

2023年03月28日  
融捷股份(002192.SZ)

ESSENCE

公司动态分析

证券研究报告

锂

## 矿石采选业务增量在途，成都融捷投资收益可观

### 公司发布 2022 年年报：

2022 年营业收入 29.92 亿元，同比增加 225.1%；归母净利润 24.40 亿元，同比增加 3472.9%；扣非归母净利润 24.41 亿元，同比增加 3754%。其中 2022 年 Q4 营业收入 13.10 亿元，同比增加 248.8%、环比增加 88.4%；归母净利润 11.85 亿元，同比增加 2776.2%、环比增加 74.65%；扣非归母净利润 11.84 亿元，同比增加 2915.4%、环比增加 73.27%。

### 精矿及锂盐业务毛利显著增加：

营业收入方面，2022 年锂精矿、锂盐、锂电设备制造分别为 13.35 亿元、12.5 亿元、4.04 亿元，依次同比变动+661%、+182.4%、+34.9%，占营业总收入比例依次为 44.6%、41.8%、13.5%。毛利方面，2022 年锂精矿、锂盐、电池设备制造分别为 12.2 亿元、2.07 亿元、1.29 亿元，依次同比变动+1011.3%、+226.4%、+54.6%，占总毛利比例依次为 78.3%、13.3%、8.3%。

### 2022 年锂矿采选业务产量有所提升，单吨收入及毛利明显提升：

(1) 量：2022 年锂矿产销依次为 5.5、5.53 万吨 SC6，同比+38.8%、+27.8%。据公告，公司矿山于 2022 年 3 月 8 日正式恢复生产，比去年提前约 2 周时间复产，且生产至 2023 年 1 月上旬才进入冬休期，矿山有效生产时间较去年显著增加，产销增幅可观。(2) 价：2022 年锂精矿完成销售额 13.93 亿元，抵销与联营企业的未实现内部交易利润后，列报锂精矿收入 13.35 亿元，均价 2.41 万元/吨（SMM 锂精矿全年均价 4380 美元/吨），同比增加 317.8%。(3) 2022 年单吨成本、毛利约 2159 元/吨、2.2 万元/吨。

### 权益冶炼产能或持续放量，成都融捷投资收益可观：

公司目前拥有长和华锂 0.48 万吨冶炼产能，同时参股锂盐企业成都融捷锂业（公司持股 40%）规划产能为 4 万吨/年，据公告，2022 年成都融捷锂业一期 2 万吨/年锂盐项目已完成建设正式投产，全年共销售锂盐 1.42 万吨。从业绩上来看，2022 年长和华锂实现净利润 1.25 亿元，另外成都融捷实现净利润 33.37 亿元，给公司贡献投资收益 13.35 亿元，成为公司年度净利润的最大来源。

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	100 元
股价 (2023-03-27)	86.24 元

### 交易数据

总市值(百万元)	22,392.66
流通市值(百万元)	22,346.53
总股本(百万股)	259.66
流通股本(百万股)	259.12
12 个月价格区间	78.39/176.9 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.0	-18.2	-27.9
绝对收益	-14.8	-15.0	-31.8

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

郑九洲

联系人

zhengjz@essence.com.cn

### 相关报告

成都融捷投资收益高企，绑定比亚迪成长性可期 2022-10-24

### 目 鸳鸯坝 250 万吨选矿项目持续推进中：

在鸳鸯坝项目环评方面，2021 年已完成环评两次社会公众参与公示及环评报告的修订；在上位规划环评方面，甘孜州经济和信息化局已于 2022 年 9 月进行了环境影响评价报批前公示。待上位规划《四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划（2021-2035）》环评取得批复后，鸳鸯坝项目环评或具备申报受理条件。

### 目 投资建议：

预计 2023-2025 年营业收入分别为 26.58、24.09、30.22 亿元，预计净利润 14.97、12.02、15.65 亿元，对应 EPS 分别为 5.76、4.63、6.03 元/股，目前股价对应 PE 为 15、18.6、14.3 倍。考虑到锂行业周期性波动，公司业绩存在一定程度下调，另外在主要假设中，我们考虑 2023-2025 年锂精矿产量依次为 7、10、14 万吨，假设鸳鸯坝项目有效释放，产量或存在上修空间，整体来看公司具备良好的成长性，维持公司评级为“买入-A”评级，6 个月目标价调整为 100 元/股。

### 目 风险提示：需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	920.6	2,992.4	2,657.6	2,408.6	3,022.3
净利润	68.3	2,439.9	1,496.7	1,201.8	1,564.6
每股收益(元)	0.26	9.40	5.76	4.63	6.03
每股净资产(元)	2.45	11.90	17.66	22.29	28.32
<b>盈利和估值</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
市盈率(倍)	327.9	9.2	15.0	18.6	14.3
市净率(倍)	35.3	7.2	4.9	3.9	3.0
净利润率	7.4%	81.5%	56.3%	49.9%	51.8%
净资产收益率	10.8%	78.9%	32.6%	20.8%	21.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	15.9%	414.1%	114.5%	57.1%	95.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

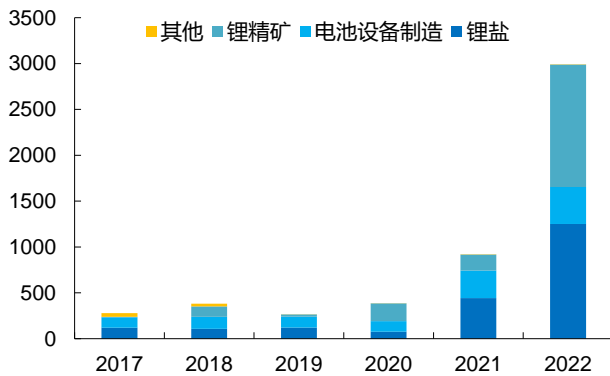
## 1. 事件：公司发布 2022 年年报

2022 年营业收入 29.92 亿元，同比增加 225.1%；归母净利润 24.40 亿元，同比增加 3472.9%；扣非归母净利润 24.41 亿元，同比增加 3754%。其中 2022 年 Q4 营业收入 13.10 亿元，同比增加 248.8%、环比增加 88.4%；归母净利润 11.85 亿元，同比增加 2776.2%、环比增加 74.65%；扣非归母净利润 11.84 亿元，同比增加 2915.4%、环比增加 73.27%。

## 2. 2022 年锂矿采选业务量利齐增，成都融捷投资收益可观

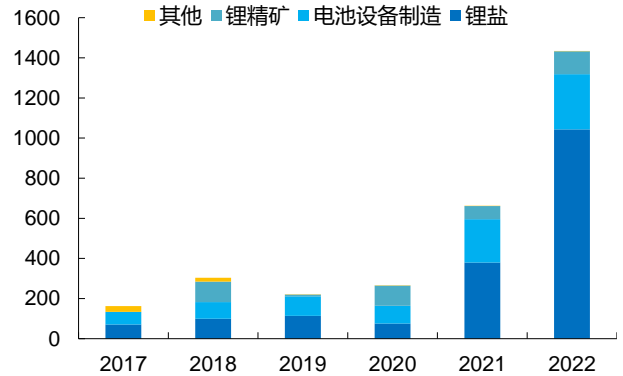
精矿及锂盐业务毛利显著增加。营业收入方面，2022 年锂精矿、锂盐、锂电设备制造分别为 13.35 亿元、12.5 亿元、4.04 亿元，依次同比变动+661%、+182.4%、+34.9%，占营业总收入比例依次为 44.6%、41.8%、13.5%。毛利方面，2022 年锂精矿、锂盐、电池设备制造分别为 12.2 亿元、2.07 亿元、1.29 亿元，依次同比变动+1011.3%、+226.4%、+54.6%，占总毛利比例依次为 78.3%、13.3%、8.3%。

图1. 公司营业收入构成 (百万元)



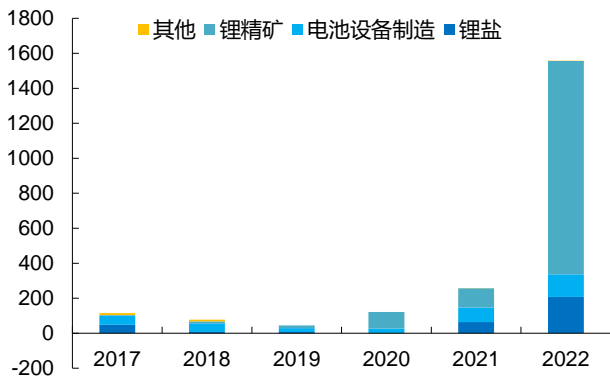
资料来源：wind，安信证券研究中心

图2. 公司营业成本构成 (百万元)



