

长远锂科 (688779.SH)

产品布局多元化、生产布局一体化的正极优势企业

增持

核心观点

2022Q3 公司实现业绩 3.56 亿元，同比+105%。公司 2022Q3 实现营收 50.62 亿元，同比+200%，环比+19%；实现归母净利润 3.56 亿元，同比+105%，环比-22%。公司 2022 年前三季度实现营收 126.96 亿元，同比+180%；实现归母净利润 11.14 亿元，同比+129%。我们预计公司 2022Q3 正极销量达到 1.7-1.8 万吨，同比增长超 70%，环比增长近 30%。盈利能力来看，公司 2022Q3 单吨净利超 1.9 万元，环比下降近 1.2 万元/吨。盈利能力环比下行主要系 Q3 碳酸锂价格相对稳定，库存收益降低所致。

公司深耕三元正极多年，布局谋求多元化。公司成立于 2002 年，成立之初聚焦于钴酸锂正极，2011 年切入三元正极领域，2022 年前三季度公司三元正极市占率位列国内第四，市场份额 10% 左右。公司目前产品涵盖钴酸锂、中高镍三元正极、高镍三元、球镍以及即将量产的磷酸铁锂等。公司管理层多为技术出身，研发投入行业领先，产品在首圈效率、高电压性能上处于行业前列水平。公司主要客户包括宁德时代、欣旺达、塔菲尔等，并积极与丰田、松下、三星 SDI 等海外客户进行合作，推动客户结构多元化。

公司背靠五矿集团，原料采购能够稳价保供，一体化布局优化成本。公司实控人为五矿集团，持有公司 43.66% 股权。五矿集团具有广泛的金属矿产、冶金建设等方面的布局，公司与其旗下中冶新能源、五矿盐湖、新冶材料、五矿有色等相关公司就三元前驱体、碳酸锂、镍锰相关原材料具有广泛合作。相关关联交易能够保障原料供应，并提供一定折扣优化公司生产成本。同时公司旗下金驰材料前驱体技术积淀深，自产前驱体增厚单吨利润。此外，公司还积极通过设备国产化、大型化、自动化的形式，推动人工制造成本的持续优化。

风险提示：电动车销量不及预期；新产品开发不及预期；产能建设不及预期；原材料价格波动超预期。

投资建议：我们认为公司是三元正极行业领军企业，客户开拓持续推进，一体化布局优化成本结构。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理价值在 16-18 元之间，相对于公司目前股价有 4%-17% 溢价空间。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 16.15/20.66/25.99 亿元，同比增长 131%/28%/26%；每股收益分别为 0.84/1.07/1.35 元；PE 分别为 18/14/12 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,011	6,841	19,616	30,087	31,731
(+/-%)	-27.3%	240.2%	186.7%	53.4%	5.5%
净利润(百万元)	110	701	1615	2066	2599
(+/-%)	-46.8%	538.2%	130.5%	27.9%	25.8%
每股收益(元)	0.06	0.36	0.84	1.07	1.35
EBIT Margin	4.2%	11.1%	9.5%	8.3%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	3.5%	14.4%	22.1%	23.1%	23.8%
市盈率 (PE)	271.3	42.5	18.4	14.4	11.5
EV/EBITDA	156.3	36.6	17.4	14.6	11.5
市净率 (PB)	9.38	4.57	3.69	3.04	2.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

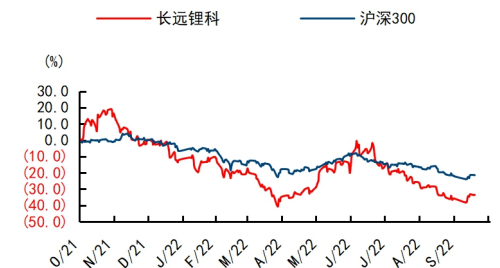
电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：李全
010-88005313 021-60375434
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	16.00 - 18.00 元
收盘价	15.44 元
总市值/流通市值	29784/15656 百万元
52 周最高价/最低价	28.35/13.55 元
近 3 个月日均成交额	188.30 百万元

市场走势



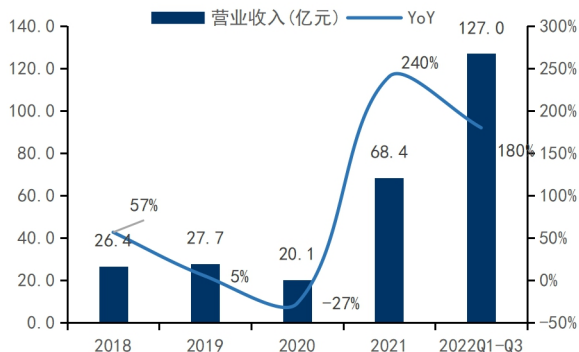
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

2022Q3 业绩：销量高速增长，盈利持续稳健

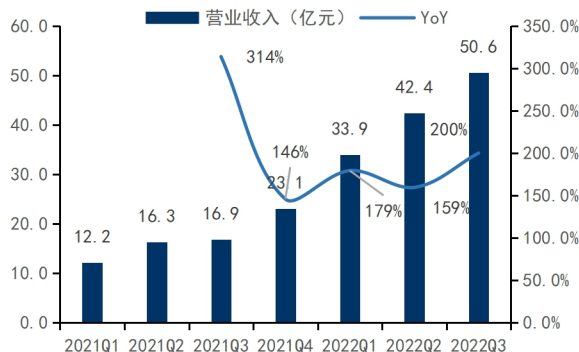
公司 2022Q3 实现营收 50.62 亿元，同比+200%，环比+19%；实现归母净利润 3.56 亿元，同比+105%，环比-22%。公司 2022 年前三季度实现营收 126.96 亿元，同比+180%；实现归母净利润 11.14 亿元，同比+129%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



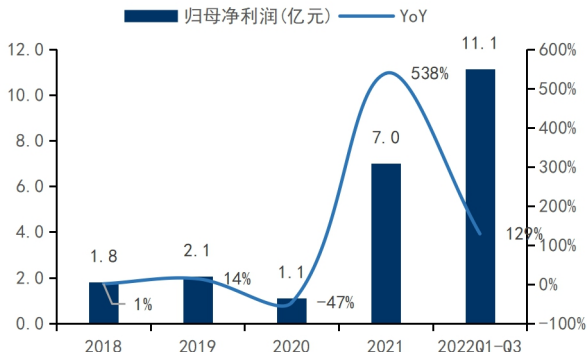
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



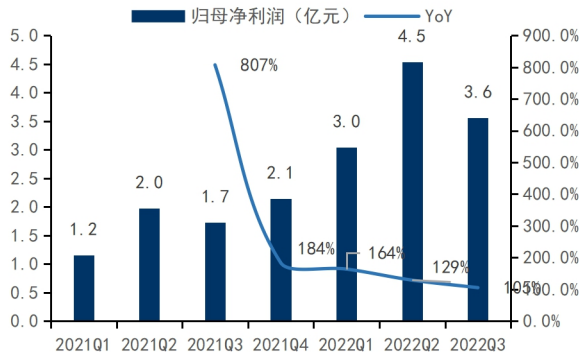
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

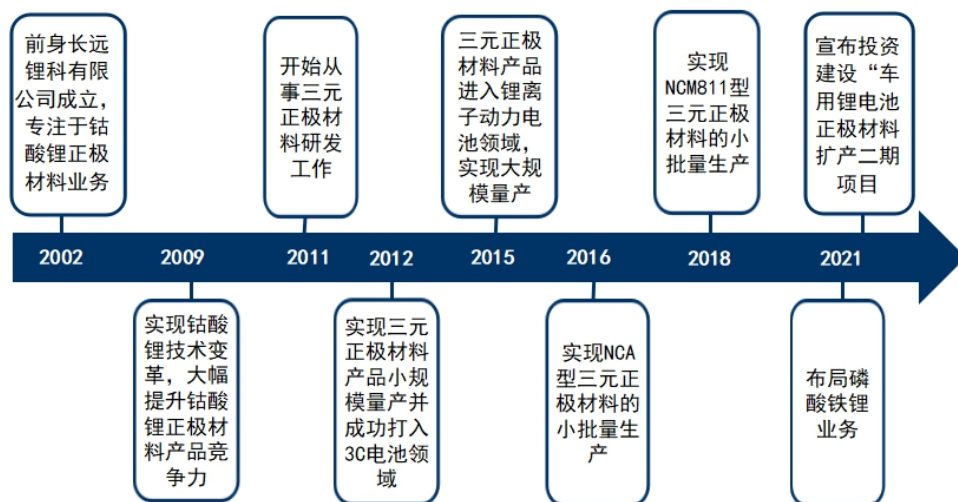
公司销量增长稳定，吨净利环比略有下行。我们预计公司 2022Q3 正极销量达到 1.7-1.8 万吨，同比增长超 70%，环比增长近 30%。盈利能力来看，公司 2022Q3 单吨净利超 1.9 万元，环比下降近 1.2 万元/吨。盈利能力环比下行主要系 Q3 碳酸锂价格相对稳定，库存收益降低所致。

深耕三元正极多年，布局谋求多元化

公司是三元正极行业领军企业之一

公司深耕正极多年，布局涉及三元正极、钴酸锂、磷酸铁锂等多领域。公司成立于 2002 年，成立之初聚焦于钴酸锂产品生产和销售。2011 年公司开始涉足三元正极产品，并在 2015 年打入动力电池市场。2021 年公司开始布局磷酸铁锂产能。目前，公司主要产品包括三元正极及前驱体、钴酸锂正极、球镍等。

图5：长远锂科发展历程

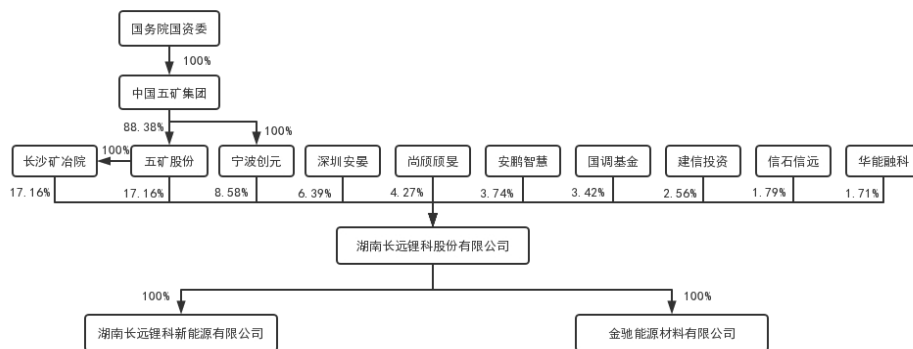


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司实控人为五矿集团。截至 2022H1，公司前三大股东为五矿股份/长沙矿冶院/宁波创元建合投资管理公司，分别持有公司 17.16%/17.16%/8.58%。五矿集团通过控股子公司五矿股份/长沙矿冶院、全资子公司宁波创元建合投资公司、控股子公司五矿国鼎，合计控制公司 43.66%的股权。公司其他主要股东多为投资机构及地方投资平台。

公司下设两家全资子公司：长远新能源与金驰材料。长远新能源主要负责新建的 8 万吨三元正极材料与 6 万吨磷酸铁锂正极材料业务，金驰材料则主要负责原有的三元正极材料及前驱体、球镍业务。

图6: 公司股权结构 (截止 2022H1)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司核心管理层具有丰富的产业技术背景。公司核心管理人员大多具备丰富技术与管理的专业背景, 对于技术认知深刻, 并且能够持续推动公司在技术方面的进步和变革。

表1: 公司高管团队

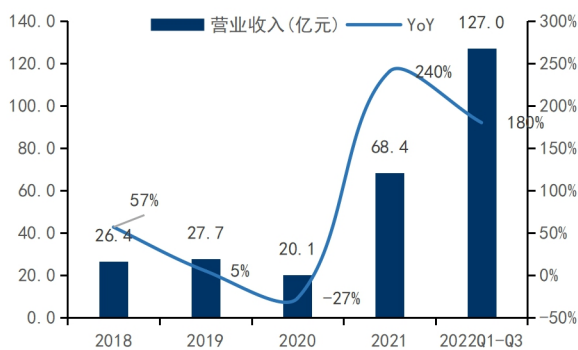
姓名	学历	年龄	现职位	个人简历
胡柳泉	本科	53	董事长	机械电子工程专业, 本科学历, 高级工程师。历任长沙矿冶院机械厂车间主任、厂长助理, 金瑞科技合金材料厂加工车间主任, 长远锂科执行董事、总经理、董事长。
张臻	硕士	50	总经理、董事	农业推广专业, 研究生学历, 历任长沙矿冶院电池材料厂车间主任、生产厂长, 湘潭电源材料分部副总经理, 金驰材料总经理, 五矿资本新材料事业部副总经理, 长远锂科总经理。
周友元	博士	52	副总经理	冶金科学与冶金物理化学专业, 博士学历, 正高级工程师。历任中南大学化学化工学院工程教研室助理工程师, 长沙矿冶院研发骨干, 五矿资本新材料事业部电池材料技术中心主任, 长远锂科副总经理。
鲁耀辉	硕士	46	副总经理	工商管理专业, 研究生学历, 经济师。历任长沙矿冶院分析室助理工程师、人事教育处干部人事管理, 长远锂科行政部经理、总经理助理、副总经理。
刘海松	硕士	41	副总经理、财务负责人	工商管理专业, 研究生学历, 高级会计师。历任长沙矿冶院计划财务部会计, 长远锂科财务部会计、财务总监、副总经理兼财务总监。
胡泽星	硕士	45	副总经理	材料学专业, 研究生学历, 高级工程师。历任长沙矿冶院冶金所电池材料厂及长沙矿冶院湘潭电源材料分部生产主管、技术主管, 金天能源品管部经理、总经理助理, 金驰材料副总经理、常务副总经理, 长远锂科副总经理。
何敏	硕士	42	副总经理	材料学专业, 研究生学历, 高级工程师。历任长沙矿冶院冶金材料所研发骨干, 长远锂科车间主任、制造部经理、长远锂科副总经理。
曾科	硕士	38	董事会秘书	材料科学与工程专业, 研究生学历。历任五矿有色综合行政部副总经理, 五矿集团资本运营中心资本市场部资深高级经理、资产运作部总经理, 长远锂科战略规划部部长, 董事会秘书兼战略规划部部长。

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司聚焦正极材料行业, 随行业快速发展

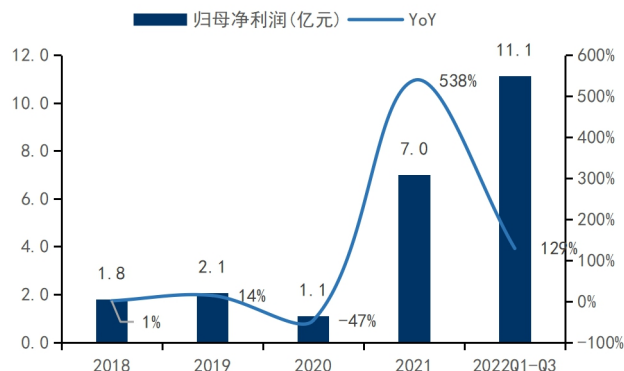
受益于国内新能源车市场发展: 2018年至2021年公司营业收入由26.4亿元增长至68.4亿元, 年均复合增速超37%; 归母净利润也由1.8亿元增长至7.0亿元。2020年受到疫情因素影响, 新能源车销量增速大幅放缓, 公司出货受到明显影响。

