

## 减值释放风险，镍与正极盈利高增、一体化效果初成

2022 年 08 月 21 日

► **事件：8 月 19 日公司发布 2022 半年报。**公司 2022 年上半年实现营收 310.18 亿元，同比增长 117%，归母净利润为 22.56 亿元，同比增长 54%；扣非归母净利 21.91 亿元，同比增长 55%。22Q2 实现营收 178 亿元，同比增长 126%，环比增长 35%；实现归母净利润 10.49 亿元，同比增长 29%，环比减少 13%；扣非归母净利 10.02 亿元，同比增长 32%、环比减少 16%。

► **镍与三元出货量增长明显，一体化效果显现。2022 上半年公司镍与三元材料出货量增长明显，铜钴产品保持稳定：**（1）正极材料：总出货量约 3.83 万吨（出口业务超过中国出口总量的 50%），三元正极材料总出货量 3.32 万吨，同比+52%，高镍三元正极材料出货量约 2.64 万吨，其中占比高达 80%。（2）前驱体：出货量约 3.69 万吨，同比+26%，高镍产品占比逐步提升，客户结构进一步优化。（3）镍：受益于华越、华科项目达产，出货量约 1.60 万吨，同比+126%。（4）传统业务：钴产品出货量约 1.85 万吨，同比+3%。铜产品出货量约 4.96 万吨，同比略有增长。（5）钴酸锂：在消费类电子等需求下滑的情况下，实现了逆势增长。**镍与锂电材料盈利高增，一体化优势凸显。**据公司半年报，得益于华越湿法镍项目达产放量，上半年华越净利润高达 13.5 亿元，净利率高达 53.3%；成都巴莫上半年净利润 3.3 亿元，合资公司乐友/浦华上半年净利润 5.6/0.55 亿元，正极盈利能力大幅提升。同时资源再生公司业绩大幅增长，得益于电池回收大幅放量，上半年实现净利润 4.1 亿元，主要原因为锂钴镍等金属价格高企。

► **金属价格大幅波动，减值拖累公司业绩。**2022 上半年金属价格大幅波动，钴、镍价格先涨后跌，导致公司库存出现减值，上半年公司合计计提存货减值准备 5.37 亿元；同时公司计提应收账款坏账准备较上年同期增加，2022H1 合计计提 2.18 亿元，同比大幅增长 297%。但是我们认为公司本次减值计提充分，且预计未来铜钴价格向下空间有限，未来减值风险降低；同时本次减值仅为短期业绩扰动，不改公司长期成长逻辑，若加回减值，公司 Q2 业绩仍然实现环比增长。

► **研发投入高增助力产品高端化，深度绑定全球龙头保障未来业绩释放。**公司 22H1 加大研发投入，研发费用达 8.4 亿元，同比+200%，助力正极产品持续高端化。同时公司已经与特斯拉、大众、福特等车企签订供货协议或合作框架协议深度绑定，并与容百科技、当升科技、孚能科技签订了多笔三元前驱体长期战略合作协议，并进入 LG、CATL、POSCO 等供应链，未来产能放量有保障。

► **投资建议：**公司上游资源布局完善，下游锂电材料扩产推进顺利有望快速放量，且与国际资源和汽车巨头深度绑定，成长确定性高、护城河深厚。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润预测为 56.16、90.25、130.96 亿元，以 2022 年 8 月 19 日收盘价为基准，PE 分别为 23X、14X、10X，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格大幅下跌，募投项目进展不及预期和需求不及预期等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	35,317	60,521	89,319	108,769
增长率 (%)	66.7	71.4	47.6	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,898	5,616	9,025	13,096
增长率 (%)	234.6	44.1	60.7	45.1
每股收益 (元)	2.44	3.51	5.65	8.19
PE	33	23	14	10
PB	6.5	5.0	3.7	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

79.27 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

### 相关研究

- 1.华友钴业 (603799.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩符合预期，期待材料一体化布局下利润释放-2022/07/13
- 2.华友钴业 (603799.SH) 事件点评：镍资源布局再下一城，锂电材料一体化龙头放量可期-2022/05/11
- 3.华友钴业 (603799.SH) 事件点评：强化与淡水河谷合作，技术与资源完美结合-2022/05/10
- 4.华友钴业 (603799.SH) 事件点评：激励计划深度绑定，资源+锂电材料布局再加码-2022/04/29
- 5.华友钴业 (603799.SH) 2021 年报点评：历史最好“成绩单”，一体化优势发力-2022/04/24

