

# 华友钴业 (603799)

## Q1 业绩略好于市场预期, 镍冶炼逐步贡献利润增量

买入 (维持)

2023年05月21日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	63,034	84,948	105,585	128,590
同比	78%	35%	24%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	3,910	6,592	8,589	11,222
同比	0.32%	69%	30%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.44	4.12	5.37	7.02
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.94	12.42	9.53	7.29

关键词: #一体化

### 投资要点

- **公司营收维持高增, 2023Q1 业绩略好于市场预期。**2022 年公司营收 630.34 亿元, 同比增长 78.48%; 归母净利润 39.1 亿元, 同比增长 0.32%。2023 年 Q1 公司实现营收 191.1 亿元, 同比增加 44.64%, 环比增长 33.43%; 归母净利润 10.24 亿元, 同比下降 15.1%, 环比增长 13.52%, 略好于市场预期。
- **前驱体 2022 年出货近 10 万吨, 预计 2023 年前驱体出货 18-20 万吨, 市占率快速提升。**公司 2022 年前驱体出货 9.9 万吨 (含内部自供), 同比增长 64%, 我们预计公司 2023 年前驱体有望出货 18-20 万吨, 同比接近翻倍增长, 其中 Q1 出货 2-3 万吨, 同增 50%+, 后续随着公司此前签订供货协议的订单需求逐步释放, 市占率有望进一步提升。盈利方面, 公司 2022 年前驱体业务毛利率 20.60%, 对应单吨毛利 2.1 万元, 随着 23 年镍冶炼自供比例提升, 预计前驱体业务盈利稳中有升。
- **三元正极 2022 年出货 9 万吨, 高镍占比快速提升。**公司 2022 年正极材料出货 9.03 万吨, 其中三元正极出货 8.03 万吨, 同比增长 69%, 高镍三元出货 6.64 万吨, 占比 83%, 其中 9 系以上超高镍出货 3.34 万吨, 同比增长 1005%; 2023Q1 出货 2 万吨以上, 同增 10%+, 我们预计 2023 年正极出货 12 万吨左右, 同比增长 30%以上。盈利方面, 2022 年天津巴莫净利润 14.53 亿元, 对应正极单吨利润 1.6 万元左右, 公司持股 37%, 贡献利润 5.4 亿元, 我们预计 2023 年正极单吨利润逐步回归正常。
- **镍冶炼项目放量, 我们预计 2023 年权益出货 8 万吨, 利润增量明显。**公司 2022 年镍产品出货 6.73 万吨, 同比增长 312%, 镍中间品收入 27 亿元, 起量明显。华科 4.5 万吨火法项目 22 年 11 月开始产出高冰镍, 23Q1 末基本达产, 华飞 12 万吨预计 5-8 月陆续投料, 我们预计 2023 年镍冶炼出货有望达 12-14 万金吨 (权益 8 万金吨左右), 利润增量明显。
- **锂盐项目进展顺利, 我们预计 2023 年出货 2 万吨以上。**2022 年公司锂产品开始贡献 13.5 亿收入, 毛利率高达 46%, 公司津巴布韦 Arcadia 锂矿项目 3 月底投料并产出锂精矿, 广西年产 5 万吨锂盐项目预计 5-6 月试产, 23 年下半年预计出货 2 万吨以上精矿, 全成本不超过 10 万元, 在当前锂价下仍具备盈利能力。
- **盈利预测与投资评级:**考虑 2023Q1 单吨利润下滑, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 66/86/112 亿元 (原预期 23-24 年为 81/121 亿元), 同比增长 69%/30%/31%, 对应 PE 为 12x/10x/7x, 考虑公司一体化优势显著, 给予 2023 年 18xPE, 对应目标价 74 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	51.18
一年最低/最高价	46.00/108.90
市净率(倍)	3.19
流通 A 股市值(百万元)	80,863.32
总市值(百万元)	81,860.62

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.06
资产负债率(% ,LF)	70.78
总股本(百万股)	1,599.46
流通 A 股(百万股)	1,579.98

### 相关研究

《华友钴业(603799): 与浦华、浦项化学签订 17.5 万吨协议, 支撑销量高增长》

2023-01-06

《华友钴业(603799): 2022 年三季报点评: 受钴跌价影响, 业绩低于市场预期》

2022-10-31

## 内容目录

1. 营收维持高增，Q1 业绩略好于市场预期 .....	4
2. 前驱体市占率快速提升，三元正极高镍占比提升 .....	8
3. 镍冶炼项目放量，2023 年利润增量明显 .....	10
4. 锂盐项目进展顺利，钴产品盈利下滑，铜基本稳定 .....	10
5. 盈利预测与估值 .....	11
6. 风险提示 .....	11