图7：公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司归母净利润及增速（亿元、%）

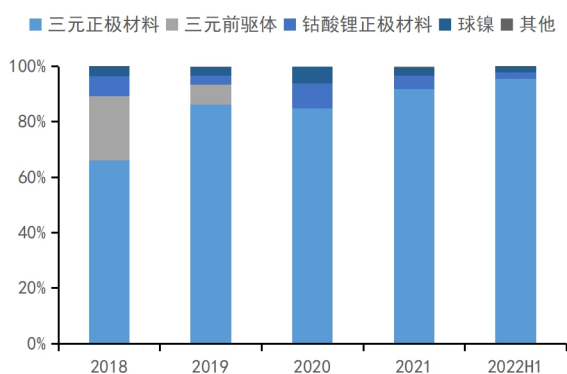


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主营业务分为：三元正极，钴酸锂，球镍。2022H1 公司三元正极业务实现营收 72.7 亿元，占主营业务收入的 95.6%；钴酸锂业务实现营收 1.8 亿元，占主营业务收入的 2.34%；球镍业务实现营收 1.6 亿元，占主营业务收入的 2.10%。2022 年底公司磷酸铁锂产能有望落成，2023 年有望贡献新业绩增量。

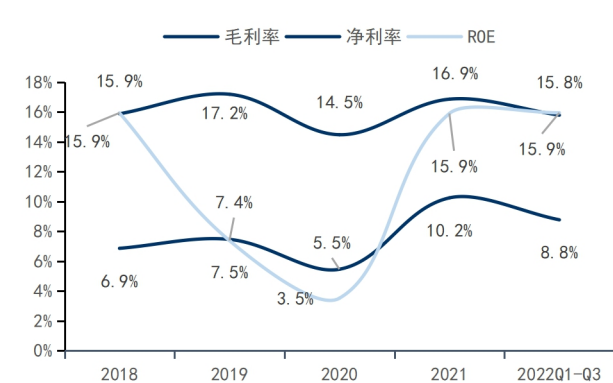
公司 2022 年前三季度三元正极市占率达到 10%，较 2021 年提升 1pct，依旧位列行业第四。

图9：公司营收结构



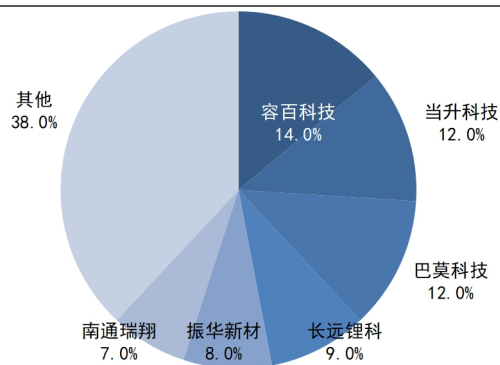
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司毛利率、净利率和ROE变化



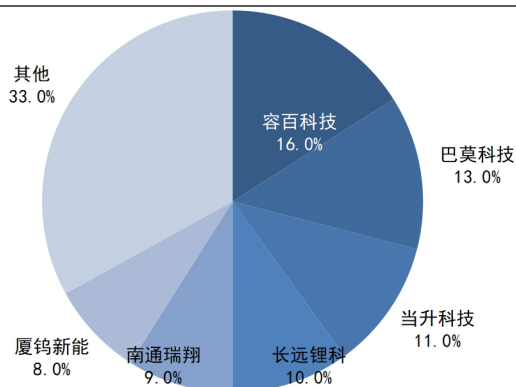
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 11: 2021 年国内三元正极竞争格局



资料来源: 鑫椏锂电, 国信证券经济研究所整理

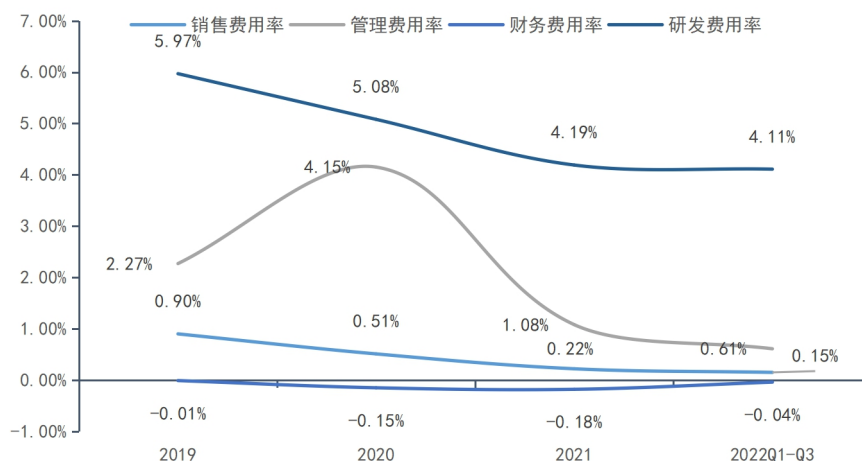
图 12: 2022 年前三季度国内三元正极竞争格局



资料来源: 鑫椏锂电, 国信证券经济研究所整理

公司费用率持续优化。公司 2019-2022 年前三季度期间费用率分别为 9.13%/9.60%/5.31%/4.83%，近年来伴随公司整体规模的快速提升，管理费用率下降显著；公司重视大客户合作，深入绑定行业领军电池企业，销售费用率稳步下行。

图 13: 公司期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

成本管控能力强劲，产品优势明显

产品：性能处于第一梯队，布局呈现多元化

公司管理层技术出身，研发投入行业领先。公司 7 名高管层中，除财务负责人以外其余 6 位高管均有材料学相关背景或工程师从业经验，技术理解深入、技术重视度高。横向对比三元正极企业来看，公司 2022H1 研发费用率为 4.18%，处于行业较高水平；研发人数占比为 16.57%，处于行业领先水平。

表2：国内部分三元企业研发人数占比情况

	2019	2020	2021	2022H1
容百科技	15.09%	15.94%	14.12%	13.57%
当升科技	13.87%	19.41%	21.22%	
厦钨新能	16.72%	14.57%	14.45%	13.58%
振华新材	14.67%	12.84%	15.02%	14.22%
长远锂科	23.93%	22.33%	18.03%	16.57%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

表3：国内部分三元企业研发费用率情况

	2019	2020	2021	2022H1
容百科技	3.94%	3.85%	3.50%	2.65%
当升科技	4.34%	4.66%	4.07%	5.55%
厦钨新能	3.52%	3.27%	2.90%	2.85%
振华新材	1.15%	6.27%	2.70%	2.53%
长远锂科	5.97%	5.08%	4.19%	4.18%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

公司三元正极产品优异，性能处于行业第一梯队水平。公司深耕三元正极多年、产品矩阵完善，单晶产品布局 5 系/6 系/8 系等三元各细分系列。公司三元产品的首圈效率、高电压性能处于行业前列，三元主力产品电压基本在 4.38V 以上，部分产品能够做到 4.4V 以上。2022 年上半年，公司实现了超高镍 9 系三元材料的批量生产和销售，具备高性价比的混合动力汽车用高功率三元正极材料实现量产，两款高电压型中高镍材料进入产业化，极具竞争力产品持续推出。

表4: 公司与行业主流厂商三元正极产品性能对比

		长远锂科	振华新材	厦钨新能	容百科技	当升科技
镍 5 系	电压 (V)	4.4V 左右	4.4	4.4	4.35	4.3
	比容量 (mAh/g)	160	190	189	181	≥165
	能量密度 (Wh/kg)		836	832	787	710
	首圈效率	88%+	89%	88%	87%	86%
	测试条件	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	0.2C, 扣式电池	0.2C, 扣式电池
镍 6 系	电压 (V)	4.4V 左右	4.4	4.4	4.3	4.3
	比容量 (mAh/g)	175	197	200	193	177-187
	能量密度 (Wh/kg)		867	880	830	
	首圈效率	88%+	89%	88%	87%	
	测试条件	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	
镍 8 系	电压 (V)	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
	比容量 (mAh/g)	210	210	210	202	215
	能量密度 (Wh/kg)	903	903	903	869	925
	首圈效率	90%	90%	90%	87%	90%
	测试条件	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池	0.1C, 扣式电池

资料来源: 各公司公告、各公司官网、国信证券经济研究所整理; 注: 存在部分公司未在官网和公告中更新最新产品性能的情况

表5: 公司在研项目情况

项目名称	预计总投资规模/亿元	进展或阶段性成果	具体应用前景
xHEV 用前驱体及正极材料研发	0.12	中试和产线验证	新能源汽车
高镍 Ni88 单晶正极材料的开发	0.17	试产	新能源汽车
高功率型锂电正极材料 LY388 前驱体及正极材料的开发	0.17	试产	电动工具; 数码
高镍 Ni88 单晶前驱体及正极材料的开发	0.18	试产	新能源汽车
功率型 LYM90 系列高镍前驱体及其正极材料开发	0.15	中试	新能源汽车
成本型高镍多晶产品开发	0.42	中试	新能源汽车
4.50V 高电压钴酸锂的开发	0.12	中试	电动工具; 数码
LYMA9 大容量 21 系列产品开发	0.36	中试	新能源汽车
4.50V 高电压钴酸锂用前驱体的开发	0.35	中试	电动工具; 数码
超高镍层状正极材料开发	0.24	小试	新能源汽车
高镍高压实体正极材料开发	0.33	中试	新能源汽车
高功率系列前驱体及正极材料开发	0.46	中试	新能源汽车; 电动工具; 数码
单晶低成本系列前驱体及正极材料开发	0.47	中试	新能源汽车
废三元电池极粉的优先提锂技术开发及产业化	0.28	小试	废旧动力电池回收
废旧动力电池极粉浸出石墨渣的无害化与资源化利用	0.33	小试	废旧动力电池回收
低温型高镍多晶前驱体及正极材料开发	0.26	小试	新能源汽车
低成本型中镍动力三元系列材料开发	0.35	小试	新能源汽车; 电动工具; 数码
中镍低成本系列前驱体及正极材料开发	0.37	小试	新能源汽车; 电动工具; 数码
LY22 高功率低阻抗材料开发	0.47	中试	新能源汽车; 电动工具; 数码
LY22 低成本单晶三元材料开发	0.44	小试	新能源汽车
LF22 高压实型磷酸铁锂正极材料开发	0.41	小试	新能源汽车, 储能

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司产品矩阵完善，具备多元化供应能力。公司早期从事钴酸锂正极生产，2011年进入三元正极行业，具有高电压钴酸锂以及全系列三元正极丰富生产经验和强大供应能力。2021年底公司公告新建年产6万吨磷酸铁锂正极项目，拓展产品矩阵。公司现有产品涵盖钴酸锂、三元正极、球镍等，磷酸铁锂产品量产在即，钠电池正极产品已向多家下游客户送样、反馈良好，下游应用场景涵盖消费电子、新能源车、储能设备等。

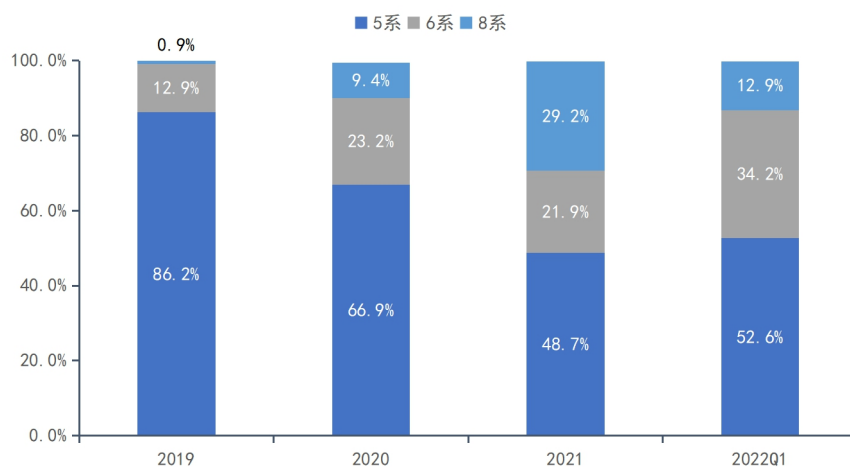
2022年以来，在锂盐价格和镍金属价格持续上行背景下，国内电池客户对于中镍高电压材料体系认知进一步加深，因而加大了对公司5系与6系产品的采购，中镍材料出货量显著提升。2022Q1公司三元正极5系/6系/8系销量分别占比达到52.6%/34.2%/12.9%。2022H1公司三元正极出货达到2.80万吨，钴酸锂出货0.04万吨，球镍出货0.12万吨。

表6: 公司材料销量情况（万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022H1
三元正极销量	1.02	1.94	1.62	4.21	2.80
钴酸锂销量	0.05	0.04	0.10	0.13	0.04
球镍销量	0.09	0.09	0.14	0.20	0.12

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 公司三元正极出货结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成本：一体化优势明显，成本管控能力出色

原材料：背靠五矿集团，采购能够稳价保供

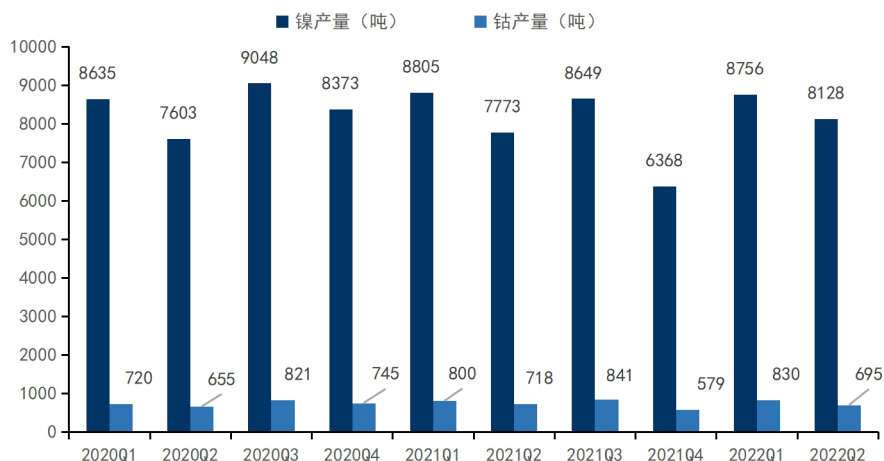
公司实控人五矿集团是以金属矿产为核心主业的国有企业，旗下公司业务涵盖金属矿产、冶金建设、贸易物流、金融地产等业务。目前，其拥有国内外矿山共38座。在镍钴锂金属和前驱体方面，五矿集团具体布局以及与公司的关联交易包括：

1) **镍钴资源**: 中冶瑞木新能源公司(简称中冶新能源)的瑞木镍钴项目位于巴布亚新几内亚, 2005年签署合作协议, 2012年竣工投产。该项目总投资123亿元, 设计服务年限20年, 远景储量有望支持40年, 是国内目前在海外最大的镍钴矿项目。该项目生产镍钴中间产品, 折合金属当量约为年产镍3.26万吨, 钴0.33万吨。

2022Q1/2022Q2 瑞木镍钴项目镍金属产量分别为8756/8128吨, 钴产量分别为830/695吨, 其已成为全球最大的MHP(氢氧化镍钴, 三元前驱体原材料)生产企业, 每年生产的镍金属量基本能够满足近9万吨三元6系正极生产需求。

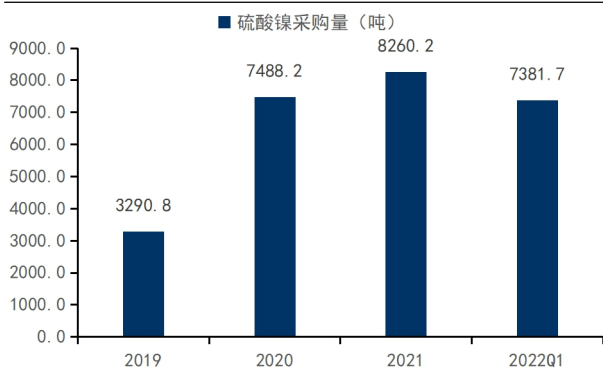
公司具有前驱体生产能力, 因而在2019-2022Q1向中冶新能源采购硫酸镍0.33/0.75/0.83/0.74万吨, 采购单价为2.15/2.26/2.91/3.31万元/吨, 较上海有色网价格具有一定折扣。此外, 公司向关联企业新冶材料(具有硫酸镍、镍豆产品)、五矿有色(具有电解镍、镍豆等产品)、金瑞新材料(具有金属锰、硫酸锰、三氧化二锰等产品)等进行镍钴锰相关原材料采购。

