

分析师: 牟国洪
登记编码: S0730513030002
mough@ccnew.com 021-50586980

二季度盈利改善, 长期关注 LFP 龙头

——湖南裕能(301358)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

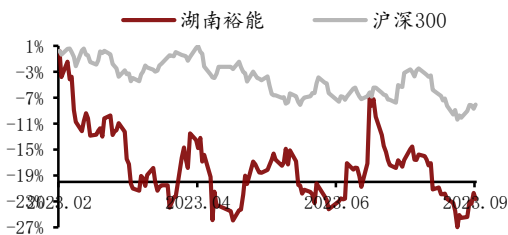
市场数据(2023-09-01)

收盘价(元)	41.12
一年内最高/最低(元)	53.60/38.82
沪深 300 指数	3,791.49
市净率(倍)	2.85
流通市值(亿元)	55.07

基础数据(2023-06-30)

每股净资产(元)	14.45
每股经营现金流(元)	-0.17
毛利率(%)	9.63
净资产收益率_摊薄(%)	11.32
资产负债率(%)	60.14
总股本/流通股(万股)	75,725.31/13,392.34
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 09 月 04 日

事件: 公司公布 2023 年半年度报告。

投资要点:

● **公司业绩符合预期。**2023 年上半年, 公司实现营收 231.79 亿元, 同比增长 64.49%; 营业利润 14.78 亿元, 同比下降 25.70%; 净利润 12.38 亿元, 同比下降 24.15%; 扣非后净利润 12.19 亿元, 同比下降 26.56%; 经营活动产生的现金流净额-1.28 亿元, 同比增长 89.30%; 基本每股收益 1.78 元, 公司业绩符合预期。其中, 公司第二季度实现营收 100.03 亿元, 环比下降 24.08%; 净利润 9.57 亿元, 环比增长 240.52%。2023 年上半年, 公司非经常性损益合计 1952 万元, 其中政府补助 2495 万元。公司主要从事锂电正极材料的研发、生产和销售, 下游新能源汽车和储能行业发展广阔, 目前主要产品为磷酸铁锂正极材料。

● **LFP 需求受益于行业增长, LFP 市场占比提升且行业竞争加剧。**中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示: 2022 年我国新能源汽车合计销售 687.26 万辆, 同比增长 95.96%, 占比 25.60%; 2023 年上半年, 我国新能源汽车销售 374.49 万辆, 同比增长 44.48%, 合计占比 28.29%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加, 我国动力电池产量持续增长。2022 年我国动力电池产量 545.22GWh, 同比大幅增长 148.19%, 连续两年翻倍增长, 其中全年出口 68.08GWh, 出口在我国动力电池产量中占比 12.49%。2023 年 1-6 月, 我国动力电池产量 284.44GWh, 同比增长 32.93%; 上半年累计出口 56.27GWh, 出口占比提升至 19.78%。2023 年以来, 国务院常务会议等多次提及新能源汽车, 总体预计 2023 年我国汽车销售预计 860 万辆, 同比增长 25.1%, 我国动力电池产量仍将保持两位数增长, 对应电池上游正极材料需求增加。高工锂电统计显示: 2022 年, 我国正极材料出货 190 万吨, 同比增长 68.14%; 2023 年上半年出货 115 万吨, 同比增长 50%, 其中磷酸铁锂正极材料占比提升至 66%、三元材料占比则下降至 26%。鉴于新能源汽车和储能行业发展预期, 近年锂电产业链细分领域大幅扩产, 扩张的产能在 2023 年以来有序释放, 多因素导致 LFP 和三元正极材料行业价格下降且竞争加剧。

● **公司 LFP 业绩出货持续高增长, 预计 2023 年出货将增长。**2019 年以来, 公司主营产品磷酸铁锂出货量持续增长, 由 2019 年的 1.25 万吨增至 2022 年的 32.39 万吨, 期间复合增长率为 195.55%; 伴随主营产品销量增长, 公司磷酸铁锂收入大幅增长, 由 2019 年的 5.57 亿元增至 2022 年的 426.67 亿元, 期间营收复合增长率为

