

华友钴业（603799）/稀有金属

证券研究报告/公司点评

2023年05月06日

评级：买入（维持）

市场价格：51.68

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

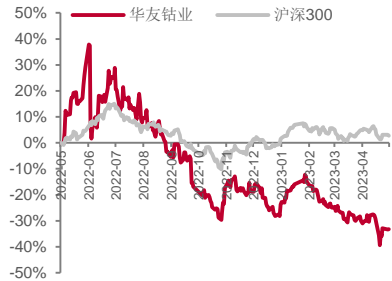
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	35,317	63,034	66,249	75,952	81,594
增长率 yoy%	67%	78%	5%	15%	7%
净利润(百万元)	3,898	3,910	7,286	9,868	11,297
增长率 yoy%	235%	0%	86%	35%	14%
每股收益(元)	2.44	2.44	4.56	6.17	7.06
每股现金流量	-0.04	1.82	3.67	7.01	10.12
净资产收益率	16%	12%	18%	19%	17%
P/E	21.2	21.1	11.3	8.4	7.3
P/B	4.3	3.2	2.6	2.0	1.6

备注：股价选取 2022 年 5 月 5 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,599
流通股本(百万股)	1,580
市价(元)	51.68
市值(百万元)	82,660
流通市值(百万元)	81,653

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年报，22 年实现营业收入 630.34 亿元，同比增长 78.48%；实现归属于上市公司股东净利润 39.10 亿元，同比增长 0.32%；实现扣非净利润 39.80 亿元，同比增长 3.29%；23 年 Q1 实现营业收入 191.10 亿元，同比增长 44.64%，环比增长 33.43%；23 年 Q1 实现归属于上市公司股东净利润 10.24 亿元，同比-15.10%，环比+13.52%；23 年 Q1 实现扣非净利润 9.96 亿元，同比下滑 16.32%，环比-6.18%。业绩符合预期。
- 减值拖累 22 年业绩表现。**1) 主要产品出货量大幅提升，毛利同比增厚 45.35 亿元：镍产品出货量约 6.73 万吨（含受托加工和内部自供），同比增长 311.53%，华越公司 2022 年实现净利润 22.62 亿元（yoy+347%）；三元前驱体出货量 9.89 万吨（含内部自供），同比增长 63.90%，前驱体板块实现毛利 20.45 亿元，毛利率由 15%→21%，前驱体平均单吨利润约 0.48 万元/吨；正极材料销量 8.92 万吨，天津巴莫实现净利润 14.53 亿元，单吨利润约 1.63 万元/吨。2) 投资收益同比增厚 8.64 亿元：新越科技权益法下确认投资收益 7.02 亿元，同比增长 126%；正极合资项目浦华、乐友分别确认投资收益 0.44 和 8.19 亿元。3) 减值损失减利 13.71 亿元：由于钴价在报告期内快速下行，且刚果金原料运输到国内存在 3 个月左右的时滞，计提资产减值损失 12.92 亿元，计提信用减值 2.10 亿元，钴价目前以及跌至 25 万元/吨左右，价格已经跌至历史底部区间，存货减值风险已经充分释放。
- 镍项目逐渐成为公司主要利润增长点。**公司华越 6 万金属吨氢氧化镍项目目前已经实现全面达产，22 年实现净利润 22.62 亿元，业绩表现亮眼；华科 4.5 万金属吨高冰镍项目于 22 年 Q4 投料试产，并于 23 年一季度末基本实现达产。目前规划镍项目总产能达到 64.5 万金属吨，一体化布局优势逐渐凸显。
- Arcadia 锂项目进展超预期。**2022 年 4 月，公司完成了对津巴布韦前景锂矿的收购，项目规划 5 万吨 LCE 的锂精矿产能。2023 年 3 月，Arcadia 开发项目全部产线已完成设备安装调试工作，并成功产出第一批产品，首批锂精矿于 4 月 22 日发运，其配套的 5 万吨锂盐项目正在建设中。锂项目从交割到投产，仅用时 1 年左右，体现了华友超高的执行效率。
- 盈利预测及投资建议：**公司通过上控资源，向下拓展锂电材料市场，致力于成长为锂电材料行业领导者。我们下调 2023-2025 年钴价假设为 25、20、20 万元/吨，锂价假设为 25、15、15 万元/吨，镍价假设为 2.0、1.8、1.6 万美元/吨，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 72.86、98.68 和 112.97 亿元（23-24 年净利润预测前值 91.96 和 133.37 亿元），按照 826.6 亿元市值计算，对应 PE 分别为 11.3/8.4/7.3X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**主营产品价格波动风险；项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后；核心假设条件变动造成盈利预测不及预期；研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

