

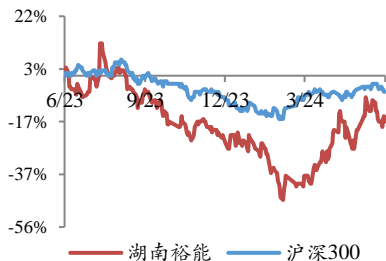
## 全面推进一体化发展，行业地位稳固

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-04

收盘价(元)	38.50
近12个月最高/最低(元)	50.74/22.28
总股本(百万股)	757
流通股本(百万股)	383
流通股比例(%)	50.63
总市值(亿元)	292
流通市值(亿元)	148

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

### 联系人：牛义杰

执业证书号：S0010121120038

邮箱：niuyj2hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 业绩

公司发布2023年年报和2024年一季报。公司23年全年实现营业收入413.58亿元，同比减少3.35%，主要系产品销售价格下降导致；实现归母净利润15.81亿元，同比减少47.44%，主要系行业竞争加剧和碳酸锂大幅跌价，导致毛利率下滑；实现扣非归母净利润15.18亿元，同比减少49.90%。2023年公司拟向全体股东每10股派发现金红利4.18元（含税），合计拟派发现金红利3.17亿元。2024年Q1实现营业总收入45.20亿元、同比减少65.69%、环比减少35.70%，实现归母净利润1.59亿元、同比减少43.56%、环比增加307.75%。

#### ● 铁锂产品性能优异，出货量稳居行业第一

公司磷酸铁锂产品具有高能量密度、长循环寿命、低温性能优异等特性，同时产品质量稳定可靠，具有高稳定性。公司下游客户覆盖广泛，2023年度磷酸铁锂动力电池装机量前十名的企业覆盖了九家。2023年，公司共计生产磷酸铁锂50.44万吨，同比增长49.6%，销售磷酸铁锂50.68万吨，同比增长56.49%，其中应用在储能领域的产品销量占比已提升至约28%。公司磷酸铁锂产品的市场占有率超过30%，已连续四年稳居行业之首。

#### ● 全面推进一体化发展，产能持续扩张

公司坚持“资源-前驱体-正极材料-循环回收”一体化发展思路。1)上游资源方面，子公司贵州裕能矿业成功竞得贵州省福泉市打石场磷矿和黄家坡磷矿，目前正加速推进磷矿勘查、探转采等工作进度。2)磷酸铁方面，公司已实现全部自供，成本可控。3)正极材料方面，公司稳步推进云南基地、贵州基地等产能建设，截止2023年年末，公司已有磷酸铁锂产能约70万吨，规模化优势进一步凸显。4)废旧电池回收方面，公司已设立子公司湖南裕能循环科技有限公司，探索电池回收利用技术，推动形成产业链闭环，强化对关键原材料的控制。同时，公司创新研发的超长循环磷酸铁锂、更高能量密度磷酸铁锂、磷酸锰铁锂等新产品，进展顺利，满足客户对不同应用场景的差异化需求，持续增加客户粘性。

#### ● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为9.80/18.71/23.44亿元，对应PE 30、16、12倍，公司是铁锂行业头部公司，一体化布局持续推进，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

新能源车需求不及预期；下游市场增速不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；客户拓展不及预期等。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41358	26110	35210	40475
收入同比 (%)	-3.3%	-36.9%	34.9%	15.0%
归属母公司净利润	1581	980	1871	2344
净利润同比 (%)	-47.4%	-38.0%	90.9%	25.3%
毛利率 (%)	7.6%	8.0%	10.0%	10.0%
ROE (%)	14.0%	8.0%	13.2%	14.2%
每股收益 (元)	2.18	1.29	2.47	3.10
P/E	15.57	29.75	15.58	12.44
P/B	2.28	2.38	2.06	1.77
EV/EBITDA	8.84	16.36	9.60	7.68