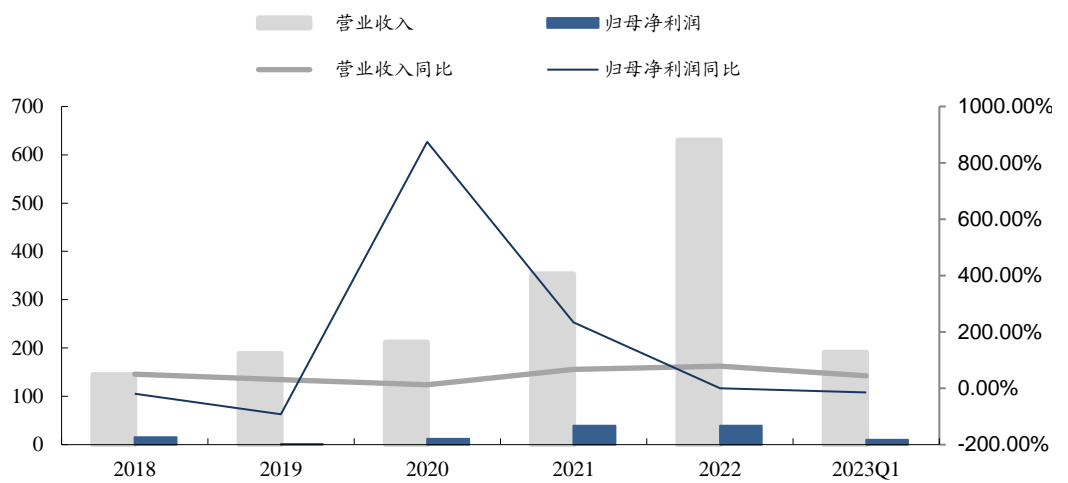
## 图表目录

图 1: 公司主要财务数据情况 (亿元) .....	4
图 2: 2012-2022 公司分业务营收占比 (%) .....	4
图 3: 2012-2022 公司分业务营收情况 (亿元) .....	5
图 4: 2012-2022 公司毛利及毛利率 (亿元, %) .....	5
图 5: 2012-2022 公司分业务毛利率占比 (%) .....	5
图 6: 2012-2022 公司毛利率情况 (%) .....	6
图 7: 2012-2022 公司分业务毛利 (亿元) .....	6
图 8: 公司期间费用率.....	7
图 9: 公司现金流情况 (亿元) .....	7
图 10: 公司存货情况 (亿元) .....	8
表 1: 2022-2023 年海外布局 .....	8
表 2: 三元前驱体长单汇总.....	9
表 3: 公司镍冶炼产能 (万吨) .....	10

## 1. 营收维持高增，Q1 业绩略好于市场预期

2022 年归母净利 39.1 亿元，符合市场预期，2023Q1 归母净利 10.24 亿元，略好于市场预期。公司归母净利从 2012 年至 2022 年 CAGR 达 37.32%。2022 年公司营收 630.34 亿元，同比增长 78.48%；归母净利润 39.1 亿元，同比增长 0.32%；扣非净利润 39.8 亿元，同比增长 3.29%。2023 年 Q1 公司实现营收 191.1 亿元，同比增加 44.64%，环比增长 33.43%；归母净利润 10.24 亿元，同比下降 15.1%，环比增长 13.52%；扣非归母净利润 9.96 亿元，同比下降 16.32%，环比下降 6.18%。

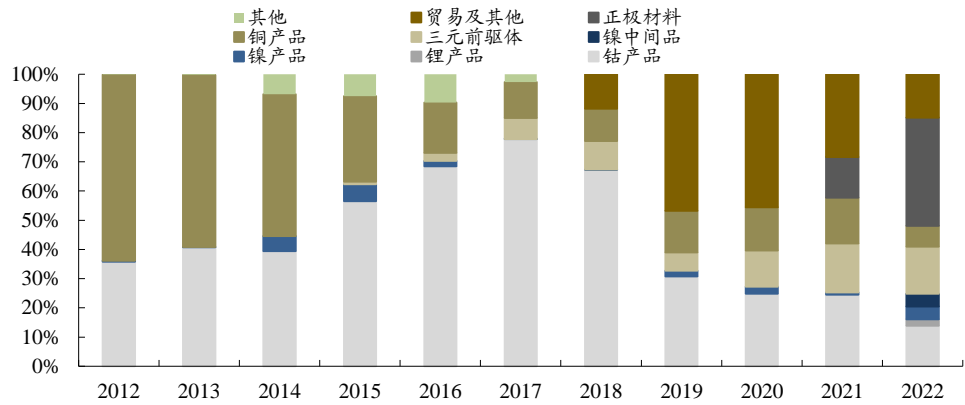
图1：公司主要财务数据情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

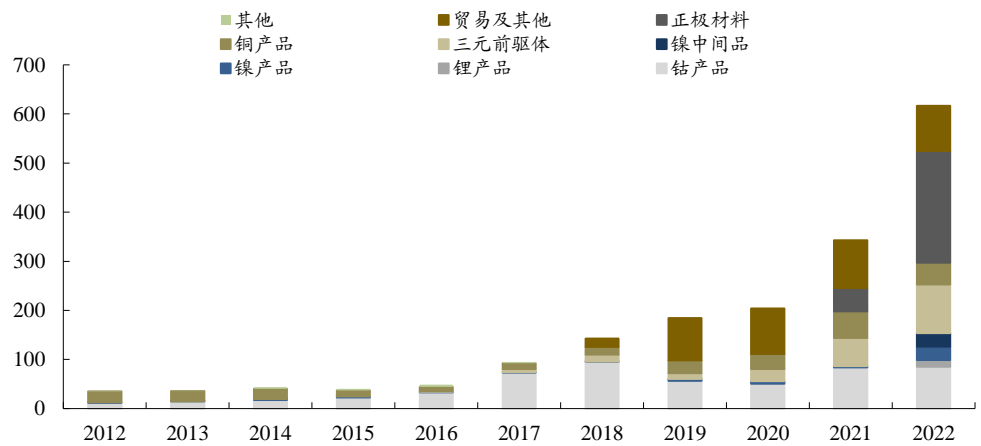
公司营收维持高增，业务重心逐渐转移，铜、钴比重下滑，22 年三元前驱体、正极材料同比高增长。2012-2022 年，公司营业收入从 35.33 亿元提升至 630.34 亿元，10 年 CAGR 高达 33.40%。分业务来看，2022 年钴产品实现营收 85.55 亿元，同比上涨 1.70%，营收占比 13.87%；镍产品实现营收 27.46 亿元，同比上涨 993.18%，营收占比 4.45%；三元前驱体实现营收 99.29 亿元，同比增加 72.35%，营收占比 16.10%；正极材料实现营收 228.02 亿元，同比增加 378.64%，营收占比 36.97%；铜产品实现营收 43.99 亿元，同比下降 18.21%，营收占比 7.13%；锂产品实现营收 13.50 亿元，占比 2.19%，镍中间品实现营收 27.14 亿元，占比 4.40%；贸易及其他实现营收 91.81 亿元，同比下降 5.30%，营收占比 14.89%。

图2：2012-2022 公司分业务营收占比 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2012-2022 年公司分业务营收情况 (亿元)

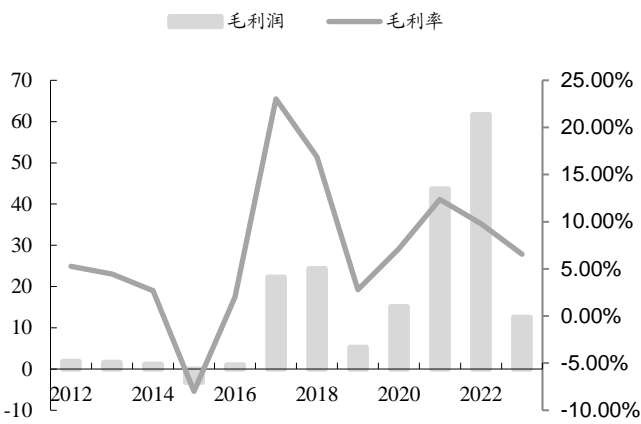


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019-2021 年公司毛利率稳步上升，2022 年毛利率有所回落，其中铜、钴毛利率下降明显。分业务来看，2022 年钴产品毛利为 22.5 亿元，占比 19.70%，毛利率为 26.30%，同比下降 5.22%；镍产品毛利为 4.94 亿元，占比 4.32%，毛利率为 18.00%，同比增加 4.54%；三元前驱体毛利为 20.45 亿元，占比 17.90%，毛利率为 20.60%，同比增加 5.41%；正极材料毛利为 30.31 亿元，占比 26.54%，毛利率为 13.29%，同比增加 1.74%；铜产品毛利为 15.88 亿元，占比 13.90%，毛利率为 36.10%，同比减少 12.99%；贸易及其他毛利为 3.57 亿元，占比 3.13%，毛利率为 3.88%，同比增加 1.89%；；锂产品毛利为 6.24 亿元，占比 5.46%，毛利率为 46.25%；镍中间品毛利为 10.33 亿元，占比 9.04%，毛利率为 38.05%。

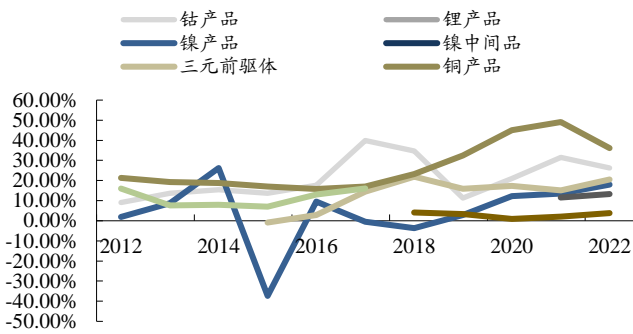
图4: 2012-2022 年公司毛利及毛利率 (亿元，%)

图5: 2012-2022 年公司分业务毛利率占比 (%)

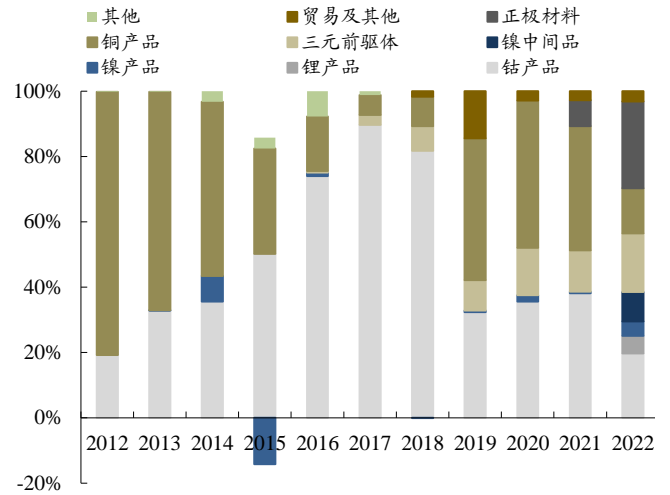


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2012-2022 公司毛利率情况（%）

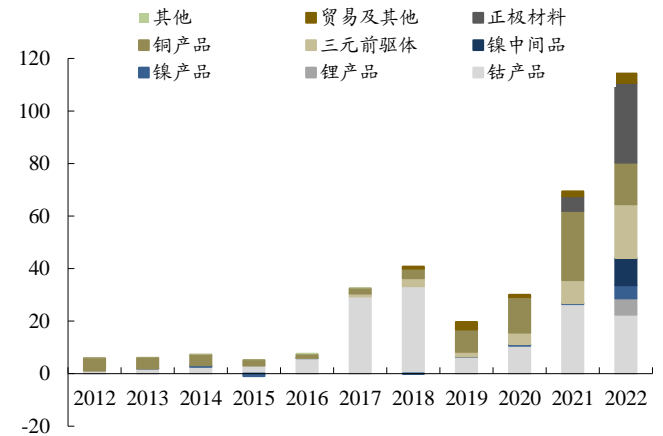


数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

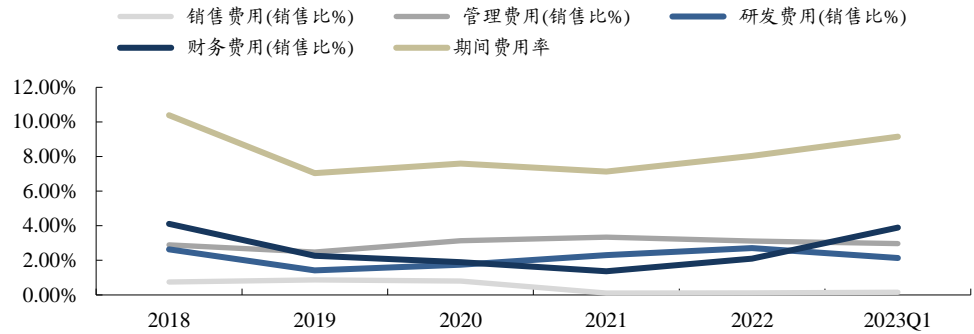
图7：2012-2022 公司分业务毛利（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司期间费用率控制良好，23Q1 费用率环比明显下降。2022 年公司期间费用合计 50.73 亿元，同比增长 101.47%，费用率为 8.05%，同比增长 0.92pct。2023Q1 期间费用合计 17.49 亿元，同比增长 132.94%，环比增长 1.45%，期间费用率为 9.15%，同比增 3.47pct，环比降 2.89pct；销售费用 0.29 亿元，销售费用率 0.15%，同比增 0.06pct，环比增 0.05pct；管理费用 5.67 亿元，管理费用率 2.96%，同比增 0.1pct，环比降 1.32pct；财务费用 7.46 亿元，财务费用率 3.9%，同比增 2.85pct，环比降 0.25pct；研发费用 4.07 亿元，研发费用率 2.13%，同比增 0.47pct，环比降 1.37pct。公司 2023Q1 计提信用减值损失 0.65 亿元。

