

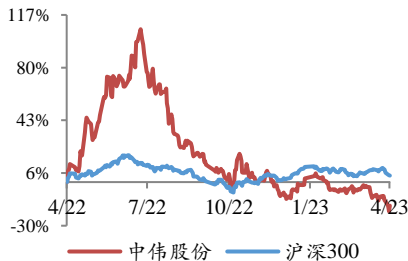
一季度销量基本符合预期，静待富氧侧吹项目释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价（元）	62.09
近12个月最高/最低（元）	153.58/59.10
总股本（百万股）	671
流通股本（百万股）	229
流通股比例（%）	34.08
总市值（亿元）	416
流通市值（亿元）	142

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

- 1.销量不及预期，静待富氧侧吹项目释放——产品市占率逐渐提升，高冰镍项目降本增效可期 2023-01-15
- 2.富氧侧吹积极拓展，前驱体龙头二次点火 2022-12-0

主要观点：

●事件：公司于2023年4月15日发布2023年第一季度业绩预告

2023年1月1日至2023年3月31日，公司归属于上市公司股东的净利润预计为32000万元-35000万元，比上年同期上升25.61%-37.38%，盈利中枢为3.4亿元，扣非归母净利润预计为：23500万元-26500万元，比上年同期上升13.33%-27.80%，预计公司2023年第一季度非经常性损益对公司归属于上市公司股东的净利润的影响金额约为0.83亿元，主要系公司收到的政府补助资金等。

我们预计2022年Q4实现盈利4.55亿元，23Q1净利润环比下降25.27%。

●前驱体板块：出货量基本符合预期，上游价格波动吨利润有所承压

2023年Q1，公司现有材料体系产品合计销售量超5.5万吨。报告期内，公司产能持续释放，叠加产品、客户结构持续优化，推动公司业绩增长。受益于新能源行业终端需求高增，产业链供需有效增强。公司三元前驱体和四氧化三钴合计销售量超过5.5万吨，预计三元前驱体销售量为5万吨，基本符合我们之前的预期，我们测算三元前驱体23Q1单吨净利润为0.46万元，相较2022全年预计的0.70万元有较大下降，这是由于23Q1新能源汽车市场销量增速不及预期、油车市场大幅降价倾销冲击以及上游原材料市场价格存在一定波动所导致。预计四氧化三钴销售量为0.5万吨。

●镍板块：富氧侧吹项目爬坡中，耐心等待业绩释放

公司印尼富氧侧吹项目的第一条产线（年产1万金吨高冰镍）于2022年10月25日顺利产出高冰镍，开创了红土镍矿冶炼新的技术路线。2023年上半年公司富氧侧吹项目处于关键的产能爬坡期，预计顺利达产之后可以有效降低公司前驱体材料的上游成本，一体化布局打造全面发展的新能源材料综合服务商。

●投资建议

公司三元前驱体产能增速依然可观，顺利打入特斯拉供应链，与LG化学、当升科技、厦钨新能龙头客户深度绑定，产能扩产有丰厚订单支撑，成长确定性强，我们预计2023全年公司三元前驱体出货量有望达到30万吨；同时公司富氧侧吹项目顺利投产，产能逐步爬坡，顺利达产之后有望大幅度降本；2023年3月以来，新能源汽车市场边际好转，据乘联会数据显示，3月新能源乘用车厂商批发销量约61.7万辆，同比+35.2%，环比增长24.5%。同时目前电池以及正极材料厂库存持续去化接近尾声，未来的补库存阶段有望推动公司前驱体销量继续增长。

我们预计公司2022-2024年分别实现净利润15.23/24.61/38.02亿元，净利润同比增速分别为62%/62%/55%，对应PE分别为27X/17X/11X，维持“买入”评级。

