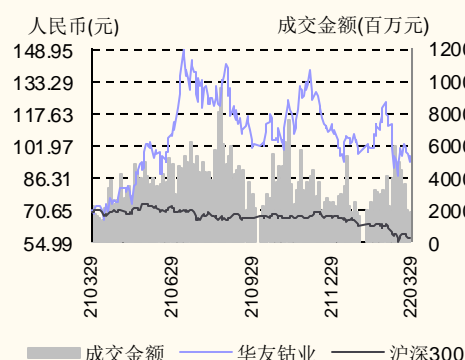


市场价格(人民币): 96.84元

目标价格(人民币): 134.85元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.21
已上市流通A股(亿股)	12.11
总市值(亿元)	1,182.80
年内股价最高最低(元)	149.59/66.20
沪深300指数	4134
上证指数	3204



华友钴业逻辑再梳理—锂电一体化迈入收获期

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,853	21,187	39,190	55,466	64,753
营业收入增长率	30.46%	12.38%	84.97%	41.53%	16.74%
归母净利润(百万元)	120	1,165	3,934	5,490	7,143
归母净利润增长率	-92.18%	874.48%	237.71%	39.55%	30.11%
摊薄每股收益(元)	0.111	1.021	3.221	4.495	5.849
每股经营性现金流净额	2.41	1.63	4.59	8.52	13.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.54%	11.74%	20.82%	24.74%	26.98%
P/E	873.88	94.88	30.06	21.54	16.56
P/B	13.48	11.14	6.26	5.33	4.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **锂电材料转型卓有成效, 一体化成本优势显著:** 公司持续加速锂电材料一体化转型进程, 21H1 前驱体销量 2.9 万吨, 同比+129%, 市占率跃升至国内第四。前驱体成本中原料占比 90%, 向上一体化带来显著成本优势。不考虑资源端利润情况下, 仅冶炼+工序简化具备吨前驱体约 1.5 万元成本优势。
- **印尼湿法镍项目贡献吨前驱体 1-2 万元超额利润:** 硫酸镍成本在前驱体原料中占比从 NCM333 的 24% 提升至 NCM811 的 70%, 布局上游镍可有效实现降本。华友在印尼同时布局火法与湿法项目, 湿法 HPAL 项目总产能 18 万吨镍, 镍中间品制备成本较主流 RKEF 火法项目具备 6000 美元/吨镍竞争优势, 对应吨前驱体超 1-2 万元人民币成本优势。在赚取镍资源端常规收益外, 公司同时赚取高壁垒湿法项目创造的超额收益。
- **前驱体+正极材料产能迅速放量:** 公司前期锂电产能布局迈入收获期, 21-23 年前驱体权益产能 6.4/16.4/27.0 万吨, 正极材料权益产能 3.1/5.0/10.4 万吨, 向下延伸+先发优势+成本壁垒将助力公司锂电材料市占率持续提升。
- **周期+成长属性兼备:** 公司过往为纯周期企业, 业绩随铜钴价格波动幅度较大。随着前驱体+正极材料逐步放量, 锂电板块毛利占比自 20 年的 13% 增长至 23 年 28%, 并将持续提升。锂电增长平抑利润周期, 金属价格贡献向上弹性。钴镍价格悲观假设下公司 22 年利润仍能实现正增长, 乐观假设下 22 年利润增幅超过 70%。公司未来将同时具备周期+成长属性。

盈利预测&投资建议

- 考虑到镍钴铜价格持续维持在高位以及公司印尼镍项目产能投放进度超预期, 我们对公司归母净利润进行上调。预测 21-23 年公司归母净利润分别为 39.3/54.9/71.4 亿元 (较前次预测分别上调 5%/16%/24%), 同比 +237.7%/+39.6%/+30.1%。实现 EPS 3.2/4.5/5.8 元, 对应 PE 分别为 30/22/17 倍。给予 2022 年业绩 30 倍估值, 对应市值 1647 亿元, 维持“买入”评级。

相关报告

- 1.《Q4 业绩超预期, 一体化持续推进-华友钴业公司点评》, 2022.1.12
- 2.《Q2 业绩高增, 前驱体加速放量-华友钴业 2021 半年报点评》, 2021.8.17
- 3.《量价齐升提振业绩, 募投项目稳步推进-华友钴业 21 年一季报点评》, 2021.4.17

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

风险

- 下游新能源需求不及预期风险、铜钴镍价格下跌风险、汇兑风险、项目进度不及预期风险、限售股解禁风险。

内容目录

一、完成锂电材料一体化布局，成本优势显著	4
1.1 从钴业龙头到锂电材料一体化的华丽转型	4
1.2 直接材料占前驱体成本约 90%，一体化带来显著成本优势	5
二、印尼湿法镍项目贡献一体化另一成本优势	6
2.1 高镍化趋势下布局上游镍资源可有效实现降本	6
2.2 华友的镍布局——火法湿法并行，湿法具备超额利润	8
三、锂电材料放量助力成长，资源板块贡献周期弹性	10
3.1 前驱体+正极材料产能扩张并行，增强产销确定性	10
3.2 钴铜锂镍资源板块贡献向上弹性	12
四、盈利预测&投资建议	14
五、风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司已形成从镍钴铜资源开发到锂电材料制造一体化产业链	4
图表 2: 公司前驱体迅速放量 (万吨)	4
图表 3: 2020 年华友钴业前驱体市占率已达到国内第四	4
图表 4: 原材料占前驱体成本最高且易波动 (万元/吨)	5
图表 5: 华友钴业吨成本优于中伟股份 0.5 万元/吨	5
图表 6: 一体化生产同时具备资源成本优势与冶炼成本优势	5
图表 7: 硫酸钴及硫酸镍加工毛利对应约 1 万元吨前驱体成本	6
图表 8: 不同型号前驱体中金属元素用量发生较大变化	7
图表 9: NCM811 成本中硫酸镍占比达 70%	7
图表 10: 红土镍矿逐渐成为硫酸镍原料主要来源	7
图表 11: 湿法工艺较火法具备较多优势，但其对技术水平要求较高	8
图表 12: 2023 年底公司在镍领域实现控股产能 22.5 万金属吨，权益产能 12.69 万金属吨	8
图表 13: 力勤印尼 HPAL 湿法项目成本主要为原材料+折旧+人工 (合计 91%)	9
图表 14: 力勤 HPAL 湿法项目 MHP 制备成本约在 0.5 万美元/吨镍	9
图表 15: 湿法工艺较火法工艺制备镍中间品具备 5880 美元/吨镍成本优势	10
图表 16: 湿法较火法成本优势对应 NCM811 原料成本 1.94 万元/吨	10
图表 17: 近年来国内前驱体市场集中度持续提升	11
图表 18: 2023 年底公司前驱体控制产能达到 32.5 万吨，权益产能达到 27 万吨	11
图表 19: 2023 年公司正极材料权益产能达到 10.4 万吨	11
图表 20: 2021 年巴莫科技市占率位列国内厂商第一梯队	12
图表 21: 公司近年来铜钴产品产量持续提升 (万吨)	13

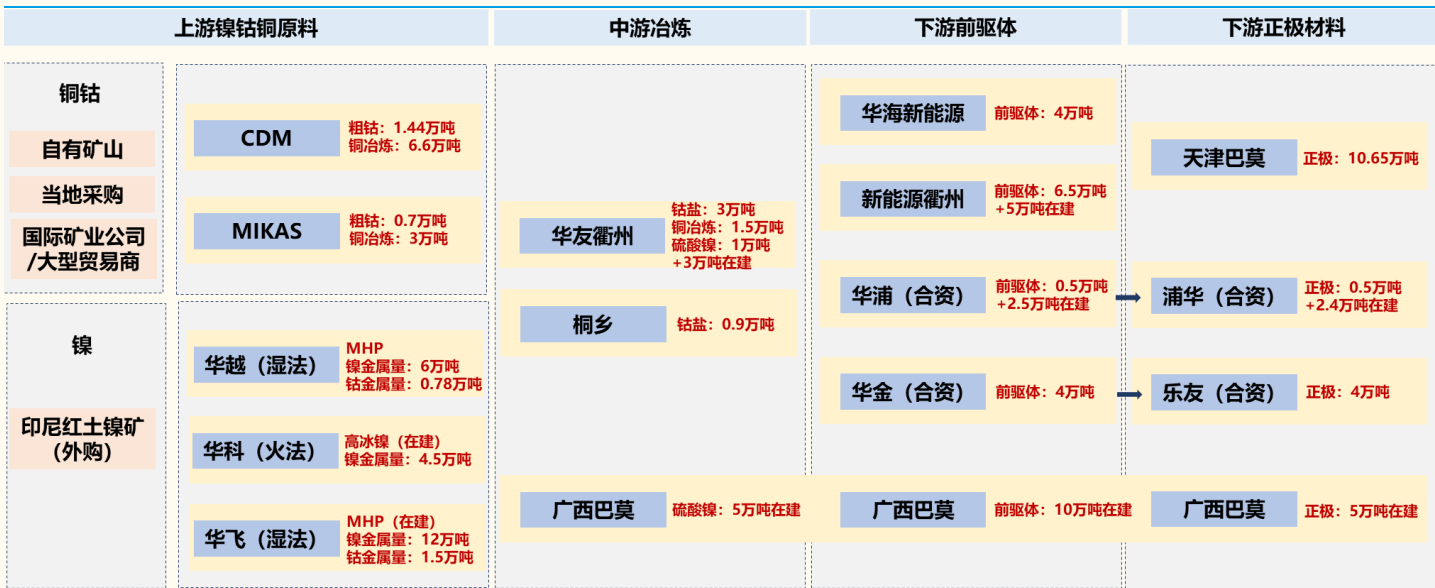
图表 22: 钴产品毛利及毛利率波动剧烈 (亿元)	13
图表 23: Arcadia 项目储量折碳酸锂当量 124 万吨.....	13
图表 24: 公司历史归母净利润周期属性明显 (亿元)	14
图表 25: 2020 年公司铜钴镍贡献 75%毛利润	14
图表 26: 预计 2023 年锂电板块将贡献 28%毛利润	14
图表 27: 22-23 年镍钴铜价格预测	15
图表 28: 公司外销产品销量预测 (镍钴铜为金吨/前驱体和正极材料为实物吨)	15
图表 29: 公司各版块营收及毛利测算.....	16
图表 30: 钴镍极端悲观预期下公司仍能实现利润正增长 (亿元)	16
图表 31: 可比公司估值比较 (市盈率法)	17

一、完成锂电材料一体化布局，成本优势显著

1.1 从钴业龙头到锂电材料一体化的华丽转型

- 华友钴业作为全球钴业龙头，自 2015 年上市以来依托资源及融资渠道优势，加速新能源锂电材料一体化的转型进程。当前公司业务板块涉及上游镍钴铜资源开发-中游钴盐/电积铜/硫酸镍冶炼-下游前驱体及正极材料生产，同时还布局循环回收业务。公司资源、有色、新能源三大板块已形成纵向一体化链条，完成了总部在桐乡、资源保障在境外、制造基地在中国、市场在全球的空间布局。

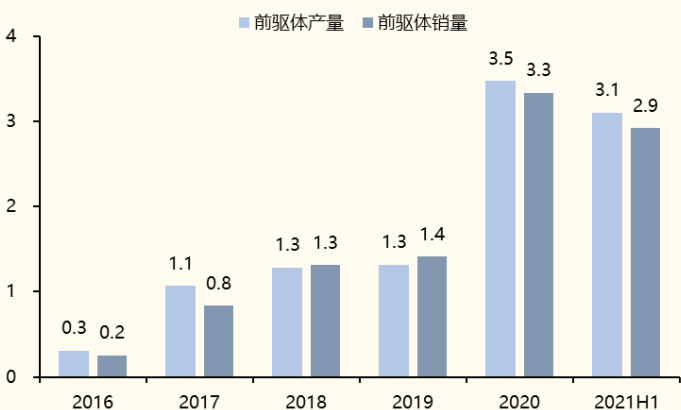
图表 1：公司已形成从镍钴铜资源开发到锂电材料制造一体化产业链



来源：公司公告，国金证券研究所

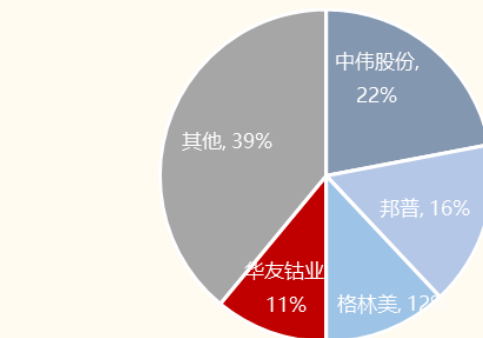
- 锂电产业链转型成效显著：公司自 2013 年开始布局锂电新能源业务，近年来公司三元前驱体产销迅速放量，2021H1 产销量分别达到 3.1/2.9 万吨，同比+138%/+129%。根据 GGII 数据，2020 年全球前驱体出货量 42 万吨，国内出货量 33 万吨，华友钴业市占率已跃升至国内第四，占比 11%。

图表 2：公司前驱体迅速放量（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2020 年华友钴业前驱体市占率已达到国内第四

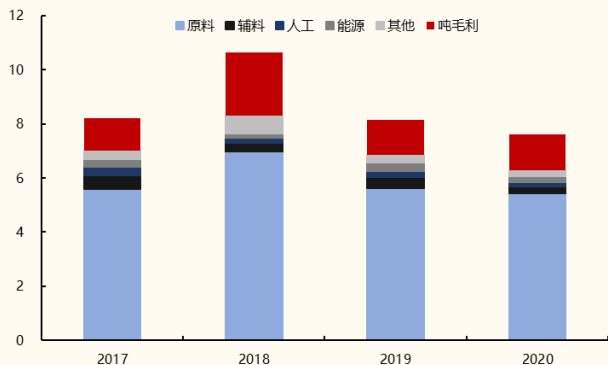


来源：GGII，国金证券研究所

1.2 直接材料占前驱体成本约 90%，一体化带来显著成本优势

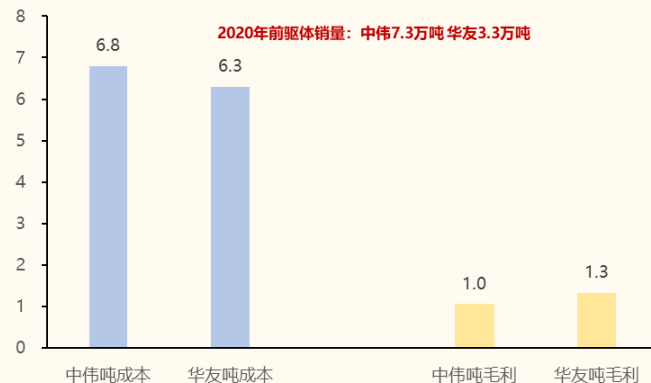
- **前驱体降本出路在于向上延伸。**前驱体生产成本以直接材料为主，其占营业成本比重约 80%~90%，且随着金属价格变化有较大波动幅度。前驱体厂商实行在原料成本基础上收取一定加工费的定价机制，外购原材料的企业只能固定赚取加工费较制造成本的溢价，该部分对应的吨毛利上行空间有限（中伟股份 18-20 三年间前驱体销量翻三倍，吨毛利并未因规模优势得到提升）。此外将华友钴业与中伟股份对比也可以发现，20 年中伟产销两倍于华友，中伟制造费用应当具备更强规模优势，而华友因部分原料自供，吨营业成本为 6.3 万元/吨，优于中伟 0.5 万元/吨，带来吨毛利优于中伟 0.3 元/吨。因此前驱体降本增利的核心在于向原料端进行一体化延伸。