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 财务状况：业绩短期承压，毛利率有所下滑 .....	5
2 盈利预测、估值及投资评级 .....	6
风险提示： .....	6
财务报表与盈利预测 .....	7

## 图表目录

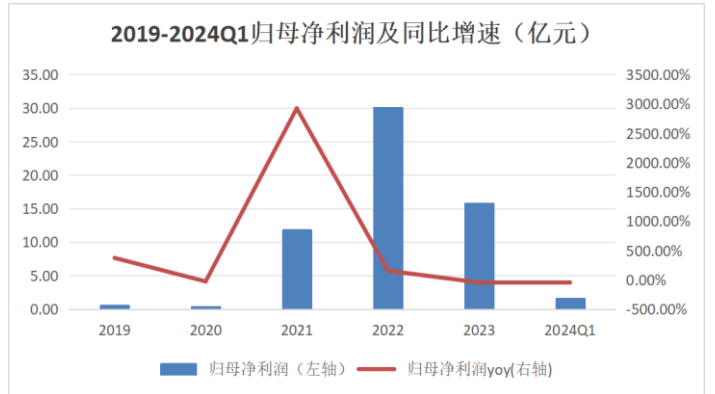
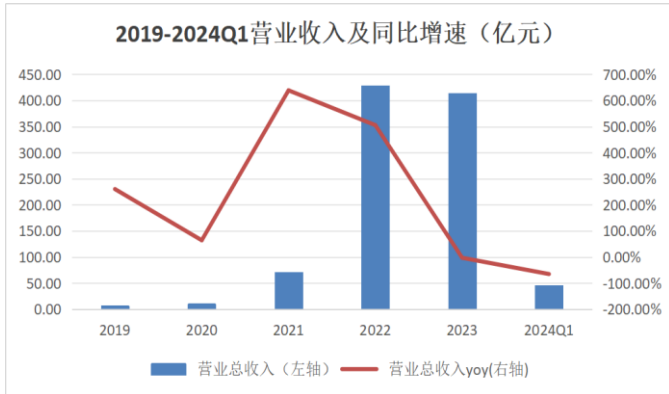
图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	5
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)	5
图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)	6
图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)	6

## 1 财务状况：业绩短期承压，毛利率有所下滑

公司营收与净利润有所减少。公司 23 年全年实现营业收入 413.58 亿元，同减 3.35%，实现归母净利润 15.81 亿元，同减 47.44%，实现扣非归母净利润 15.18 亿元，同减 49.90%。24Q1 实现营业收入 45.20 亿元，同减 65.69%，实现归母净利润 1.59 亿元，同减 43.56%，实现扣非归母净利润 1.52 亿元，同减 43.13%。

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元, %)

图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元, %)



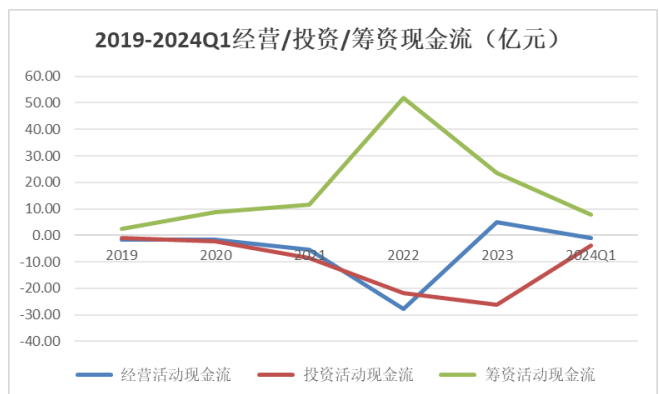
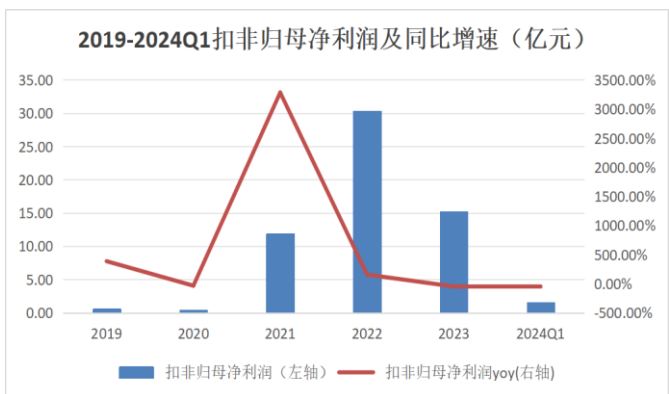
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司现金流有一定波动。公司 23 年经营/投资/筹资活动现金流达 5.01/-26.22/23.49 亿元，同比+118.00%/-20.89%/-54.77%。其中经营活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系公司加强采购管理，减少预付款采购，经营活动现金流出减少；其中投资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司新增产能建设，支付工程设备款以及土地等款项增加；其中筹资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司偿还较多贷款。

