

华友钴业 (603799) / 稀有金属

证券研究报告/公司点评

2022年08月22日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 79.27

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

研究助理: 安永超

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

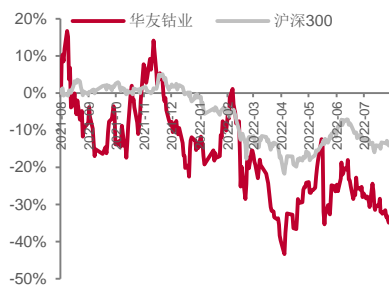
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,187	35,317	63,892	75,068	79,352
增长率 yoy%	12%	67%	81%	17%	6%
净利润 (百万元)	1,165	3,898	5,578	9,369	13,792
增长率 yoy%	874%	235%	43%	68%	47%
每股收益 (元)	0.73	2.44	3.49	5.86	8.63
每股现金流量	1.16	-0.04	1.73	7.98	12.40
净资产收益率	9%	16%	17%	21%	22%
P/E	108.8	32.5	22.7	13.5	9.2
P/B	12.8	6.5	5.0	3.7	2.6

备注: 股价选取 2022 年 8 月 19 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,598
流通股本(百万股)	1,579
市价(元)	79.27
市值(百万元)	126,684
流通市值(百万元)	125,196

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年半年报, 22 年 H1 实现营业收入 310.18 亿元, 同比 +117.01%; 其中 22Q2 单季度实现营业收入 178.06 亿元, 同比增长 126.27%, 环比 +34.77%。22 年 H1 实现归属于上市公司股东净利润 22.56 亿元, 同比增长 53.60%; 其中 22Q2 实现归母净利润 10.49 亿元, 同比增长 28.86%, 环比 -13.02%。22 年 H1 实现扣非净利润 21.92 亿元, 同比增长 54.77%, 其中 Q2 单季度实现扣非净利润 10.02 亿元, 同比增长 32.31%, 环比 -15.75%。业绩符合预期。
- 钴价急速下跌阶段已过, 减值风险已然充分释放。** 1) 由于钴、镍商品价格在报告期内快速下行, 计提资产减值损失 5.37 亿元, 钴价目前已经跌至 30-35 万元/吨区间, 处于历史中枢位置, 且急速下跌的阶段已经过去, 存货减值风险已然充分释放; 2) 计提坏账减值损失 2.18 亿元; 3) 本期平仓及持仓镍期货合约共形成损失 5.87 亿元, 存货因套保形成利得 5.80 亿元, 属于无效套期损失为 672 万元, 镍期货套保头寸对公司业绩影响有限。
- 镍项目进展超预期, 业绩有望加速释放。** 公司目前规划镍项目达到 58.5 万金属吨, 2022 将逐渐成为公司新的利润增长点, 其中华越 6 万金属吨氢氧化镍项目目前已经实现全面达产, 上半年出货量 1.60 万吨 (含受托加工业务和内部自供), 实现营业收入 25.31 亿元, 净利润 13.50 亿元, 考虑到自供部分需要前驱体外售才会确认收入, 预计 Q3 镍板块利润将会有更大贡献; 华科 4.5 万金属吨火法项目, 截至今年 6 月底, 四台电炉均进入试生产, 下半年有望贡献业绩。
- 锂电业务表现亮眼。** 1) 前驱体板块: 三元前驱体出货量 3.69 万吨 (含内部自供), 同比增长 26%, 前驱体全资子公司华友新能源实现净利润 2.04 亿元 (同比 +285%), 进入 LG 化学、宁德时代、POSCO、比亚迪等全球主流电池供应链体系, 产量有望加速释放; 2) 正极板块: 巴莫实现正极材料 3.83 万吨, 其中三元正极材料出货量 3.32 万吨, 同比增长约 52%, 高镍正极材料出货量约 2.64 万吨, 成都巴莫实现净利润 3.25 亿元, 单吨利润约 8486 元; 正极合资项目乐友确认投资收益 2.76 亿元, 据此测算乐友 22H1 实现净利润 5.63 亿元, 目前产能约 4 万吨, 假设上半年出货量 2 万吨, 单吨利润达到 2.82 万元/吨。
- 研发投入增加, 高镍 NCMA 进展超预期。** 公司研发费用由 2.82→8.40 亿元 (同比增加 5.58 亿元), 主要系研发投入、职工薪酬、材料耗用增加以及巴莫科技并表导致, 公司目前超高镍 NCMA 正极材料月产规模已达到 3000 吨级以上, 2022 年上半年合计实现 9 系超高镍 NCMA 正极材料销售超万吨。
- 盈利预测及投资建议:** 公司通过上控资源, 向下拓展锂电材料市场, 致力于成长为锂电材料行业领导者, 实现从强周期向高成长切换。考虑资产减值因素对 22 年业绩的影响, 以及基于在建项目建设进度超预期以及锂资源项目的开发, 我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 55.78、93.69 和 137.92 亿元 (22-24 年净利润预测前值 61.49、89.88 和 135.13 亿元), 当前 1267 亿市值, 对应 PE 分别为 22.7/13.5/9.2X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 主营产品价格波动风险; 项目建设进度不及预期; 新能源汽车销量不及预期; 需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后; 核心假设条件变动造成盈利预测不及预期; 研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

