

需求稳固, 成本压力顺利传导

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年一季度报告, 2022年一季度实现营业收入15.29亿元, 同比增长317.09%, 环比接近持平; 实现归母净利润-2.44亿元, 同比下降38.55%; 实现扣非归母净利润-2.97亿元, 同比下降52.68%。
- **原材料价格频繁上涨, 成本压力顺利传导。** 公司2021年动力电池产品毛利率低至-19.01%, 上市以来业务首次亏损。经测算, 公司动力电池产品毛利率下滑受碳酸锂等原材料涨价及高折旧摊销双重拖累。2021年初, 碳酸锂价格仅不足5万元/吨, 至2021年底, 碳酸锂价格接近30万元/吨, 至2022年Q1, 碳酸锂价格已站上50万元/吨。若1GWh三元锂电池需要使用620吨碳酸锂, 对应2021年全年每Wh电池理论成本将上涨0.16元/Wh。经测算, 21Q4公司动力电池业务营收约11亿元, 对应公司动力电池产品单价约0.84元/Wh, 22Q1公司该业务营收达14亿元, 假设销量与21Q4接近, 对应单价提升至1.08元/Wh, 即价格上涨已基本覆盖成本端原材料涨价带来的影响。22Q1公司销售毛利率回升至6.81%, 预期全年向好。
- **产品需求良好, 产能稳步爬升。** 公司已向戴姆勒EVA2和MFA2平台实现交付, 覆盖EQS、EQA、EQB等多个车型, 且与广汽开展多个平台及车型项目的合作, 其中包括Aion V、Aion S plus以及Aion Y等多款重点车型。目前下游需求良好, 根据CleanTechnica数据, 2022前两月奔驰新能源车型销售接近4万辆, 同比增长约100%, 份额占比3.5%, 排名全球第6, 对应公司动力电池产品接近满产满销。公司现有赣州和镇江两大基地, 赣州基地现有产能5GWh, 镇江基地规划产能24GWh, 二期二季度完成爬产, 预期三期年底投入使用。此外, 公司与吉利科技在赣州的合资工厂正在积极推进中, 公司在芜湖生产基地预计将于2023年开始陆续建成并投入使用。
- **研发投入高增, 核心技术持续突破。** 公司22Q1投入研发费用1.91亿元, 同比增长66%, 研发费用率超过12%。公司研发团队持续与动力电池国际科研院所、顶尖专家开展研发合作, 包括斯坦福大学、清华大学、巴斯夫等。2021年, 公司新增4项核心技术, 分别为“330wh/kg高能密度动力电池技术”、“高比能快充锂离子电池技术”、“动力电池热失控防护技术”及“800V高电压动力电池技术”, 均已进入中试阶段。
- **绑定优质供应商, 供应链管理能力提升。** 随着公司产能的持续扩大, 公司进一步通过与供应商量价长协、资本合作等方式形成对供应链的掌控。正极材料方面, 公司已和华友钴业战略合作, 保障前驱体成本及供应。负极材料公司拟通过合资建厂的方式, 并同步向上游延伸至石墨化端, 布局优质资源。目前公司已投资江铜耶兹, 未来公司将继续和高质量箔材供应商合作, 锁定优质产能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为-0.14元、0.90元、1.52元, 2022年利润缺口较2021年收窄, 2023年随着规模效益逐步释放、新产能折旧摊销压力缓解, 公司有望扭亏为盈, 盈利能力达到行业平均水平。考虑到公司与下游客户深度绑定, 调价机制完善、成本传导顺畅, 未来成长确定性强, 我们给予公司2023年26倍PE, 对应目标价23.40元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放风险; 主要客户或主要车型生产计划波动的风险; 产品质量风险; 原材料价格变动的风险; 汇率变动风险; 技术变革的风险。

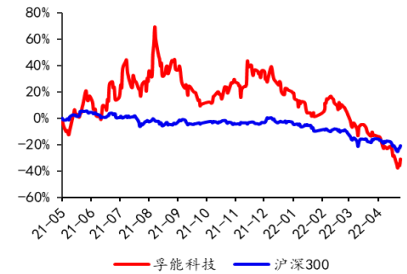
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3500.08	16826.71	25175.88	31631.44
增长率	212.60%	380.75%	49.62%	25.64%
归属母公司净利润(百万元)	-952.72	-151.02	963.69	1626.86
增长率	-187.83%	84.15%	738.12%	68.82%
每股收益EPS(元)	-0.89	-0.14	0.90	1.52
净资产收益率ROE	-10.27%	-1.62%	9.33%	13.84%
PE	-21	-136	21	13
PB	2.21	2.20	1.98	1.74

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	10.71
流通A股(亿股)	7.99
52周内股价区间(元)	16.38 - 47.88
总市值(亿元)	204.82
总资产(亿元)	209.36
每股净资产(元)	8.66

相关研究

1. 孚能科技(688567): 增收难增利, 成本承压亏损延续 (2021-11-01)
2. 孚能科技(688567): 软包电池龙头亏损收窄, 业绩反转在即 (2021-08-31)

关键假设：

假设 1：公司锂电池产品需求旺盛，在手订单充足，据公司公告披露，2022 年在手订单约为 14.8GWh，因此预计 2022 年公司锂电池产品销量约为 15GWh。2023-2024 年公司产品销量随镇江、芜湖基地产能释放而增长，分别为 25/35GWh；

假设 2：公司锂电池产品单位成本主要受原材料价格波动影响，由于 2022 年碳酸锂等能源金属价格维持高位，因此 2022 年锂电池单位成本增长至 0.95 元/Wh，2023-2024 年随原材料供给逐渐充足，成本下行，分别为 0.80 元/Wh、0.70 元/Wh；

假设 3：公司与下游客户深度绑定，能够维持一定程度的单位毛利水平，因此预计公司 2022-2024 年锂电池产品单价为 1.1 元/Wh、1.0 元/Wh、0.9 元/Wh；

假设 4：公司其他收入主要由出租资产、销售材料等组成，每年营收以 20% 的增速增长，毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
锂电池 (动力+储能)	收入	2456.5	15574.5	23673.2	29828.2
	增速		534%	52%	26%
	毛利率	-18.2%	13.6%	20.0%	22.2%
其他	收入	1043.5	1252.2	1502.7	1803.2
	增速		20%	20%	20%
	毛利率	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%
合计	收入	3500.1	16826.7	25175.9	31631.4
	增速		380.8%	49.6%	25.6%
	毛利率	-3.3%	14.9%	20.7%	22.7%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值：

我们选取锂电池行业四家主流公司，2022 年四家公司平均 PE 为 46 倍，2023 年平均 PE 为 29 倍。公司锂电池业务将继续保持高速增长，未来三年公司归母净利润成长确定性高。考虑公司高镍三元锂电池龙头地位，我们给予公司 2023 年 26 倍 PE，对应目标价 23.40 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			21A	22E	23E	21A	22E	23E
300750.SZ	宁德时代	409.35	6.83	11.92	17.31	86.03	34.33	23.65
002594.SZ	比亚迪	243.00	1.05	2.61	4.23	256.32	93.04	57.38
300014.SZ	亿纬锂能	65.87	1.53	1.99	3.23	77.21	33.05	20.37
300438.SZ	鹏辉能源	31.35	0.42	1.45	2.19	112.25	21.61	14.30
平均值						133	46	29

