

湖南裕能（301358）

2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 业绩略低于预期，单位盈利回落触底

买入（首次）

2023 年 04 月 26 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓恬

执业证书：S0600121070056
liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	42,790	34,351	35,181	39,827
同比	505%	-20%	2%	13%
归属母公司净利润（百万元）	3,007	2,046	2,743	3,495
同比	154%	-32%	34%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	3.97	2.70	3.62	4.62
P/E（现价&最新股本摊薄）	10.01	14.72	10.98	8.62

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- 公司年报符合市场预期，一季报略低于预期。2022 年公司营收 427.9 亿元，同比增长 505.44%；归母净利润 30.07 亿元，同比增长 153.96%；扣非净利润 30.31 亿元，同比增长 154.79%；22 年毛利率为 12.48%，同比减少 13.86pct；净利率为 7.03%，同比减少 9.73pct，业绩位于预告中值，符合市场预期。2023 年 Q1 公司实现营收 131.76 亿元，同增 115.81%；归母净利润 2.81 亿元，同比减少 72%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比减少 73.44%，毛利率 5.3%，略低于预期。
- Q1 出货同比高增、单吨盈利受碳酸锂跌价影响回落至 0.3 万/吨。预计 23 年 Q1 出货约 9 万吨左右，环降 15%，同增 90%，需求好于行业，预计 23 年出 50 万吨+，同增 60%+。盈利方面，23Q1 吨净利约 0.3 万元/吨，系年初以来消化高价碳酸锂导致单吨成本较高，此外年初铁锂加工费下调 2000-3000 元，磷酸铁价格由 2 万/吨回调至 1.4 万/吨，Q1 单吨回落明显，随着碳酸锂跌价影响减弱，预计 Q2 盈利逐步回升，预计 23 年单位盈利 4000 元左右。
- 铁锂产能规划高达约 90 万吨，加码布局锰铁锂强化竞争力。截至 2022 年底，公司铁锂产能 34.8 万吨，随着四川遂宁三期产能陆续投产，贵州 30 万吨项目（配套 30 万吨磷酸铁）、云南 35 万吨项目（配套 35 万吨磷酸铁）于 2023 年陆续投产，我们预计 2023 年底公司产能可达约 90 万吨。此次公司公告拟投资约 80 亿元建设云南裕能二期，包括锰铁锂、磷酸铁、碳酸锂加工、双氧水生产线，建设期 4 年，投产后有助于进一步强化公司竞争力。
- Q1 计提部分资产减值损失、存货管理稳健。23Q1 期间费用 1.9 亿元，期间费用率 1.5%，同减 0.5pct，计提资产减值损失 1.3 亿元，主要为存货跌价准备。Q1 末存货为 17 亿元，较年初减少 66%，存货管理稳健；应收账款 56 亿元，较年初减少 12%；经营活动现金流净额为-12 亿元，同增 139%；投资活动现金流净额为-6 亿元，同增 39%。
- 盈利预测与投资评级：考虑到行业加工费下滑，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润至 20.5/27.4/35 亿元（原预测 23-24 年为 22.6/30.0 亿元），同比-32%/+34%/+27%，对应 PE 为 15/11/9 倍，给予“买入”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、电动车销量不及预期、碳酸锂价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.10
一年最低/最高价	38.59/64.98
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	5,244.17
总市值(百万元)	31,880.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.58
资产负债率(% ,LF)	64.70
总股本(百万股)	757.25
流通 A 股(百万股)	124.56

相关研究

2022年归母净利润30.07亿元，同比增长153.96%，业绩位于预告中值，符合市场预期。2022年公司营收427.9亿元，同比增长505.44%；归母净利润30.07亿元，同比增长153.96%；扣非净利润30.31亿元，同比增长154.79%；22年毛利率为12.48%，同比减少13.86pct；净利率为7.03%，同比减少9.73pct。此前公司预告2022年归母净利润28.2-31.9亿元，业绩位于预告中值，符合市场预期。