图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元, %)

图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)

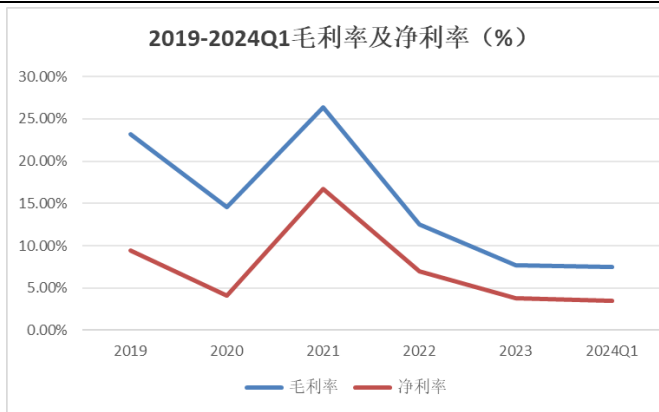


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

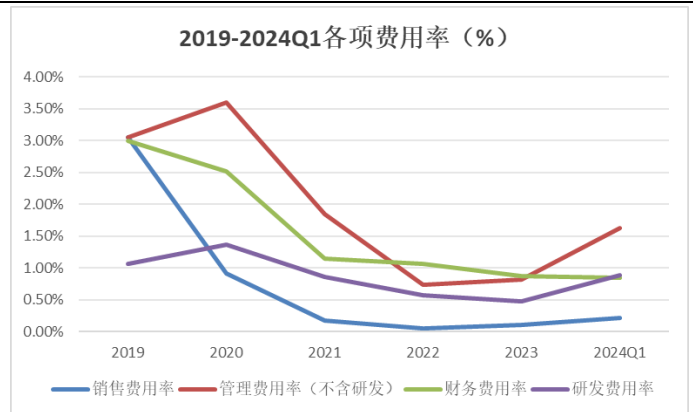
公司毛利率下滑，费用控制优秀。公司 23 年度毛/净利率分别为 7.65%/3.82%，同比变化-4.83/-3.21pct，毛利率变化主要系业务结构调整。公司 23 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.11%/0.82%/0.87%/0.47%，同比变化+0.06/+0.08/-0.20/-0.10pct。

图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## 2 盈利预测、估值及投资评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.80/18.71/23.44 亿元, 对应 PE 30、16、12 倍, 公司是铁锂行业头部公司, 一体化布局持续推进, 给予“买入”评级。

### 风险提示:

新能源车需求不及预期; 下游市场增速不及预期; 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧; 客户拓展不及预期等。