● 风险提示

镍价格不及预期风险，产能爬坡不及预期风险，新能源景气度不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20072	29112	34455	43597
收入同比 (%)	169.8%	45.0%	18.4%	26.5%
归属母公司净利润	939	1523	2461	3802
净利润同比 (%)	123.5%	62.2%	61.6%	54.5%
毛利率 (%)	11.5%	11.0%	12.7%	16.2%
ROE (%)	9.5%	13.5%	17.9%	21.7%
每股收益 (元)	1.64	2.27	3.67	5.67
P/E	92.38	27.34	16.92	10.95
P/B	9.33	3.69	3.03	2.37
EV/EBITDA	57.10	11.96	11.59	7.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	19630	20620	24751	29846	营业收入	20072	29112	34455	43597
现金	8699	9431	8874	12056	营业成本	17756	25907	30075	36522
应收账款	4452	3204	6035	6016	营业税金及附加	60	87	172	218
其他应收款	85	168	139	234	销售费用	45	58	103	174
预付账款	283	777	710	893	管理费用	298	320	551	785
存货	4824	4079	6351	6898	财务费用	106	-103	-96	-47
其他流动资产	1286	2961	2643	3750	资产减值损失	-31	-537	0	0
非流动资产	8570	11165	13810	16481	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	13	20	28	36	投资净收益	-109	7	0	0
固定资产	4399	5640	6762	7844	营业利润	1067	1791	3000	4693
无形资产	787	1066	1354	1654	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	3371	4439	5666	6947	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	28200	31785	38561	46328	利润总额	1068	1792	3001	4694
流动负债	14318	16452	20767	24731	所得税	130	269	540	892
短期借款	3405	4739	6296	7964	净利润	938	1523	2461	3802
应付账款	3318	3403	4273	5003	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	7595	8310	10198	11764	归属母公司净利润	939	1523	2461	3802
非流动负债	3259	3259	3259	3259	EBITDA	1567	3339	3628	5515
长期借款	2552	2552	2552	2552	EPS (元)	1.64	2.27	3.67	5.67
其他非流动负债	707	707	707	707					
负债合计	17577	19711	24026	27991					
少数股东权益	790	790	790	790					
股本	606	671	671	671					
资本公积	7841	7807	7807	7807					
留存收益	1386	2807	5268	9070					
归属母公司股东权益	9832	11284	13745	17547					
负债和股东权益	28200	31785	38561	46328					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	-1659	2758	1440	5273	成长能力				
净利润	938	1523	2461	3802	营业收入	169.8%	45.0%	18.4%	26.5%
折旧摊销	279	545	723	868	营业利润	128.1%	67.8%	67.5%	56.4%
财务费用	111	158	187	219	归属于母公司净利	123.5%	62.2%	61.6%	54.5%
投资损失	-2	-7	0	0	获利能力				
营运资金变动	-3128	-285	-1930	384	毛利率 (%)	11.5%	11.0%	12.7%	16.2%
其他经营现金流	4209	2632	4390	3418	净利率 (%)	4.7%	5.2%	7.1%	8.7%
投资活动现金流	-5171	-3132	-3367	-3539	ROE (%)	9.5%	13.5%	17.9%	21.7%
资本支出	-4995	-3132	-3359	-3531	ROIC (%)	6.7%	12.0%	10.0%	12.9%
长期投资	-155	-7	-8	-8	偿债能力				
其他投资现金流	-21	7	0	0	资产负债率 (%)	62.3%	62.0%	62.3%	60.4%
筹资活动现金流	11265	1105	1370	1449	净负债比率 (%)	165.5%	163.2%	165.3%	152.6%
短期借款	2671	1334	1557	1668	流动比率	1.37	1.25	1.19	1.21
长期借款	1711	0	0	0	速动比率	0.98	0.93	0.83	0.87
普通股增加	36	65	0	0	营运能力				
资本公积增加	5068	-34	0	0	总资产周转率	1.05	0.97	0.98	1.03
其他筹资现金流	1779	-260	-187	-219	应收账款周转率	7.06	7.33	7.23	7.24
现金净增加额	4432	731	-557	3182	应付账款周转率	8.35	7.71	7.84	7.87

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。