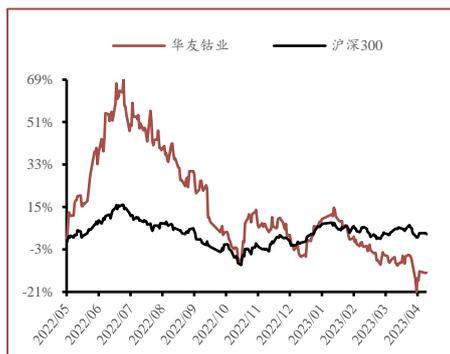



投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-05-05
收盘价(元)	51.68
流通股本(亿股)	15.80
每股净资产(元)	16.06
总股本(亿股)	15.99

最近 12 月市场表现


分析师 田源

 SAC 证书编号: S0160522090003
 tianyuan@ctsec.com

分析师 田庆争

 SAC 证书编号: S0160522110001
 tianqz@ctsec.com

相关报告

- 《产品高端化、产业一体化带动公司业绩大幅改善》 2020-04-10
- 《钴板块业绩符合预期，铜板块强势逆袭》 2019-08-28
- 《收购完善产业链，上下游一体化凸显》 2019-04-22

核心观点

- ❖ **事件：4月27日，公司发布2022年报和2023年一季报。**1) **2023年一季报**：公司2023年Q1实现营收191.10亿元，同比+44.64%，环比+33.43%；实现净利润10.24亿元，同比-15.10%，环比+13.52%；扣非净利润9.96亿元，同比-16.32%，环比-6.18%。2) **2022年年报**：公司2022年实现营收630.34亿元，同比+78.48%，实现净利润39.10亿元，同比+0.32%，扣非净利润39.80亿元，同比+3.29%。单Q4看，实现营收143.22亿元，同比+14.39%，环比-19.06%；净利润9.02亿元，同比-40.99%，环比+19.92%；扣非净利润10.61亿元，同比-30.87%，环比+46.04%。
- ❖ **锂电材料和镍产品扩产放量，对冲钴价下跌带来的存货减值，22年盈利同比实现微增。**1) **镍**：受益于华越和华科项目投产放量，公司镍产品销量实现高增。2022年镍产品产量7.0万吨，同比+342%，外销/自用1.85/4.69万吨，同比+889%/224%；实现毛利5亿元，毛利率18%，同比提升5pct。2) **三元前驱体**：受益于衢州项目扩产放量，2022年三元前驱体实现产量10.2万吨，同比+56%，销量8.48万吨，同比+43%，实现毛利20亿元，同比+134%，毛利率21%，同比提升5pct。3) **正极材料**：2022年实现产量9.49万吨，同比+73%，销量8.92万吨，同比+57%，实现毛利30亿元，同比+451%，毛利率13%，同比提升1.7pct。4) **钴**：2022年钴产品销量2.31万吨，同比-8%，实现毛利22亿元，同比-15%，毛利率26%，同比降低5pct。受下游需求疲软影响，MB钴价由2022年初33.88美元/磅下跌至年末19.35美元/磅，下降约43%。公司钴产品存货计提大量减值，公司全年计提资产减值约13亿元。5) **铜**：2022年铜产品销量7.83万吨，同比-16%，实现毛利16亿元，同比-40%，毛利率36%，同比降低13pct。
- ❖ **受锂电材料下游去库及钴价下跌影响，23Q1扣非净利环比略降。**2023年一季度受下游电池厂集中去库存，开工率下降影响，锂电材料需求增长不及预期。23Q1受下游需求疲弱影响，钴价持续下跌，一季度MB钴均价16.98美元/磅，环比下降25%。截至2023年4月28日，MB钴价格为15.55美元/磅，年初至今下降19.64%。在锂电材料需求增长不及预期及钴价下跌影响下，公司23Q1实现扣非净利润9.96亿元，同比-16.32%，环比-6.18%。
- ❖ **锂电正极材料一体化持续深入，钴减值风险释放落地后静待价格回升。**公司实现了锂电正极材料一体化布局，包括上游锂钴镍矿及盐，中游三元前驱体，以及下游钴酸锂和三元正极材料。2023年锂电正极材料各环节扩产放量将持续推进：1) **上游锂钴镍**：Arcadia锂矿项目(100%)已完成设备安装调试并投料试生产，该项目年化产能约为5万吨LCE的锂精矿。华飞(51%)12万吨镍和1.5万吨钴项目预计上半年能实现投料。2) **中游三元前驱体**：广西巴莫和华友新能源的10万和5万吨三元前驱体扩产项目将于2023年投产。3) **下游正极材料**：广西巴莫5万吨高镍三元正极材料将于2023年投产。钴产

品方面，受钴价持续下跌影响，公司 2022 年钴产品已计提大幅减值，减值风险已基本释放完毕，待下游需求恢复，钴价回升将带来较高的盈利弹性。

- ❖ **投资建议：**公司锂电正极材料一体化布局持续深入，在行业竞争加剧背景下，有望构建较高的成本优势。随着公司锂钴镍、三元前驱体和正极材料扩产项目逐步放量，叠加铜钴价格回升，公司业绩有望实现快速增长。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 71/91/116 亿元，EPS 为 4.43/5.68/7.25 元/股，对应 PE 分别为 11.8/9.2/7.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**锂电正极材料需求不及预期；钴价大幅下跌风险；扩产项目进展不及预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	35317	63034	80703	102387	114274
收入增长率(%)	66.69	78.48	28.03	26.87	11.61
归母净利润(百万元)	3898	3910	7080	9081	11593
净利润增长率(%)	234.59	0.32	81.08	28.26	27.66
EPS(元/股)	2.49	2.48	4.43	5.68	7.25
PE	44.30	22.43	11.75	9.16	7.17
ROE(%)	20.11	15.10	21.48	21.60	21.62
PB	6.95	3.43	2.52	1.98	1.55

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	35316.55	63033.79	80703.33	102387.10	114274.03	成长性					
减:营业成本	28131.07	51313.70	64925.83	82472.81	90047.94	营业收入增长率	66.7%	78.5%	28.0%	26.9%	11.6%
营业税费	303.96	475.54	680.76	839.11	920.86	营业利润增长率	223.5%	23.9%	78.4%	26.6%	25.9%
销售费用	37.95	76.36	96.13	118.67	135.66	净利润增长率	234.6%	0.3%	81.1%	28.3%	27.7%
管理费用	1179.66	1962.55	2580.54	3293.89	3629.40	EBITDA 增长率	122.1%	37.3%	80.7%	27.5%	25.5%
研发费用	816.27	1708.61	1821.74	2484.34	2816.62	EBIT 增长率	154.2%	28.9%	74.5%	24.2%	26.9%
财务费用	484.34	1325.94	1096.37	1564.53	1851.45	NOPLAT 增长率	178.3%	46.4%	75.4%	24.9%	27.5%
资产减值损失	-47.85	-1292.30	-57.32	-36.97	-21.85	投资资本增长率	95.4%	66.1%	31.7%	29.3%	24.8%
加:公允价值变动收益	-14.59	-147.50	35.21	65.33	74.87	净资产增长率	91.9%	36.7%	31.3%	30.4%	29.6%
投资和汇兑收益	635.96	1359.67	1157.17	1840.12	2052.41	利润率					
营业利润	4901.30	6074.77	10836.31	13717.41	17276.09	毛利率	20.3%	18.6%	19.6%	19.5%	21.2%
加:营业外净收支	-73.02	-43.57	-51.02	-55.87	-50.15	营业利润率	13.9%	9.6%	13.4%	13.4%	15.1%
利润总额	4828.28	6031.20	10785.28	13661.54	17225.94	净利率	11.4%	9.1%	12.7%	12.8%	14.5%
减:所得税	804.64	324.38	526.15	598.16	668.10	EBITDA/营业收入	16.8%	12.9%	18.2%	18.3%	20.6%
净利润	3897.50	3909.88	7080.09	9080.68	11592.56	EBIT/营业收入	13.6%	9.8%	13.4%	13.1%	14.9%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	9769.48	15435.78	15998.48	36842.27	44702.60	固定资产周转天数	125	152	137	123	126
交易性金融资产	332.75	251.99	387.04	437.41	545.21	流动营业资本周转天数	-3	-42	14	-17	8
应收账款	4383.77	8036.95	4021.99	13141.31	6441.57	流动资产周转天数	279	287	198	330	273
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	28	35	27	30	31
预付账款	1049.73	1634.72	2435.17	2932.74	3149.41	存货周转天数	84	94	84	87	88
存货	9034.96	17692.02	12571.89	27305.78	16830.81	总资产周转天数	433	481	505	516	572
其他流动资产	866.48	2891.14	4073.35	5676.79	7069.62	投资资本周转天数	428	398	409	417	467
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	20.1%	15.1%	21.5%	21.6%	21.6%
长期股权投资	3427.75	7914.62	10109.00	12785.84	15905.20	ROA	6.7%	3.5%	6.1%	5.1%	6.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.7%	8.5%	11.3%	11.0%	11.2%
固定资产	12124.45	26217.07	30197.06	34569.13	39307.27	费用率					
在建工程	9820.44	14281.93	17705.65	22477.78	26696.90	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无形资产	1191.82	4066.80	5162.48	6616.12	8424.22	管理费用率	3.3%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	3061.98	5994.99	5994.99	5994.99	5994.99	财务费用率	1.4%	2.1%	1.4%	1.5%	1.6%
资产总额	57989.06	110592.42	115654.20	177960.16	184874.71	三费/营业收入	4.8%	5.3%	4.7%	4.9%	4.9%
短期债务	8083.78	12019.82	15098.52	18605.88	21898.91	偿债能力					
应付账款	6233.17	14610.89	4253.51	22741.17	7997.52	资产负债率	58.8%	70.4%	62.9%	68.5%	60.8%
应付票据	4810.80	10782.23	3670.82	16554.90	6609.21	负权益比	142.6%	238.4%	169.4%	217.8%	154.8%
其他流动负债	4.15	1546.98	2318.22	3475.26	4439.40	流动比率	1.06	0.93	1.10	1.17	1.42
长期借款	6738.26	11927.78	17180.67	22401.87	27638.92	速动比率	0.63	0.51	0.62	0.72	0.97
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	9.56	4.60	8.63	7.78	7.67
负债总额	34088.38	77909.94	72728.29	121970.88	112327.59	分红指标					
少数股东权益	4517.09	6789.32	9968.36	13951.05	18916.33	DPS(元)	0.30	0.20	0.00	0.00	0.00
股本	1221.23	1599.68	1599.18	1599.18	1599.18	分红比率					
留存收益	8686.01	12232.12	19312.21	28392.89	39985.45	股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	23900.68	32682.48	42925.91	55989.28	72547.12	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	2.49	2.48	4.43	5.68	7.25
净利润	3897.50	3909.88	7080.09	9080.68	11592.56	BVPS(元)	15.87	16.20	20.61	26.28	33.53
加:折旧和摊销	1121.56	1944.35	3898.54	5320.44	6492.41	PE(X)	44.3	22.4	11.7	9.2	7.2
资产减值准备	131.04	1502.11	57.32	36.97	21.85	PB(X)	6.9	3.4	2.5	2.0	1.6
公允价值变动损失	14.59	147.50	-35.21	-65.33	-74.87	P/FCF					
财务费用	474.59	1322.75	1250.73	1724.52	2219.87	P/S	3.8	1.4	1.0	0.8	0.7
投资收益	-687.95	-1503.35	-1157.17	-1840.12	-2052.41	EV/EBITDA	24.1	13.5	7.8	5.7	4.8
少数股东损益	126.14	1796.93	3179.04	3982.69	4965.28	CAGR(%)					
营运资金的变动	-5175.64	-5983.68	-9930.38	8354.52	-6640.47	PEG	0.2	70.6	0.1	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	-61.71	2913.81	4394.95	26652.36	16574.16	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-8760.56	-24355.94	-14095.87	-17553.34	-18993.62	REP					
融资活动产生现金流量	13278.46	23701.79	10263.63	11744.76	10279.79						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。