**财务报表与盈利预测**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	14176	11566	15764	19748
现金	1889	1638	3313	5263
应收账款	4578	3577	4341	4990
其他应收款	214	129	174	200
预付账款	86	240	317	364
存货	1325	1366	1656	1936
其他流动资产	6084	4617	5964	6995
<b>非流动资产</b>	12619	13391	13634	13826
长期投资	41	41	41	41
固定资产	10733	11488	11713	11884
无形资产	896	896	896	896
其他非流动资产	948	965	984	1004
<b>资产总计</b>	26795	24957	29398	33574
<b>流动负债</b>	12469	9851	12521	14402
短期借款	900	1100	1400	1800
应付账款	5261	3947	5208	5987
其他流动负债	6308	4804	5913	6615
<b>非流动负债</b>	3010	2810	2710	2660
长期借款	2601	2401	2301	2251
其他非流动负债	409	409	409	409
<b>负债合计</b>	15479	12661	15231	17062
少数股东权益	33	33	33	33
股本	757	757	757	757
资本公积	5026	5026	5026	5026
留存收益	5500	6480	8351	10695
归属母公司股东权益	11282	12263	14134	16478
<b>负债和股东权益</b>	26795	24957	29398	33574

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	501	1416	2657	2800
净利润	1581	980	1871	2344
折旧摊销	1091	778	807	858
财务费用	191	90	97	110
投资损失	7	26	35	40
营运资金变动	-2656	-409	-234	-612
其他经营现金流	4523	1339	2185	3017
<b>投资活动现金流</b>	-2622	-1576	-1085	-1091
资本支出	-2677	-1500	-1000	-1000
长期投资	-13	-50	-50	-50
其他投资现金流	68	-26	-35	-40
<b>筹资活动现金流</b>	2349	-90	103	240
短期借款	-1566	200	300	400
长期借款	-671	-200	-100	-50
普通股增加	189	0	0	0
资本公积增加	4099	0	0	0
其他筹资现金流	297	-90	-97	-110
<b>现金净增加额</b>	228	-251	1675	1950

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	41358	26110	35210	40475
营业成本	38195	24010	31680	36419
营业税金及附加	134	157	211	243
销售费用	45	131	123	81
管理费用	340	339	458	405
财务费用	196	69	78	72
资产减值损失	-333	50	-80	-60
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-55	-26	-35	-40
<b>营业利润</b>	1876	1167	2228	2791
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	5	3	3	3
<b>利润总额</b>	1875	1167	2228	2791
所得税	294	187	356	446
<b>净利润</b>	1581	980	1871	2344
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1581	980	1871	2344
EBITDA	3218	1964	3193	3781
EPS (元)	2.18	1.29	2.47	3.10

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.3%	-36.9%	34.9%	15.0%
营业利润	-47.8%	-37.8%	90.9%	25.3%
归属于母公司净利	-47.4%	-38.0%	90.9%	25.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	7.6%	8.0%	10.0%	10.0%
净利率 (%)	3.8%	3.8%	5.3%	5.8%
ROE (%)	14.0%	8.0%	13.2%	14.2%
ROIC (%)	11.3%	5.9%	10.6%	11.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	57.8%	50.7%	51.8%	50.8%
净负债比率 (%)	136.8%	103.0%	107.5%	103.3%
流动比率	1.14	1.17	1.26	1.37
速动比率	1.02	1.01	1.10	1.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.54	1.05	1.20	1.21
应收账款周转率	9.03	7.30	8.11	8.11
应付账款周转率	7.26	6.08	6.08	6.08
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.18	1.29	2.47	3.10
每股经营现金流薄)	0.66	1.87	3.51	3.70
每股净资产	14.90	16.19	18.66	21.76
<b>估值比率</b>				
P/E	15.57	29.75	15.58	12.44
P/B	2.28	2.38	2.06	1.77
EV/EBITDA	8.84	16.36	9.60	7.68

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

### 华安证券电力设备与新能源研究组:

**张志邦:** 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

**牛义杰:** 研究助理, 新南威尔士大学经济与金融硕士, 曾任职于银行总行授信审批部, 2 年行业研究经验, 覆盖锂电产业链。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。