324.68%，显著高于销量复合增长率，主要是伴随需求高增长，LFP 供需总体紧平衡，特别是 2021-2022 年 LFP 在动力电池中的装机占比显著提升，导致行业价格大幅上涨；LFP 在公司营收中占比总体持续提升，2022 年占比 99.71%。2023 年上半年，公司磷酸铁锂出货 21.6 万吨，同比增长 89.36%，显著高于行业增速；对应营收 230.51 亿元，同比增长 64.42%，营收占比 99.45%；营收增速低于出货增速，主要系 LFP 行业等锂电产业链前期大幅扩产，且扩张产能 2023 年以来有序释放，同时叠加上游原材料价格下行和下游需求增速放缓，多因素作用下导致 LFP 等产品价格总体在 2023 年以来显著承压，预计下半年及 2024 年仍将处于去产能阶段。同时，预计公司 LFP 出货仍将保持较高增速，主要基于：一是我国动力电池和储能电池出货仍将增长，且我国动力电池出口占比持续提升，从而带动电池上游 LFP 正极材料需求增加。其次，电池和 LFP 行业技术进步及政策变动导致 LFP 在动力电池领域装机占比持续提升，同时储能电池需求增速将高于动力电池增长，如高工锂电统计：2023 年上半年我国储能电池出货 87GWH，同比增长 67%，而储能锂电池正极材料以 LFP 为主。第三，公司在 LFP 领域具备行业地位。根据 GGII 统计显示：2020 年、2021 年和 2022 年，公司在国内磷酸铁锂正极材料领域的市场占有率分别为 25%、25%和 29%，均位列第一。第四，公司产品性能突出且客户优质。公司产品品质质量稳定可靠，市场认可度高。公司与宁德时代、比亚迪等建立了长期稳定业务合作。2020 年 12 月，公司增资扩股引入宁德时代、比亚迪作为战略投资者，截止 2023 年中报，二者持股占比分别为 7.90%和 3.95%。

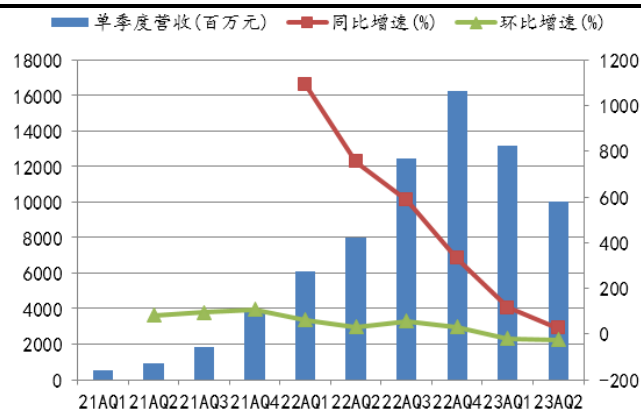
- **关注公司非公开发行股票预案进展。**2023 年 8 月，公司公布向特定对象发行股票预案：拟向 35 名特定对象发行股票，发行数量不超过 113587960 股，募集资金总额不超过 65 亿元，拟用于年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目、年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目等 4 个项目建设，以及补充流动资金。
- **公司盈利能力显著回落，预计 2023 年全年承压。**2023 年上半年，公司销售毛利率 9.63%，同比回落 9.11 个百分点；其中第二季度毛利率为 15.37%，环比一季度提升 10.1 个百分点。主营产品盈利显示：磷酸铁锂为 9.50%，环比 2022 年底回落 2.97 个百分点，主要系产能释放导致行业竞争加剧，且行业议价能力相对较弱。展望下半年，上游原材料价格总体仍承压，正极材料行业竞争加剧，总体预计 2023 年盈利将承压。
- **首次给予公司“增持”投资评级。**预测公司 2023-2024 年摊薄后的每股收益分别为 2.83 元与 3.54 元，按 9 月 1 日 41.12 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 14.54 倍与 11.62 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧；上游原材料价格大幅波动；新能源汽车销售不及预期；项目建设进度及市场拓展不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,068	42,790	42,904	47,192	56,626
增长比率（%）	638.99	505.44	0.27	9.99	19.99
净利润（百万元）	1,184	3,007	2,142	2,679	3,299
增长比率（%）	2923.30	153.96	-28.77	25.08	23.14
每股收益(元)	1.56	3.97	2.83	3.54	4.36
市盈率(倍)	26.30	10.35	14.54	11.62	9.44