图表 4：原材料占前驱体成本最高且易波动（万元/吨）



来源：华友钴业公告，国金证券研究所

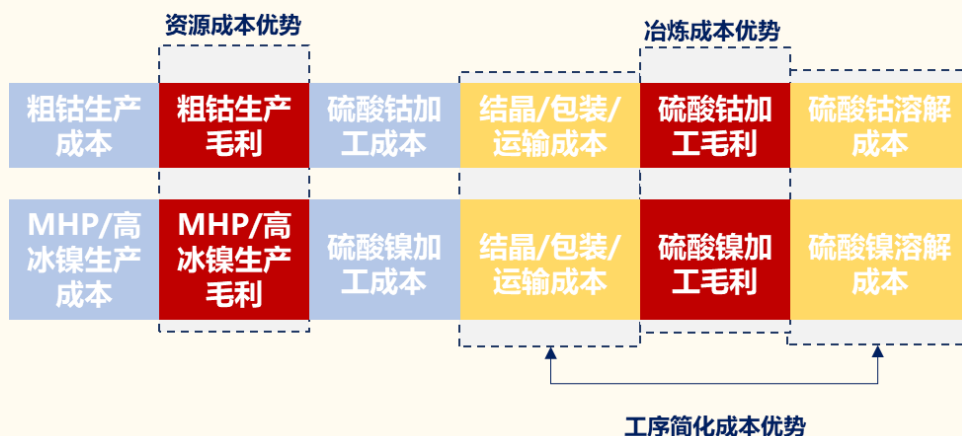
图表 5：华友钴业吨成本优于中伟股份 0.5 万元/吨



来源：公司公告，国金证券研究所

- **一体化降本核心在于赚取上游端利润+实现工序简化。**对前驱体原材料生产过程进行拆解可以发现：1）向上延伸的本质在于多赚取了一道上游的利润（图表 6 红色部分），这部分利润即是一体化的成本优势来源。而上游的利润可进一步拆分成资源端利润（从矿石到镍钴中间品）和冶炼端利润（从镍钴中间品到硫酸盐）。2）除赚取上游端利润，一体化尤其是华友所布局的一体化还具备工序简化带来的成本优势。硫酸盐外销产商通常将其结晶并包装后以固体形式销售，继而运输至前驱体厂商。后者再对其进行溶解以用于生产。而观察华友的产能布局可以发现，公司在衢州、桐乡、广西三地均有硫酸盐与前驱体布局，硫酸盐溶液可通过管道直接运输至前驱体生产车间，省略中间结晶-包装-运输-溶解费用，工序简化带来额外成本优势（图表 6 黄色部分）。

图表 6：一体化生产同时具备资源成本优势与冶炼成本优势



来源：国金证券研究所

- **资源端赚取利润具备强周期性，冶炼端赚取利润更具稳定性。**由于镍钴中间品定价主要参照金属价格给予一定折价，金属价格波动剧烈，而其生产成本相对固定，因而资源端赚取的利润具备较强周期性。冶炼端原材料镍钴中间品及产成品镍钴硫酸盐均参照金属价格定价，企业只赚取一定加工利润，其利润随金属价格也有一定波动，但幅度相对较小。
- **未考虑上游资源情况下一体化具备吨前驱体万元以上成本优势。**考虑到资源端利润的不稳定性以及出于保守考虑，我们在此仅对冶炼端的成本优势进行测算。根据测算（核心假设见图表 7），硫酸镍及硫酸钴加工毛利分别为 2436/11547 元/实物吨，折算至 NCM333/NCM523/NCM622/NCM811 的成本优势分别为 14141/10649/11252/9766 元/吨。向上一体化能够通过赚取硫酸盐加工利润带来约 1 万元/吨前驱体的成本优势，再考虑到工序简化带来约 2000~4000 元/吨前驱体成本优势，在不考虑资源端赚取利润情况下，一体化可带来约 1.5 万元/吨前驱体成本优势，以华友 20 年前驱体销售均价 6.3 万元/吨计，成本优势达到均价的 24%。

图表 7：硫酸钴及硫酸镍加工毛利对应约 1 万元吨前驱体成本

核心假设				
电解镍含税价（万元/吨）	14			
MB 钴价（折万元/吨）	34.5			
硫酸盐对镍钴金属价格系数	1.1			
MHP 镍钴折价系数	0.85			
硫酸镍/硫酸钴加工成本（万元/金属吨）	2			
计算得硫酸盐加工毛利				
硫酸镍加工毛利（元/实物吨）	2436			
硫酸钴加工毛利（元/实物吨）	11547			
加工毛利折算至吨前驱体（元/实物吨）				
	NCM811	NCM622	NCM523	NCM333
单位前驱体耗用硫酸镍实物量	2.4	1.8	1.5	1.0
单位前驱体耗用硫酸钴实物量	0.4	0.6	0.6	1.0
吨前驱体对应硫酸镍加工毛利	5725	4324	3605	2363
吨前驱体对应硫酸钴加工毛利	4041	6928	7044	11778
吨前驱体成本优势合计	9766	11252	10649	14141

来源：容百科技招股说明书，国金证券研究所

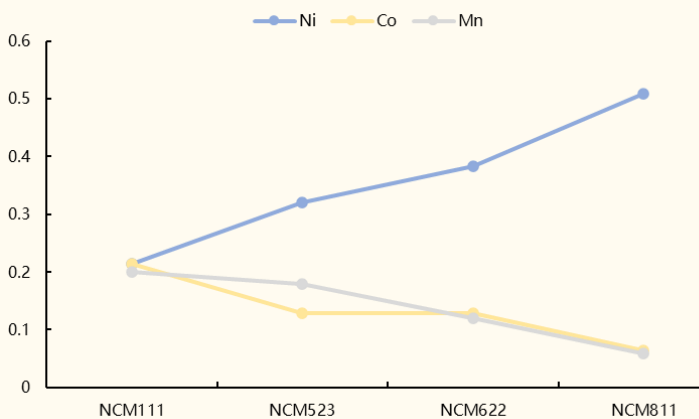
注：单吨前驱体耗用硫酸盐实物量数据来自容百科技招股说明书

二、印尼湿法镍项目贡献一体化另一成本优势

2.1 高镍化趋势下布局上游镍资源可有效实现降本

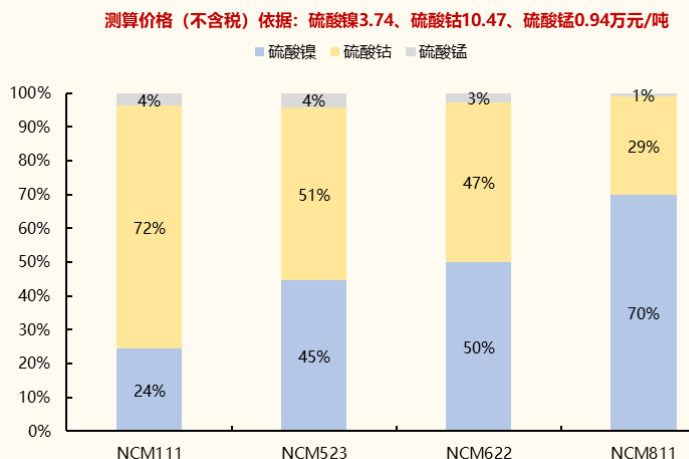
- 随着前驱体品种的不断升级迭代，其对镍钴锰三种元素的用量发生了显著的变化。三元电池高镍化趋势下，吨前驱体对镍的耗用量从 NCM111 的 0.21 吨提升至 NCM811 的 0.51 吨，对钴的耗用量则从 0.21 吨下降至 0.06 吨。以当前硫酸盐成本测算，硫酸镍成本在原材料中占比从 NCM111 的 24% 提升至 NCM811 的 70%。因此前驱体生产企业通过一体化赚取资源端利润实现降本时，布局上游镍资源成为了较为关键的一环。

图表 8: 不同型号前驱体中金属元素用量发生较大变化



来源: 国金证券研究所

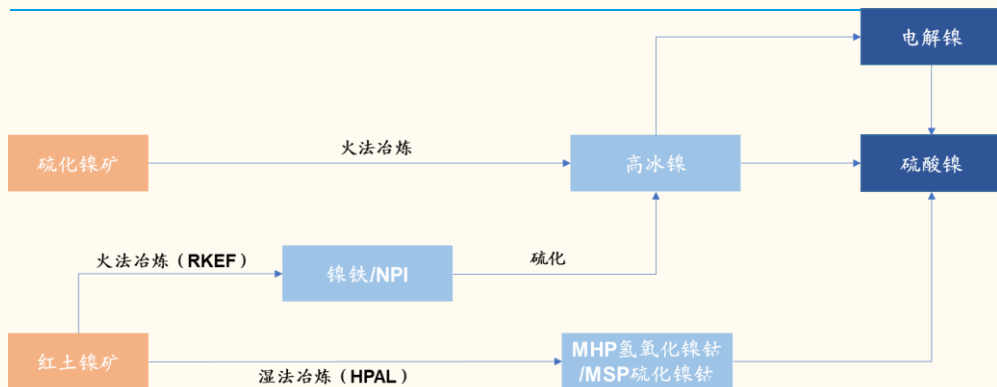
图表 9: NCM811 成本中硫酸镍占比达 70%



来源: 国金证券研究所

- 硫酸镍可由高冰镍、MHP/MSP、镍豆/镍粉等原生镍或镍废料等经酸溶制得，其中原生镍的原料来源主要有硫化镍矿和红土镍矿，因全球易开采硫化镍矿资源的逐渐衰竭，近年来全球对镍的布局主要集中于红土镍矿。红土镍矿制备镍中间品主要有火法和湿法两种工艺。

