

展望碳酸锂价格企稳后业绩反转向上

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年报及2023年一季报业绩预告。2022年实现收入212.6亿元,同比+158%,实现归母净利润22.6亿元,同比+107%;其中单Q4实现收入71.8亿元,同比+133%,环比+44%,实现归母净利润7.8亿元,同比+115%,环比+38%。同时,公司披露23Q1实现归母净利润4.0~4.5亿元,若取中值4.25亿元,则同比+10%,环比-46%。
- **2022年正极材料出货超6.3万吨,单吨净利约3.6万元/吨。2022年:** 公司锂电材料实现销售6.3万吨,同比+34%。对应产品单位价格31.2万元/吨,同比+87%,受原材料碳酸锂价格升高影响,产品价格水涨船高。对应单位利润3.6万元/吨,同比+54%,得益于公司高镍出货占比提升、客户结构优异,单位利润水平远超行业平均水平。**22Q4:** 公司锂电材料实现销售约1.6万吨,环比持平。对应单位利润超4.0万元/吨,环比持续上升。
- **23Q1面临碳酸锂减值风险,单位利润迎来小幅下降。** 23Q1,公司实现归母净利润4.0~4.5亿元,预计季度实现正极材料销售约1.4万吨,环比小幅下降。对应单位利润3.0万元/吨,环比下降约1万元/吨,主要受碳酸锂价格下跌拖累。23Q1,碳酸锂价格由年初的50万元/吨下降至25万元/吨,缩水50%,导致(1)公司碳酸锂、产成品等库存价值量下跌,需计提减值;(2)原材料价格快速下降的背景下,市场买涨不买跌情绪较浓,下游客户观望为主,部分订单存在延迟交付现象。预计2023年碳酸锂供需格局接近21H2水平,全年碳酸锂价格维持在10~20万元/吨水平,23Q2锂价触底平稳后,采购需求有望逐步回升。预计公司2023年正极材料出货超9万吨,同比+50%。
- **高端Ni90产品开始向海外客户批量出货,产品价值量持续提升。** 公司Ni90产品已成功向包括欧美著名电池生产商、车企在内的客户批量出货;Ni93产品通过全球多家主流电池企业测试,成功导入国际高端电动车供应链并实现批量供货。同时,公司成功研发双相复合固态锂电正极材料和固态电解质新产品,并已实现向陶瓷、卫蓝新能源等业内领先的固态锂电池供应商进行稳定供应及装车应用。预计2022年8系占比达25%,2023年有望上升10pp至35%,单位利润维持3.5万元/吨。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为4.46元、5.09元、5.41元,对应动态PE分别为13倍、12倍、11倍。公司规划目标积极,客户结构优异,研发持续投入下高端产品陆续发布,深化护城河,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险,外汇汇率波动风险,欧美本土化政策带来的风险。

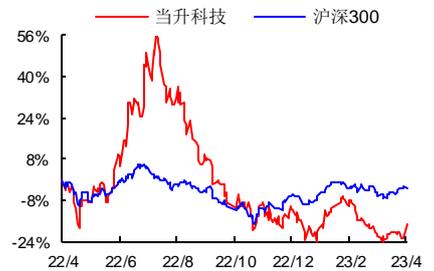
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21264.14	23210.00	25610.00	27110.00
增长率	157.50%	9.15%	10.34%	5.86%
归属母公司净利润(百万元)	2258.60	2258.91	2580.43	2741.42
增长率	107.02%	0.01%	14.23%	6.24%
每股收益EPS(元)	4.46	4.46	5.09	5.41
净资产收益率ROE	19.66%	16.99%	6.73%	15.53%
PE	13	13	12	11
PB	2.64	2.29	1.97	1.72

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.07
流通A股(亿股)	4.86
52周内股价区间(元)	54.9-112.99
总市值(亿元)	303.85
总资产(亿元)	144.87
每股净资产(元)	18.65

相关研究

1. 当升科技(300073): 优质客户确保高盈利能力延续 (2022-11-02)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2023-2025 年，公司主要原材料氢氧化锂均价分别为 25 万元/吨、15 万元/吨，5 万元/吨。镍、钴等金属原材料价格维持稳定，对应 2023-2025 年产品单价为 25 万元/吨、20 万元/吨、17 万元/吨；

假设 2：公司锂电材料产品销量随行业稳步增长，市占率维持稳定，2023-2025 年销售分别为 9 万吨、12 万吨、15 万吨；

假设 3：公司依靠优质客户结构，维持毛利率稳定，2023-2025 年毛利率保持 2022 年 18% 水平不变。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
锂电材料	收入	19815	21600	24000	25500
	增速	152%	9%	11%	6%
	毛利率	18%	18%	18%	18%
智能装备	收入	162	160	160	160
	增速	-13%	-1%	0%	0%
	毛利率	38%	38%	38%	38%
其他业务	收入	1449	1450	1450	1450
	增速	280%	0%	0%	0%
	毛利率	10%	10%	10%	10%
合计	收入	21264	23210	25610	27110
	增速	158%	9%	10%	6%
	毛利率	17%	18%	18%	18%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 232 亿元（+9%）、256 亿元（+10%）和 271 亿元（+6%），归母净利润分别为 22.6 亿元（0%）、25.8 亿元（+14%）、27.4 亿元（+6%），EPS 分别为 4.46 元、5.09 元、5.41 元，对应动态 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选取了锂电正极行业 4 家上市公司作为估值参考，其中容百科技和厦钨新能为三元材料行业龙头，产品相似度较高，市占率接近，且已实现多品类覆盖；中伟股份为上游三元前驱体材料龙头供应商；德方纳米是磷酸铁锂材料龙头，下游应用场景相似度较高。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
688005	容百科技	325.00	72.08	2.03	3.40	4.37	5.79	35	21	16	12
688778	厦钨新能	210.48	70.03	2.21	4.01	6.12	7.99	32	17	11	9