图15: 瑞木镍钴项目金属镍钴产量(吨)



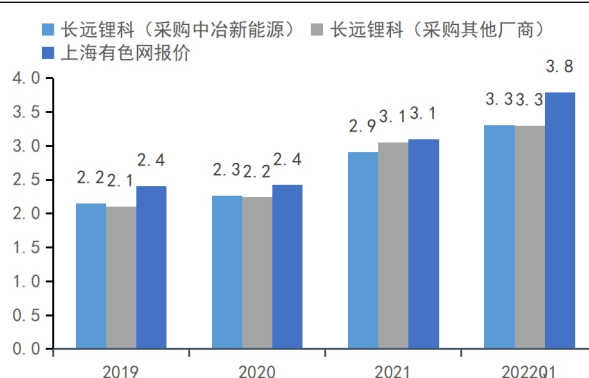
资料来源: Nickel 28 官网, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司从中冶新能源采购硫酸镍总量(吨)



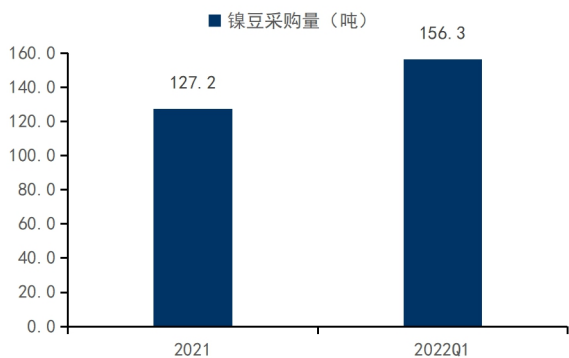
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司硫酸镍采购价与市场报价(万元/吨)



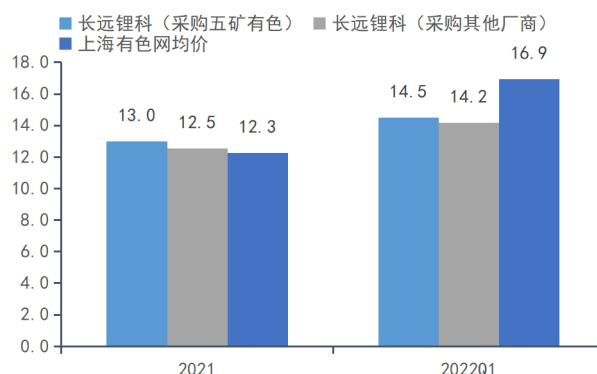
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 公司从五矿有色采购镍豆总量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 19: 公司镍豆采购价与市场报价 (万元/吨)

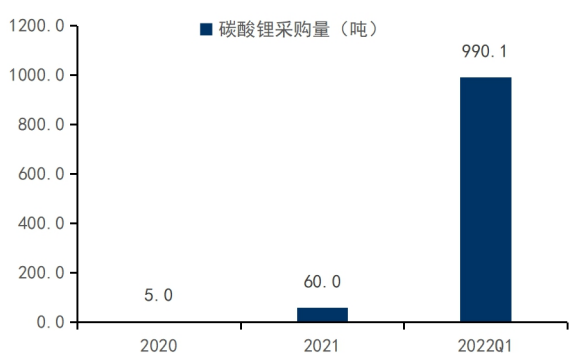


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 锂资源: 五矿盐湖成立于 2009 年, 2010 年获得柴达木盆地一里坪盐湖矿权, 该盐湖储量为 165 万吨碳酸锂当量。2018 年五矿盐湖年产 1 万吨碳酸锂 (预计保障 2.6 万吨三元正极需求) 项目投产, 目前正处在技改中, 改造后产能有望扩张至 1.5 万吨。

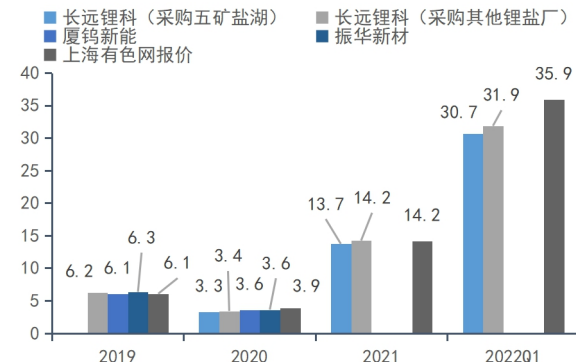
公司自 2020 年开始从五矿盐湖采购锂盐产品, 2020-2022Q1 分别采购 5.0/60.0/990.1 吨碳酸锂, 预计保障 13.2/157.9/2605.5 吨三元正极生产需求, 采购单价分别为 3.3/13.7/30.7 万元/吨, 较其他三元厂采购价格及行业均价有一定程度优惠。

图 20: 公司从五矿盐湖采购碳酸锂总量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

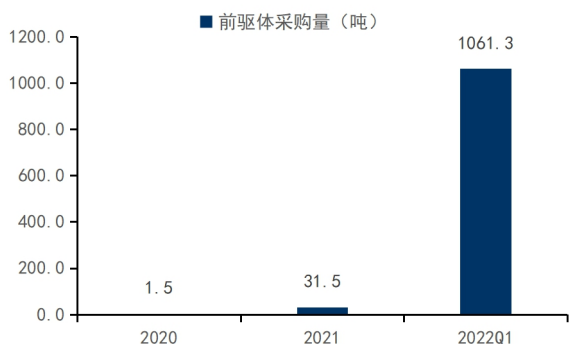
图 21: 公司与其他三元企业碳酸锂采购价 (万元/吨)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

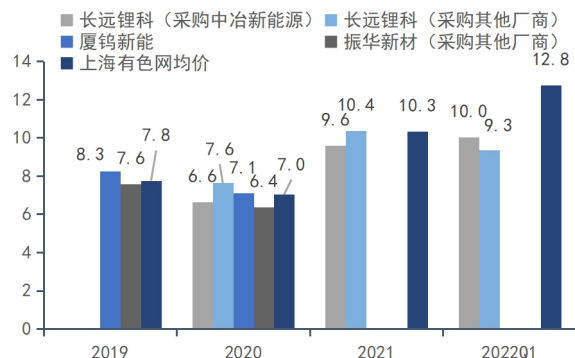
3) 前驱体: 中冶新能源主营业务为三元前驱体, 其拥有 4 万吨三元 6 系前驱体+6 万吨三元高镍前驱体生产能力。公司 2020-2022Q1 从中冶新能源前驱体采购量分别为 1.5/31.5/1061.3 吨, 采购单价为 6.6/9.3/12.8 万元/吨。

图22: 公司从中冶新能源采购前驱体总量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 公司与其他三元企业前驱体采购价 (万元/吨)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理; 注: 上海有色网均价为三元 523 前驱体均价

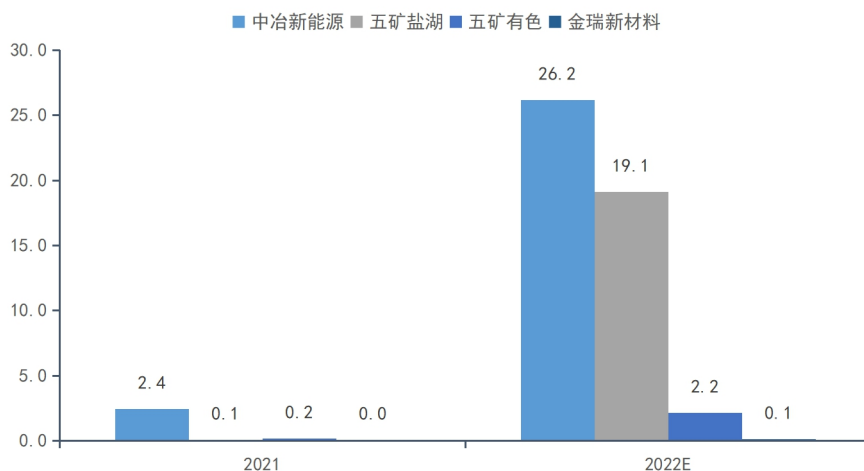
总结来看, 五矿集团旗下企业在镍钴资源方面的布局使得长远锂科在部分原材料采购方面, 具有略低于行业平均的采购价格, 优化了公司原材料成本。2022 年公司预计与关联方达成关联交易 60.6 亿元, 同比增长 552%。相关交易仍有望在供应链保障和成本优化方面发挥积极作用。

表7: 关联企业原材料采购比例

	2020	2021	2022Q1
中冶新能源-前驱体	0.03%	0.20%	25.18%
五矿盐湖-碳酸锂	0.08%	0.40%	19.80%
中冶新能源-硫酸镍	68.92%	29.42%	94.11%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与测算; 表内所示值为长远锂科向该公司采购商品占总外采金额的比重

图24: 公司与关联方采购商品金额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表8：公司前五大原材料供应商情况

	2019		2020		2021		2022H1	
	供应商名称	采购金额占比	供应商名称	采购金额占比	供应商名称	采购金额占比	供应商名称	采购金额占比
1	邦普循环	53.09%	邦普循环	27.95%	邦普循环 (宁德时代)	41.98%	邦普循环	33.42%
2	赣锋锂业	6.82%	五矿集团	9.62%	南氏锂电	5.07%	五矿集团	13.52%
3	天齐锂业	5.68%	金川集团	9.11%	雅化集团	4.47%	金辉锂业	12.68%
4	格林美	4.79%	格林美	9.01%	五矿集团	4.47%	天齐锂业	5.55%
5	广西银亿新材料	3.90%	腾远钴业	4.16%	腾远钴业	4.32%	南氏锂电	5.15%
合计		74.28%		59.84%		60.31%		70.32%

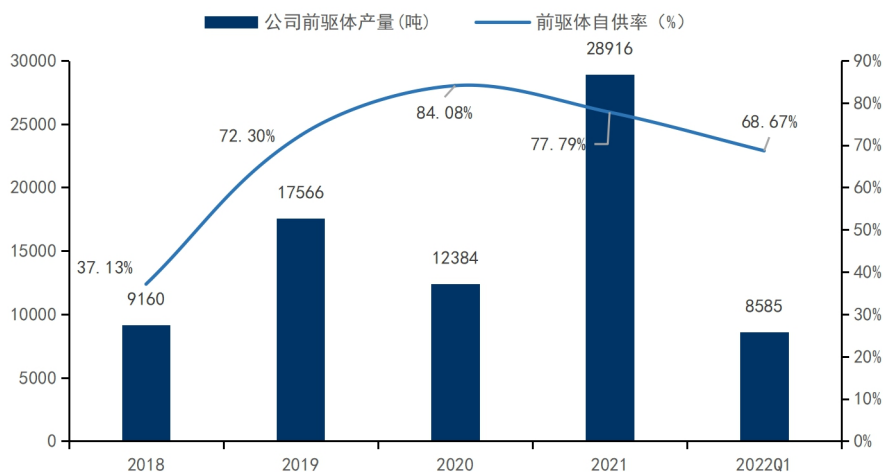
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产业链延伸：自产前驱体，一体化增厚盈利能力

公司三元前驱体技术积淀久，自产前驱体优化盈利能力。公司2017年收购金驰材料，其目前为公司全资子公司。该公司成立于2013年，是国内三元前驱体行业领先企业之一，具有三元5系/6系/8系/NCA等前驱体量产能力。公司现有前驱体产能超3万吨，2022Q3前驱体自供比例60%左右。

前驱体是正极成本的重要组成部分，2022Q1公司采购三元前驱体价格为9.34万元/吨，假设三元前驱体毛利率为12%，那么60%前驱体自供将节约采购原材料成本0.67万元/吨，100%自供将节约原材料成本1.12万元/吨。

图25：公司前驱体产量与自供率情况（吨、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9：自供前驱体成本优化

前驱体采购价格（万元/吨）	9.34
毛利率	12%
前驱体生产成本（万元/吨）	8.22
60%自供节约成本（万元/吨）	0.67
100%自供节约成本（万元/吨）	1.12

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与测算

在五矿集团上游资源稳价保供，以及公司积极布局前驱体背景下（公司2019年以来前驱体自供率多在70%以上，假设前驱体自供率70%、我们测算原材料成本有望节约0.78万元/吨），公司单位原材料成本较同行其他三元企业处于较低水平。

表10：国内部分三元企业单位原材料成本情况（万元/吨）

	2018	2019	2020	2021
容百科技		11.89	9.92	13.87
当升科技	15.44	10.32	9.14	12.89
厦钨新能		10.25	7.74	
振华新材	14.57	10.70	8.81	12.21
长远锂科	12.73	9.31	8.11	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

生产制造：自动化+设备国产化降低制造人工成本

公司制造成本显著优于同行：1）产能持续扩张、规模效应凸显：公司2021年底三元正极建成产能为8万吨，2022年底产能有望突破12万吨，产能高速扩张下规模效应体现，折旧、摊销成本显著下行。

表11：国内部分三元企业单位制造成本情况（万元/吨）

	2018	2019	2020	2021
容百科技		1.82	1.52	1.40
当升科技	1.21	1.25	1.09	1.08
厦钨新能		1.51	1.99	
振华新材	0.87	0.97	1.60	1.24
长远锂科	0.91	0.62	0.73	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表12：国内部分三元企业产能利用率情况

	2019	2020	2021	2022Q1
容百科技	70.77%	76.83%	88.37%	86.13%
当升科技	96.49%	98.10%	112.22%	
厦钨新能	89.59%	72.58%	94.68%	100.89%
振华新材	71.05%	23.75%		
长远锂科	91.53%	52.33%	95.56%	107.74%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

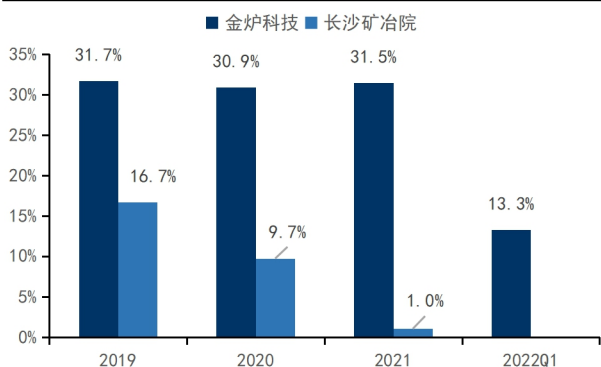
表13: 公司正极产能及规划 (万吨)

基地名称	2018	2019	2020	2021	2022E
三元-麓谷基地	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
三元-铜官基地		1.0	2.0	3.0	3.0
三元-高新基地一期				4.0	4.0
三元-高新基地二期					4.0
磷酸铁锂项目					6.0
产能合计	1.0	2.0	3.0	8.0	18.0

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

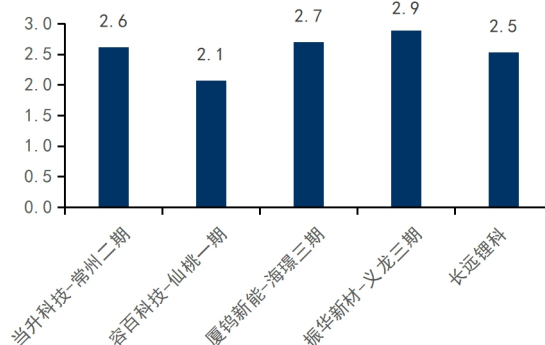
2) **购置国产化设备:** 公司多采用国产化设备, 单万吨设备投入在 2.5 亿元左右, 资本开支处于行业较低水平。此外, 公司向关联方金炉科技、长沙矿冶院分别采购窑炉、前驱体及正极生产配套设备等。2021 年公司向金炉科技、长沙矿冶院分别采购设备支出 1.83/0.06 亿元, 占到当年公司采购设备总额的 31.5%/1.0%。