图表 10: 红土镍矿逐渐成为硫酸镍原料主要来源



来源: 国金证券研究所

- 火法工艺壁垒较低。火法工艺是在主流的红土镍矿 RKEF 生产镍铁基础上新增一道转炉硫化工序生产高冰镍。RKEF 在国内和印尼得到大规模应用，技术成熟度高且具备较高回收率，但其缺点在于对矿石品味要求高、无法对钴资源实现回收且具备较高能耗。
- 湿法工艺壁垒高，仅少数企业可实现量产。湿法工艺是利用浸出剂将红土镍矿中的镍钴有价元素溶解，其方法主要有还原焙烧法、硫酸常压浸出、高压酸浸 (HPAL) 法。HPAL 法是近年来全球新建的湿法冶炼厂采取的主流工艺。其对矿石品味要求低，能够同时提取原料中的钴且具备低排放、低能耗优势，是全球处理中低品位红土镍矿最先进的工艺。但其生产流程复杂，并且需要在高温、浓硫酸、高压的环境下进行，对技术及运营能力要求非常高且容错率低。技术或运营能力不达标会导致无法达产、能耗过高及设备破坏等问题，因此当前全球成功达产运行的 HPAL 项目较少。

图表 11: 湿法工艺较火法具备较多优势, 但其对技术水平要求较高

	火法工艺	湿法工艺
原料	高品位残积镍矿	低品位褐铁镍矿
镍品位	通常 1.8%以上	通常 1%以上
原料要求	高镁低铁	低镁
能耗水平	能耗水平高	能耗水平低
金属回收率	镍回收率高, 钴回收率低	镍钴回收率均较高
产品结构	镍铁为主、镍硫为辅	镍钴中间产品为主, 镍钴金属产品为辅
碳排放水平	很高	较低

来源:《碳中和背景下电池镍行业发展趋势及应对措施》, 国金证券研究所

2.2 华友的镍布局——火法湿法并行, 湿法具备超额利润

- 华友钴业自 18 年开始在印尼布局上游镍资源项目, 公司在印尼规划了三个镍冶炼项目: 1) 华越+华飞 HPAL 湿法项目: 华越项目 6 万吨已于 21 年底投产, 预计将在 22 年上半年达产。华飞项目 12 万吨当前正在建设中, 可复制华越成功经验, 预计 23 年上半年投产。2) 华科 RKEF 火法项目: 4.5 万吨当前仍在建设中, 预计 22 年上半年投产。到 23 年底公司预计能够在上游镍领域实现控股产能 22.5 万金吨, 权益产能合计 12.69 万金吨。公司同时对火法与湿法产线进行布局。
- 如前所述, 资源端利润是一体化成本优势的一大来源。当前全球镍产品制备主要通过火法工艺, 我们认为华科火法项目帮助公司赚取镍资源端常规利润。而华越+华飞湿法项目的镍中间品制备成本显著优于主流的火法工艺, 为公司贡献镍资源端的超额利润, 打造一体化的另一成本优势。

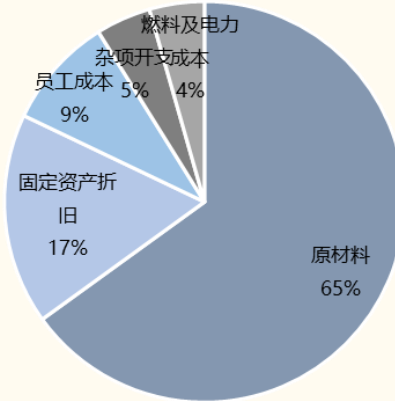
图表 12: 2023 年底公司在镍领域实现控股产能 22.5 万金属吨, 权益产能 12.69 万金属吨

项目主体	华友持股比例	项目工艺	产品	产能(金属量)	项目进度
华越	57%	湿法	MHP	6 万金吨镍+7800 金吨钴	21 年底投料试生产, 预计 22 年上半年达产
华科	70%	火法	高冰镍	4.5 万金吨镍	预计 22 年上半年投产
华飞	51%	湿法	MHP	12 万金吨镍+1.5 万金吨钴	预计 23 年上半年投产

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 华越项目于 21 年底投产, 市场普遍关心其成本水平。但因 HPAL 项目当前成功运行的案例较少, 且其他项目投产时间较早, 选址各异, 不具备较强可比性, 因此对于华越项目成本, 一直没有较好的参考依据。而 22 年 2 月宁波力勤向港交所递交上市申请, 为华越项目的成本提供了较好参考依据。
- 力勤项目与华越项目成本可比性较强。力勤的印尼湿法项目是 13 年来第一个由中国公司在海外建设并成功投产的 HPAL 项目, 其于 21 年 5 月投产。随后 21 年底华越项目作为第二个正式投产。我们认为力勤项目与华越项目具备相当的可比性, 可以为成本提供较好的指引。从力勤披露的湿法项目成本构成来看, 原料 65%+折旧 17%+人工 9%构成了主要营业成本, 而对比力勤项目与华越项目发现: 1) 两者均与中国恩菲合作设计与规划项目生产线, 预期技术路线较为一致。2) 两者选址都在印尼, 且都自印尼当地采购红土镍矿, 原料及人工成本预计较为一致。3) 两者的吨镍总投资成本相近(华越 2.1 万美元, 力勤 1.9 万美元), 固定资产折旧成本差异较小。

图表 13: 力勤印尼 HPAL 湿法项目成本主要为原材料+折旧+人工 (合计 91%)



来源: 宁波力勤招股说明书, 国金证券研究所

- 力勤 HPAL 湿法项目镍中间品制备成本约 0.5 万美元/金吨镍, 仍有进一步下行空间。根据力勤披露的招股书信息, 我们对其镍中间品 (MHP) 制备成本进行测算。由于副产钴价格波动对镍成本的抵扣有一定影响, 我们以价格水平在近年来较低的 20 年钴价进行保守计算。根据我们的测算, 力勤项目 21 年运行的 MHP 制备成本约 0.51 万美元/吨镍 (考虑副产钴抵扣以后)。考虑到其项目共设计两条产线, 第一条产线 5 月投产, 7 月达产, 第二条产线 10 月投产, 预计在 12 月达产, 有部分时间公司产能处于爬坡过程中, 因此等完全达产后预计成本还有进一步下行空间。

图表 14: 力勤 HPAL 湿法项目 MHP 制备成本约在 0.5 万美元/吨镍

核心假设		
MHP 销量 (镍金吨)		9505
单位金属镍对应钴产出		0.12
MB 钴价 (美元/磅)		16
MHP 中钴折价系数		0.85
2021M1-M11 财务数据	总收入/成本 (千美元)	成本 (万美元/吨镍)
原材料	51,076	0.54
固定资产折旧	13,381	0.14
员工成本	7,091	0.07
杂项开支	3,493	0.04
燃料及电力成本	3,488	0.04
合计: 营业成本 (不考虑钴)	78,529	0.83
扣除钴抵扣		0.31
吨营业成本 (考虑钴抵扣)		0.51

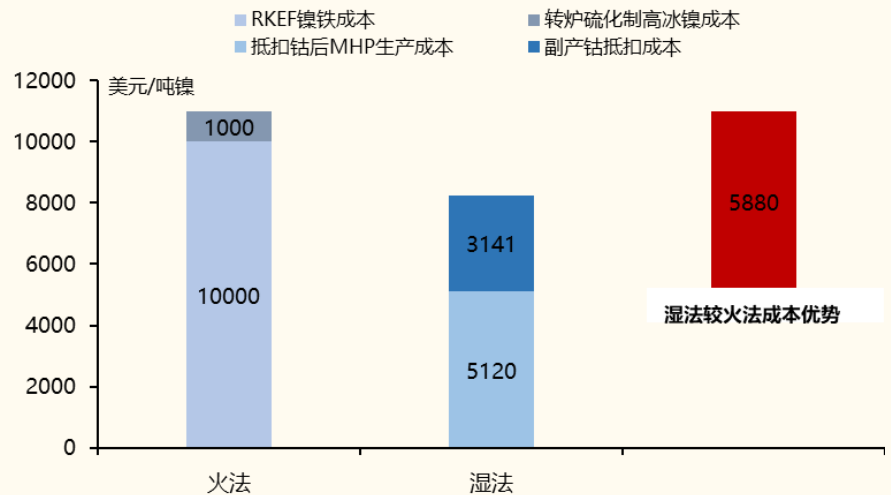
来源: 宁波力勤招股说明书, 国金证券研究所

注: MHP 销量根据公司披露的投产进度预测, MB 钴价按 2020 年均价进行保守估计。

- 火法工艺镍中间品制备成本约在 1.1 万美元/吨镍。RKEF 工艺因其路线成熟, 整体成本差异较小。以盛屯矿业子公司友山镍业在印尼的镍铁产线 20 年经营数据测算得 RKEF 镍铁生产成本约在 1 万美元/吨镍。镍铁经转炉硫化工序生产高冰镍增加成本约 1000 美元, 火法工艺镍中间品 (高冰镍) 制备成本在 1.1 万美元/吨镍。
- 湿法路线较火法具备吨前驱体 1-2 万元成本优势。考虑到 HPAL 湿法工艺具备的高初始投资金额及高技术壁垒, 未来镍中间品的供应主流路线预期还是以火法为主。而湿法 HPAL 较火法工艺生产镍中间品 (暂不考虑 MHP