## 内容目录

减值拖累 22 年业绩，Q1 凸显韧性.....	- 3 -
继续重申：锂电一体化布局进入兑现期，维持“买入”评级.....	- 7 -
风险提示.....	- 9 -

## 图表目录

图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元) .....	- 3 -
图表 2: 公司收入构成 (%) .....	- 4 -
图表 3: 公司毛利构成 (%) .....	- 4 -
图表 4: 铜产品业务拆分.....	- 4 -
图表 5: 钴产品业务拆分.....	- 4 -
图表 6: 前驱体产品业务拆分.....	- 5 -
图表 7: 公司主要产品价格变化.....	- 5 -
图表 8: 公司主要子公司经营业绩.....	- 5 -
图表 9: 新越科技镍产品产量.....	- 6 -
图表 10: 部分子公司投资收益情况 (单位: 亿元).....	- 6 -
图表 11: 公司少数股东损益情况 (单位: 亿元).....	- 6 -
图表 12: 公司 2022 年业绩变化拆分.....	- 7 -
图表 13: 公司 23Q1 业绩变化拆分-同比 (亿元) .....	- 7 -
图表 14: 公司 23Q1 业绩变化拆分-环比 (亿元) .....	- 7 -
图表 15: 公司镍项目规划.....	- 8 -
图表 16: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元) .....	- 10 -

## 减值拖累 22 年业绩，Q1 凸显韧性

- **事件 1:** 公司发布 2022 年报, 22 年实现营业收入 630.34 亿元, 同比增长 78.48%; 其中 22Q4 单季度实现营业收入 143.22 亿元, 同比增长 14.39%。22 年实现归属于上市公司股东净利润 39.10 亿元, 同比增长 0.32%; 其中 22Q4 实现归母净利润 9.02 亿元, 同比下滑 40.99%。22 年实现扣非净利润 39.80 亿元, 同比增长 3.29%, 其中 Q4 单季度实现扣非净利润 10.61 亿元, 同比下滑 30.87%。
- **事件 2:** 公司发布 2023 年一季报, 23 年 Q1 实现营业收入 191.10 亿元, 同比增长 44.64%, 环比增长 33.43%; 23 年 Q1 实现归属于上市公司股东净利润 10.24 亿元, 同比-15.10%, 环比+13.52%; 23 年 Q1 实现扣非净利润 9.96 亿元, 同比下滑 16.32%, 环比-6.18%。

图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元)