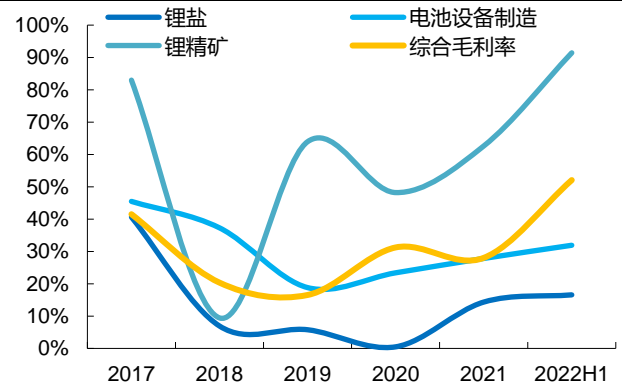
资料来源：wind，安信证券研究中心

图3. 公司毛利构成 (百万元)



资料来源：wind，安信证券研究中心

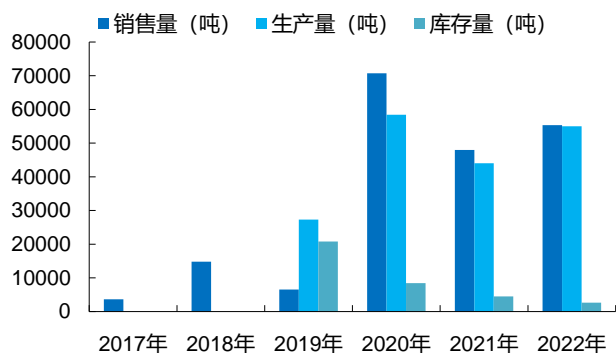
图4. 公司各业务毛利率



资料来源：wind，安信证券研究中心

2022 年锂矿采选业务产量有所提升，单吨收入及毛利明显提升。(1) 量：2022 年锂矿产销依次为 5.5、5.53 万吨 SC6，同比+38.8%、+27.8%。据公告，公司矿山于 2022 年 3 月 8 日正式恢复生产，比去年提前约 2 周时间复产，且生产至 2023 年 1 月上旬才进入冬休期，矿山有效生产时间较去年显著增加，产销增幅可观。(2) 价：2022 年锂精矿完成销售额 13.93 亿元，抵销与联营企业的未实现内部交易利润后，列报锂精矿收入 13.35 亿元，均价 2.41 万元/吨 (SMM 锂精矿全年均价 4380 美元/吨)，同比增加 317.8%。(3) 2022 年单吨成本、毛利约 2159 元/吨、2.2 万元/吨。

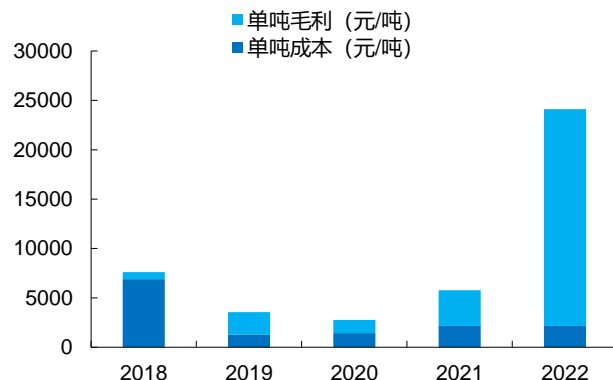
图5. 公司锂矿采选业务产销情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：2022 年公司公告口径精矿品位为标准品位，即 6%

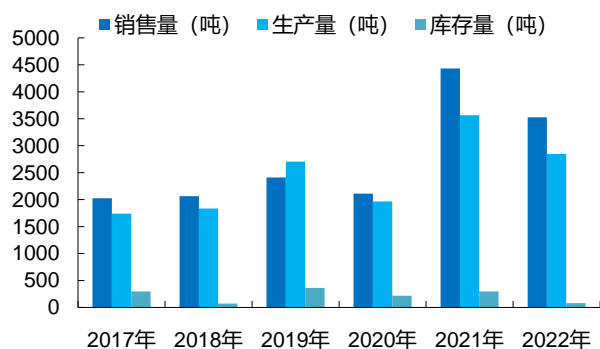
图6. 公司锂矿采选业务单吨收入拆解



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

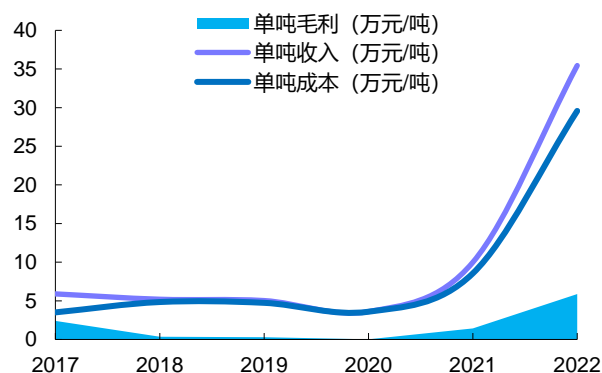
**锂盐业务量价齐增，贡献部分利润。**（1）量：公司控股长和华锂 80% 股权，其电池级碳酸锂、氢氧化锂产能依次为 3000/1800 吨，2022 年公司锂盐业务因原材料紧缺，生产及加工电池级锂盐约 2847.35 吨，销售锂盐 3527.23 吨（含加工 280.90 吨，贸易 465 吨），同比分别减少 20.13%、20.44%。（2）价：2022 年锂盐单吨收入、单吨成本、单吨毛利依次为 35.4/29.6/5.9 万元/吨，同比增加 255%、246%、310%。（3）2022 年长和华锂实现净利润 1.25 亿元。

图7. 公司锂盐业务产销情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图8. 公司锂盐业务单吨收入拆解

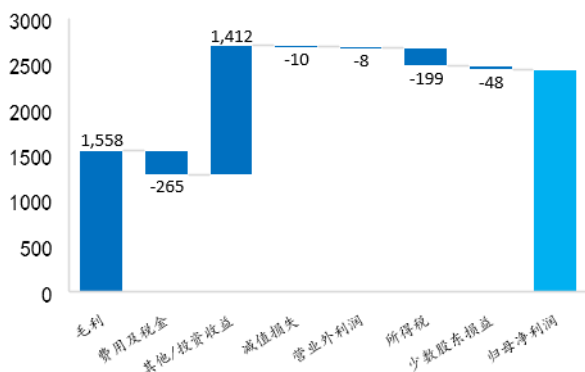


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**电池设备主供比亚迪，业绩大幅提升。**2022 年公司锂电设备制造业务实现营业收入 4.04 亿元（据公告，其中全年销售比亚迪金额为 3.87 亿元），同比增加 34.9%，公司锂电设备制造业务子公司东莞德瑞实现净利润 5040.4 万元，同比增加 70%。从 GGII 全球锂电池市场规模看，2022 年全球动力电池出货 680GWh，同比增长超 80%，占锂电池比例为 75%，预计到 2025 年全球锂电池市场出货量将接近 2400GWh，其中动力电池出货超 1700GWh，动力电池市场占比仍超 70%，动力电池市场为锂电池市场增长的第一驱动力，锂电池设备市场规模有望在未来释放可观空间。

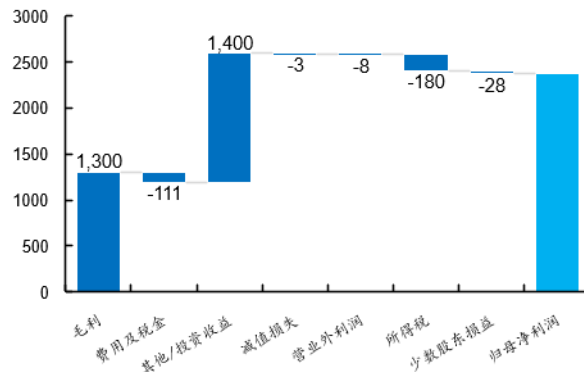
**从利润拆解来看，本期费用及税金是最大的减项，合计 2.65 亿元。**其中销售费用 0.11 亿元，同比-17.6%；管理费用 1.09 亿元（含利益共享金 0.4 亿元），同比+37%；财务费用 0.01 亿元，同比-88.6%，主要是本报告期借款额减少导致借款利息支出减少；2022 年公司加大研发投入，研发费用 0.64 亿元，同比+82.5%。另外 2022 年联营企业成都融捷实现营业收入 60.57 亿元、实现净利润 33.37 亿元，给公司贡献投资收益 13.35 亿元，成为公司年度净利润的最大来源。

图9. 2022 年公司利润拆解 (百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图10. 本期各项目较 2021 年变动 (百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 权益冶炼产能或持续放量，鸳鸯坝 250 万吨选矿项目持续推进中

**权益冶炼产能或持续放量。**公司目前拥有长和华锂 0.48 万吨冶炼产能，同时参股锂盐企业成都融捷锂业（公司持股 40%）规划产能为 4 万吨/年，据公告，2022 年成都融捷锂业一期 2 万吨/年锂盐项目已完成建设正式投产，全年共销售锂盐 1.42 万吨。

**鸳鸯坝 250 万吨选矿项目持续推进中。**在鸳鸯坝项目环评方面，2021 年已完成环评两次社会公众参与公示及环评报告的修订；在上位规划环评方面，甘孜州经济和信息化局已于 2022 年 9 月进行了环境影响评价报批前公示。待上位规划《四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划（2021-2035）》环评取得批复后，鸳鸯坝项目环评或具备申报受理条件。

**投资建议：**预计 2023-2025 年营业收入分别为 26.58、24.09、30.22 亿元，预计净利润 14.97、12.02、15.65 亿元，对应 EPS 分别为 5.76、4.63、6.03 元/股，目前股价对应 PE 为 15、18.6、14.3 倍。考虑到锂行业周期性波动，公司业绩存在一定程度下调，另外在主要假设中，我们考虑 2023-2025 年锂精矿产量依次为 7、10、14 万吨，假设鸳鸯坝项目有效释放，产量或存在上修空间，整体来看公司具备良好的成长性，维持公司评级为“买入-A”评级，6 个月目标价调整为 100 元/股。

**风险提示：**需求不及预期，锂价大幅波动，项目进展不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	920.6	2,992.4	2,657.6	2,408.6	3,022.3	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	662.8	1,434.4	1,287.9	1,175.6	1,376.3	营业收入增长率	136.1%	225.0%	-11.2%	-9.4%	25.5%
营业税费	15.8	79.3	53.2	48.2	60.4	营业利润增长率	445.4%	2,393.2%	-35.8%	-14.9%	32.2%
销售费用	13.9	11.5	13.3	12.0	15.1	净利润增长率	224.5%	3,472.9%	-38.7%	-19.7%	30.2%
管理费用	79.5	108.9	106.3	96.3	120.9	EBITDA 增长率	196.0%	1,803.0%	-35.2%	-14.4%	31.6%
研发费用	35.2	64.3	34.5	31.3	39.3	EBIT 增长率	392.5%	2,184.9%	-36.3%	-15.8%	31.7%
财务费用	9.8	1.1	-9.1	-23.1	-37.8	NOPLAT 增长率	316.1%	2,489.8%	-37.9%	-19.4%	29.1%
资产减值损失	-0.9	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	投资资本增长率	-0.3%	124.7%	61.8%	-23.1%	32.3%
加: 公允价值变动收益	-	0.5	-	-	-	净资产增长率	15.6%	352.4%	48.5%	26.6%	27.2%
投资和汇兑收益	3.8	1,403.9	557.6	402.4	496.5						
<b>营业利润</b>	108.1	2,694.7	1,729.5	1,471.0	1,945.1	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-	-7.7	-1.4	-3.1	-4.1	毛利率	28.0%	52.1%	51.5%	51.2%	54.5%
<b>利润总额</b>	108.1	2,687.0	1,728.1	1,468.0	1,941.0	营业利润率	11.7%	90.1%	65.1%	61.1%	64.4%
减: 所得税	19.8	199.3	171.1	200.5	298.1	净利润率	7.4%	81.5%	56.3%	49.9%	51.8%
<b>净利润</b>	68.3	2,439.9	1,496.7	1,201.8	1,564.6	EBITDA/营业收入	15.6%	91.1%	66.5%	62.8%	65.9%
						EBIT/营业收入	12.8%	90.2%	64.7%	60.1%	63.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	87	26	39	66	68
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	45	14	59	69	43
货币资金	107.3	698.0	1,375.2	3,161.0	4,264.9	流动资产周转天数	199	184	441	676	683
交易性金融资产	-	1,050.5	1,050.5	1,050.5	1,050.5	应收账款周转天数	94	37	92	118	67
应收账款	339.9	267.7	1,086.2	496.2	636.6	存货周转天数	42	17	30	26	23
应收票据	-	-	169.2	43.1	57.1	总资产周转天数	462	313	650	927	897
预付账款	40.3	38.2	42.8	34.0	49.9	投资资本周转天数	236	118	240	290	233
存货	148.1	141.7	308.5	33.4	353.1						
其他流动资产	28.7	190.5	93.3	104.2	129.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.8%	78.9%	32.6%	20.8%	21.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	64.4%	27.1%	19.0%	19.6%
长期股权投资	15.4	741.5	741.5	741.5	741.5	ROIC	15.9%	414.1%	114.5%	57.1%	95.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	221.5	205.1	366.8	510.3	635.5	销售费用率	1.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	32.2	89.9	89.9	89.9	89.9	管理费用率	8.6%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	245.7	256.8	248.1	239.4	230.6	研发费用率	3.8%	2.1%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	168.3	180.6	169.4	160.6	152.2	财务费用率	1.1%	0.0%	-0.3%	-1.0%	-1.3%
<b>资产总额</b>	1,347.3	3,860.5	5,741.2	6,663.8	8,391.0	四费/营业收入	15.0%	6.2%	5.5%	4.8%	4.5%
短期债务	120.0	56.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	226.1	233.7	739.8	339.7	419.2	资产负债率	47.3%	16.8%	17.0%	9.4%	8.5%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	89.8%	20.2%	20.4%	10.4%	9.3%
其他流动负债	210.0	321.2	190.6	239.8	250.4	流动比率	1.19	3.91	4.43	8.49	9.77
长期借款	15.0	-	-	-	-	速动比率	0.93	3.67	4.10	8.44	9.24
其他非流动负债	66.3	38.2	43.3	49.3	43.6	利息保障倍数	11.99	2,402.70	-189.86	-62.65	-50.41
<b>负债总额</b>	637.4	649.1	973.7	628.8	713.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	74.7	120.9	181.2	246.8	325.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	259.7	259.7	259.7	259.7	259.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	375.1	2,830.0	4,326.7	5,528.5	7,093.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	709.9	3,211.4	4,767.5	6,035.0	7,677.8						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	88.3	2,487.7	1,496.7	1,201.8	1,564.6
						加: 折旧和摊销	31.5	36.6	47.1	65.3	83.5
						资产减值准备	6.7	10.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-0.5	-	-	-
						财务费用	10.3	5.1	-9.1	-23.1	-37.8
						投资收益	-3.8	-1,403.9	-557.6	-402.4	-496.5
						少数股东损益	20.0	47.7	60.3	65.6	78.2
						营运资金的变动	194.0	44.9	-673.0	649.2	-418.8
						<b>经营活动产生现金流量</b>	120.4	1,264.8	364.4	1,556.4	773.1
						投资活动产生现金流量	-80.7	-579.0	357.6	202.4	296.5
						融资活动产生现金流量	34.1	-95.1	-44.8	27.0	34.3
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.26	9.40	5.76	4.63	6.03
						BVPS(元)	2.45	11.90	17.66	22.29	28.32
						PE(X)	327.9	9.2	15.0	18.6	14.3
						PB(X)	35.3	7.2	4.9	3.9	3.0
						P/FCF	245.4	14.1	36.9	13.1	22.0
						P/S	24.3	7.5	8.4	9.3	7.4
						EV/EBITDA	235.6	8.7	11.3	12.1	8.7
						CAGR(%)	143.0%	-12.9%	320.7%	143.0%	-12.9%
						PEG	2.3	-0.7	-	0.1	-1.1
						ROIC/WACC	1.5	39.5	10.9	5.4	9.1
						REP	36.9	0.4	0.8	2.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034