与高冰镍两种镍中间品在后续制备硫酸镍过程中的加工费差异)具备约 6000 美元/吨镍成本优势, 对应 NCM811/522/523/333 成本约 1.94/1.47/1.22/0.80 万元人民币。

图表 15: 湿法工艺较火法工艺制备镍中间品具备 5880 美元/吨镍成本优势



来源: 宁波力勤招股说明书, 盛屯矿业公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 湿法较火法成本优势对应 NCM811 原料成本 1.94 万元/吨

前驱体类型	NCM811	NCM622	NCM523	NCM333
对应前驱体成本 (万元/吨)	1.94	1.47	1.22	0.80

来源: 国金证券研究所

注: 美元兑人民币汇率以 6.33 计算

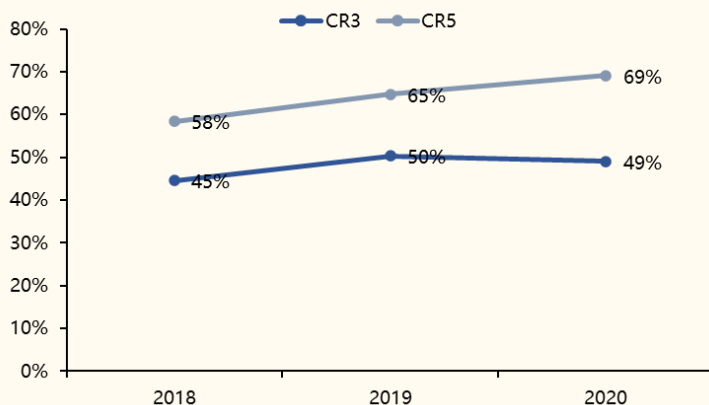
- 公司通过一体化赚取了镍冶炼端利润 (已在第一部分中测算) + 常规镍资源端利润 (如前所述, 资源端利润因具备强周期性, 本文未量化测算) 之外, 还因湿法工艺的成本优越性赚取了吨前驱体 1-2 万元左右的超额利润, 进一步奠定前驱体成本优势。

三、锂电材料放量助力成长, 资源板块贡献周期弹性

3.1 前驱体+正极材料产能扩张并行, 增强产销确定性

- 先发优势+资金实力+成本优势促进龙头企业前驱体市占率提升。前驱体投资需要较强资金实力。以华友全资子公司新能源衢州自 20 年以来自建的两个项目 (定增募资建设 5 万吨+转债募资建设 5 万吨) 为例, 其吨投资金额分别为 3.1/2.9 亿元, 对公司资金实力要求较高。而随着前驱体产品不断进行技术迭代, 企业需要持续投入进行新产品研发与生产, 龙头企业能够通过广泛的融资渠道与资金实力迅速扩张产能, 率先通过认证切入下游供应链, 并通过一体化实现低成本以持续保持竞争优势。预计龙头企业在前驱体市场的集中度将持续提升。

图表 17: 近年来国内前驱体市场集中度持续提升



来源: ICC 鑫椏资讯, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

- 华友在前驱体和下游正极材料领域市占率持续提升的方式一是不断扩产能, 二是持续一体化, 通过向上一体化具备的成本优势以及向下一体化锁定销售来保障产能持续向销量转化。
- 自有+合资前驱体产能迅速投放, 23 年底权益产能达到 27 万吨。公司自 13 年布局前驱体板块, 近年来通过自建+合资方式持续快速扩张前驱体产能。21 年底控制前驱体产能 10 万吨: 5.5 万吨自建产能+4.5 万吨合资产能, 对应权益产能 6.4 万吨。随着全资子公司新能源衢州 5+5 万吨、广西巴莫 10 万吨、合资公司华浦二期 2.5 万吨陆续投产, 到 2023 年底预计公司能够实现前驱体控制产能 32.5 万吨, 权益产能 27 万吨。

图表 18: 2023 年底公司前驱体控制产能达到 32.5 万吨, 权益产能达到 27 万吨

前驱体	持股	2021	2022E	2023E	备注
新能源衢州	100%	1.5	11.5	11.5	22 年 5 万吨建成, 转债募资新建 5 万吨预计 22 年下半年陆续投产
华海新能源	100%	4	4	4	量产
华浦 (与浦项合资)	24.1%	0.5	0.5	3	一期 0.5 万吨 21H1 出货, 二期 2.5 万吨在建, 预计 23 年投产
华金 (与 LG 合资)	20.5%	4	4	4	2021H1 开始出货, 当前实现量产
广西巴莫	100%	0	0	10	转债募资建设 10 万吨, 预计 23 年投产
控制产能合计		10.0	20.0	32.5	
权益产能合计		6.4	16.4	27.0	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 标灰为合资产能

- 合资+收购+自建深化正极材料布局, 23 年三元正极权益产能达 10.4 万吨。
 1) 合资: 18 年公司与浦项和 LG 成立合资公司建设前驱体及正极材料产能, 当前两家合资公司浦华+乐友正极产能 4.5 万吨已量产, 匹配合资公司华浦+华金 4.5 万吨前驱体产能, 浦华在建 2.4 万吨正极产能匹配在建的华浦 2.5 万吨前驱体产能。
 2) 收购: 21 年公司对巴莫科技实现控制及并表。收购时巴莫拥有 1.35 万吨钴酸锂+4.3 万吨三元正极产能, 5 万吨高镍三元正极产能在建。
 3) 自建: 22Q1 公司发行转债募资建设广西巴莫 5 万吨高镍三元项目, 未来将实现自建正极产能。

图表 19: 2023 年公司正极材料权益产能达到 10.4 万吨

正极	持股比例	2021	2022E	2023E	进度
浦华 (与浦项合资)	16%	0.5	0.5	2.9	一期 0.5 万吨 2020H2 完成认证, 已量产, 二期 2.4 万吨在建
乐友 (与 LG 合资)	20%	4	4	4	2020H2 完成认证, 当前已量产

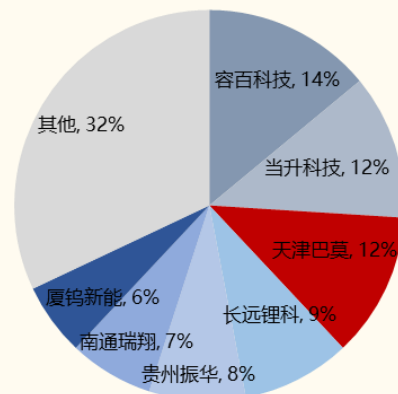
巴莫科技	38.62%	5.65	10.65	10.65	三期 5 万吨高镍产能预计在 2022 年建成
广西巴莫	100%	0	0	5	发行转债募资建设 10 万吨，预计 2023 年投产
控制产能合计		5.7	10.7	15.7	
权益产能合计		3.1	5.0	10.4	

来源：公司公告，国金证券研究所

注：标灰合资建设产能为外资控股，未并表

- **巴莫优质资产并表，市占率&客户结构均位列第一梯队。**21 年公司收购巴莫科技 38.62%股权，并获得母公司华友控股持有的巴莫科技 26.40%股权对应表决权，公司合计控制巴莫 65.02%表决权并于 8 月对巴莫进行并表。21 年巴莫科技正极材料国内市占率达到 12%，位居国内第二。且其拥有较好客户资源，已与 LG、比亚迪、CATL、冠宇、孚能、ATL、亿纬、力神等国内外主流电池企业建立长期合作稳定关系，公司自建前驱体产品可依托巴莫切入下游优质客户产业链。