内容目录

减值风险充分释放，新能源业务表现亮眼.....	- 3 -
锂电材料一体化布局进入兑现期.....	- 7 -
镍：华越项目顺利投产，打开新的利润增长点.....	- 7 -
正极材料：下拓市场，产能加速扩张.....	- 7 -
锂：Arcadia 项目开发提上日程.....	- 9 -
继续重申：锂电一体化布局进入兑现期，维持“买入”评级.....	- 10 -
风险提示.....	- 10 -

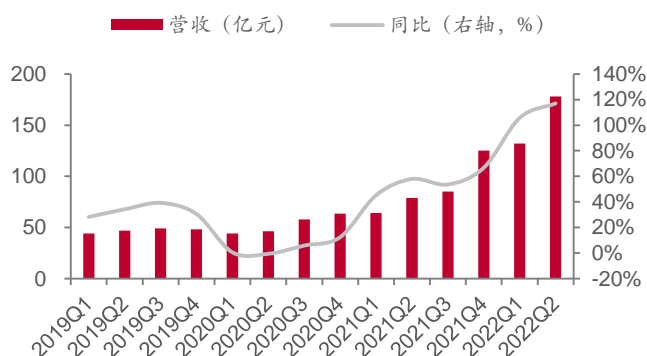
图表目录

图表 1：公司 22Q2 营业收入同比+126.27%.....	- 3 -
图表 2：公司 22Q2 归母净利润同比+28.86%.....	- 3 -
图表 3：公司主要财务指标变化（亿元）.....	- 3 -
图表 4：公司主要产品出货量.....	- 4 -
图表 5：公司主要产品价格变化.....	- 4 -
图表 6：公司主要子公司经营业绩.....	- 4 -
图表 7：新越科技镍产品产量.....	- 5 -
图表 8：部分子公司投资收益情况（单位：亿元）.....	- 5 -
图表 9：公司少数股东损益情况（单位：亿元）.....	- 6 -
图表 10：公司 22 年 H1 净利润变动拆分（亿元）.....	- 6 -
图表 11：公司 22Q2 年业绩变化拆分-同比（亿元）.....	- 6 -
图表 12：公司 22Q2 业绩变化拆分-环比（亿元）.....	- 6 -
图表 13：公司镍项目规划.....	- 7 -
图表 14：公司三元前驱体产能扩张计划（万吨）.....	- 8 -
图表 15：公司前驱体供货合同.....	- 8 -
图表 16：公司三元正极材料产能扩张计划（万吨）.....	- 8 -
图表 17：Arcadia 锂矿资源量.....	- 9 -
图表 18：Arcadia 区域位置.....	- 9 -
图表 19：公司财务报表及预测（单位：百万元）.....	- 12 -

减值风险充分释放，新能源业务表现亮眼

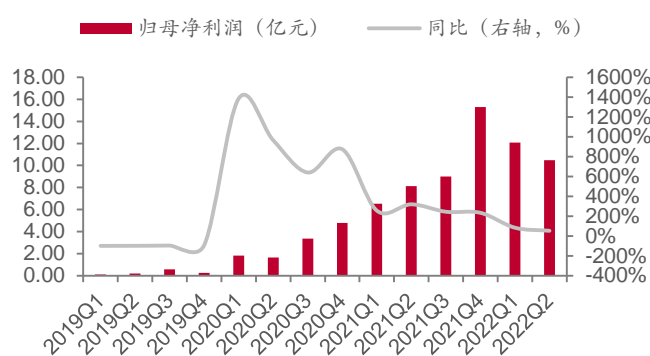
- **事件：**公司发布 2022 年半年报，22 年 H1 实现营业收入 310.18 亿元，同比 117.01%；其中 22Q2 单季度实现营业收入 178.06 亿元，同比增长 126.27%，环比+34.77%。22 年 H1 实现归属于上市公司股东净利润 22.56 亿元，同比增长 53.60%；其中 22Q2 实现归母净利润 10.49 亿元，同比增长 28.86%，环比-13.02%。22 年 H1 实现扣非净利润 21.92 亿元，同比增长 54.77%，其中 Q2 单季度实现扣非净利润 10.02 亿元，同比增长 32.31%，环比-15.75%。

图表 1：公司 22Q2 营业收入同比+126.27%



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：公司 22Q2 归母净利润同比+28.86%



来源：Wind，中泰证券研究所

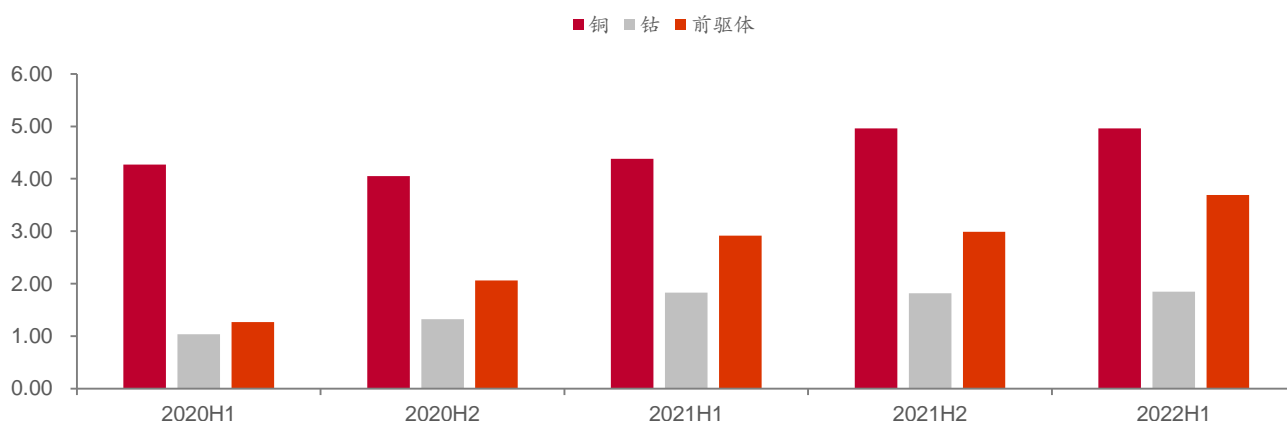
图表 3：公司主要财务指标变化 (亿元)

	2021Q2	2022Q1	2022Q2	环比	同比	2021H1	2022H1	同比 指标变动原因
营业收入	78.69	132.12	178.06	34.77%	126.27%	142.94	310.18	117% 主要产品售价、销量提升以及巴莫科技并表导致
营业成本	62.96	107.72	142.85	32.61%	126.88%	113.54	250.58	121% 主要产品单位成本、销售数量提升以及巴莫科技并表
毛利	15.73	24.40	35.21	44.32%	123.82%	29.39	59.61	103%
毛利率	19.99%	18.47%	19.77%	1.31%	-0.22%	21%	19%	-1%
销售费用	0.59	0.12	0.21	67.40%	-65.00%	1.05	0.33	-68% 职工薪酬增加以及巴莫科技并表
销售费用率	0.76%	0.09%	0.12%	0.02%	-0.64%	0.74%	0.11%	-0.63%
管理费用	2.21	3.79	3.82	0.92%	73.29%	4.02	7.61	89% 本期职工薪酬、股份支付费用增加以及巴莫科技并表
管理费用率	2.80%	2.87%	2.15%	-0.72%	-0.66%	2.81%	2.45%	-0.36%
财务费用	1.26	1.40	2.13	52.43%	68.28%	2.24	3.52	57.27% 本期利息、手续费增加以及巴莫科技并表
财务费用率	1.61%	1.06%	1.20%	0.14%	-0.41%	1.57%	1.14%	-0.43%
研发费用	1.75	2.20	6.19	181.28%	254.48%	2.82	8.40	198% 研发投入、职工薪酬、材料耗用增加以及巴莫科技并表导致
研发费用率	2.22%	1.67%	3.48%	1.81%	1.26%	1.97%	2.71%	0.74%
期间费用	5.81	7.51	12.35	64.49%	112.52%	10.13	19.86	96%
期间费用率	7.39%	5.68%	6.94%	1.25%	-0.45%	7.09%	6.40%	-0.68%
投资收益	1.75	1.76	3.95	124.84%	125.57%	2.12	5.71	169% 主要系长期股权投资增加所致
资产减值损失	-0.06	-0.03	-5.34			-0.04	-5.37	主要系本期钴、镍金属价格下跌，计提存货减值所致
信用减值损失	-0.33	-0.34	-1.85			-0.55	-2.18	主要系本期计提应收账款坏账准备较上年同期增加
利润总额	10.86	16.99	18.63	9.64%	71.58%	20.06	35.62	78%
所得税费用	2.26	3.42	1.97	-42.42%	-12.80%	4.76	5.39	13%
归母净利润	8.14	12.06	10.49	-13.02%	28.86%	14.68	22.56	54%
扣非净利润	7.58	11.90	10.02	-15.75%	32.31%	14.16	21.92	55%
经营活动产生的现金流量净额	6.72	1.54	-12.11	-887.66%	-280.23%	16.12	-10.57	-166% 主要系公司规模增长使得库存增加以及期末应收款增加
投资活动产生的现金流量净额	-24.74	-34.96	-85.78	145.35%	246.70%	-46.56	-120.75	159% 主要系在建项目投资规模增加以及股权投资增加
筹资活动产生的现金流量净额	2.19	122.79	71.75		3179.63%	71.57	194.54	172% 主要系本期收到可转债认购资金及银行存款增加

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **22 上半年实现归母净利润 22.56 亿元，具体拆分来看：**
 - **毛利增厚 30.21 亿元，主要系：**1) **镍：**印尼华越项目进展顺利，上半年出货量 1.60 万吨（含受托加工业务和内部自供），实现营业收入 25.31 亿元，净利润 13.50 亿元，按照华友股权比例测算，归属于华友净利润约 7.70 亿元，考虑到自供部分需要前驱体外售才会确认收入，预计 Q3 镍板块利润将会有更大贡献；2) **前驱体板块：**

三元前驱体出货量 3.69 万吨（含内部自供），同比增长 26%，前驱体全资子公司华友新能源实现净利润 2.04 亿元（同比+285%）；**3）正极板块：**由于巴莫科技并表，实现正极材料 3.83 万吨，其中三元正极材料出货量 3.32 万吨，同比增长约 52%，高镍正极材料出货量约 2.64 万吨，成都巴莫实现净利润 3.25 亿元，单吨利润约 8486 元；**4）刚果金铜钴板块：**钴产品出货量（含受托加工和内部自供）1.85 万吨，同比增长 3%，铜出货量约 4.96 万吨，同比略有增长；**5）资源再生板块约贡献净利润 4.08 亿元。**

图表 4：公司主要产品出货量（万吨）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：公司主要产品价格变化

	单位	2021Q2	2022Q1	2022Q2	环比	同比	2021H1	2022H1	同比
SHFE 铜	元/吨	70707.76	71533.10	71495.79	-0.05%	1.11%	66739.83	71514.61	7.15%
LME 铜	美元/吨	9686.68	10016.36	9472.96	-5.43%	-2.21%	9101.08	9747.02	7.10%
MB 钴	美元/磅	21.04	35.92	38.22	6.41%	81.64%	21.33	37.06	73.79%
金属钴	万元/吨	34.95	53.32	49.83	-6.55%	42.57%	34.47	51.59	49.66%
硫酸钴	万元/吨	7.30	11.42	9.78	-14.37%	33.95%	7.69	10.61	37.90%
三元前驱体	万元/吨	10.43	14.28	14.02	-1.81%	34.39%	10.65	14.15	32.92%
三元材料	万元/吨	14.73	32.02	35.07	9.54%	138.07%	14.65	33.53	128.81%

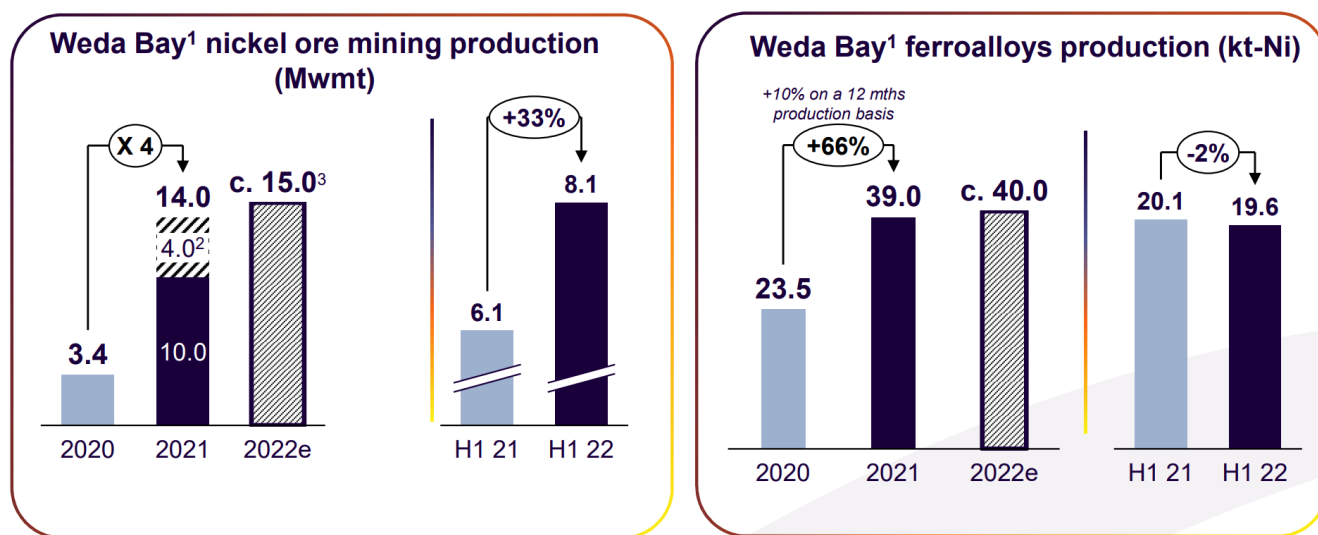
来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 6：公司主要子公司经营业绩

子公司	持股比例	主营业务	收入（亿元）			净利润（亿元）		
			2021H1	2021H2	2022H1	2021H1	2021H2	2022H1
华友新能源	100%	前驱体	9.13	30.41	41.63	0.52	1.22	2.04
华金公司	51%	前驱体	1.26	8.64	11.14	0.18	-1.01	0.40
华浦公司	60%	前驱体	0.81	0.96	0.50	-0.09	-0.12	0.05
成都巴莫	100%	正极材料			106.82			3.25
华越公司	57%	镍	-		25.31	-0.09	-0.42	13.71
资源再生	100%	镍钴锂等			22.61			4.08

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 期间费用减利 9.72 亿元:** 其中研发费用由 2.82→8.40 亿元 (同比增加 5.58 亿元), 主要系研发投入、职工薪酬、材料耗用增加以及巴莫科技并表导致; 管理费用由 4.02→7.61 亿元, 增加约 3.59 亿元。
- 投资收益增厚 4.98 亿元:** 1) 公司持有新越科技 30% 股权, 其主要资产为 WedaBayNickel, 主要负责印尼镍矿山生产, 2022H1 生产镍矿 810 万湿吨 (同比+33%), 镍铁产量 1.96 万吨 (同比-2%), 权益法下确认投资收益 2.94 亿元; 2) 正极合资项目浦华、乐友分别确认投资收益 0.22 和 2.76 亿元, 据此测算乐友 22H1 实现净利润 5.63 亿元, 目前产能约 4 万吨, 假设上半年出货量 2 万吨, 单吨利润达到 2.82 万元/吨。

图表 7: 新越科技镍产品产量


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 部分子公司投资收益情况 (单位: 亿元)