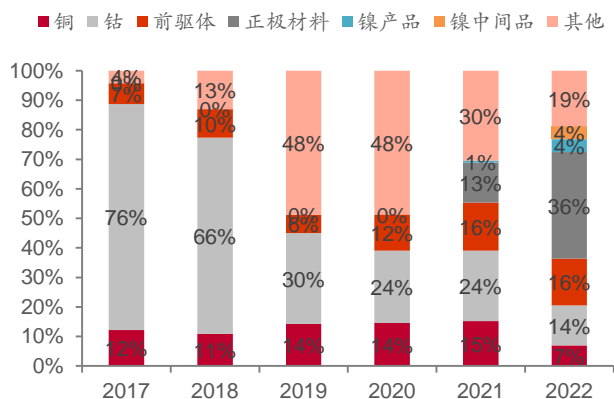
	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比指标变动原因
营业收入	132.12	143.22	191.10	33.43%	44.64%	353.17	630.34	78% 镍、前驱体、正极产品销售数量增加
营业成本	107.72	112.94	160.11	41.76%	48.63%	281.31	513.14	82% 产品销售数量带动营业成本规模增加
毛利	24.40	30.28	30.99	2.37%	27.03%	71.85	117.20	63%
毛利率	18.47%	21.14%	16.22%	-4.92%	-2.25%	20%	19%	-2%
销售费用	0.12	0.15	0.29	93.00%	134.89%	0.38	0.76	101% 销售规模扩大, 本期职工薪酬增加所致
销售费用率	0.09%	0.11%	0.15%	0.05%	0.06%	0.11%	0.12%	0.01%
管理费用	3.79	6.14	5.67	-7.67%	49.59%	11.80	19.63	66% 本期职工薪酬、股份支付费用增加所致
管理费用率	2.87%	4.28%	2.96%	-1.32%	0.10%	3.34%	3.11%	-0.23%
财务费用	1.40	5.94	7.46	25.55%	434.48%	4.84	13.26	173.76% 本期利息及手续费增加所致
财务费用率	1.06%	4.15%	3.90%	-0.25%	2.85%	1.37%	2.10%	0.73%
研发费用	2.20	5.01	4.07	-18.74%	85.00%	8.16	17.09	109% 加大研发投入, 职工薪酬、材料耗用等增加
研发费用率	1.67%	3.50%	2.13%	-1.37%	0.47%	2.31%	2.71%	0.40%
期间费用	7.51	17.25	17.49	1.45%	132.94%	25.18	50.73	101%
期间费用率	5.68%	12.04%	9.15%	-2.89%	3.47%	7.13%	8.05%	0.92%
投资收益	1.76	1.16	4.26	309.80%	250.31%	6.36	13.60	724% 以权益法核算的长期股权投资的投资收益增加所致
资产减值损失	-0.03	-4.25	0.00	100.00%	100.00%	-0.48	-12.92	-2601% 本期存货计提减值损失
营业利润	17.00	10.10	17.21	70.31%	1.23%	49.01	60.75	24%
利润总额	16.99	9.96	17.07	71.47%	0.49%	48.28	60.31	25%
所得税费用	3.42	0.08	1.90	2284.04%	-44.32%	8.05	3.24	-60%
归母净利润	12.06	9.02	10.24	13.52%	-15.10%	38.98	39.10	0%
扣非净利润	11.90	10.61	9.96	-6.18%	-16.32%	38.53	39.80	3%
经营活动产生的现金流量净额	1.54	47.54	8.13	-82.90%	428.62%	-0.62	29.14	4722% 产品销量增加带动毛利提升
投资活动产生的现金流量净额	-34.96	-53.57	-50.43	-5.86%	44.25%	-87.61	-243.56	178% 在建项目投资规模增加
筹资活动产生的现金流量净额	122.79	10.65	58.71	451.33%	-52.18%	132.78	237.02	78%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **存货减值拖累 22 年业绩表现, 22 年全年实现归母净利润 39.10 亿元 (yoy+0.32%), 具体拆分来看:**
  - **毛利增厚 45.35 亿元, 主要系:** 1) **镍:** 华越 6 万吨镍金属量湿法冶炼项目 2022 年上半年实现达产, 华科 4.5 万吨高冰镍项目全流程于 2022 年四季度投料试产, 镍产品出货量约 6.73 万吨 (含受托加工和内部自供), 同比增长 311.53%, 华越公司 2022 年实现净利润 22.62 亿元 (yoy+347%); 2) **前驱体板块:** 三元前驱体出货量 9.89 万吨 (含内部自供), 同比增长 63.90%, 前驱体板块实现毛利 20.45 亿元, 毛利率由 15%→21%, 华友新能源 22 年实现净利润 3.27 亿元、华金公司实现 1.03 亿元、华友浦项实现净利润 0.42 亿元, 前驱体平均单吨利润约 0.48 万元/吨; 3) **正极板块:** 正极材料产量 9.49 万吨, 销量 8.92 万吨, 单吨售价为 28.87 万元/吨, 天津巴莫实现净利润 14.53 亿元, 单吨利润约 1.63 万元/吨; 4) **刚果金**