图表 20: 2021 年巴莫科技市占率位列国内厂商第一梯队



来源：鑫椏锂电，华经产业研究院，国金证券研究所

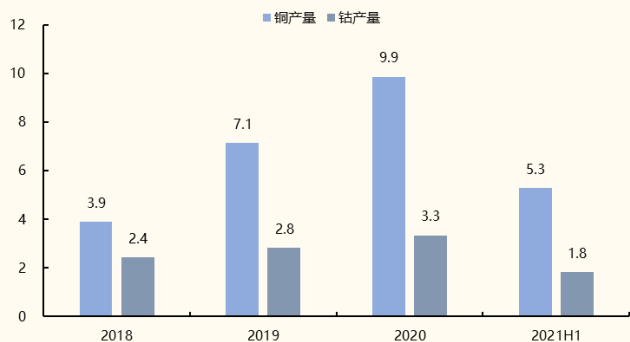
- **切入磷酸铁锂板块，完善锂电材料布局。**公司拟通过收购+合资方式布局磷酸铁锂板块。1) **收购：**公司拟通过巴莫科技向华友控股收购其持有的内蒙古圣钒 100%股权，内蒙古圣钒总规划年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料，分四期建设，一二期合计 4 万吨已投产，三期 2.5 万吨预计 22 年中投产，四期 3.5 万吨在建设中。2) **合资：**21 年 11 月公司与兴发集团签订框架协议，拟在湖北宜昌合作投资磷矿采选、磷化工、湿法磷酸、磷酸铁及磷酸铁锂材料的一体化产业，建设 50 万吨/年磷酸铁、50 万吨/年磷酸铁锂及相关配套项目。21 年底时华友与兴发已成立合资公司湖北兴友，以其作为主体建设 30 万吨/年磷酸铁项目，一期为 10 万吨/年。公司在三元领域的布局已相当完善，通过切入磷酸铁锂一体化，持续完善锂电正极材料版图。

3.2 钴铜镍资源板块贡献向上弹性

- **钴铜业绩具备强周期性。**公司由钴铜业务起家，钴铜原料主要来源于：1) 刚果金自有铜钴矿山，该部分开采成本较低且相对固定。2) 向刚果金当地的矿企、中间商以及自有采购网点采购，该部分成本高于自有矿山且随钴铜价格变化有一定波动。3) 向国际矿业公司或大型贸易商采购，成本最高且与钴铜价格相关性最强。钴铜价格波动时期，公司自有矿部分开采成本相对固定+存货价值波动会使得公司业绩进一步放大金属价格的波动，呈现出明显的周期性。
- 近年来随着产能不断提升，公司铜钴产品产量实现稳步增长。钴产品毛利率呈现出典型的周期性波动，是造成公司历年来毛利润变化幅度较大的主

要原因；铜产品毛利率整体呈上升趋势，主要与自有矿山矿料自给率提升及产品结构优化有关，而随着上述两点对铜毛利率影响的边际作用弱化，未来铜产品毛利率也将随铜价出现周期性波动。

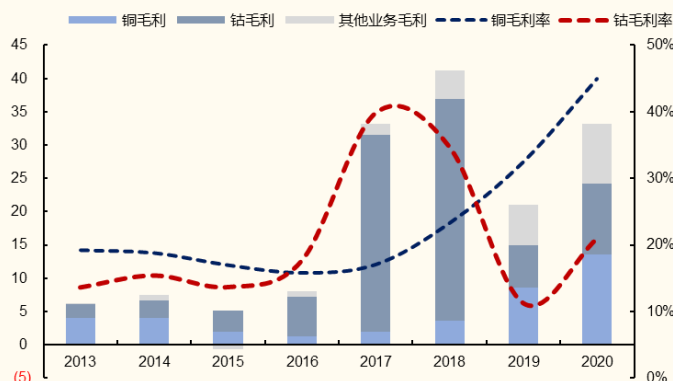
图表 21：公司近年来铜钴产品产量持续提升（万吨）



来源：公司公告，国金证券研究所

注：产量包含受托加工部分

图表 22：钴产品毛利及毛利率波动剧烈（亿元）



来源：国金证券研究所

- **23 年后锂贡献另一资源端业绩来源。**21 年 12 月公司发布公告，拟通过子公司华友国际收购前景锂矿公司全部股权。前景锂矿拥有津巴布韦 Arcadia 锂矿 100% 权益，当前正处于建设过程中。Arcadia 项目建成后可年产 14.7 万吨锂辉石精矿，9.4 万吨技术级透锂长石精矿，2.4 万吨化学级透锂长石精矿及 0.3 吨钽精矿，预计将在 23 年实现投产。同时华友国际在 17 年参股了澳大利亚上市公司 AVZ，当前对 AVZ 持股比例 7.45%，AVZ 拥有刚果金 Manono 锂矿项目 75% 权益，当前该锂矿项目已完成前期工程和设计研究，预计将在 23 年投产。23 年起锂资源端也将成为公司另一利润来源。

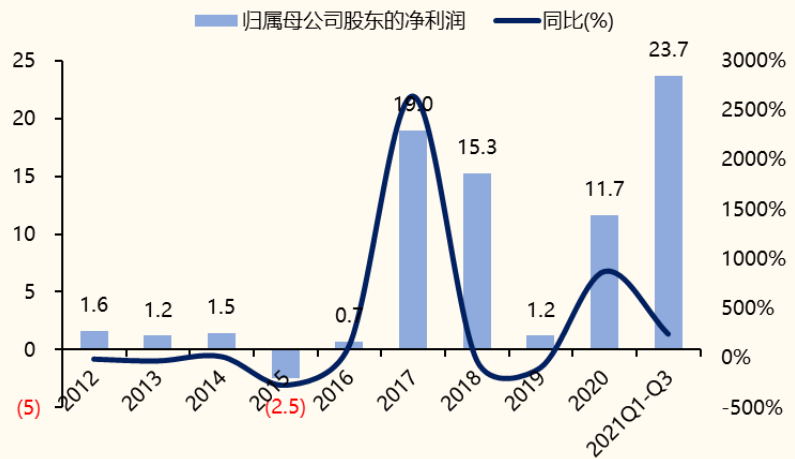
图表 23：Arcadia 项目储量折碳酸锂当量 124 万吨

类别	矿石量 (百万吨)	Li2O 品位 (%)	Ta2O5 品位 (ppm)	Li2O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	Ta2O5 金属量 (吨)
证实储量	11.8	1.25	114	14.4	36	1,361
概略储量	30.5	1.17	123	35.7	88	3,765
总储量	42.3	1.19	121	50.4	124	5,126

来源：公司公告，国金证券研究所

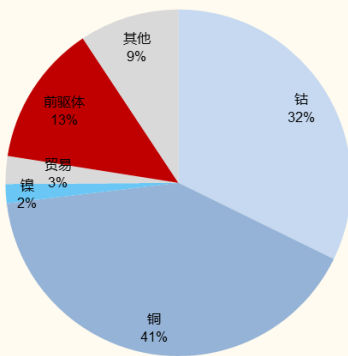
- 在公司不断推进一体化布局的同时，我们需要重新认识公司传统的铜钴业务及新布局的上游镍锂资源定位。过往铜钴业务为公司利润主要来源，且因其周期属性明显导致公司利润波动幅度较大。随着公司前驱体及正极材料产品持续放量，预计锂电板块利润及其占比将持续提升，能够有效平抑铜钴镍锂等金属价格变化带来的利润波动（在第四部分盈利预测中我们通过金属价格的敏感性测算来对本观点加以验证）。在金属价格下行周期，锂电材料放量带来的利润增长可弥补资源端利润的减少；在金属价格上行周期，公司业绩具备充足弹性。公司将同时具备周期+成长属性。

图表 24: 公司历史归母净利润周期属性明显 (亿元)



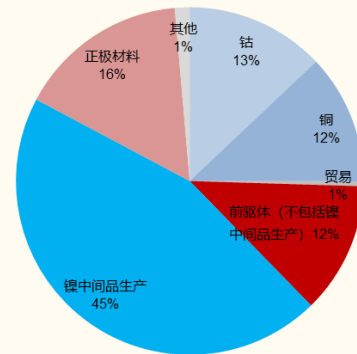
来源: 国金证券研究所

图表 25: 2020 年公司铜钴镍贡献 75% 毛利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 26: 预计 2023 年锂电板块将贡献 28% 毛利润