子公司	2021H1	2021H2	2022H1
新越科技	1.37	2.00	2.94
乐友	0.85	0.81	2.76
浦华	0.03	0.06	0.22

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

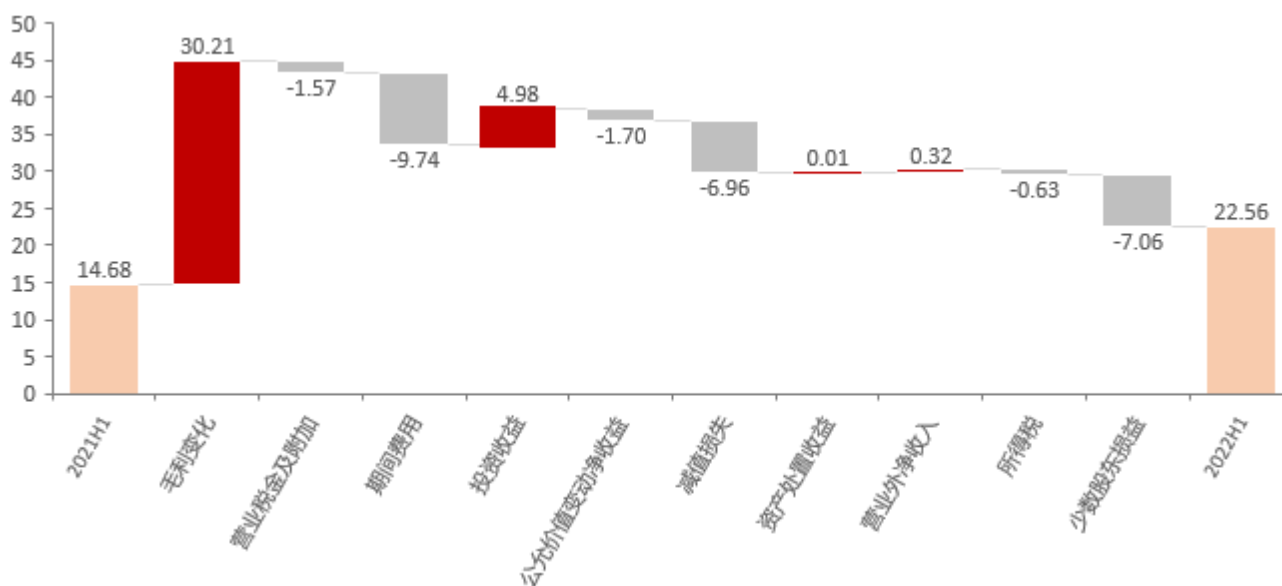
- 减值风险充分释放, 减值损失减利 6.96 亿元:** 1) 由于钴、镍商品价格在报告期内快速下行, 计提资产减值损失 5.37 亿元, 钴价目前已经跌至 30-35 万元/吨区间, 处于历史中枢位置, 且急速下跌阶段已经过去, 存货减值风险已然充分释放; 2) 计提坏账减值损失 2.18 亿元; 3) 本期平仓及持仓镍期货合约共形成损失 5.87 亿元, 存货因套保形成利得 5.80 亿元, 属于无效套期损失为 672 万元, 镍期货套保头寸对公司影响有限。

- **少数股东损益减利 7.06 亿元:** 1) 华越项目公司持股 57%，少数股东持有 43% 股权，确认少数股东损益 5.81 亿元；2) 天津巴莫少数股东持股 63.14%，确认少数股东损益 0.87 亿元。

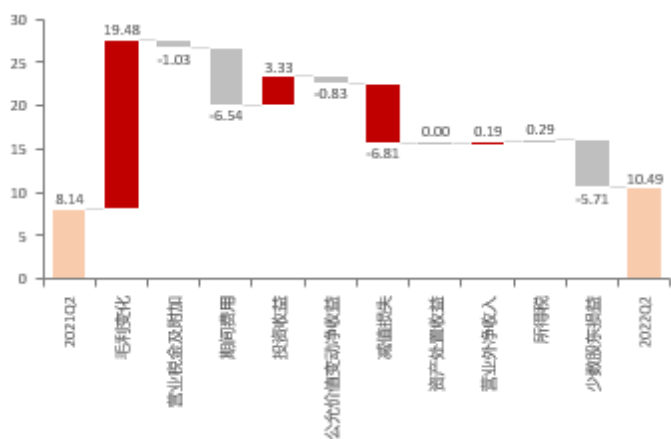
图表 9: 公司少数股东损益情况 (单位: 亿元)

子公司名称	少数股东持股 (%)	本期归属于少数股东损益 (亿元)
华金公司	49%	0.19
华友浦项	40%	-0.02
华越公司	43%	5.81
天津巴莫	63.14%	0.87

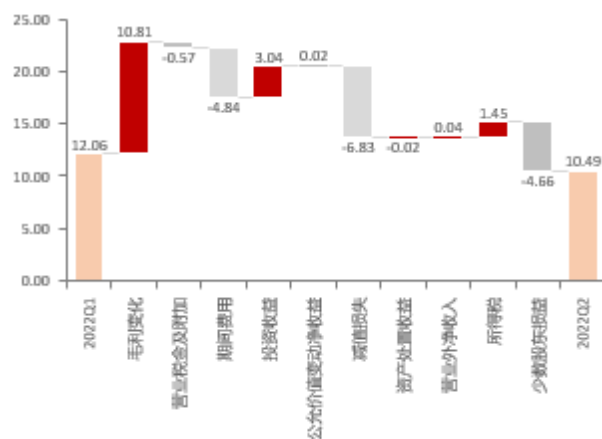
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 公司 22 年 H1 净利润变动拆分 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 公司 22Q2 年业绩变化拆分-同比 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 公司 22Q2 业绩变化拆分-环比 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

锂电材料一体化布局进入兑现期

镍：华越项目顺利投产，打开新的利润增长点

- **印尼镍项目逐步进入产能释放期。**公司目前规划镍项目达到 58.5 万金属吨，2022 将逐渐成为公司新的利润增长点：1) 华越项目：公司持股 57%，规划 6 万金属吨氢氧化镍产能，目前已经实现全面达产；2) 华科项目：公司持股 70%，规划 4.5 万金属吨火法项目，截至今年 6 月底，四台电炉均进入试生产；3) 华飞项目：规划 12 万金属吨湿法氢氧化镍项目，目前勘探、场平、设计、设备采购等全面展开，预计 2023 年上半年具备投料条件；4) 大众合资项目：2022 年 3 月 23 日，华友、青山与大众汽车（中国）达成战略合作意向，规划 12 万金属吨湿法冶炼项目；5) 淡水河谷合资项目：2022 年 4 月 29 日，公司与淡水河谷签署合作框架协议，项目规划产能为年产不超过 12 万金属吨的氢氧化镍钴产品（MHP）项目，并且引入福特汽车达产战略合作意向；6) 华山项目：规划建设 12 万吨湿法氢氧化镍项目，持股 68%，建设周期 3 年。

图表 13：公司镍项目规划

子公司	项目	持股比例	镍产能（万吨）	权益产能	预计投产时间
华越镍钴	湿法项目	57%	6	3.42	22 年 6 月达产
华科镍业	火法项目	70%	4.5	3.15	2022 年下半年
华飞镍钴	湿法项目	51%	12	6.12	2023 年
华山镍钴	湿法项目	68%	12	8.16	建设周期 3 年
大众合资	湿法项目		12		
淡水河谷合资	湿法项目		12		
合计			58.5	20.85	

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：大众、淡水河谷均处于框架协议，暂不确定具体持股比例，权益量不包含这两个项目

正极材料：下拓市场，产能加速扩张

- **新能源是公司“两新”发展战略的核心，致力于成长为新能源锂电材料领导者。**公司形成了上游资源-前驱体-三元材料完整产业链布局，完整的新能源锂电产业链闭环可以为公司带来低成本竞争优势，平滑周期波动，具体来看：
- **三元前驱体：**1) 产能扩张：根据目前公司产能扩张计划，在建项目建成后 will 形成三元前驱体产能 32.5 万吨（其中自有 25.5 万吨+合资 7 万吨），公司规划未来三年全资前驱体产能提升至 30 万吨以上，合资产能提升至 13 万吨以上；2) 客户：公司产品已经获得下游客户的高度认可，进入 LG 化学、宁德时代、POSCO、比亚迪等全球主流电池供应链体系，进而进入大众、雷诺日产、福特、比亚迪等全球主流车企供应链体系。2020 年公司与 POSCO 达成 9 万吨长期供货协议，2021 年与容百科技、

孚能科技、当升科技达成供货协议，2022-2025 年合计供货量达到 64.15-92.65 万吨，近期公司与 Tesla 达成供货框架协议，拟于 2022 年 7 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间向 Tesla 供应电池材料三元前驱体产品。

图表 14: 公司三元前驱体产能扩张计划 (万吨)

	持股比例	2020	2021	目前已规划	权益产能	
全资项目	华友新能源	100%	5.5	5.5	15.5	15.5
	广西巴莫	100%	-	-	10	10
全资产能合计			5.5	5.5	25.5	25.5
合资项目	华浦	60%	0.5	0.5	3	1.8
	华金	51%	4	4	4	2.04
合资产能合计			4.5	4.5	7.0	3.84
自有+合资产能合计			10	10	32.5	29.34

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 公司前驱体供货合同

公告时间	合作对象	时间范围	供应量 (万吨)
2021.11.19	容百科技	2022-2025	18-41.5
2021.11.30	当升科技	2022-2025	30-35
2021.12.02	孚能科技	2021.12-2025	16.15
合计			64.15-92.65

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **三元正极材料:** 2021 年公司完成了对巴莫科技的收购, 目前在建项目建成后, 公司将形成正极材料控制产能 15 万吨+合资 13.6 万吨, 合计形成约 28.6 万吨。

图表 16: 公司三元正极材料产能扩张计划 (万吨)

	持股比例	2020	2021	目前规划产能	权益产能	
自有项目	天津&成都	36.86%	4.30	4.30	10.00	3.69
	巴莫					
	广西巴莫	100%	-	-	5.00	5.00
自有产能合计			4.30	4.30	15.00	8.69
合资项目	LGBCM	18.06%			6.60	1.19
	浦华	40%	0.50	0.50	3.00	1.20
	乐友	49%	4.00	4.00	4.00	1.96
合资产能合计			4.50	4.50	13.60	4.35
自有+合资产能合计			8.80	8.80	28.60	13.04