图26: 公司采购关联方设备金额占总设备支出的比例



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 国内部分三元企业单万吨三元产能设备投资额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3) **设备大型化:** 公司前驱体合成槽改造项目对设备结构、强度、稳定性等进行反复计算和验证, 将合成槽尺寸放大, 处理能力提升至原有设备的 3 倍以上, 创造合成槽单体容积行业最大的记录。大型化设备提高生产效率, 进一步推动制造费用优化。

公司人工成本显著优于其他三元正极企业: 公司 2020 年单位人工成本仅为 0.09 万元/吨, 显著低于同行企业。公司积极提高装备自动化, 减少人力使用, 优化成本。公司对前驱体合成槽进行技术改造, 对温度、pH、流量、浓度等参数进行自动控制, 提高前驱体合格率的同时大幅降低人工成本。

原材料端关联企业稳价保供+一体化布局优化原料成本, 公司规模效应+国产大装置+高自动化产线优化制造人工成本。2020 年公司三元正极单吨成本为 8.93 万元, 处于行业最低水平。

表 14: 国内部分三元企业单位人工成本情况 (万元/吨)

	2018	2019	2020	2021
容百科技		0.28	0.23	0.20
当升科技	0.15	0.14	0.12	0.10
厦钨新能		0.22	0.19	
振华新材	0.26	0.26	0.40	0.28
长远锂科	0.13	0.09	0.09	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 15: 国内部分三元企业单位总成本情况 (万元/吨)

	2018	2019	2020	2021
容百科技		13.99	11.67	15.47
当升科技	16.80	11.71	10.35	14.06
厦钨新能		11.99	9.92	
振华新材	15.70	11.92	10.82	13.73
长远锂科	13.76	10.01	8.93	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

客户: 大客户深入绑定, 新客户稳步导入

公司与宁德时代等大客户深入绑定。公司下游主要客户包括宁德时代、欣旺达、塔菲尔、亿纬锂能、比亚迪、孚能科技等。2019-2022H1 公司前五大客户营收占比分别达到 86.6%/78.4%/84.0%/79.6%。其中宁德时代作为公司第一大客户, 2019-2022H1 营收占比分别达到 58.4%/38.2%/45.5%/29.0%。

我们假设宁德时代 2020-2022Q1 三元电池出货量为 44.4/71.8/100.0/18.1GWh, 1GWh 电池需要 1700 吨三元正极, 那么宁德时代三元正极需求预计分别为 7.5/12.2/17.0/3.1 万吨, 由此测算得到 2020-2022Q1 公司在宁德时代的三元正极供应商中供应份额分别为 6/13/17%, 呈现出稳步修复的态势。

表 16: 公司前五大客户情况

	2019		2020		2021		2022H1	
	客户名称	营收贡献	客户名称	营收贡献	客户名称	营收贡献	客户名称	营收贡献
1	宁德时代	58.43%	宁德时代	38.20%	宁德时代	45.52%	宁德时代	28.99%
2	亿纬锂能	14.11%	亿纬锂能	15.14%	欣旺达	14.98%	欣旺达	21.93%
3	欣旺达	7.63%	比亚迪	13.31%	亿纬锂能	9.69%	亿纬锂能	10.12%
4	比亚迪	3.57%	欣旺达	7.24%	塔菲尔	9.49%	塔菲尔	9.99%
5	当升科技	2.87%	塔菲尔	4.49%	孚能科技	4.30%	孚能科技	8.57%
合计		86.61%		78.38%		83.98%		79.60%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表17: 长远锂科向宁德时代供应情况

	2019	2020	2021	2022Q1
宁德时代三元电池销量 (GWh)	44.4	71.8	100.0	18.1
宁德时代三元正极需求 (万吨)	7.5	12.2	17.0	3.1
长远锂科对宁德时代供应量 (万吨)	1.3	0.7	2.1	0.5
长远锂科在宁德时代的供应份额	17%	6%	13%	17%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与测算; 注: 宁德时代销量数据、需求情况以及长远锂科供应份额为测算值

公司着眼全球市场, 持续开拓优质客户。公司积极推动客户多元化发展, 与丰田、松下、村田、三星 SDI 和 LG 化学等海外客户建立了合作意向或业务联系, NCM/NCA 产品进入试验阶段; 与比亚迪、ATL、塔菲尔、蜂巢能源、亿纬锂能等达成合作协议, 目前多个合作已经进入量产阶段。

盈利预测

假设前提

新能源车销量持续增长，公司三元正极产品有望伴随行业实现稳步放量。同时，公司磷酸铁锂业务 2022 年底建成，有望在 2023 年开始贡献业绩。

销量：我们预计 2022-2024 年三元正极销量分别为 6.9/11/15 万吨，同比增长 64/59/36%，2023-2024 年磷酸铁锂正极销量分别为 3/5 万吨。

盈利能力：我们预计 2022-2024 年三元正极毛利率分别为 14.5/13.0/15.1%；2023-2024 年磷酸铁锂正极毛利率分别为 12.6/13.3%。

具体主营业务预测情况如下表：

表 18：公司业务拆分

		2021	2022E	2023E	2024E			2021	2022E	2023E	2024E
三元正极	营收 (亿元)	62.35	189.06	264.00	270.00	球镍	营收 (亿元)	2.14	3.21	2.97	3.00
	销量 (吨)	42125	69000	110000	150000		销量 (吨)	1994	2360	2700	3000
	单位价格 (万元/吨)	14.80	27.40	24.00	18.00		单位价格 (万元/吨)	10.75	13.60	11.00	10.00
	单位毛利 (万元/吨)	2.47	3.97	3.12	2.72		单位毛利 (万元/吨)	1.55	2.14	1.54	1.35
	毛利率 (%)	16.66%	14.48%	13.02%	15.10%		毛利率 (%)	14.38%	15.74%	14.00%	13.50%
	毛利润 (亿元)	10.39	27.38	34.37	40.77		毛利润 (亿元)	0.31	0.51	0.42	0.41
	营收 (亿元)	3.48	3.24	3.00	3.11		营收 (亿元)			30.00	40.00
钴酸锂	销量 (吨)	1273	830	1000	1150	磷酸铁锂	销量 (吨)			30000	50000
	单位价格 (万元/吨)	27.37	39.00	30.00	27.00		单位价格 (万元/吨)			10.00	8.00
	单位毛利 (万元/吨)	4.95	8.27	5.10	4.32		单位毛利 (万元/吨)			1.26	1.06
	毛利率 (%)	18.08%	21.20%	17.00%	16.00%		毛利率 (%)			12.60%	13.30%
	毛利润 (亿元)	0.63	0.69	0.51	0.50		毛利润 (亿元)			3.78	5.32
	营收 (亿元)	0.44	0.65	0.90	1.20		营收 (亿元)	68.41	196.16	300.87	317.31
	其他 业务	毛利率 (%)	46.32%	48.66%	45.00%		45.00%	合计	毛利率 (%)	16.85%	14.72%
	毛利润 (亿元)	0.20	0.32	0.41	0.54		毛利润 (亿元)	11.53	28.88	39.48	47.53

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算

综上所述，预计公司 2022-2024 年总营收为 196.16/300.87/317.31 亿元，同比增长 187/53/6%，毛利率为 14.72/13.12/14.98%，毛利润分别为 28.88/39.48/47.53 亿元。

未来 3 年业绩预测

表 19: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	68.41	196.16	300.87	317.31
营业成本 (亿元)	56.88	167.27	261.39	269.77
销售费用 (亿元)	0.15	0.29	0.33	0.41
管理费用 (亿元)	0.74	1.37	1.81	2.16
研发费用 (亿元)	2.87	8.04	11.73	12.37
财务费用 (亿元)	-0.12	-0.16	0.52	1.18
利润总额 (亿元)	7.78	19.00	24.30	30.57
归母净利润 (亿元)	7.01	16.15	20.66	25.99
EPS (元)	0.36	0.84	1.07	1.35
ROE	14.4%	22.1%	23.1%	23.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2022-2024 年实现营收 196.16/300.87/317.31 亿元, 同比增长 187/53/6%; 实现归母净利润 16.15/20.66/25.99 亿元, 同比增长 131/28/26%; 每股收益分别为 0.84/1.07/1.35 元。