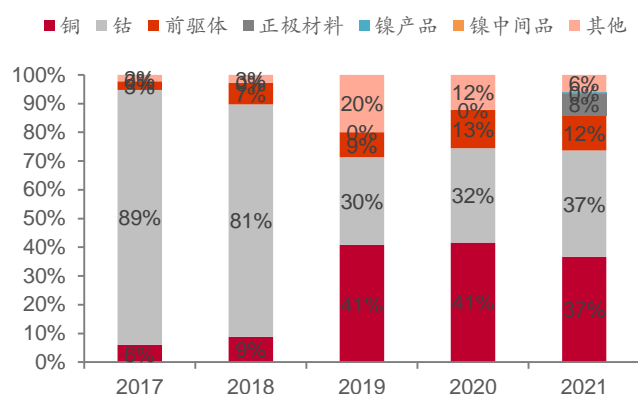
铜板块：铜产量 9.04 万吨，销量 7.83 万吨，受托加工 1.13 万吨，据此测算，铜单吨售价由 6.47→6.31 万元/吨，单吨毛利由 2.81→2.01 万元/吨；5) 刚果金钴板块：钴产量 3.85 万吨，销量 2.31 万吨，受托加工 0.26 万吨，自用 1.12 万吨，据此测算，钴单吨售价为 41.28 万元/吨，单吨毛利由 10.09→9.53 万元/吨。

图表 2：公司收入构成 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：公司毛利构成 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：铜产品业务拆分

	单位	2019	2020	2021	2022
收入	亿元	26.33	30.14	53.78	43.99
成本	亿元	17.78	16.58	27.38	28.11
毛利	亿元	8.55	13.56	26.40	15.88
毛利率	%	32%	45%	49%	36%
销量	万吨	66361	78315	93443	78323
受托加工	万吨	3681	15414	15570	11313
单位售价	万元/吨，含税	4.47	4.30	6.47	6.31
单位成本	万元/吨	2.67	2.10	2.91	3.57
单位毛利	万元/吨	1.28	1.71	2.81	2.01

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：钴产品业务拆分

	单位	2019	2020	2021	2022
收入	亿元	56.81	50.81	84.12	85.55
成本	亿元	50.43	40.12	57.60	63.05
毛利	亿元	6.38	10.69	26.52	22.5
毛利率	%	11%	21%	32%	26%
销量	万吨	24651	22631	25120	23058
受托加工	万吨	4998	7180	5898	2627
单位售价	万元/吨，含税	24.90	23.58	36.51	41.28
单位成本	万元/吨	19.85	16.77	22.23	27.00
单位毛利	万元/吨	2.18	4.09	10.09	9.53

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6：前驱体产品业务拆分**

	单位	2019	2020	2021	2022
收入	亿元	11.51	25.32	57.61	99.29
成本	亿元	9.68	20.95	48.86	78.84
毛利	亿元	1.83	4.37	8.75	20.45
毛利率	%	16%	17%	15%	21%
销量	万吨	14111	33320	59112	84785
单位售价	万元/吨，含税	9.22	8.59	11.01	13.23
单位成本	万元/吨	6.86	6.29	8.27	9.30
单位毛利	万元/吨	1.30	1.31	1.48	2.41

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 7：公司主要产品价格变化**

	单位	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比
SHFE 铜	元/吨	71533.10	64796.38	68555.76	5.80%	-4.16%	68382.88	66906.08	-2.16%
LME 铜	美元/吨	10016.36	8041.42	8931.75	11.07%	-10.83%	9336.70	8782.00	-5.94%
MB 钴	美元/磅	35.92	22.87	16.96	-25.85%	-52.79%	24.38	30.70	25.94%
金属钴	万元/吨	53.32	34.47	30.55	-11.36%	-42.70%	37.39	42.83	14.55%
硫酸钴	万元/吨	11.42	5.82	4.19	-27.97%	-63.30%	8.26	8.24	-0.24%
三元前驱体	万元/吨	14.28	10.71	9.19	-14.19%	-35.64%	11.50	12.43	8.07%
三元材料	万元/吨	32.02	33.99	27.97	-17.72%	-12.64%	17.44	33.44	91.72%