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
300919	中伟股份	453.35	67.60	1.55	2.46	4.59	6.48	44	28	15	10
300769	德方纳米	352.66	202.95	8.97	13.24	13.72	18.88	23	15	15	11
平均值								33	20	14	11
300073	当升科技	303.85	59.99	2.15	4.11	4.82	6.01	28	15	12	10

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 公司 2023 年估值为 12 倍, 行业平均值为 14 倍, 显著低于行业平均估值水平。公司未来伴随下游客户共同成长, 产研结合下高端产品持续推出, 业绩将呈现高质量增长趋势, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21264.14	23210.00	25610.00	27110.00	净利润	2258.60	2258.91	2580.43	2741.42
营业成本	17564.28	19116.20	21084.20	22314.20	折旧与摊销	163.72	189.11	189.11	189.11
营业税金及附加	44.52	53.98	58.66	61.52	财务费用	-381.28	0.00	0.00	0.00
销售费用	50.08	55.70	61.46	65.06	资产减值损失	-218.11	100.00	0.00	0.00
管理费用	275.49	1230.13	1357.33	1436.83	经营营运资本变动	-852.14	906.54	23.40	-173.08
财务费用	-381.28	0.00	0.00	0.00	其他	189.70	424.56	-97.39	44.80
资产减值损失	-218.11	100.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1160.49	3879.11	2695.55	2802.25
投资收益	-110.45	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1291.11	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	-43.99	1.27	-13.81	-8.79	其他	1022.09	1.27	-13.81	-8.79
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-269.02	-498.73	-513.81	-508.79
营业利润	2538.77	2655.26	3034.53	3223.60	短期借款	8.90	-8.90	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.75	2.27	1.27	1.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2538.02	2657.54	3035.80	3225.20	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	279.42	398.63	455.37	483.78	支付股利	-214.76	-451.72	-451.78	-516.09
净利润	2258.60	2258.91	2580.43	2741.42	其他	-8.29	-51.58	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-214.15	-512.20	-451.78	-516.09
归属母公司股东净利润	2258.60	2258.91	2580.43	2741.42	现金流量净额	869.62	2868.19	1729.95	1777.38
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5216.36	8084.55	9814.51	11591.89	成长能力				
应收和预付款项	6746.48	7865.08	8506.82	9022.55	销售收入增长率	157.50%	9.15%	10.34%	5.86%
存货	2865.12	3117.52	3437.29	3638.68	营业利润增长率	104.64%	4.59%	14.28%	6.23%
其他流动资产	3283.69	2543.81	2600.05	2635.21	净利润增长率	107.02%	0.01%	14.23%	6.24%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	69.99%	22.54%	13.33%	5.86%
投资性房地产	62.44	62.44	62.44	62.44	获利能力				
固定资产和在建工程	2867.23	3198.90	3530.57	3862.24	毛利率	17.40%	17.64%	17.67%	17.69%
无形资产和开发支出	214.41	193.90	173.39	152.88	三费率	-0.26%	5.54%	5.54%	5.54%
其他非流动资产	299.74	299.47	299.20	298.93	净利率	10.62%	9.73%	10.08%	10.11%
资产总计	21555.48	25365.67	28424.27	31264.82	ROE	19.66%	16.99%	16.73%	15.53%
短期借款	8.90	0.00	0.00	0.00	ROA	10.48%	8.91%	9.08%	8.77%
应付和预收款项	9464.85	11705.45	12630.31	13242.34	ROIC	43.89%	40.03%	46.95%	44.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.92%	12.25%	12.59%	12.59%
其他负债	591.57	362.93	368.02	371.20	营运能力				
负债合计	10065.32	12068.38	12998.33	13613.54	总资产周转率	1.18	0.99	0.95	0.91
股本	506.50	506.50	506.50	506.50	固定资产周转率	11.54	10.80	12.93	14.96
资本公积	7162.58	7162.58	7162.58	7162.58	应收账款周转率	4.90	3.45	3.35	3.34
留存收益	3821.02	5628.21	7756.86	9982.19	存货周转率	8.16	6.39	6.43	6.30
归属母公司股东权益	11490.15	13297.29	15425.94	17651.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.70%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	11490.15	13297.29	15425.94	17651.28	资产负债率	46.69%	47.58%	45.73%	43.54%
负债和股东权益合计	21555.48	25365.67	28424.27	31264.82	带息债务/总负债	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.86	1.84	1.92	2.02
					速动比率	1.56	1.57	1.65	1.75
					股利支付率	9.51%	20.00%	17.51%	18.83%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	2321.21	2844.37	3223.64	3412.71	每股收益	4.46	4.46	5.09	5.41
PE	13.45	13.45	11.78	11.08	每股净资产	22.69	26.25	30.46	34.85
PB	2.64	2.29	1.97	1.72	每股经营现金	2.29	7.66	5.32	5.53
PS	1.43	1.31	1.19	1.12	每股股利	0.42	0.89	0.89	1.02
EV/EBITDA	9.80	6.97	5.61	4.78					
股息率	0.71%	1.49%	1.49%	1.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn