

湖南裕能（301358）公司跟踪报告

一体化布局拓宽护城河，龙头客户绑定确保营收

方正证券研究所证券研究报告

分析师

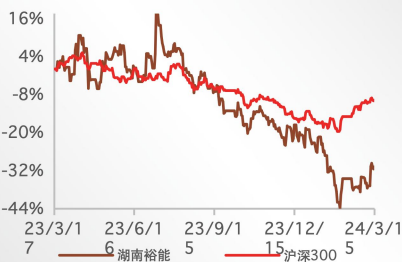
郭彦辰 登记编号：
S1220523110003

推荐(首次)

公司信息

行业	电池化学品
最新收盘价(人民币/元)	29.02
总市值(亿)(元)	219.75
52 周最高/最低价(元)	49.33/23.50

历史表现



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

产能扩张加速，一体化布局拓宽护城河。公司主营业务为锂电池正极磷酸铁锂材料，近年多次进行产能扩张。2021 年公司磷酸铁锂产能 10.55 万吨，根据公司招股书规划至 2025 年公司设计产能将达 89.30 万吨。当前上游碳酸锂价格已率先触底反弹，我们预计 24 年上半年磷酸铁锂价格维持底部，24 年下半年开启反弹，按 6.3 万元/吨铁锂售价预测，25 年公司铁锂满产营收或达 563.0 亿元。公司积极布局上游原材料环节，目前已布局共计 40 万吨磷酸铁+2 万吨碳酸锂产能，项目落地后可实现部分原材料自供，考虑磷酸铁锂生产成本直接材料费用占比超 70%，一体化布局可确保原料供应安全并拓宽盈利空间，加深公司成本优势护城河。

深度绑定下游龙头客户，签保供协议锁定长单。2020 年 12 月 23 日公司首次增资，引进下游锂电龙头宁德时代、比亚迪成为公司战略投资人，截止 2023 年中报，宁德时代、比亚迪分别为公司第 3、第 7 大股东，持股比例分别为 7.90%和 3.95%。2022 年公司公告 21-25 年长单情况，已分别与宁德时代、深圳比亚迪、惠州亿纬动力、蜂巢能源等锂电头部厂商签订供货协议，协议规划 2024 年最低保供 19.08 万吨，并力争供货 26.41 万吨。锂电龙头入股使公司获得产品技术研发领先优势，与下游主力客户合作开发实现行业技术领先，另与客户签订长期订单确保未来收入稳定，预计 24 年营收稳步增长。

定向增发信心，布局磷酸锰铁锂拓展增长极。2023 年 8 月公司发布定向增发预案，预计募资金额 65 亿元。其中 28 亿元用于年产 32 万吨磷酸锰铁锂项目，5 亿元用于年产 7.5 万吨超长循环磷酸铁锂项目，6 亿元用于年产 10 万吨磷酸铁项目，7 亿元用于年产 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，19 亿元用于补充流动资金。产业底部期间释放定增信号体现公司后续发展强信心，深度布局磷酸锰铁锂有望打开第二增长点。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现营收 426.66/412.44/535.70 亿元，归母净利润分别为 19.20/22.11/27.15 亿元，EPS 分别为 2.53/2.92/3.59 元，PE 为 11/10/8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不达预期，产能落地不及时。

盈利预测 (百万元)

单位/百万	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	42790	42666	41244	53570
(+/-)%	505.44	-0.29	-3.33	29.89
归母净利润	3007	1920	2211	2715
(+/-)%	153.96	-36.17	15.20	22.79
EPS (元)	5.29	2.53	2.92	3.59
ROE(%)	52.63	16.52	15.99	16.41
PE	0.00	11.45	9.94	8.09
PB	0.00	1.89	1.59	1.33

数据来源: wind 方正证券研究所

注: EPS 预测值按照最新股本摊薄

1 盈利预测与投资建议

1.1 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 磷酸铁锂业务：2023 年 Q4 价格进入底部区间，预计 24 年开启回暖叠加新增产能释放，假设 23/24/25 年增长率分别为 0%、-5%、30%，毛利率保持 8%；
- 2) 三元材料业务：近年公司三元材料业务持续亏损，假设 2023 年公司出清三元材料业务；
- 3) 磷酸铁业务：假设 23/24/25 年增长率保持 50%，毛利率保持 43%；
- 4) 其他差额项目（计算）：公司持续布局前驱体产能，自供比例有望提升，假设 23/24/25 年增长率分别为 150%、250%、50%，毛利率保持 24%；
- 5) 假设公司 23-25 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别保持 0.11%、0.75%、0.91%。

图表 1:公司分业务收入预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
磷酸铁锂				
销售收入（百万元）	42666.69	42460.00	40530.00	52500.00
yoy	515%	0%	-5%	30%
毛利率	12%	8%	8%	8%
三元材料				
销售收入（百万元）	40.00	0.00	0.00	0.00
yoy	-47%	-100%	0%	0%
毛利率	-1%	0%	0%	0%
磷酸铁				
销售收入（百万元）	2.86	4.29	6.44	9.65
yoy	-89%	50%	50%	50%
毛利率	43%	43%	43%	43%
其他差额项目（计算）				
销售收入（百万元）	80.81	202.03	707.09	1060.63
yoy	192%	150%	250%	50%
毛利率	24%	24%	24%	24%
合计收入（百万元）	42790.36	42666.32	41243.52	53570.28
增长率	505%	0%	-3%	30%
综合毛利率	12%	8%	8%	8%

资料来源：Wind, 方正证券研究所

1.2 投资建议

可比公司方面，我们选择磷酸铁锂厂商德方纳米，多元正极材料厂商当升科技，三元正极材料公司容百科技、长远锂科作为可比公司。

我们预计公司 2023-2025 年实现营收 426.66/412.44/535.70 亿元，归母净利润分别为 19.20/22.11/27.15 亿元，EPS 分别为 2.53/2.92/3.59 元，PE 为 11/10/8 倍。公司一体化布局磷酸铁锂前驱体拓宽护城河，扩充产能有望带动营收。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 2:可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300769.SZ	德方纳米	43.50	121.47	-2.81	4.68	7.15	-15.48	9.30	6.08
300073.SZ	当升科技	35.45	179.55	4.11	4.29	4.98	8.62	8.27	7.11
688005.SH	容百科技	30.95	149.87	1.22	2.40	3.20	32.50	12.89	9.67
688779.SH	长远锂科	6.04	116.52	-0.06	0.26	0.33	-113.15	23.54	18.39
可比公司平均PE							-21.88	13.50	10.31
301358.SZ	湖南裕能	29.02	219.75	2.53	2.92	3.59	11.45	9.94	8.09

资料来源: Wind, 方正证券研究所 (可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期)

2 风险提示

原材料价格波动，下游需求不达预期，产能落地不及时。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18082	20756	21015	26191	营业总收入	42790	42666	41244	53570
货币资金	1045	8335	8658	10290	营业成本	37451	39304	37829	49374
应收票据	672	474	458	595	税金及附加	164	124	119	155
应收账款	6393	4148	4010	5208	销售费用	22	47	46	60
其它应收款	222	190	183	238	管理费用	315	318	307	399
预付账款	419	157	151	197	研发费用	456	390	377	490
存货	4971	2729	2627	3429	财务费用	246	272	15	-38
其他	4359	4722	4927	6233	资产减值损失	-158	0	0	0
非流动资产	8353	10833	11652	12195	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	50	62	74	投资收益	-77	-54	-52	-67
固定资产	6443	8691	9487	10005	营业利润	3593	2226	2564	3148
无形资产	551	567	584	601	营业外收入	3	1	1	1
其他	1322	1525	1519	1515	营业外支出	50	1	1	1
资产总计	26434	31588	32668	38386	利润总额	3546	2225	2563	3148
流动负债	16748	16501	15669	18973	所得税	540	306	352	433
短期借款	2466	2166	1666	1166	净利润	3006	1919	2211	2715
应付账款	7530	6551	6305	8229	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	6752	7784	7698	9578	归属母公司净利润	3007	1920	2211	2715
非流动负债	3972	3466	3166	2866	EBITDA	4517	3714	4101	4909
长期借款	3271	2971	2671	2371	EPS (元)	5.29	2.53	2.92	3.59
其他	700	494	494	494					
负债合计	20720	19967	18835	21838	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力(同比增长率%)				
股本	568	757	757	757	营业总收入	505.44	-0.29	-3.33	29.89
资本公积	926	5026	5026	5026	营业利润	153.86	-38.05	15.19	22.79
留存收益	4220	5838	8049	10764	归属母公司净利润	153.96	-36.17	15.20	22.79
归属母公司股东权益	5714	11621	13833	16548	获利能力(%)				
负债和股东权益	26434	31588	32668	38386	毛利率	12.48	7.88	8.28	7.83
					净利率	7.03	4.50	5.36	5.07
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	52.63	16.52	15.99	16.41
经营活动现金流	-2783	7492	3783	5064	ROIC	27.58	11.96	11.45	12.58
净利润	3006	1919	2211	2715	偿债能力				
折旧摊销	601	1218	1523	1799	资产负债率(%)	78.38	63.21	57.66	56.89
财务费用	178	303	265	222	净负债比率(%)	92.35	-16.80	-22.23	-33.28
投资损失	-7	54	52	67	流动比率	1.08	1.26	1.34	1.38
营运资金变动	-7016	4008	-268	260	速动比率	0.70	1.00	1.06	1.09
其他	455	-9	1	1	营运能力				
投资活动现金流	-2169	-3742	-2395	-2411	总资产周转率	2.43	1.47	1.28	1.51
资本支出	-2104	-3676	-2331	-2331	应收账款周转率	10.05	8.10	10.11	11.62
长期投资	-29	-12	-12	-12	应付账款周转率	8.37	5.58	5.89	6.79
其他	-35	-54	-52	-67	每股指标(元)				
筹资活动现金流	5193	3540	-1065	-1022	每股收益	5.29	2.53	2.92	3.59
短期借款	1273	-300	-500	-500	每股经营现金	-4.90	9.89	5.00	6.69
长期借款	2998	-300	-300	-300	每股净资产	10.06	15.35	18.27	21.85
普通股增加	0	189	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	4099	0	0	P/E	0.00	11.45	9.94	8.09
其他	921	-148	-265	-222	P/B	0.00	1.89	1.59	1.33
现金净增加额	241	7290	323	1632	EV/EBITDA	1.17	5.39	4.61	3.35

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层
 上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
 深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层
 广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券
 长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
 网址：<https://www.foundersc.com>
 E-mail：yjzx@foundersc.com