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3500.08	16826.71	25175.88	31631.44	净利润	-952.75	-151.02	963.69	1626.86
营业成本	3617.22	14314.12	19967.89	24441.56	折旧与摊销	366.04	383.45	383.45	383.45
营业税金及附加	13.94	67.01	100.26	125.96	财务费用	47.42	199.24	273.48	443.38
销售费用	149.05	504.80	629.40	790.79	资产减值损失	-181.18	100.00	50.00	50.00
管理费用	364.97	2019.20	3021.11	3795.77	经营营运资本变动	2520.03	-3700.43	-1232.65	-7538.67
财务费用	47.42	199.24	273.48	443.38	其他	-1566.33	-300.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	-181.18	100.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	233.24	-3468.76	387.96	-5084.98
投资收益	33.44	200.00	0.00	0.00	资本支出	-2234.33	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	304.04	0.00	0.00	0.00	其他	-1646.35	-300.00	-500.00	-500.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3880.68	-1300.00	-1500.00	-1500.00
营业利润	-1119.98	-177.67	1133.75	1983.97	短期借款	0.00	1905.81	2090.23	7766.66
其他非经营损益	2.07	0.00	0.00	0.00	长期借款	538.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1117.91	-177.67	1133.75	1983.97	股权融资	167.77	0.00	0.00	0.00
所得税	-165.16	-26.65	170.06	357.12	支付股利	0.00	190.54	30.20	-192.74
净利润	-952.75	-151.02	963.69	1626.86	其他	182.20	-623.36	-173.48	-343.38
少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	888.64	1472.99	1946.96	7230.54
归属母公司股东净利润	-952.72	-151.02	963.69	1626.86	现金流量净额	-2753.89	-3295.77	834.92	645.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4978.44	1682.67	2517.59	3163.14	成长能力				
应收和预付款项	2191.83	6160.72	9070.39	11328.28	销售收入增长率	212.60%	380.75%	49.62%	25.64%
存货	2854.74	7157.06	9983.95	12220.78	营业利润增长率	-171.32%	84.14%	738.12%	74.99%
其他流动资产	1429.75	2281.59	3116.51	3762.07	净利润增长率	-187.84%	84.15%	738.12%	68.82%
长期股权投资	31.05	31.05	31.05	31.05	EBITDA 增长率	-216.96%	157.33%	342.12%	56.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7558.75	8209.40	8860.05	9510.70	毛利率	-3.35%	14.93%	20.69%	22.73%
无形资产和开发支出	330.85	299.42	267.99	236.56	三费率	62.42%	16.18%	15.59%	15.90%
其他非流动资产	1561.02	2058.35	2555.68	3053.02	净利率	-27.22%	-0.90%	3.83%	5.14%
资产总计	20936.43	27880.26	36403.20	43305.59	ROE	-10.27%	-1.62%	9.33%	13.84%
短期借款	0.00	1905.81	3996.05	11762.70	ROA	-4.55%	-0.54%	2.65%	3.76%
应付和预收款项	5402.52	10695.14	14903.21	11610.09	ROIC	-17.41%	0.23%	9.92%	11.24%
长期借款	2191.00	2191.00	2191.00	2191.00	EBITDA/销售收入	-20.19%	2.41%	7.11%	8.89%
其他负债	4068.84	3758.36	4989.11	5983.85	营运能力				
负债合计	11662.36	18550.32	26079.37	31547.64	总资产周转率	0.19	0.69	0.78	0.79
股本	1070.67	1070.67	1070.67	1070.67	固定资产周转率	0.73	2.77	4.40	5.88
资本公积	9362.94	9362.94	9362.94	9362.94	应收账款周转率	3.19	6.96	5.99	5.57
留存收益	-1143.16	-1103.64	-109.75	1324.38	存货周转率	1.70	2.86	2.33	2.20
归属母公司股东权益	9274.10	9329.97	10323.86	11757.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.78%	—	—	—
少数股东权益	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	资本结构				
股东权益合计	9274.08	9329.94	10323.83	11757.95	资产负债率	55.70%	66.54%	71.64%	72.85%
负债和股东权益合计	20936.43	27880.26	36403.20	43305.59	带息债务/总负债	18.79%	22.08%	23.72%	44.23%
					流动比率	1.32	1.12	1.08	1.08
					速动比率	0.99	0.65	0.64	0.65
					股利支付率	0.00%	126.17%	-3.13%	11.85%
					每股指标				
					每股收益	-0.89	-0.14	0.90	1.52
					每股净资产	8.66	8.71	9.64	10.98
					每股经营现金	0.22	-3.24	0.36	-4.75
					每股股利	0.00	-0.18	-0.03	0.18
业绩和估值指标									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	-706.52	405.02	1790.67	2810.80					
PE	-21.50	-135.62	21.25	12.59					
PB	2.21	2.20	1.98	1.74					
PS	5.85	1.22	0.81	0.65					
EV/EBITDA	-22.79	50.03	11.74	9.83					
股息率	0.00%	—	—	0.94%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn