

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号：S1500520090001

联系电话：010-83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

执业编号：S1500522020001

联系电话：18373169614

邮箱：zhangpeng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 一体化进入兑现期，前驱体龙头再出发

2023年04月28日

- 公司2022年实现营业收入303.4亿元，同比增长51.2%，归母净利润15.4亿元，同比增长64.4%，扣非归母净利润11.1亿元，同比增长44.3%。其中Q4营收80.6亿元，环比持平，归母净利润4.6亿，环比增长8.2%，扣非归母净利润3.3亿元，环比增长7.3%。2023年Q1实现营业收入79.0亿元，同比增长24.9%，环比降低1.9%，归母净利润3.4亿元，同比增长33.8%，环比降低25.7%，扣非归母净利润2.5亿元，同比增长21.8%，环比降低22.3%。
- 产能持续扩张。2022年前驱体材料销量21.6万吨，同比增长23%。公司专注于高镍产品，2022年三元前驱体高镍系产品出货量占比超过70%，其中9系产品出货量超5万吨；四氧化三钴中高电压产品出货量占比超60%。公司2022年末已形成超过30万吨/年的三元前驱体产能及2.5万吨/年四氧化三钴产能，未来公司产销有望持续增长，逐步贡献利润。
- 一体化进入兑现期。公司加速镍资源前后端冶炼一体化布局，在建及建成资源粗炼端建设产能达12.5万金属吨。2022年公司钦州基地年处理8万吨高冰镍产线投产，印尼莫罗瓦利产业基地首条冰镍产线正式投料试产并成功产出冰镍。一体化有望逐步兑现，为公司增厚利润。
- 盈利预测与投资评级：我们预测公司2023、2024、2025年归母净利润分别为22.45、30.56、37.21亿元，23-25年分别同比增长46%、36%、22%，维持“买入”评级。
- 风险因素：新能源车需求不及预期风险；原材料价格波动超预期风险；环保及安全生产风险等。

重要财务指标	单位：百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,072	30,344	34,887	42,431	49,711
同比(%)	169.8%	51.2%	15.0%	21.6%	17.2%
归属母公司净利润	939	1,544	2,245	3,056	3,721
同比(%)	123.5%	64.4%	45.5%	36.1%	21.8%
毛利率(%)	11.5%	11.5%	14.4%	15.3%	15.6%
ROE(%)	9.5%	9.3%	12.0%	14.0%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.64	2.52	3.35	4.56	5.55
P/E	92.38	26.04	18.28	13.43	11.03
P/B	9.33	2.66	2.19	1.88	1.61
EV/EBITDA	57.10	18.20	10.79	8.63	7.26

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年04月27日收盘价

**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	19,630	32,590	32,222	34,787	39,064
货币资金	8,699	15,249	13,411	12,392	13,176
应收票据	277	443	478	581	681
应收账款	4,452	4,436	5,720	6,950	8,132
预付账款	283	824	597	719	839
存货	4,824	9,620	9,769	11,741	13,680
其他	1,094	2,018	2,247	2,403	2,556
非流动资产	8,570	21,284	27,183	31,254	34,016
长期股权投资	13	270	420	520	620
固定资产(合计)	4,399	8,115	11,255	13,240	14,245
无形资产	787	1,075	1,359	1,539	1,717
其他	3,371	11,824	14,149	15,954	17,434
资产总计	28,200	53,875	59,404	66,040	73,079
流动负债	14,318	17,591	19,213	21,271	23,119
短期借款	3,405	6,331	6,202	5,950	5,527
应付票据	6,700	4,275	5,318	6,403	7,470
应付账款	3,318	4,448	4,909	5,910	6,895
其他	895	2,536	2,783	3,008	3,228
非流动负债	3,259	15,941	17,441	18,741	19,941
长期借款	2,552	12,606	14,106	15,406	16,606
其他	707	3,335	3,335	3,335	3,335
负债合计	17,577	33,531	36,653	40,012	43,060
少数股东权益	790	3,821	3,984	4,205	4,475
归属母公司股东权益	9,832	16,522	18,767	21,823	25,544
负债和股东权益	28,200	53,875	59,404	66,040	73,079

**重要财务指标**

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,072	30,344	34,887	42,431	49,711
同比(%)	169.8%	51.2%	15.0%	21.6%	17.2%
归属母公司净利润	939	1,544	2,245	3,056	3,721
同比(%)	123.5%	64.4%	45.5%	36.1%	21.8%
毛利率(%)	11.5%	11.5%	14.4%	15.3%	15.6%
ROE(%)	9.5%	9.3%	12.0%	14.0%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.64	2.52	3.35	4.56	5.55
P/E	92.38	26.04	18.28	13.43	11.03
P/B	9.33	2.66	2.19	1.88	1.61
EV/EBITDA	57.10	18.20	10.79	8.63	7.26

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,072	30,344	34,887	42,431	49,711
营业成本	17,756	26,846	29,865	35,955	41,944
营业税金及附加	60	100	140	170	199
销售费用	45	56	63	76	89
管理费用	298	555	593	721	845
研发费用	769	929	1,005	1,230	1,491
财务费用	106	502	675	745	799
减值损失合计	-31	-123	-50	-80	-110
投资净收益	-109	-73	0	0	0
其他	168	508	336	403	462
营业利润	1,067	1,667	2,833	3,856	4,695
营业外收支	1	20	0	0	0
利润总额	1,068	1,687	2,833	3,856	4,695
所得税	130	153	425	578	704
净利润	938	1,534	2,408	3,277	3,991
少数股东损益	-1	-9	163	222	270
归属母公司净利润	939	1,544	2,245	3,056	3,721
EBITDA	1,567	2,773	4,702	6,113	7,268
EPS(当年)(元)	1.64	2.52	3.35	4.56	5.55

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1,659	-4,954	4,852	4,601	5,724
净利润	938	1,534	2,408	3,277	3,991
折旧摊销	279	536	1,357	1,734	2,044
财务费用	111	572	802	861	911
投资损失	-2	-7	0	0	0
营运资金变动	-3,128	-7,674	222	-1,374	-1,367
其它	143	86	63	102	145
投资活动现金流	-5,171	-11,775	-7,258	-5,807	-4,806
资本支出	-4,995	-9,538	-6,893	-5,492	-4,491
长期投资	-155	-2,252	-365	-315	-315
其他	-21	15	0	0	0
筹资活动现金流	11,265	23,393	568	187	-134
吸收投资	5,866	9,540	0	0	0
借款	8,512	26,242	1,370	1,048	777
支付利息或股息	-158	-590	-802	-861	-911
现金净增加额	4,432	6,642	-1,838	-1,019	784

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈攻洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>

华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。