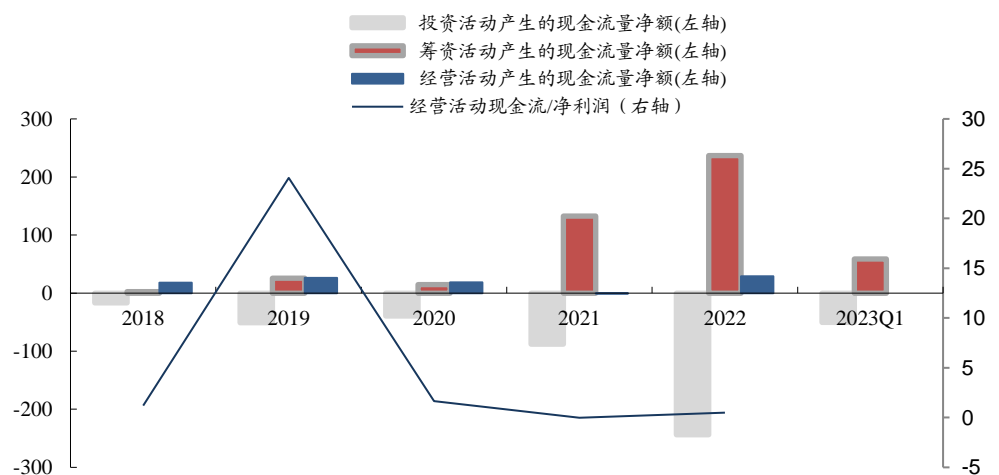
图8: 公司期间费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**23Q1 存货较年初略降, 资本开支同环比上升。**2022 年公司经营活动净现金流净额为 29.14 亿元, 同比增长 4821.88%; 投资活动净现金流净额为-243.56 亿元, 同比下降 178.02%; 资本开支为 28.84 亿元, 同比上升 87.60%。2023 年 Q1 公司存货为 165.54 亿元, 较年初下降 6.43%; 应收账款 89.22 亿元, 较年初增长 82.06%; 期末公司合同负债 21.68 亿元, 较年初增长 445.22%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为 8.13 亿元, 同比上升 428.62%, 环比下降 72.10%; 投资活动净现金流净额为-50.43 亿元, 同比下降 44.25%, 环比上升 79%; 资本开支为 49.21 亿元, 同比上升 46.38%, 环比上升 70.63%; 账面现金为 173.07 亿元, 较年初增长-8.05%, 短期借款 136.06 亿元, 较年初增长 34.56%。

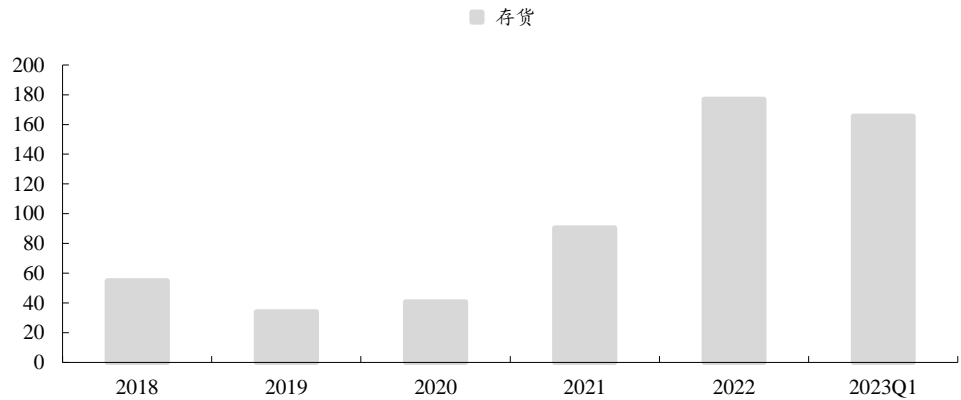
图9: 公司现金流情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



图10: 公司存货情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 前驱体市占率快速提升, 三元正极高镍占比提升

前驱体 2022 年出货近 10 万吨, 预计 2023 年前驱体出货 18-20 万吨, 市占率快速提升。公司 2022 年前驱体出货 9.9 万吨 (含内部自供), 同比增长 64%, 我们预计公司 2023 年前驱体有望出货 18-20 万吨, 同比接近翻倍增长, 其中 Q1 出货 2-3 万吨, 同增 50%+, 后续随着公司此前签订供货协议的订单需求逐步释放, 市占率有望进一步提升。盈利方面, 公司 2022 年前驱体业务毛利率 20.60%, 对应单吨毛利 2.1 万元, 随着 23 年镍冶炼自供比例提升, 预计前驱体业务盈利稳中有升。

**深化海外市场布局, 整合产业链高质量资源。**近年来, 公司重视海外市场, 加强深化与海外合作伙伴的合作, 已与浦项化学、LG 化学建立合资公司, 浦项合资二期项目顺利推进, 且 4 月与 LG 化学等签署投资谅解备忘录, 计划在韩国投资设立电池材料生产工厂, 计划与大众汽车及青山集团组建动力电池正极材料产业链上下游合资公司; 与宝马集团开展动力电池材料闭环回收与梯次利用的合作, 与 LG 新能源废旧动力蓄电池再生利用达成合作意向。有利于公司整合产业链高质量资源, 抢占更多海外市场份额。

表1: 2022-2023 年海外布局



公告时间	合作方	合作地点	合作内容	合作进展
2023-5-3	POSCO FUTURE M (韩国) 等	韩国	拟在韩国浦项蓝谷国家产业园区内投资设立电池材料硫酸镍精炼及前驱体生产工厂	投资谅解备忘录
2023-4-19	LG化学 (韩国) 等	韩国	拟在韩国新万金国家产业园区内投资设立电池材料 (金属硫酸盐、前驱体) 生产工厂	投资谅解备忘录
2023-3-30	淡水河谷 (印尼) 福特汽车 (美国)	印度尼西亚	合作建设Pomalaa矿区高压酸浸项目, 对淡水河谷印尼采自其波马拉矿区的镍矿石进行加工处理, 计划年产能12万吨氢氧化镍钴 (MHP)	战略合作意向
2022-9-14	淡水河谷 (印尼)	印度尼西亚	合作建设高压酸浸湿法项目, 采用高压酸浸湿法技术对淡水河谷印尼Sorowako矿山的红土镍矿褐铁矿进行加工处理, 计划年产能60,000吨镍金属量的氢氧化镍钴产品 (MHP)	战略合作意向
2022-7-26	LG新能源 (中国)	中国	从电池生产过程中产生的废金属料和回收的废电池中提取正极材料的主要原材料锂镍钴, 供应给生产正极材料的LG新能源南京电池工厂	战略合作意向
2022-5-30	LG化学 (韩国)	韩国	投资入股株式会社LGBCM, 拟建设年产6.6万吨三元正极材料产能, 计划2024年下半年开始量产	战略合作协议
2022-5-25	宝马集团 (中国)	中国	高比例提炼废旧动力电池中镍、钴、锂等核心原材料, 实现核心原材料100%返回到宝马自有供应链体系, 并再次用于宝马新能源车动力电池的生产制造	战略合作协议
2022-3-21	大众汽车 (中国) 青山集团 (中国)	印度尼西亚 中国	(1) 与大众汽车 (中国) 和青山控股 (中国) 组建上游合资公司 拟在印度尼西亚建立合资公司, 规划建设规模为年产约120,000吨镍金属量和约15,000吨钴金属量的产品, 可满足约160GWh电池所需的镍钴原料供应 (2) 与大众汽车 (中国) 组建下游合资公司 拟在中国广西等地建设新能源锂电正极材料一体化项目的合资经营企业, 从事镍钴硫酸盐精炼、三元前驱体以及三元正极材料生产制造等业务	战略合作意向

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**锁定全球龙头企业巨额长单, 打造协同竞争优势。**自 2021 年以来, 公司陆续与容百科技、当升科技、孚能科技等龙头企业签订多个三元前驱体供货协议, 保障未来业绩增长和市场占有率, 为公司高质量发展打下了有利的市场基础。根据已披露公告, 公司预计将提前锁定合计超 80 万吨的三元前驱体供货订单, 有望借助产能规模和成本优势, 巩固行业领先优势, 扩大市场占比。

表2: 三元前驱体长单汇总

签订时间	合作方	时间范围	供货量 (万吨)
2021-11-18	容百科技	2022.1-2025.12	18.0-41.5
2021-11-30	当升科技	2022.1-2025.12	30.0-35.0
2021-12-02	孚能科技	2021.12-2025.12	16.15
2022-7-31	特斯拉	2022.7-2025.12	以订单方式确定
2023-1-4	浦华公司	2023.1-2025.12	1.5
2023-1-4	浦项化学	2023.1-2025.12	16

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**三元正极 2022 年出货 9 万吨, 高镍占比快速提升。**公司 2022 年正极材料出货 9.03 万吨, 其中三元正极出货 8.03 万吨, 同比增长 69%, 8 系及 9 系以上高镍三元出货 6.64 万吨, 占比 83%, 其中 9 系以上超高镍出货 3.34 万吨, 同比增长 1005%, 月产实现 4000 吨级突破; 2023Q1 出货 2 万吨以上, 同增 10%+, 我们预计 2023 年正极出货 12 万吨左

右，同比增长 30%以上。盈利方面，2022 年天津巴莫净利润 14.53 亿元，对应正极单吨利润 1.6 万元左右，公司持股 37%，贡献利润 5.4 亿元，我们预计 2023 年正极单吨利润逐步回归正常。

### 3. 镍冶炼项目放量，2023 年利润增量明显

镍冶炼项目放量，我们预计 2023 年权益出货 8 万吨，利润增量明显。公司 2022 年镍产品出货 6.73 万吨（含受托加工业务和内部自供），同比增长 312%，镍中间品收入 27 亿元，起量明显。公司华越 6 万吨湿法项目自 22 年上半年提前实现达产后持续稳产超产；华科 4.5 万吨火法项目 22 年 11 月开始产出高冰镍，23Q1 末基本达产，4 月产量超过 4000 吨；华飞 12 万吨预计 5-8 月陆续投料；我们预计 2023 年镍冶炼出货有望达 12-14 万金吨（权益 8 万金吨左右），公司湿法成本保持在 1 万美金/金吨以内（去钴），23 年利润增量明显。

表3: 公司镍冶炼产能（万吨）

项目	股权	技术	设计产能	权益产能	22 年有效产能	23 年有效产能 E	22 年权益产能	23 年权益产能 E
华越	华友 57%，青山 10%	湿法	6	3.4	3	6	1.7	3.4
华飞	华友 51%，亿纬 17%	湿法	12	6.1	-	3.5	-	1.8
华科	华友 70%，青山 30%	火法	4.5	3.2	1	4	0.7	2.8
华山	华友 68%，青山 32%	湿法	12	8.2	-	-	-	-
Pomalaa	淡水河谷、福特、华友	湿法	12	-	-	-	-	-
Sorowako	淡水河谷、华友	湿法	6	-	-	-	-	-
待定	大众、华友、青山	湿法	12	-	-	-	-	-
合计			64.5	20.9	4	13.5	2.4	8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4. 锂盐项目进展顺利，钴产品盈利下滑，铜基本稳定

锂盐项目进展顺利，我们预计 23 年出货 2 万吨以上。2022 年公司锂产品开始贡献 13.5 亿收入，毛利率高达 46%，公司津巴布韦 Arcadia 锂矿项目 3 月底投料并产出锂精矿，广西年产 5 万吨锂盐项目预计 5-6 月试产，23 年下半年预计出货 2 万吨以上精矿，全成本不超过 10 万元，在当前锂价下仍具备盈利能力。

钴产品受价格下跌影响盈利水平下滑，铜产品基本维持稳定。2022 年铜产品出货量下滑 16%至 7.8 万吨，毛利率下降 13pct 至 36%，23Q1 出货 2 万吨左右，预计贡献 1 亿+利润，我们预计 2023 年出货量略减。2022 年钴产品出货 3.7 万吨（含受托加工业务和

内部自供), 同比增加 2%, 毛利率下降 5pct 至 26%, 公司 22 年 Q4 计提 4.25 亿资产减值损失, 基本考虑钴 23Q1 跌价影响, 随着钴价基本企稳, 预计 23 年可赚取稳定加工费。

## 5. 盈利预测与估值

考虑 2023 Q1 单吨利润下滑, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 66/86/112 亿元 (原预期 2023-2024 年为 81/121 亿元), 同比增长 69%/30%/31%, 对应 PE 为 12x/10x/7x, 考虑公司一体化优势显著, 给予 2023 年 18xPE, 对应目标价 74 元, 维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

## 华友钴业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>49,570</b>	<b>58,169</b>	<b>74,040</b>	<b>86,236</b>	<b>营业总收入</b>	<b>63,034</b>	<b>84,948</b>	<b>105,585</b>	<b>128,590</b>
货币资金及交易性金融资产	15,688	17,242	26,658	32,420	营业成本(含金融类)	51,314	69,359	85,322	102,926
经营性应收款项	12,110	16,013	19,870	24,163	税金及附加	476	641	797	970
存货	17,692	20,903	23,376	25,379	销售费用	76	561	697	746
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,963	2,548	2,956	3,343
其他流动资产	4,080	4,012	4,136	4,275	研发费用	1,709	2,124	2,534	2,829
<b>非流动资产</b>	<b>61,022</b>	<b>68,222</b>	<b>75,064</b>	<b>77,184</b>	财务费用	1,326	1,284	1,372	1,182
长期股权投资	7,915	8,215	8,515	8,815	加:其他收益	191	255	317	386
固定资产及使用权资产	26,339	30,536	35,379	38,200	投资净收益	1,360	1,529	1,689	1,800
在建工程	14,282	16,282	17,282	16,282	公允价值变动	-148	0	10	10
无形资产	4,067	4,767	5,467	5,467	减值损失	-1,502	-402	-507	-412
商誉	458	458	458	458	资产处置收益	2	1	1	1
长期待摊费用	79	81	81	80	<b>营业利润</b>	<b>6,075</b>	<b>9,815</b>	<b>13,417</b>	<b>18,379</b>
其他非流动资产	7,882	7,882	7,882	7,882	营业外净收支	-44	-42	-42	-42
<b>资产总计</b>	<b>110,592</b>	<b>126,390</b>	<b>149,104</b>	<b>163,420</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,031</b>	<b>9,773</b>	<b>13,375</b>	<b>18,337</b>
<b>流动负债</b>	<b>53,450</b>	<b>61,311</b>	<b>72,489</b>	<b>71,311</b>	减:所得税	324	489	1,070	1,834
短期借款及一年内到期的非流动负债	17,778	18,214	19,824	8,089	<b>净利润</b>	<b>5,707</b>	<b>9,284</b>	<b>12,305</b>	<b>16,503</b>
经营性应付款项	25,885	34,986	43,047	51,938	减:少数股东损益	1,797	2,692	3,716	5,281
合同负债	2,359	1,387	1,706	2,059	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,910</b>	<b>6,592</b>	<b>8,589</b>	<b>11,222</b>
其他流动负债	7,428	6,723	7,912	9,225	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.44	4.12	5.37	7.02
非流动负债	24,460	24,460	24,460	24,460	EBIT	6,188	9,716	13,279	17,776
长期借款	11,928	11,928	11,928	11,928	EBITDA	8,133	13,829	18,747	24,265
应付债券	6,324	6,324	6,324	6,324	毛利率(%)	18.59	18.35	19.19	19.96
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	6.20	7.76	8.13	8.73
其他非流动负债	6,151	6,151	6,151	6,151	收入增长率(%)	78.48	34.77	24.29	21.79
<b>负债合计</b>	<b>77,910</b>	<b>85,770</b>	<b>96,949</b>	<b>95,770</b>	归母净利润增长率(%)	0.32	68.59	30.30	30.66
归属母公司股东权益	25,893	31,138	38,957	49,171					
少数股东权益	6,789	9,482	13,198	18,479					
<b>所有者权益合计</b>	<b>32,682</b>	<b>40,620</b>	<b>52,155</b>	<b>67,650</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>110,592</b>	<b>126,390</b>	<b>149,104</b>	<b>163,420</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,914	13,654	20,711	26,676	每股净资产(元)	15.27	18.55	23.45	29.84
投资活动现金流	-24,356	-9,824	-10,662	-6,850	最新发行在外股份(百万股)	1,599	1,599	1,599	1,599
筹资活动现金流	23,702	-2,277	-643	-14,074	ROIC(%)	10.63	12.65	14.59	17.36
现金净增加额	2,471	1,554	9,406	5,751	ROE-摊薄(%)	15.10	21.17	22.05	22.82
折旧和摊销	1,944	4,113	5,468	6,490	资产负债率(%)	70.45	67.86	65.02	58.60
资本开支	-16,198	-11,051	-12,051	-8,351	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.94	12.42	9.53	7.29
营运资本变动	-6,380	615	1,545	2,537	P/B(现价)	3.35	2.76	2.18	1.72

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