估值与投资建议

考虑到公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

公司股票合理估值区间在 16-18 元，首次覆盖给予“增持”评级。

绝对估值：15-17 元

新能源车正处于加速渗透阶段，伴随单车带电量快速提升，动力电池行业有望保持高速增长。公司凭借产品性能有望与宁德时代、欣旺达、亿纬锂能等客户密切合作，并积极开拓海外优质客户，预期营收保持高速增长的同时，盈利能力有望保持相对稳定。

根据对行业、原材料价格波动和公司的分析，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 196.16/300.87/317.31 亿元，同比增长 187/53/6%。

表 20：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	-27.31%	240.25%	186.73%	53.38%	5.46%	7.38%
营业成本/营业收入	85.53%	83.15%	85.28%	86.88%	85.02%	84.38%
销售费用/营业收入	0.51%	0.22%	0.15%	0.11%	0.13%	0.12%
管理费用/营业收入	4.15%	1.08%	0.70%	0.60%	0.68%	0.65%
研发费用/营业收入	5.08%	4.19%	4.10%	3.90%	3.90%	3.80%
所得税税率	5.27%	9.95%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

表 21：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	15.00%
无风险利率	3.50%	Ka	10.46%
股票风险溢价	5.80%	有杠杆 Beta	1.28
公司股价（元）	15.44	Ke	10.90%
发行在外股数（百万）	1929	E/(D+E)	75.00%
股票市值(E, 百万元)	29787	D/(D+E)	25.00%
债务总额(D, 百万元)	2230	WACC	9.03%
Kd	4.00%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理价值区间为 15-17 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 22: 绝对估值的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.6%	8.8%	9.0%	9.2%	9.4%
永续 增长 率变 化	16.01					
	2.4%	18.42	17.60	16.84	16.12	15.45
	2.2%	17.92	17.14	16.41	15.73	15.08
	2.0%	17.45	16.71	16.01	15.35	14.73
	1.8%	17.01	16.30	15.63	15.00	14.40
	1.6%	16.59	15.91	15.27	14.66	14.09

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：16-18 元

公司主营业务为三元正极、钴酸锂正极，后续会继续布局磷酸铁锂正极。我们选取国内主要的三元正极企业容百科技、当升科技、厦钨新能作为可比公司，通过对比可以看出国内三元正极行业 2023 年平均估值为 13 倍。

相比于同行业其他企业，公司在客户方面持续开拓，并且具备一体化生产能力，未来随着自身产能扩张和伴随客户销售增长而实现快速发展的确定性较强。我们给予公司 2023 年 15-17 倍的 PE 区间，得出公司合理相对估值股价区间为 16-18 元。

表 23: 可比公司情况 (2022.10.18)

股票代码	股票简称	投资评级	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688778	厦钨新能	买入	273.92	91.14	3.94	5.89	7.20	23.13	15.47	12.65
688005	容百科技	买入	352.18	78.11	4.26	6.43	9.03	18.31	12.15	8.65
300073	当升科技	买入	332.92	65.73	3.97	5.50	6.90	16.56	11.96	9.53
	均值							19.33	13.19	10.28
688779	长远锂科	增持	297.87	15.44	0.84	1.07	1.35	18.45	14.42	11.46

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 16-18 元之间，相对于公司目前股价有 4%-17% 溢价空间。

我们认为公司是三元正极行业领军企业，客户开拓持续推进，一体化布局优化成本结构。我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 16.15/20.66/25.99 亿元，同比增长 131/28/26%；每股收益分别为 0.84/1.07/1.35 元；PE 分别为 18/14/12 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 16-18 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 5.8%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的正极材料企业容百科技、当升科技、厦钨新能等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司 2023 年平均 PE 作为相对估值的参考,同时考虑到公司的成长性,最终给予公司 2023 年 15-17 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 187/53/6%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 14.72/13.12/14.98%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利率高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司 2023-2024 年产能将进入快速扩张期,若产能建设进展不及预期,那么存在公司交付能力有限、未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险:国内正极材料企业正加速扩张,伴随行业扩产和新进入者涌入,正极环节将呈现产能过剩的风险。若公司未来不能持续维持技术优势,在更加激烈的市场竞争中,公司将面临市场份额下降的风险。

产能投放不及预期的风险:公司正处于产能快速扩张阶段,如果公司新建产能建设进度和调试投产情况不及预期,可能会对公司业绩产生不利影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

政策风险

公司产品主要为动力电池以及储能电池正极材料。该行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

其它风险

疫情带来的风险：新冠疫情如果在国内外再次爆发，可能会对下游需求产生较大影响，使得公司销售收入/利润不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	238	1279	1000	1000	1000	营业收入	2011	6841	19616	30087	31731
应收款项	970	3104	3869	6182	6694	营业成本	1720	5688	16727	26139	26977
存货净额	705	1577	2956	4781	5216	营业税金及附加	11	17	48	74	78
其他流动资产	684	285	1673	2614	2698	销售费用	10	15	29	33	41
流动资产合计	2713	6355	9828	15093	16137	管理费用	83	74	137	181	216
固定资产	1634	2541	4410	5668	7295	研发费用	102	287	804	1173	1237
无形资产及其他	246	373	358	343	329	财务费用	(3)	(12)	(16)	52	118
其他长期资产	77	129	392	602	635	投资收益	0	(11)	(10)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(6)	(6)	(20)	(5)	(5)
资产总计	4671	9398	14988	21706	24396	其他收入	36	25	60	5	5
短期借款及交易性金融负债	13	44	2230	4439	4591	营业利润	110	775	1895	2430	3057
应付款项	1163	1985	2709	4449	4717	营业外净收支	6	3	5	0	0
其他流动负债	211	675	1831	2859	2942	利润总额	116	778	1900	2430	3057
流动负债合计	1399	2721	6771	11746	12250	所得税费用	6	77	285	365	459
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	97	154	154	154	154	归属于母公司净利润	110	701	1615	2066	2599
长期负债合计	97	154	154	154	154	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1496	2875	6925	11901	12405	净利润	110	701	1615	2066	2599
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(2)	0	0	0
股东权益	3175	6523	8063	9806	11991	折旧摊销	116	132	247	364	488
负债和股东权益总计	4671	9398	14988	21706	24396	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(3)	(12)	(16)	52	118
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(50)	(1309)	(1888)	(2498)	(693)
每股收益	0.06	0.36	0.84	1.07	1.35	其它	(129)	(153)	(6)	52	118
每股红利	0.00	0.04	0.17	0.21	0.27	经营活动现金流	45	(632)	(32)	(16)	2512
每股净资产	1.65	3.38	4.18	5.08	6.22	资本开支	(224)	(958)	(2100)	(1608)	(2100)
ROIC	3%	14%	19%	18%	18%	其它投资现金流	0	0	(274)	(209)	(33)
ROE	4%	14%	22%	23%	24%	投资活动现金流	(223)	(958)	(2374)	(1818)	(2133)
毛利率	14%	17%	15%	13%	15%	权益性融资	0	2647	0	0	0
EBIT Margin	4%	11%	10%	8%	10%	负债净变化	(9)	2	2187	2209	152
EBITDA Margin	10%	13%	11%	9%	12%	支付股利、利息	0	0	(75)	(323)	(413)
收入增长	-27%	240%	187%	53%	5%	其它融资现金流	(9)	2	2187	2209	152
净利润增长率	-47%	538%	130%	28%	26%	融资活动现金流	(6)	2662	2127	1834	(379)
资产负债率	32%	31%	46%	55%	51%	现金净变动	(184)	1072	(279)	0	0
息率	0.0%	0.3%	1.1%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	366	238	1279	1000	1000
P/E	271.3	42.5	18.4	14.4	11.5	货币资金的期末余额	238	1279	1000	1000	1000
P/B	9.4	4.6	3.7	3.0	2.5	企业自由现金流	(78)	(1451)	(2153)	(1628)	399
EV/EBITDA	156.3	36.6	17.4	14.6	11.5	权益自由现金流	(84)	(1437)	47	537	450

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032