2022年Q4公司实现归母净利润8.9亿元，环比增长83.52%。2022年Q4公司实现营收162.7亿元，同比增加331.36%，环比增长30.89%；归母净利润8.9亿元，同比增长33.32%，环比增长83.52%，扣非归母净利润8.91亿元，同比增长33.59%，环比增长85.42%。盈利能力方面，Q4毛利率为10.38%，同比下降16.89pct，环比增长2.26pct；归母净利率5.47%，同比下降12.22pct，环比增长1.57pct；Q2扣非净利率5.47%，同比下降12.2pct，环比提升1.61pct。

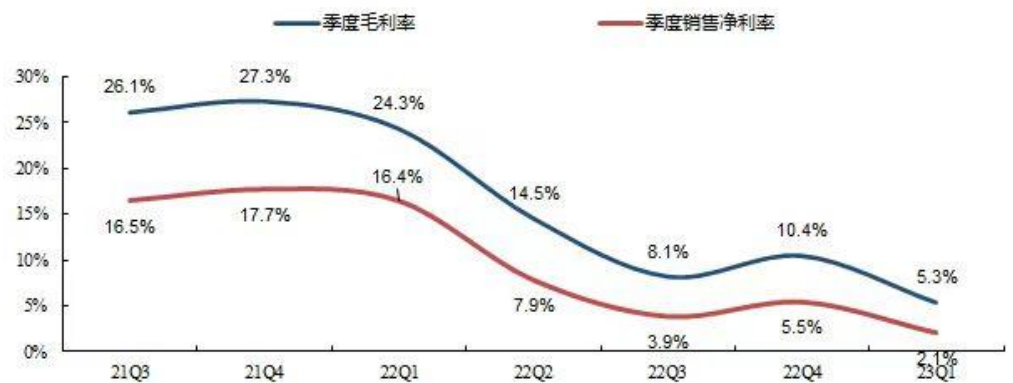
23Q1归母净利润2.81亿元，环降68%，盈利能力受碳酸锂跌价影响下滑明显。2023年Q1公司实现营收131.76亿元，同比增长115.81%，环比减少19.02%；归母净利润2.81亿元，同比减少72%，环比减少68.40%；扣非归母净利润2.67亿元，同比减少73.44%，环比减少70.00%。盈利能力方面，23Q1公司毛利率5.3%，同比减少19pct，环比减少5.1pct；Q1归母净利率2.1%，同比减少14.3pct，环比减少3.4pct；Q1扣非净利率2.03%，环比减少3.45pct。

图1: 分季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3
营业收入(百万)	13,175.6	16,269.7	12,429.9
-同比	115.81%	331.36%	586.80%
毛利率	5.27%	10.38%	8.12%
归母净利润(百万)	281.1	889.6	484.7
-同比	-72.00%	33.32%	62.54%
归母净利率	2.13%	5.47%	3.90%
扣非归母净利润(百万)	267.1	890.5	480.29
-同比	-73.44%	33.59%	51.09%
扣非归母净利率	2.03%	5.47%	3.86%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 分季度毛利率与净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2022 年铁锂销售 32 万吨, 23 年 Q1 销量同增 90%, 盈利受碳酸锂跌价影响逐步回归。2022 年全年铁锂出货量 32.39 万吨, 同比增长 169%, 我们预计 Q4 公司铁锂出货 11 万吨, 环增 20%+, 23 年 Q1 出货约 9.5 万吨, 环比下降 14%, 同增 90%, 需求好于行业。公司现有产能 35 万吨, 14 万吨产能建设中, 随着新增产能投产, 我们预计 2023 年出货量 50 万吨以上, 同比增长 60%+。盈利看, 我们测算 2022 年公司单吨盈利约 0.9 万元左右, 其中 Q4 单吨盈利约 0.8 万元/吨, 盈利逐步回归正常。23 年 Q1 公司铁锂单吨盈利约 0.3 万元/吨, 系年初以来碳酸锂跌价明显, 消化库存导致单吨成本高于正常水平, 此外铁锂加工费下调 2000-3000 元, 磷酸铁价格由 2 万元/吨回调至 1.4 万元/吨左右, 公司 Q1 单位盈利环比下降明显, 随着碳酸锂跌价影响减弱, 预计 Q2 起单位盈利逐步回升, 预计 23 年全年公司单位维持盈利 4000 元左右。

