
经营活动现金流	-543	943	4,984	3,696	ROE(%)	43.75	54.5	18.86	20.42
投资活动现金流	-856	-4,553	-2,559	-2,309	毛利率(%)	26.33	12.78	10.27	10.41
筹资活动现金流	1,143	9,818	4,525	-2	销售净利率(%)	16.75	7.3	4.49	5.08
现金净增加额	-257	6,208	6,950	1,385	资产负债率(%)	68.98	84.33	74.79	72.76
折旧和摊销	200	475	879	1,096	收入增长率(%)	638.99	471.71	24.36	17.64
资本开支	-856	-4,472	-2,509	-2,309	净利润增长率(%)	2923.3	149.12	-23.49	32.94
其他经营资金	-2,065	-3,166	1,139	-910	P/E	11.4	4.58	7.98	6
					P/B	4.99	2.49	1.5	1.22

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