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

锂：Arcadia 项目开发提上日程

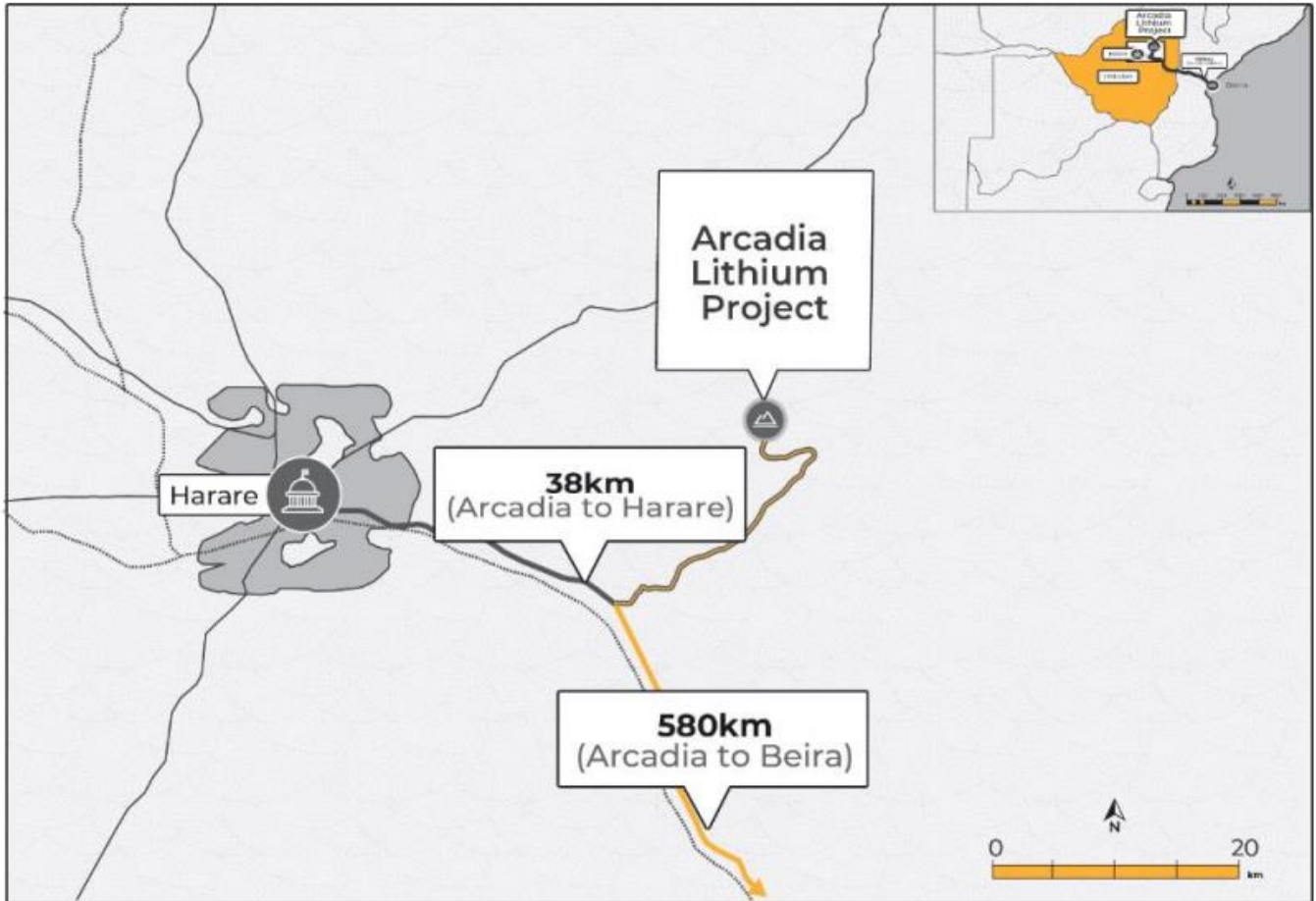
- 2022 年 4 月，公司完成了对津巴布韦前景锂矿的收购，截至 2021 年 10 月，前景公司公布的 Arcadia 项目 JORC (2012) 标准资源量为 7,270 万吨，氧化锂品位 1.06%，氧化锂金属量 77 万吨（碳酸锂当量 190 万吨）。根据之前产能规划，计划建设 240 万吨矿石处理产线，年产 14.7 万吨锂辉石精矿，9.4 万吨技术级透锂长石精矿，2.4 万吨化学级透锂长石精矿，根据可研报告，其 C1 成本约 378 美元/吨。
- 公司拟通过全资子公司华友国际矿业与 TIMGO 共同投资建设前景锂矿 Arcadia 锂矿开发项目。前景锂矿拟由华友国际矿业持股 90.00%，TIMGO 持股 10.00%。规划建设年产 23 万吨透锂长石精矿和 29.7 万吨锂辉石精矿项目，广西华友锂业配套建设 5 万吨电池级锂盐项目。

图表 17: Arcadia 锂矿资源量

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)
探明资源	15.8	1.12	113	17.7	44
控制资源	45.6	1.06	124	48.4	119
推断资源	11.2	0.99	119	11.1	27
合计	72.7	1.06	121	77	190

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18: Arcadia 区域位置



来源：PSC 公司公告，中泰证券研究所

继续重申：锂电一体化布局进入兑现期，维持“买入”评级

- 公司通过上控资源，向下拓展锂电材料市场，致力于成长为锂电材料行业领导者，实现从强周期向高成长切换。考虑资产减值因素对 22 年业绩的影响，以及基于在建项目建设进度超预期以及锂资源项目的开发，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 55.78、93.69 和 137.92 亿元（22-24 年净利润预测前值 61.49、89.88 和 135.13 亿元），当前 1267 亿市值，对应 PE 分别为 22.7/13.5/9.2X，维持“买入”评级。

风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司目前主要利润来源为铜钴，未来镍将成为新的利润增长点，需求低于预期、供给端超预期释放、流动性等因素均会扰动铜钴镍商品价格走势，从而影响对公司盈利预测的判断。
- **下游需求不及预期的风险。**公司产品下游主要为新能源汽车，电动车销量受宏观政策、流动性、消费者购买意愿、价格等多因素影响，销量不及预期或对商品价格造成扰动。
- **项目进展不及预期风险。**公司目前储备项目较多，包括印尼镍项目、国内前驱体、正极材料等项目，受疫情等因素影响，项目进展存在不及预

期可能性。

- **需求测算偏差风险。**报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。
- **核心假设条件变动造成盈利预测不及预期的风险等。**公司业绩对产品价格较为敏感，售价假设不能达到或造成公司业绩不及预期。

图表 19: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,769	12,778	21,380	40,210	营业收入	35,317	63,892	75,068	79,352
应收票据	0	0	0	0	营业成本	28,131	50,299	53,759	49,933
应收账款	4,384	7,420	8,117	8,342	税金及附加	304	689	788	775
预付账款	1,050	1,509	1,613	1,498	销售费用	38	256	300	317
存货	9,035	17,076	18,493	17,477	管理费用	1,180	1,534	1,994	2,592
合同资产	0	0	0	0	研发费用	816	1,633	2,122	2,759
其他流动资产	2,753	4,606	5,354	5,640	财务费用	484	656	778	922
流动资产合计	26,991	43,389	54,956	73,167	信用减值损失	-83	-218	-218	-218
其他长期投资	336	609	715	756	资产减值损失	-48	-537	-537	-537
长期股权投资	3,428	3,428	3,428	3,428	公允价值变动收益	-15	0	0	0
固定资产	12,124	11,371	10,750	10,248	投资收益	636	1,194	745	690
在建工程	9,107	11,807	15,457	20,057	其他收益	51	51	51	51
无形资产	1,192	1,325	1,466	1,654	营业利润	4,901	9,313	15,365	22,036
其他非流动资产	4,810	4,832	4,858	4,877	营业外收入	3	2	2	3
非流动资产合计	30,998	33,372	36,674	41,020	营业外支出	76	0	0	0
资产合计	57,989	76,761	91,630	114,187	利润总额	4,828	9,315	15,367	22,039
短期借款	8,084	8,436	5,000	5,000	所得税	804	1,397	2,305	3,306
应付票据	4,811	7,545	8,064	7,490	净利润	4,024	7,918	13,062	18,733
应付账款	6,233	10,060	10,752	9,987	少数股东损益	126	2,340	3,693	4,941
预收款项	645	622	586	723	归属母公司净利润	3,898	5,578	9,369	13,792
合同负债	79	639	751	794	NOPLAT	4,427	8,475	13,723	19,517
其他应付款	1,435	1,435	1,435	1,435	EPS (按最新股本摊薄)	2.44	3.49	5.86	8.63
一年内到期的非流动负债	2,636	2,636	2,636	2,636					
其他流动负债	1,640	1,869	2,069	2,296	主要财务比率				
流动负债合计	25,562	33,241	31,292	30,360	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	6,738	9,738	13,738	18,738	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	66.7%	80.9%	17.5%	5.7%
其他非流动负债	1,788	1,788	1,788	1,788	EBIT增长率	182.4%	87.7%	61.9%	42.2%
非流动负债合计	8,526	11,526	15,526	20,526	归母公司净利润增长率	234.6%	43.1%	68.0%	47.2%
负债合计	34,088	44,767	46,818	50,886	获利能力				
归属母公司所有者权益	19,384	25,137	34,262	47,810	毛利率	20.3%	21.3%	28.4%	37.1%
少数股东权益	4,517	6,857	10,550	15,491	净利率	11.4%	12.4%	17.4%	23.6%
所有者权益合计	23,901	31,994	44,812	63,301	ROE	16.3%	17.4%	20.9%	21.8%
负债和股东权益	57,989	76,761	91,630	114,187	ROIC	15.6%	21.6%	27.1%	27.7%
					偿债能力				
					资产负债率	58.8%	58.3%	51.1%	44.6%
					债务权益比	80.5%	70.6%	51.7%	44.5%
					流动比率	1.1	1.3	1.8	2.4
					速动比率	0.7	0.8	1.2	1.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.7
					应收账款周转天数	28	33	37	37
					应付账款周转天数	51	58	70	75
					存货周转天数	84	93	119	130
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.44	3.49	5.86	8.63
					每股经营现金流	-0.05	2.27	10.45	16.23
					每股净资产	15.87	20.58	28.05	39.15
					估值比率				
					P/E	33	23	14	9
					P/B	7	5	4	3
					EV/EBITDA	39	22	15	10

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。