图3: 公司分业务拆分

	2022				2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	毛利率	毛利率-同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
磷酸铁锂	426.67	514.9%	12.5%	-14.3%	312.76	10.2%	113.91	18.8%
三元材料	0.40	-46.9%			0.00		0.40	-1.2%
硫酸铁	0.03	-89.1%			0.00		0.02	47.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

铁锂产能规划高达约 90 万吨, 加码布局锰铁锂强化竞争力。目前, 公司在湖南省湘潭市、广西壮族自治区靖西市、四川省遂宁市、贵州省福泉市、云南省安宁市设有五个生产基地。截至 2022 年底, 公司铁锂产能 34.8 万吨, 随着四川遂宁三期产能陆续投产, 贵州 30 万吨项目 (配套 30 万吨磷酸铁)、云南 35 万吨项目 (配套 35 万吨磷酸铁)

于 2023 年陆续投产，我们预计 2023 年底公司产能可达约 90 万吨。此次公司公告拟投资约 80 亿元建设云南裕能二期，包括锰铁锂、磷酸铁、碳酸锂加工、双氧水生产线，建设期 4 年，投产后有助于进一步强化公司竞争力。

公司 2022 年费用率下降，整体费用控制良好。2022 年公司期间费用合计 10.38 亿元，同比增长 265.89%，费用率为 2.43%，同比减少 1.59pct。2022 年销售费用 0.22 亿元，销售费用率 0.05%，同比减少 0.13pct；管理费用 3.15 亿元，管理费用率 0.74%，同比减少 1.1pct；财务费用 2.46 亿元，财务费用率 0.57%，同比减少 0.28pct；研发费用 4.56 亿元，研发费用率 1.07%，同比减少 0.07pct。公司 2022 年计提资产减值损失 1.58 亿元；计提信用减值损失 3.29 亿元。

Q1 期间费用率控制良好，计提部分资产减值损失。2023Q1 期间费用合计 1.94 亿元，同比增长 3.74%，环比减少 39.96%，期间费用率为 1.47%，同环比-1.59pct/-0.51pct；销售费用 0.11 亿元，销售费用率 0.08%，同环比+0.03pct/+0.04pct；管理费用 0.69 亿元，管理费用率 0.53%，同环比-0.35pct/-0.16pct；财务费用 0.64 亿元，财务费用率 0.49%，同比减少 0.29pct，环比提升 0.01pct；研发费用 0.49 亿元，研发费用率 0.37%，同环比减少 0.98pct/0.4pct。公司 2023Q1 计提资产减值损失 1.33 亿元；转回信用减值损失 0.15 亿元。

图4：分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	2.97	5.42	5.36	7.78	11.01
-销售费用率	0.05%	0.07%	0.04%	0.05%	0.08%
管理费用	53.40	88.91	61.47	110.99	69.28
-管理费用率	0.87%	1.11%	0.49%	0.68%	0.53%
研发费用	82.99	110.73	136.66	125.57	49.36
-研发费用率	1.36%	1.39%	1.10%	0.77%	0.37%
财务费用	47.67	49.43	69.77	78.79	64.38
-财务费用率	0.78%	0.62%	0.56%	0.48%	0.49%
期间费用	187.03	254.49	273.27	323.14	194.02
-期间费用率	3.06%	3.19%	2.20%	1.99%	1.47%
资产减值损失	-0.04	0.14	0.08	-158.09	-132.75
信用减值损失	-45.21	-74.27	-128.98	-80.94	15.15