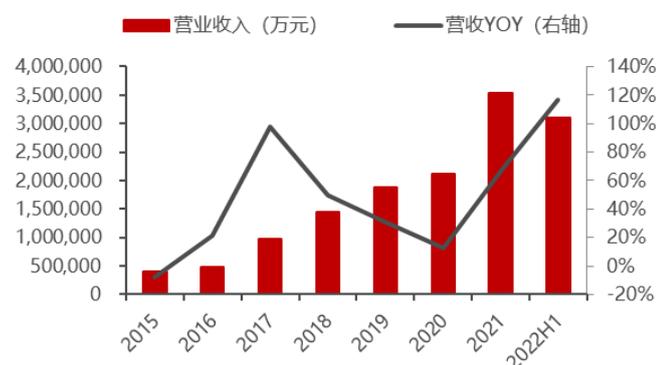
# 目录

<b>1 事件：公司发布 2022 半年报</b>	<b>3</b>
<b>2 分析：产能投放毛利增长，价格波动库存减值</b>	<b>3</b>
2.1 2022H1 业绩核心增利点：毛利同比大幅增加	3
2.2 毛利端拆解：量价齐增，成本抬升	5
2.3 费用端：三费保持稳定，研发投入大幅增加	6
2.4 金属价格大幅波动，减值拖累公司业绩	7
2.5 长期股权投资收益丰厚，回收业务大幅放量	9
2.6 镍套保风险解除，账面浮盈可观	12
<b>3 一体化护城河进一步巩固，高执行力下未来成长可期</b>	<b>12</b>
3.1 上游资源布局完善，护城河深厚	13
3.2 下游三元初具规模，锂电回收形成完整闭环	17
3.3 成功进入全球龙头客户供应链，未来放量可期	18
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>20</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>21</b>
<b>插图目录</b>	<b>23</b>
<b>表格目录</b>	<b>23</b>

## 1 事件：公司发布 2022 半年报

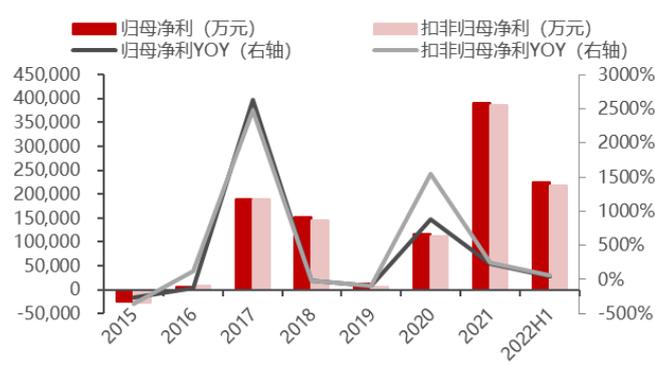
公司发布 2022 半年报。公司上半年实现营收 310.18 亿元,同比增长 117%, 归母净利润为 22.56 亿元, 同比增长 54%; 扣非归母净利润 21.91 亿元, 同比增长 55%。22Q2 实现营收 178 亿元, 同比增长 126%, 环比增长 35%; 实现归母净利润 10.49 亿元, 同比增长 29%, 环比减少 13%; 扣非归母净利润 10.02 亿元, 同比增长 32%、环比减少 16%。公司最终业绩处于业绩预告中下区间。

图1：2022H1 公司营收同比增加 117%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1 公司归母净利润同比增加 54%



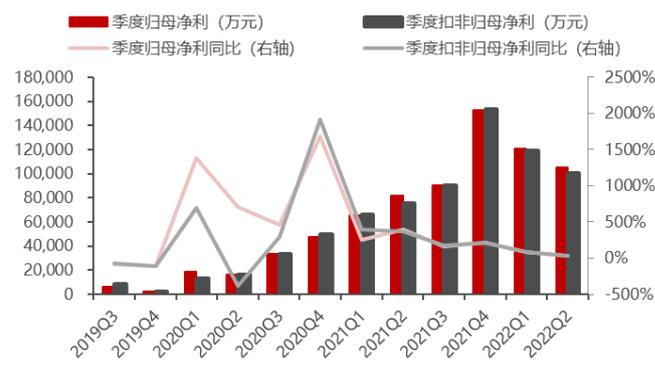
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2 公司营收同比增加 126%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2 公司归母净利润同比增加 29%



资料来源：wind，民生证券研究院

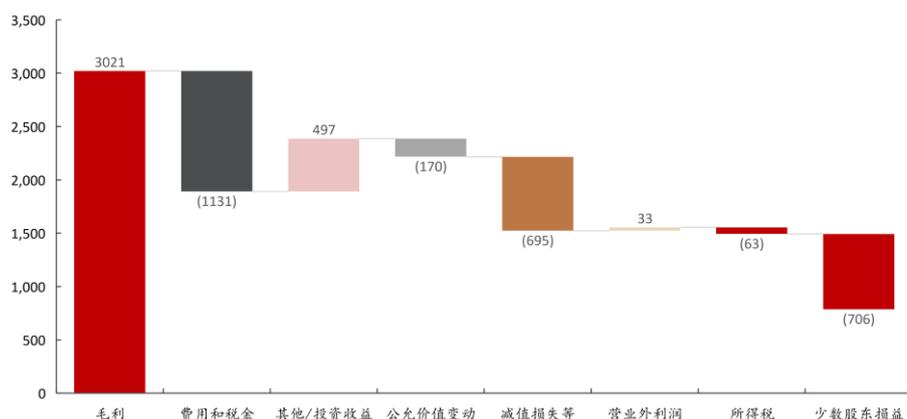
## 2 分析：产能投放毛利增长，价格波动库存减值

### 2.1 2022H1 业绩核心增利点：毛利同比大幅增加

2022H1 来看：公司上半年实现归母净利润 22.56 亿元,同比增加 7.87 亿元, 核心的增利点主要在于毛利端 (+30.21 亿元, 主要受益于前驱体、三元产品及镍放量)、其他/投资收益 (+4.97 亿元, 主要是三元材料合资企业带来的投资收益)

以及营业外利润 (+0.33 亿元)。同比减利点主要为费用和税金 (-11.31 亿元, 主要为管理费用、研发费用与销售费用)、少数股东权益 (-7.06 亿元)、减值损失 (-6.95 亿元)、公允价值变动 (-1.7 亿元)、企业所得税 (-0.63 亿元) 等其他科目。

**图5: 2022H1 年公司归母净利润同比增加 7.87 亿元 (单位: 百万元)**

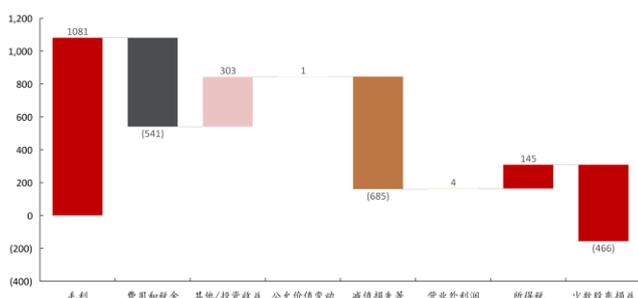


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**单季度同比来看:** 2022Q2 公司实现归母净利润 10.49 亿元, 同比增加 2.34 亿元。业绩同比增利点主要为毛利端 (+19.48 亿元)、其他/投资收益 (+3.32 亿元)、营业外利润 (+0.18 亿元) 和所得税 (+0.29 亿元)。同比减利点主要为所费用和税金 (-7.57 亿元)、减值损失 (-6.80 亿元)、少数股东权益 (-5.71 亿元) 和公允价值变动 (-0.83 亿元)。

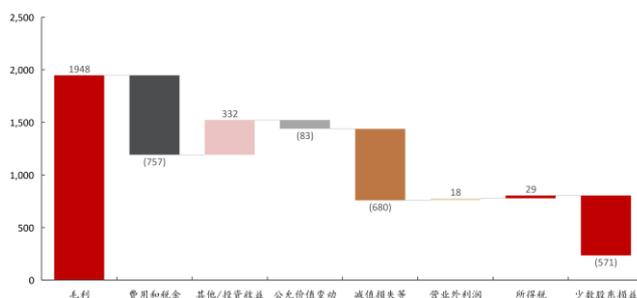
**单季度环比来看:** 2022Q2 公司归母净利润环比减少 1.57 亿元。业绩环比增利点主要为毛利端 (+10.81 亿元)、其他/投资收益 (+3.03 亿元)、所得税 (+1.45 亿元)、营业外利润等 (+0.04 亿元) 和公允价值变动 (+0.01 亿元)。环比减利点主要为减值损失 (-6.85 亿元)、费用和税金 (-5.41 亿元)、少数股东权益 (-4.66 亿元) 等其他科目。

**图6: 2022Q2 公司归母净利润环比减少 1.57 亿元 (单位: 百万元)**



资料来源: wind, 民生证券研究院

**图7: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 2.35 亿元 (单位: 百万元)**

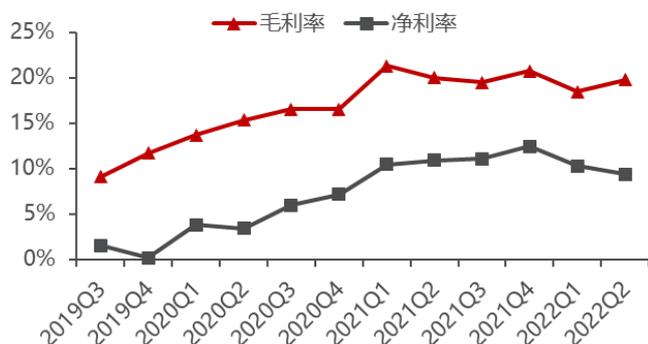


资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2.2 毛利端拆解：量价齐增，成本抬升

毛利率总体稳定，毛利润大幅增长。2022H1 公司实现毛利 59.6 亿元，同比增加 30.21 亿元；综合毛利率同比减少 1.35pct 至 19.22%。分季度看，2022Q2 公司实现毛利 35.2 亿元，同比增 19.95 亿元，环比增加 10.81 亿元；综合毛利率同比减少 0.22pct 至 19.77%，环比增加 1.31pct。

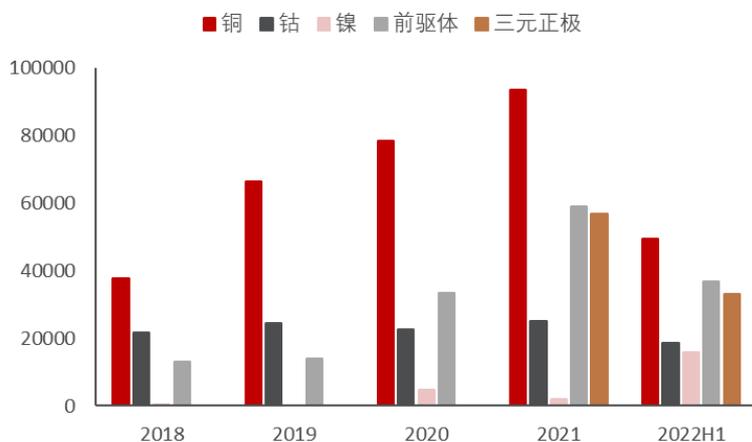
图8：2022Q2 公司毛利率环比提升 1.31pct



资料来源：wind，民生证券研究院

从销量来看：2022 上半年公司镍与三元正极材料增量明显。1) 2022 上半年公司铜产品含委托加工业务共出货 4.96 万金属吨，同比小幅增长；2) 钴产品含受委托加工，共出货 1.85 万金属吨，同比增长 3%；3) 公司自建+合资的前驱体产能加速爬坡，实现出货 3.69 万实物吨，同比增长 26%；4) 镍产品含委托加工共出货 1.6 万吨，同比增长 126%；5) 正极材料总出货 3.83 万吨，三元正极 3.32 万吨，高镍三元材料出货约 2.64 万吨，占三元材料出货量比重约 80%。