来源：百川资讯，中泰证券研究所

**图表 8：公司主要子公司经营业绩**

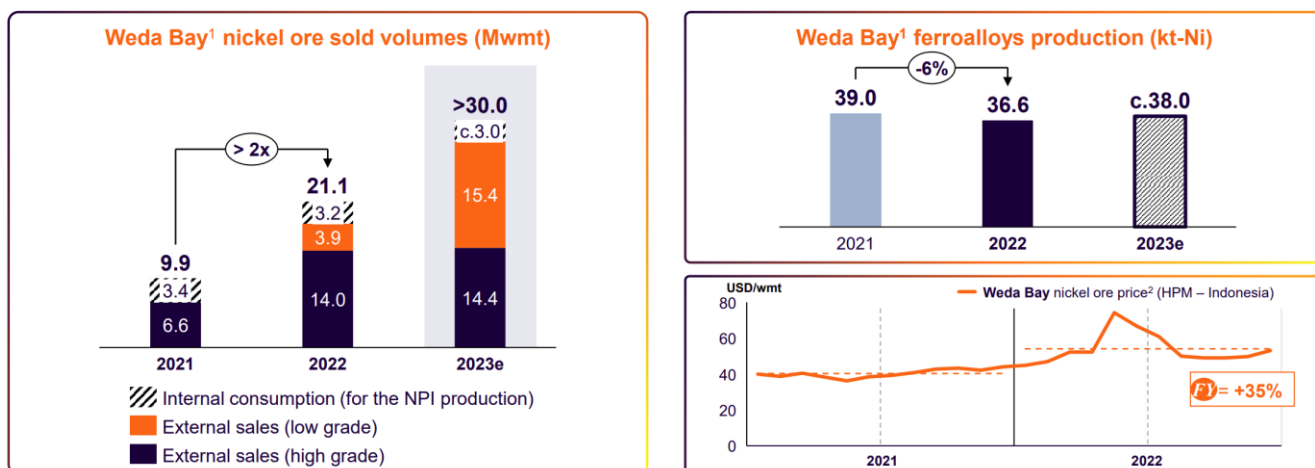
	持股比例	21 年		22 年	
		营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
华金公司	51%	9.9	-0.83	31.79	1.03
华友浦项	60%	1.8	-0.21	2.16	0.42
新能源衢州	84%			81.14	3.27
华越公司	57%		0.506	65.68	22.62
天津巴莫	37%	49.76	1.75	233.86	14.53

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **期间费用减利 25.55 亿元**：其中研发费用由 8.16 亿元增长至 17.09 亿元，主要系研发投入、职工薪酬、材料耗用增加以及巴莫科技并表导致；管理费用由 11.80→19.63 亿元，增加约 7.83 亿元；财务费用由 4.84→13.26 亿元，增加约 8.42 亿元。
- **投资收益增厚 8.64 亿元**：1) 公司持有新越科技 30% 股权，其主要资产为 WedaBayNickel，主要负责印尼镍矿山生产，2022 年生产

镍矿销量(含内部自用)2110万湿吨,同比增长2倍以上,镍铁产量3.66万吨(同比-6%),权益法下确认投资收益7.02亿元,同比增长126%;2)正极合资项目浦华、乐友分别确认投资收益0.44和8.19亿元,乐友公司实现净利润16.74亿元,按照其4万吨正极材料产能测算,单吨利润为4.18万元/吨。

图表 9: 新越科技镍产品产量



来源: Eramet 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 部分子公司投资收益情况(单位:亿元)

子公司	2021	2022
新越科技	3.10	7.02
乐友	1.66	8.19
浦华	0.09	0.44

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **减值风险充分释放, 减值损失减利 13.71 亿元:** 由于钴价在报告期内快速下行, 且刚果金原料运输到国内存在 3 个月左右的时滞, 计提资产减值损失 12.92 亿元, 计提信用减值 2.10 亿元, 钴价目前以及跌至 25 万元/吨左右, 价格已经跌至历史底部区间, 存货减值风险已经充分释放。
- **少数股东损益减利 16.71 亿元:** 1) 华越项目公司持股 57%, 少数股东持有 43% 股权, 确认少数股东损益 9.73 亿元; 2) 天津巴莫少数股东持股 63.14%, 确认少数股东损益 9.18 亿元。

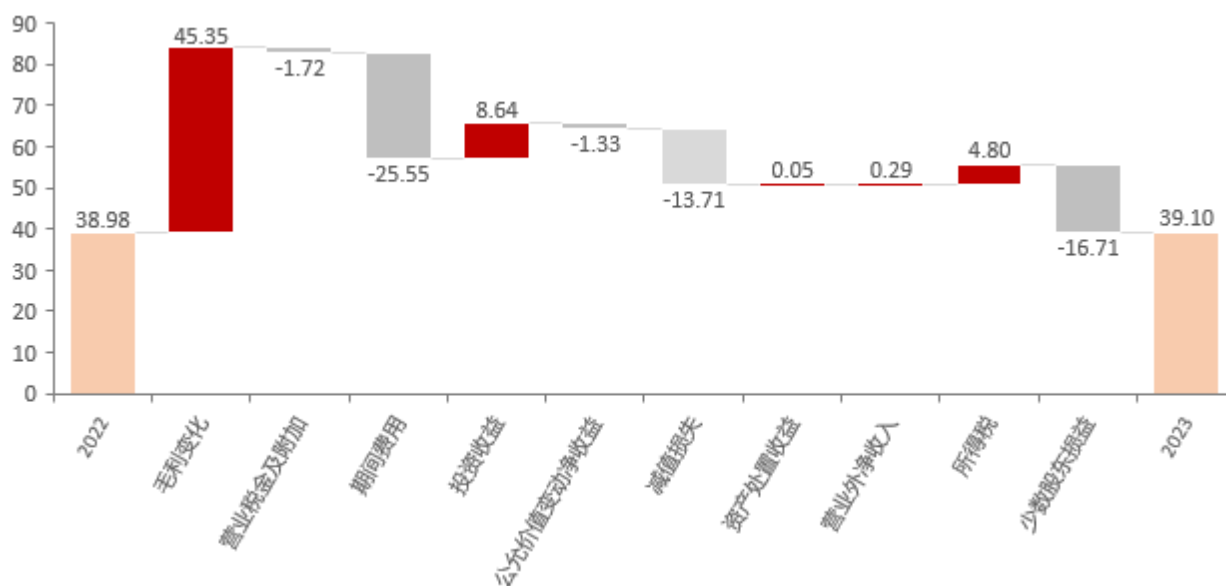
图表 11: 公司少数股东损益情况(单位:亿元)

子公司名称	少数股东持股 (%)	本期归属于少数股东损益 (亿元)
华金公司	49%	-0.50
华友浦项	40%	-0.17
华越公司	43%	9.73
天津巴莫	63.14%	9.18

来源: 公司公告, 中泰证券研究所



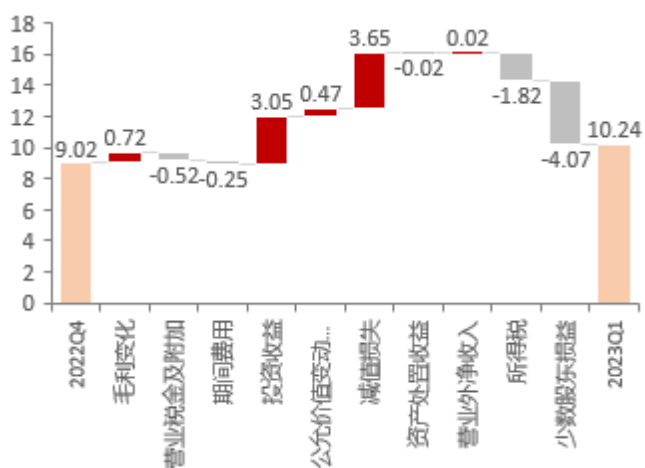
图表 12: 公司 2022 年业绩变化拆分



来源: Wind, 中泰证券研究所

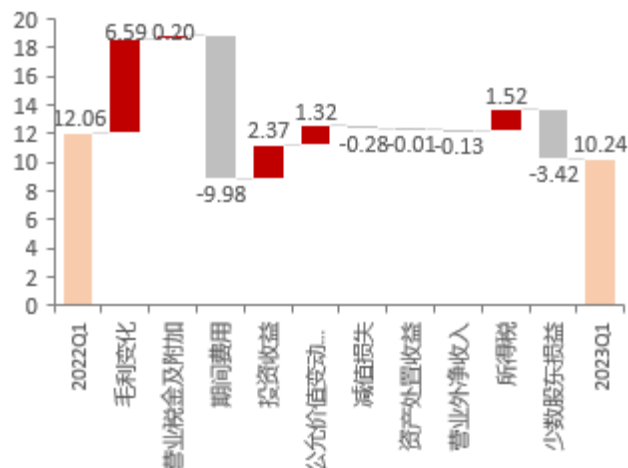
- 23 年一季度行业整体处于去库存的状态, 正极材料公司业绩普遍承压, 公司 Q1 实现归母净利润 10.24 亿元, 同比下滑 15.10%, 环比 +13.52%, 业绩仍具韧性, 体现了公司一体化带来的竞争优势。随着公司镍项目、Arcadia 锂项目的投产, 以及减值风险的充分释放, 公司业绩有望加速。

图表 13: 公司 23Q1 业绩变化拆分-同比 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 公司 23Q1 业绩变化拆分-环比 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 继续重申: 锂电一体化布局进入兑现期, 维持“买入”评级

- 印尼镍项目加速释放。公司目前规划镍项目达到 64.5 万金属吨, 一体化布局进入兑现期: 1) 华越项目: 公司持股 57%, 规划 6 万金属吨氢氧

化镍产能，目前已经实现全面达产；2) 华科项目：公司持股 70%，规划 4.5 万金属吨高冰镍项目于 22 年 Q4 投料试产，并于 23 年一季度末基本实现达产；3) 华飞项目：规划 12 万金属吨湿法氢氧化镍项目，预计 2023 年具备投料条件；4) 大众合资项目：2022 年 3 月 23 日，华友、青山与大众汽车（中国）达成战略合作意向，规划 12 万金属吨湿法冶炼项目；5) KNI 项目：公司与淡水河谷、福特签署合作框架协议，公司持股 66.4%，项目规划产能为年产不超过 12 万金属吨的氢氧化镍钴产品（MHP）项目，原料由 Pomalaa 矿山供应；6) 华山项目：规划建设 12 万吨湿法氢氧化镍项目，持股 68%，建设周期 3 年；7) 2022 年 9 月，公司与淡水河谷签署了合作框架协议，双方计划合作建设 6 万吨 MHP 湿法冶炼项目，本项目所需褐铁矿由淡水河谷印尼在印尼南苏拉威西的 Sorowako 矿山供应。

图表 15：公司镍项目规划

子公司	项目	持股比例	镍产能（万吨）	权益产能	预计投产时间
华越镍钴	湿法项目	57%	6	3.42	22 年上半年达产
华科镍业	火法项目	70%	4.5	3.15	23Q1 达产
华飞镍钴	湿法项目	51%	12	6.12	2023 年
华山镍钴	湿法项目	68%	12	8.16	
KNI（福特、淡水河谷合资，Pomalaa 矿山）	湿法项目	66%	12	7.97	
淡水河谷合资（Sorowako 矿山）	湿法项目		6		
大众合资	湿法项目		12		
<b>合计</b>			<b>64.5</b>	<b>28.8</b>	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 锂：Arcadia 进展超预期。**2022 年 4 月，公司完成了对津巴布韦前景锂矿的收购，项目规划 5 万吨 LCE 的锂精矿产能。2023 年 3 月，Arcadia 开发项目全部产线已完成设备安装调试工作，并投料试生产，成功产出第一批产品，其配套的 5 万吨锂盐项目正在建设中。
- 前驱体：**根据目前公司产能扩张计划，在建项目建成后 will 形成三元前驱体产能 32.5 万吨（其中自有 25.5 万吨+合资 7 万吨），同时成立桐乡锂时代股权投资合伙企业、广西时代锂电新材料产业发展基金合伙企业两个产业基金，进行前驱体产能的布局。公司持续优化客户结构，与特斯拉签订三元前驱体供货框架协议，深化与孚能、当升、容百等企业的战略合作，主导产品进入 LG 化学、SK、宁德时代、比亚迪等动力电池头部企业供应链，公司市场地位稳步提升。
- 公司通过上控资源，向下拓展锂电材料市场，致力于成长为锂电材料行业领导者。**根据当前项目建设进度，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 72.86、98.68 和 112.97 亿元（23-24 年净利润预测前值 91.96 和 133.37 亿元），当前 826.60 亿市值，对应 PE 分别为 11.3/8.4/7.3X，维持“买入”评级。



## 风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司目前主要利润来源为铜钴，未来镍将成为新的利润增长点，需求低于预期、供给端超预期释放、流动性等因素均会扰动铜钴镍商品价格走势，从而影响对公司盈利预测的判断。
- **下游需求不及预期的风险。**公司产品下游主要为新能源汽车，电动车销量受宏观政策、流动性、消费者购买意愿、价格等多因素影响，销量不及预期或对商品价格造成扰动。
- **项目进展不及预期风险。**公司目前储备项目较多，包括印尼镍项目、国内前驱体、正极材料等项目，受疫情等因素影响，项目进展存在不及预期可能性。
- **需求测算偏差风险。**报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。
- **核心假设条件变动造成盈利预测不及预期的风险等。**公司业绩对产品价格较为敏感，售价假设不能达到或造成公司业绩不及预期。