数据来源：Wind，东吴证券研究所

23Q1 存货管理稳健，在手现金充裕。2023 年 Q1 公司存货为 17 亿元，较年初减少 65.8%；应收账款 56.39 亿元，较年初减少 11.79%；期末公司合同负债 12.34 亿元，较年初增长 12.46%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为-11.51 亿元，同比上升 139.44%，系本期用现金支付的贷款增加；投资活动净现金流净额为-5.74 亿元，同比上升 39.2%；筹资活动现金流 46.77 亿元，同比增长 250%；账面现金为 38.56 亿元，较年初增长 268.9%，短期借款 19.72 亿元，较年初下降 20.04%。

盈利预测和投资评级：考虑到行业加工费下滑，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润至 20.5/27.4/35 亿元（原预测 23-24 年为 22.6/30.0 亿元），同比-32%/+34%/+27%，对应 PE 为 15/11/9 倍，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、电动车销量不及预期、碳酸锂价格波动等。

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,082	29,087	34,926	39,814	营业总收入	42,790	34,351	35,181	39,827
货币资金及交易性金融资产	1,045	11,328	17,373	20,440	营业成本(含金融类)	37,451	30,228	30,081	33,856
经营性应收款项	10,854	11,289	11,482	12,664	税金及附加	164	144	164	169
存货	4,971	5,217	4,793	5,394	销售费用	22	21	158	199
合同资产	0	0	0	0	管理费用	315	378	422	398
其他流动资产	1,211	1,252	1,278	1,316	研发费用	456	488	528	518
非流动资产	8,353	9,807	10,704	11,233	财务费用	246	335	482	470
长期股权投资	37	37	37	37	加:其他收益	21	21	25	28
固定资产及使用权资产	6,443	7,556	8,273	8,683	投资净收益	-77	-69	-35	0
在建工程	1,035	1,215	1,335	1,395	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	551	711	771	831	减值损失	-487	-255	-110	-135
商誉	180	180	180	180	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	3,593	2,455	3,235	4,120
其他非流动资产	108	108	108	108	营业外净收支	-47	-49	-9	-9
资产总计	26,434	38,894	45,629	51,048	利润总额	3,546	2,406	3,226	4,111
流动负债	16,748	24,325	23,915	26,054	减:所得税	540	361	484	617
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,051	9,812	10,197	10,685	净利润	3,006	2,045	2,742	3,494
经营性应付款项	11,392	12,422	11,627	13,088	减:少数股东损益	-1	0	-1	-1
合同负债	1,098	1,058	1,053	1,185	归属母公司净利润	3,007	2,046	2,743	3,495
其他流动负债	1,207	1,033	1,039	1,096	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.97	2.70	3.62	4.62
非流动负债	3,972	6,972	7,122	7,222	EBIT	3,916	3,093	3,827	4,687
长期借款	3,271	6,271	6,421	6,521	EBITDA	4,517	3,940	4,931	5,957
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.48	12.00	14.50	14.99
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	7.03	5.96	7.80	8.78
其他非流动负债	700	700	700	700	收入增长率(%)	505.44	-19.72	2.42	13.21
负债合计	20,720	31,297	31,037	33,276	归母净利润增长率(%)	153.96	-31.97	34.08	27.41
归属母公司股东权益	5,714	7,597	14,593	17,773					
少数股东权益	0	0	0	-1					
所有者权益合计	5,714	7,597	14,592	17,772					
负债和股东权益	26,434	38,894	45,629	51,048					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-2,783	3,415	3,743	5,058	每股净资产(元)	10.06	13.38	19.27	23.47
投资活动现金流	-2,169	-2,418	-2,044	-1,809	最新发行在外股份(百万股)	757	757	757	757
筹资活动现金流	5,193	9,285	4,336	-192	ROIC(%)	40.67	14.72	11.85	12.04
现金净增加额	241	10,283	6,035	3,057	ROE-摊薄(%)	52.63	26.93	18.80	19.66
折旧和摊销	601	846	1,103	1,270	资产负债率(%)	78.38	80.47	68.02	65.19
资本开支	-2,104	-2,349	-2,009	-1,809	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.01	14.72	10.98	8.62
营运资本变动	-7,016	54	-679	-324	P/B(现价)	3.95	2.97	2.06	1.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