来源: 国金证券研究所

四、盈利预测&投资建议

■ 金属价格核心假设

- **镍:** 21 年电解镍含税均价为 14.0 万元/吨。22Q1 镍库存维持低位+供需紧平衡情况下电解镍价格持续创新高, 1-2 月均价 17.1 万元/吨。考虑到 22 年印尼较多镍铁产能释放, 供需格局迎来逆转下镍价预计缓慢下行。预计 22-23 年电解镍均价分别为 15/13 万元/吨, 同比+7%/-13%。
- **钴:** 21 年 MB 钴均价 24.3 美元/磅, 22Q1 运力不足导致供应偏紧情况下, 钴价高位运行, 1-2 月均价为 34.6 美元/磅。考虑到当前产业链整体维持低库存以及全球疫情持续对供应形成扰动, 预计 22 年钴行业将维持紧平衡格局。23 年随着南非物流情况缓解, 预计钴价将有所回落。预计 22-23 年 MB 钴价分别为 30/26 美元/磅, 同比+23%/-13%。
- **铜:** 21 年 LME 铜均价为 9319 美元/吨。宽松的货币环境叠加疫后需求快速释放推升铜价, 22 年 1-2 月 LME 铜均价为 9859 美元/吨。下半年需求平稳运行而流动性有所收紧下预计铜价重心下移, 预计 22-23 年铜价分别为 9500/9000 美元/吨, 同比+2%/-5%。

图表 27: 22-23 年镍钴铜价格预测

	2020	2021	2022E	2023E
电解镍含税价 (万元/吨)	11.0	14.0	15.0	13.0
YoY		+27%	+7%	-13%
MB 钴价 (美元/磅)	15.6	24.3	30.0	26.0
YoY		+56%	+23%	-13%
LME 铜价 (美元/吨)	6186	9319	9500	9000
YoY		+51%	+2%	-5%

来源: Wind, 百川大数据, 国金证券研究所

■ 产销量假设 (镍钴铜均以金属吨计量, 前驱体及正极材料以实物吨计量)

- **钴:** 公司当前拥有粗钴产能 2.14 万吨, 钴盐产能 3.9 万吨, 外销主要以钴盐为主。近年来公司钴盐产销量均较为稳定, 预计未来仍将保持稳定。21-23 年销量分别为 3.2/3.2/3.2 万吨。
- **铜:** 公司当前拥有粗铜/电积铜冶炼产能 11.1 万吨, 近年来随着产能不断释放产量有所增长。考虑到公司后续暂无铜冶炼产能扩张计划, 铜产品产销量预计将维持稳定。21-23 年销量分别为 9.8/10.0/10.0 万吨。
- **镍:** 公司当前镍产品主要为硫酸镍, 预计后续随着前驱体用镍量的持续提升, 公司硫酸镍产品全部用于自供, 不再外销。因此将印尼华越 6 万吨+华科 4.5 万吨+华飞 12 万吨镍中间品生产毛利润计入前驱体, 预计 22/23 年镍中间品产量分别为 8.0/16.5 万吨, 外销为 0。
- **前驱体:** 公司前驱体的产销受到产能制约, 22-23 年前驱体产能布局迈入收获期。预计全资子公司新能源衢州 5+5 万吨在 22 年陆续投产、广西巴莫 10 万吨 23 年投产、合资公司华浦二期 2.5 万吨在 23 年投产。21-23 年前驱体产销量分别在 7.8/12.5/21.5 万吨。
- **正极材料:** 公司 21 年前未有正极材料产能。21 年收购的天津巴莫具备 5.65 万吨正极材料产能, 三期新增 5 万吨预计 22 年投产。广西巴莫 5 万吨预计在 23 年投产。21-23 年公司正极材料产销量预计分别为 6.0/8.0/15.0 万吨。

图表 28: 公司外销产品销量预测 (镍钴铜为金吨/前驱体和正极材料为实物吨)

外销量	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
钴盐 (自产+受托加工, 不含自供)	2.4	2.8	3.1	3.2	3.2	3.2
铜 (自产+受托加工)	3.9	7.1	9.9	9.8	10.0	10.0
镍 (22-23 年为产量假设, 外销为 0)	0	0.4	0.5	0.2	8.0	12.5
前驱体	1.3	1.4	3.3	7.8	12.5	21.5
正极材料	0	0	0	6.0	8.0	15.0

来源: 国金证券研究所

- **成本及毛利:** 1) 铜钴镍的原料成本按金属价格折价计算, 假设冶炼成本保持相对固定。2) 前驱体原料成本随金属价格变化, 由于公司自供部分原料, 无法准确计算历史上单前驱体环节的加工毛利。考虑到行业内整体加工费水平差异较小, 参考外购原料的中伟股份吨毛利。18-20 年中伟前驱体吨毛利分别为 1.16/1.15/1.03 万元/吨, 整体较为稳定。21 年华友前驱体产量预计略高于中伟 20 年水平, 假设在不考虑原材料自供部分情况下, 21-23 年吨加工毛利分别为 1.1/1.0/1.0 万元/吨。3) 正极材料板块 20 年吨毛利 1.9 万元, 考虑到一定的规模优势, 预计 21-23 年吨毛利分别为 2.1/2.2/2.3 万元。
- **预测 21-23 年公司营收分别为 392/555/648 亿元, 同比+85%/+42%/+17%; 归母净利润分别为 39.3/54.9/71.4 亿元, 同比+237.7%/+39.6%/+30.1%。**

图表 29: 公司各版块营收及毛利测算

收入 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
钴	96	57	51	87	105	91
铜	16	26	30	44	45	43
镍 (硫酸镍)	0	4	5	3	0	0
贸易	17	86	93	100	100	100
前驱体	14	12	25	86	169	246
正极材料	0	0	0	64	128	160
其他	2	4	8	8	8	8
合计	145	189	212	392	555	648
YoY		30%	12%	85%	42%	17%
毛利 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
钴	33	6	11	26	35	28
铜	4	9	14	30	29	26
镍 (硫酸镍)	(0)	0	1	0	0	0
贸易	1	3	1	1	1	1
前驱体	3	2	4	13	17	125
其中:来自于镍中间品	0	0	0	0	52	98
正极材料	0	0	0	6	18	35
其他	0	1	3	3	3	3
合计	41	21	33	78	156	218
YoY		-49%	58%	136%	100%	39%

来源: 国金证券研究所

- **金属价格敏感性测算:** 公司铜钴镍上游资源板块布局的利润与金属价格高度相关。我们对公司归母净利润对镍钴价格的敏感性进行测算 (暂未考虑铜, 因钴和镍价格波动幅度较铜更为剧烈)。在悲观假设 MB 钴均价 26 美元/磅、电解镍均价 11 万元/吨情况下, 22 年公司归母净利润仍能实现正增长。而在 MB 钴价 34 美元/磅、电解镍价格 19 万元/吨情况下, 公司归母净利润增速将超过 70%。论证了我们在上文中提到的锂电板块业绩释放平抑公司利润周期, 金属价格贡献向上弹性的逻辑。

图表 30: 钴镍极端悲观预期下公司仍能实现利润正增长 (亿元)

	MB 钴价 (美元/磅)					
	归母净利润	26.0	28.0	30.0	32.0	34.0
电解镍含税价 (万元/吨)	11.0	39.9	42.1	44.3	46.5	48.7
	13.0	45.2	47.4	49.6	51.8	54.0
	15.0	50.5	52.7	54.9	57.1	59.3
	17.0	55.8	58.0	60.2	62.4	64.6
	19.0	61.1	63.3	65.5	67.7	69.9
	利润增速	26.0	28.0	30.0	32.0	34.0
	11.0	1.4%	7.0%	12.6%	18.2%	23.7%
	13.0	14.9%	20.5%	26.1%	31.6%	37.2%
	15.0	28.4%	34.0%	39.5%	45.1%	50.7%
	17.0	41.9%	47.5%	53.0%	58.6%	64.2%
	19.0	55.4%	60.9%	66.5%	72.1%	77.7%

来源: 国金证券研究所

- 预计 21-23 年公司分别实现 EPS 3.2/4.5/5.8 元, 当前股价对应 22 年净利润 PE 为 22 倍, 低于可比前驱体及正极材料厂商平均 30 倍的估值, 综合

考虑可比公司以及公司一体化布局下成本端的优势，给予 2022 年业绩 30 倍估值，对应市值 1647 亿元，维持“买入”评级。

图表 31：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300919	中伟股份	117.33	-	3.31	5.47	-	35.41	21.45
688005	容百科技	127.8	-	4.10	6.16	-	31.14	20.75
300073	当升科技	76	-	2.60	3.49	-	29.21	21.78
002340	格林美	8.4	0.24	0.38	0.52	35.41	22.23	16.29
中位数						35.41	30.17	21.10
平均数						35.41	29.50	20.07
603799	华友钴业	96.84	3.22	4.50	5.85	30.06	21.54	16.56

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **下游新能源需求不及预期风险。**公司布局的三元前驱体及正极材料产能转化成销量依赖于下游新能源汽车产销量持续快速增长，若下游需求不及预期，将对公司锂电板块业绩产生影响。
- **铜钴镍锂价格下跌风险。**公司在铜钴镍锂上游资源领域均有所布局，而金属价格具备较强周期属性，周期上行能够增厚公司盈利，反之公司需要承担业绩下行风险。
- **汇兑风险。**公司业务布局高度国际化，子公司海外经营原料采购及部分产品出口主要以美元结算，若美元对人民币价格波动剧烈，将对公司业绩产生影响。
- **项目进度不及预期风险。**公司当前在国内外有较多在产项目，业绩释放依赖于各个项目顺利投产，若项目因国外政治环境、疫情等原因导致进度不及预期，公司产销量及业绩面临不及预期风险。
- **限售股解禁风险。**22 年 8 月公司部分定增配售股份面临解禁，解禁数量占公司总股本数量 0.18%，若该部分股东进行减持，公司股价面临波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	14,451	18,853	21,187	39,190	55,466	64,753	货币资金	2,324	2,886	2,334	5,097	6,671	7,386
增长率		30.5%	12.4%	85.0%	41.5%	16.7%	应收款项	1,597	1,518	2,085	4,201	5,643	6,057
主营业务成本	-10,337	-16,748	-17,870	-31,373	-39,838	-42,985	存货	5,488	3,390	4,069	7,728	9,813	10,588
%销售收入	71.5%	88.8%	84.3%	80.1%	71.8%	66.4%	其他流动资产	1,483	1,656	1,338	2,295	2,734	2,960
毛利	4,114	2,105	3,317	7,817	15,628	21,768	流动资产	10,892	9,450	9,826	19,322	24,862	26,991
%销售收入	28.5%	11.2%	15.7%	19.9%	28.2%	33.6%	%总资产	57.1%	40.6%	36.5%	39.2%	40.0%	37.9%
营业税金及附加	-172	-254	-194	-294	-416	-486	长期投资	716	1,624	2,435	6,935	9,535	12,135
%销售收入	1.2%	1.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	6,226	9,623	11,710	21,678	26,296	30,614
销售费用	-109	-164	-172	-235	-333	-389	%总资产	32.7%	41.4%	43.5%	44.0%	42.3%	43.0%
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	717	936	1,023	1,380	1,432	1,483
管理费用	-419	-468	-665	-980	-1,431	-1,678	非流动资产	8,168	13,817	17,119	29,993	37,263	44,232
%销售收入	2.9%	2.5%	3.1%	2.5%	2.6%	2.6%	%总资产	42.9%	59.4%	63.5%	60.8%	60.0%	62.1%
研发费用	-380	-268	-371	-705	-847	-1,016	资产总计	19,060	23,267	26,945	49,315	62,125	71,223
%销售收入	2.6%	1.4%	1.8%	1.8%	1.5%	1.6%	短期借款	5,681	7,126	7,310	12,306	7,292	4,121
息税前利润 (EBIT)	3,033	952	1,916	5,603	12,602	18,200	应付款项	2,242	3,792	3,634	9,337	11,312	12,208
%销售收入	21.0%	5.0%	9.0%	14.3%	22.7%	28.1%	其他流动负债	1,054	381	1,046	2,110	3,412	4,377
财务费用	-594	-427	-403	-414	-629	-626	流动负债	8,978	11,299	11,991	23,753	22,015	20,707
%销售收入	4.1%	2.3%	1.9%	1.1%	1.1%	1.0%	长期贷款	266	1,053	1,422	3,422	3,422	3,422
资产减值损失	-704	366	106	-13	-4	-1	其他长期负债	1,406	824	1,081	239	7,855	7,865
公允价值变动收益	17	-37	-29	200	100	0	负债	10,650	13,176	14,494	27,414	33,293	31,993
投资收益	-19	-58	69	500	100	100	普通股股东权益	7,601	7,748	9,922	18,898	22,192	26,477
%税前利润	n.a	n.a	4.7%	8.5%	0.8%	0.6%	其中：股本	830	1,079	1,141	1,221	1,221	1,221
营业利润	1,777	161	1,515	5,876	12,169	17,673	未分配利润	3,647	3,679	4,808	7,168	10,462	14,747
营业利润率	12.3%	0.9%	7.2%	15.0%	21.9%	27.3%	少数股东权益	810	2,343	2,530	3,003	6,640	12,752
营业外收支	-12	-2	-36	0	0	0	负债股东权益合计	19,060	23,267	26,945	49,315	62,125	71,223
税前利润	1,765	159	1,479	5,876	12,169	17,673	比率分析						
利润率	12.2%	0.8%	7.0%	15.0%	21.9%	27.3%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-240	-51	-353	-1,469	-3,042	-4,418	每股指标						
所得税率	13.6%	32.1%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.842	0.111	1.021	3.221	4.495	5.849
净利润	1,525	108	1,126	4,407	9,127	13,255	每股净资产	9.160	7.183	8.694	15.475	18.172	21.681
少数股东损益	-3	-11	-39	473	3,637	6,112	每股经营现金净流	2.197	2.410	1.630	4.594	8.516	13.160
归属于母公司的净利润	1,528	120	1,165	3,934	5,490	7,143	每股股利	0.100	0.000	0.200	1.288	1.798	2.339
净利率	10.6%	0.6%	5.5%	10.0%	9.9%	11.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.10%	1.54%	11.74%	20.82%	24.74%	26.98%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	8.02%	0.51%	4.32%	7.98%	8.84%	10.03%
净利润	1,525	108	1,126	4,407	9,127	13,255	投入资本收益率	17.35%	3.53%	6.86%	11.17%	20.05%	25.10%
少数股东损益	-3	-11	-39	473	3,637	6,112	增长率						
非现金支出	1,124	981	884	1,088	1,434	1,732	主营业务收入增长率	49.70%	30.46%	12.38%	84.97%	41.53%	16.74%
非经营收益	414	378	378	-40	518	631	EBIT增长率	13.09%	-68.62%	101.27%	192.48%	124.91%	44.42%
营运资金变动	-1,240	1,133	-528	156	-676	456	净利润增长率	-19.38%	-92.18%	874.48%	237.71%	39.55%	30.11%
经营活动现金净流	1,823	2,600	1,860	5,610	10,402	16,073	总资产增长率	14.69%	22.07%	15.81%	83.02%	25.98%	14.65%
资本开支	-1,369	-2,641	-3,625	-9,706	-6,100	-6,100	资产管理能力						
投资	-342	-1,499	31	-4,410	-2,500	-2,600	应收账款周转天数	28.6	17.3	17.3	25.0	23.0	20.0
其他	19	-945	-335	500	100	100	存货周转天数	182.2	96.7	76.2	90.0	90.0	90.0
投资活动现金净流	-1,692	-5,086	-3,929	-13,616	-8,500	-8,600	应付账款周转天数	42.8	28.1	33.2	50.0	45.0	45.0
股权募资	222	1,564	1,205	6,632	0	0	固定资产周转天数	117.4	124.7	143.4	105.1	84.9	80.2
债权募资	1,021	400	887	6,196	2,586	-3,171	偿债能力						
其他	-1,027	677	-518	-2,059	-2,913	-3,588	净负债/股东权益	51.40%	51.43%	51.14%	47.90%	39.89%	19.42%
筹资活动现金净流	216	2,641	1,574	10,769	-328	-6,759	EBIT利息保障倍数	5.1	2.2	4.8	13.5	20.0	29.1
现金净流量	346	155	-495	2,763	1,574	715	资产负债率	55.87%	56.63%	53.79%	55.59%	53.59%	44.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	13	18	45	102
增持	1	2	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.13	1.22	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

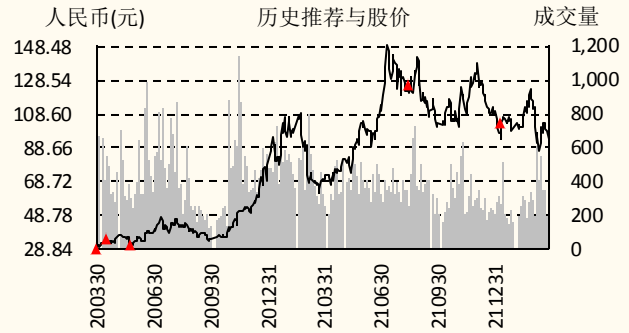
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-30	买入	29.46	N/A
2	2020-04-16	买入	33.40	N/A
3	2020-05-25	买入	32.19	N/A
4	2021-04-17	买入	69.80	N/A
5	2021-08-17	买入	121.70	N/A
6	2022-01-12	买入	94.29	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402