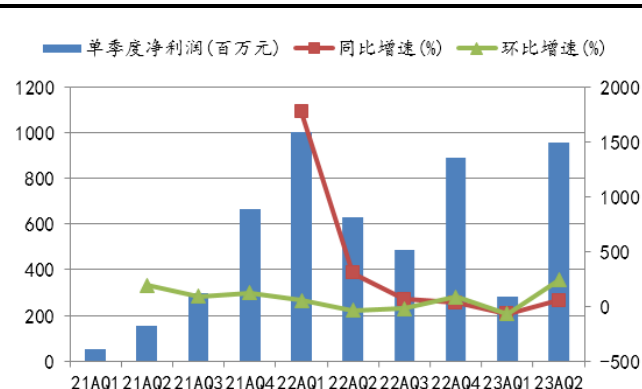
资料来源：中原证券，Wind

图 1：公司单季度营收及增速



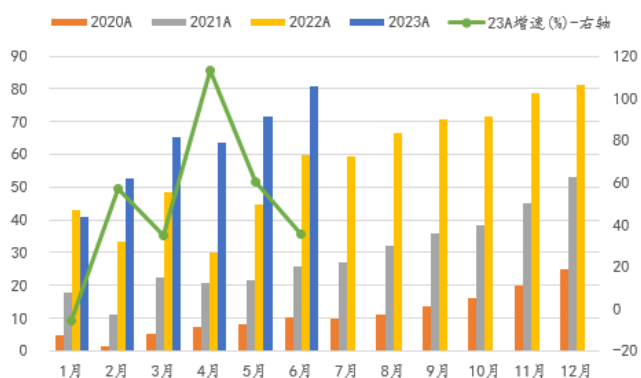
资料来源：中原证券，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



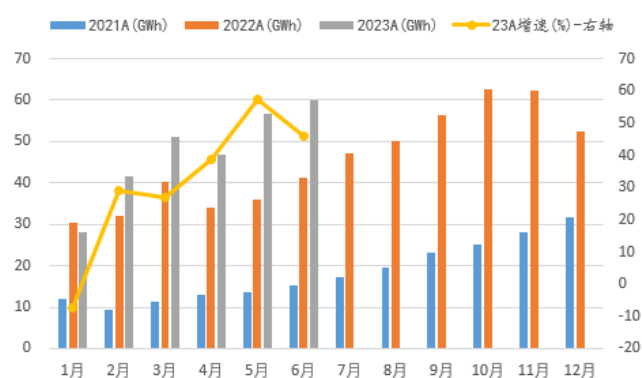
资料来源：中原证券，Wind

图 3：我国新能源汽车销售及增速



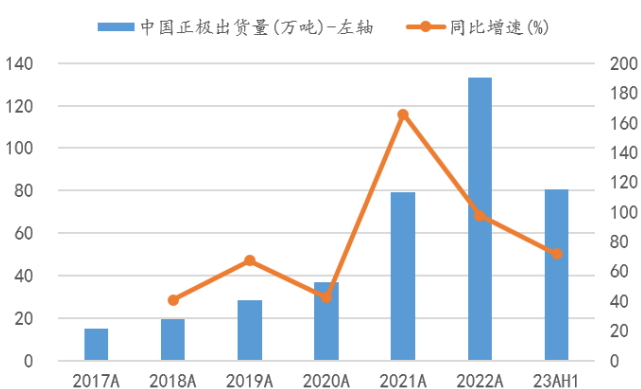
资料来源：中原证券，中汽协

图 4：我国动力电池产量及增速



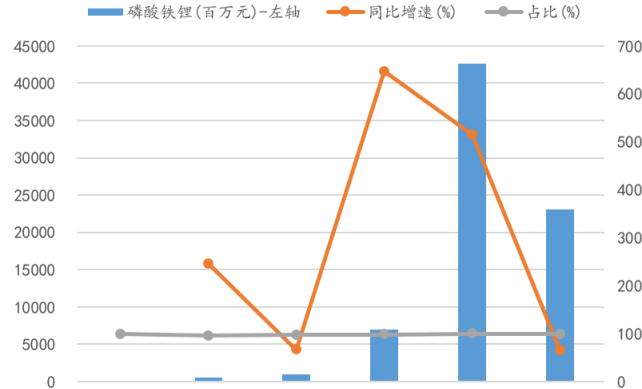
资料来源：中原证券，中国汽车动力电池产业创新联盟

图 5：我国正极材料出货及增速



资料来源：中原证券，高工锂电

图 6：公司磷酸铁锂营收、增速及占比



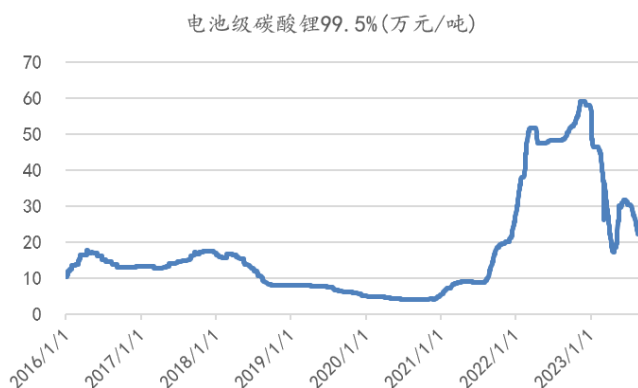
资料来源：中原证券，高工锂电

表 1：行业主要正极材料及上游材料价格(万元/吨)概况

	2021 年 均价	2022 年 均价	2023 年以来 (至 8.20) 均价	较 2022 年均 价增速(%)	2023. 8. 20.
碳酸锂	12.22	49.17	32.04	-34.84	22.2
三元 523(万元/吨)	17.73	3	24.27	-28.26	19.5
磷酸铁锂(万元/吨)	6.01	15.78	10.89	-30.99	8.2

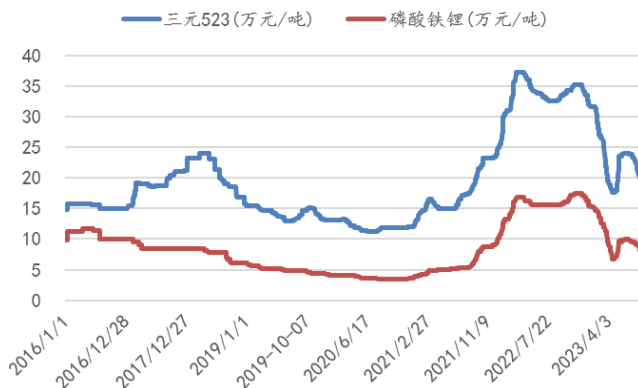
资料来源：中原证券，百川盈孚（注：均价根据百川盈孚高频报价计算得出，非实际成交均价）

图 7：碳酸锂价格曲线



资料来源：中原证券，百川盈孚

图 8：正极材料价格曲线



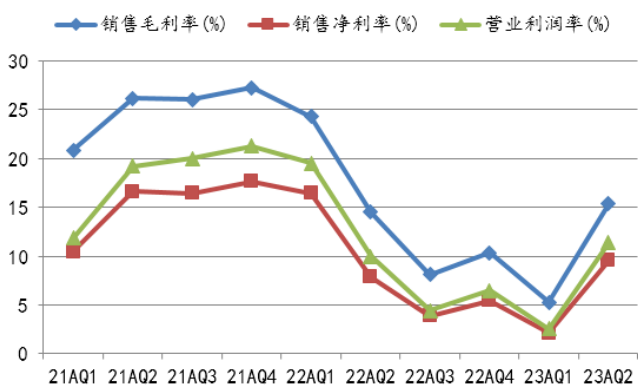
资料来源：中原证券，百川盈孚

表 2：公司非公开发行股票预案概况

序号	项目名称	投资总额(万元)	拟用募集资金(万元)
1	年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目	442,544	280,000
2	年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目	90,815	50,000
3	年产 10 万吨磷酸铁项目	90,434	60,000
4	年产 2 万吨碳酸锂和 8 万吨磷酸铁的废旧磷酸铁锂电池回收利用项目	125,759	70,000
5	补充流动资金	190,000	190,000
合 计		939,552	650,000