图表 16: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15,436	13,250	21,027	34,012	营业收入	63,034	66,249	75,952	81,594
应收票据	0	0	0	0	营业成本	51,314	50,381	55,459	59,281
应收账款	8,037	8,008	8,656	8,972	税金及附加	476	642	665	706
预付账款	1,635	1,511	1,664	1,778	销售费用	76	265	304	326
存货	17,692	13,950	19,078	20,748	管理费用	1,963	1,987	2,279	2,448
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,709	1,796	2,059	2,212
其他流动资产	6,770	6,988	7,951	8,510	财务费用	1,326	1,074	1,169	1,401
流动资产合计	49,570	43,708	58,376	74,021	信用减值损失	-210	-97	0	0
其他长期投资	486	511	586	629	资产减值损失	-1,292	0	0	0
长期股权投资	7,915	7,915	7,915	7,915	公允价值变动收益	-148	0	0	0
固定资产	26,217	24,211	22,449	20,910	投资收益	1,360	758	693	581
在建工程	13,979	16,679	20,329	24,929	其他收益	191	191	191	191
无形资产	4,067	4,843	5,907	7,221	营业利润	6,075	10,958	14,905	15,995
其他非流动资产	8,359	8,384	8,401	8,398	营业外收入	9	9	9	9
非流动资产合计	61,022	62,543	65,586	70,002	营业外支出	53	0	0	0
资产合计	110,592	106,251	123,962	144,023	利润总额	6,031	10,967	14,914	16,004
短期借款	12,020	5,935	5,000	5,000	所得税	324	1,645	2,237	2,400
应付票据	10,782	7,557	8,319	8,892	净利润	5,707	9,322	12,677	13,604
应付账款	14,611	10,076	11,092	11,856	少数股东损益	1,797	2,036	2,809	2,306
预收款项	492	485	646	855	归属母公司净利润	3,910	7,286	9,868	11,298
合同负债	2,359	662	760	816	NOPLAT	6,961	10,235	13,671	14,795
其他应付款	4,613	4,613	4,613	4,613	EPS (按最新股本摊薄)	2.44	4.56	6.17	7.06
一年内到期的非流动负债	5,758	5,758	5,758	5,758					
其他流动负债	2,815	2,796	3,051	3,225	主要财务比率				
流动负债合计	53,450	37,883	39,237	41,014	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	11,928	14,928	18,928	23,928	成长能力				
应付债券	6,324	6,324	6,324	6,324	营业收入增长率	78.5%	5.1%	14.6%	7.4%
其他非流动负债	6,208	6,208	6,208	6,208	EBIT增长率	38.5%	63.7%	33.6%	8.2%
非流动负债合计	24,460	27,460	31,460	36,460	归母公司净利润增长率	0.3%	86.4%	35.4%	14.5%
负债合计	77,910	65,342	70,697	77,474	获利能力				
归属母公司所有者权益	25,893	32,083	41,631	52,608	毛利率	18.6%	24.0%	27.0%	27.3%
少数股东权益	6,789	8,825	11,634	13,941	净利率	9.1%	14.1%	16.7%	16.7%
所有者权益合计	32,682	40,908	53,265	66,549	ROE	12.0%	17.8%	18.5%	17.0%
负债和股东权益	110,592	106,251	123,962	144,023	ROIC	12.7%	19.0%	20.4%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率	70.4%	61.5%	57.0%	53.8%
					债务权益比	129.2%	95.7%	79.3%	71.0%
					流动比率	0.9	1.2	1.5	1.8
					速动比率	0.6	0.8	1.0	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	35	44	39	39
					应付账款周转天数	73	88	69	70
					存货周转天数	94	113	107	121
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.44	4.56	6.17	7.06
					每股经营现金流	1.82	3.67	7.01	10.12
					每股净资产	16.19	20.06	26.03	32.89
					估值比率				
					P/E	21	11	8	7
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	21	13	11	10

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。