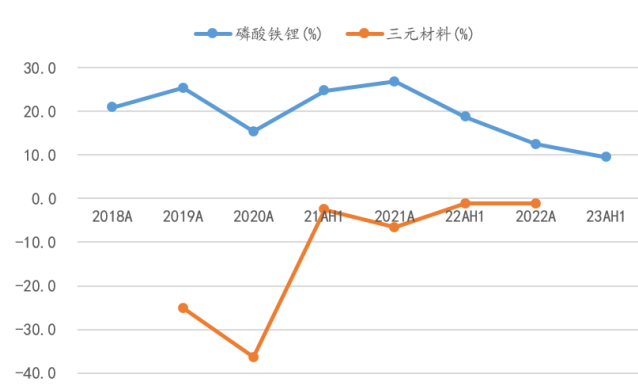
资料来源：中原证券，公司公告

图 9：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

图 10：公司主营产品盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,289	18,082	21,388	22,418	25,453
现金	488	1,045	4,597	4,346	4,828
应收票据及应收账款	2,363	7,065	7,306	7,936	9,346
其他应收款	84	222	157	84	90
预付账款	499	419	312	256	256
存货	899	4,971	4,594	5,032	5,981
其他流动资产	956	4,359	4,421	4,764	4,953
非流动资产	3,437	8,353	10,635	13,361	15,553
长期投资	0	37	50	66	88
固定资产	2,570	6,443	8,552	10,998	12,858
无形资产	167	551	734	979	1,249
其他非流动资产	699	1,322	1,300	1,318	1,358
资产总计	8,726	26,434	32,023	35,779	41,006
流动负债	5,114	16,748	16,916	17,994	19,922
短期借款	1,193	2,466	2,666	2,766	2,886
应付票据及应付账款	2,482	11,392	11,497	12,444	14,062
其他流动负债	1,440	2,890	2,754	2,784	2,974
非流动负债	905	3,972	3,873	3,873	3,873
长期借款	273	3,271	3,271	3,271	3,271
其他非流动负债	632	700	602	602	602
负债合计	6,019	20,720	20,790	21,867	23,795
少数股东权益	0	0	0	0	-1
股本	568	568	757	757	757
资本公积	926	926	5,026	5,026	5,026
留存收益	1,212	4,220	5,450	8,130	11,429
归属母公司股东权益	2,707	5,714	11,233	13,913	17,212
负债和股东权益	8,726	26,434	32,023	35,779	41,006

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-543	-2,783	2,833	3,966	4,878
净利润	1,184	3,006	2,142	2,679	3,299
折旧摊销	200	601	754	1,234	1,943
财务费用	32	178	276	297	303
投资损失	-1	-7	41	57	75
营运资金变动	-2,065	-7,016	-541	-402	-841
其他经营现金流	107	455	161	101	99
投资活动现金流	-856	-2,169	-3,100	-4,020	-4,213
资本支出	-856	-2,104	-3,033	-3,946	-4,116
长期投资	0	-29	-12	-17	-22
其他投资现金流	-1	-35	-55	-57	-75
筹资活动现金流	1,143	5,193	4,428	-197	-183
短期借款	867	1,273	200	100	120
长期借款	159	2,998	0	0	0
普通股增加	0	0	189	0	0
资本公积增加	0	0	4,099	0	0
其他筹资现金流	117	921	-60	-297	-303
现金净增加额	-257	241	4,162	-251	482

资料来源：中原证券，Wind

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,068	42,790	42,904	47,192	56,626
营业成本	5,206	37,451	39,045	42,664	51,135
营业税金及附加	42	164	172	165	198
营业费用	13	22	30	33	36
管理费用	130	315	300	330	403
研发费用	80	456	408	444	558
财务费用	60	246	255	250	251
资产减值损失	-4	-158	-178	-123	-110
其他收益	5	21	17	19	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-6	-77	-41	-57	-75
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,415	3,593	2,531	3,170	3,898
营业外收入	0	3	2	1	1
营业外支出	11	50	4	4	4
利润总额	1,405	3,546	2,529	3,167	3,895
所得税	221	540	387	488	596
净利润	1,184	3,006	2,142	2,679	3,299
少数股东损益	0	-1	0	0	-1
归属母公司净利润	1,184	3,007	2,142	2,679	3,299
EBITDA	1,682	4,517	3,538	4,651	6,089
EPS (元)	2.08	5.29	2.83	3.54	4.36

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	638.99	505.44	0.27	9.99	19.99
营业利润 (%)	3126.00	153.86	-29.57	25.26	22.96
归属母公司净利润 (%)	2923.30	153.96	-28.77	25.08	23.14
获利能力					
毛利率 (%)	26.33	12.48	8.99	9.60	9.70
净利率 (%)	16.75	7.03	4.99	5.68	5.83
ROE (%)	43.75	52.63	19.07	19.26	19.17
ROIC (%)	29.13	27.58	12.83	13.67	14.29
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.98	78.38	64.92	61.12	58.03
净负债比率 (%)	222.38	362.59	185.07	157.18	138.26
流动比率	1.03	1.08	1.26	1.25	1.28
速动比率	0.71	0.70	0.92	0.90	0.91
营运能力					
总资产周转率	1.23	2.43	1.47	1.39	1.47
应收账款周转率	5.91	10.05	6.60	6.84	7.23
应付账款周转率	5.89	8.37	5.13	5.33	5.83
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.56	3.97	2.83	3.54	4.36
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.72	-3.68	3.74	5.24	6.44
每股净资产 (最新摊薄)	3.57	7.55	14.83	18.37	22.73
估值比率					
P/E	26.30	10.35	14.54	11.62	9.44
P/B	11.50	5.45	2.77	2.24	1.81
EV/EBITDA	0.65	1.17	9.52	7.32	5.53

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。