图9：2022H1 公司各业务出货量情况

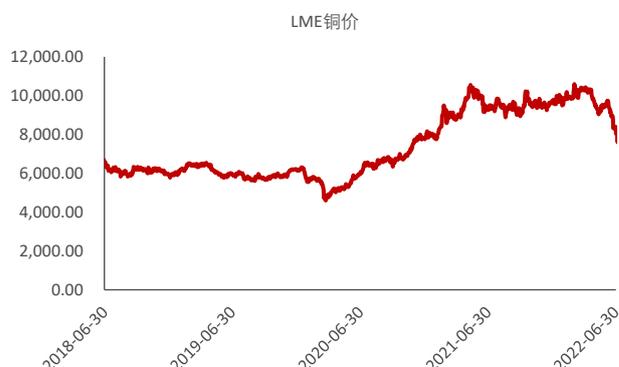


资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

**从价格来看：金属价格回调，但均价仍处高位。钴价方面**，2022 上半年消费电子需求疲软，钴价先涨后跌。一季度非洲受到疫情及洪水因素供给端扰动，钴价上涨至 5 月中旬，随着供给的恢复及消费电子需求走弱，钴价开始下跌，至 6 月底 MB 钴下跌 20.75%。然而随着国家收储的不断推进，钴价有望触底回升。**铜价方面**，受各国央行加息影响，下游工业需求疲软，铜价在 6 月加速下滑，但二季度 LME 铜均价为 9523 美元，仍处于高位。**镍价方面**，供需格局改善、逼仓事件影响消退，镍价逐步回归，LME 镍二季度下跌近 30%，但二季度 LME 镍均价为 29032 美元，仍处于历史高位。

**图10：2022Q2 钴价大幅下跌**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图11：2022Q2 铜价大幅下跌 (美元/吨)**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图12：2022Q2 镍价大幅下跌 (美元/吨)**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 费用端：三费保持稳定，研发投入大幅增加

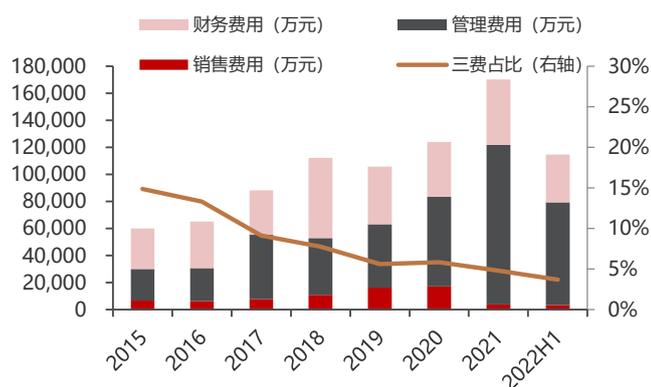
**从期间费用来看**：2022H1 公司期间费用合计 11.4 亿元，同比增加 9.7 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 0.33 亿元、7.6 亿元、3.5 亿元、8.3 亿元。2022 上半年同比来看：销售费减少 0.7 亿元；管理费用增加 3.5 亿元；财务费用增加 1.2 亿元。研发费用增加 5.58 亿元。期间费用同比增加主要是巴莫合并报表所致。

分季度看，2022Q2 期间费用合计 6.15 亿元，环比增加 0.85 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用分别环比变化+0.08 亿元、+0.03 亿元、+0.73 亿元。2022Q2 研发费用为 6.19 亿元，环比增加 3.99 亿元。

### 高研发投入下，公司正极材料产品研发进展顺利，超高镍产品成功交付客户。

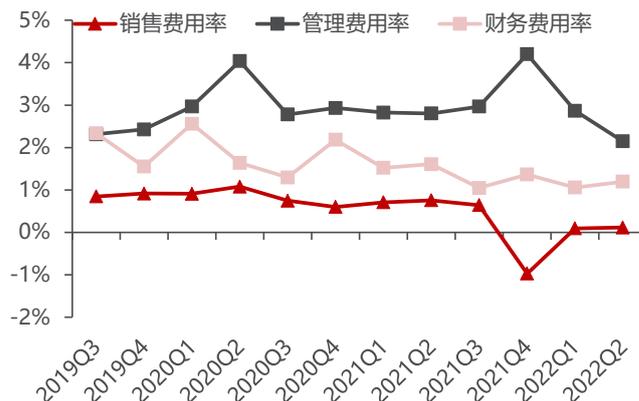
(1) 高镍产品：公司开发并量产多款 8 系、9 系前驱体，储备多款高镍、NCMA 前驱体新品；8 系高镍正极产品继续扩大量产规模，研发储备多款中镍高电压单晶正极材料、9 系超高镍正极材料，率先实现 9 系超高镍 NCMA 月产千吨级的高性能三元正极材料并交付全球知名电池客户，目前超高镍 NCMA 正极材料月产规模已达到 3000 吨级以上，2022 年上半年合计实现 9 系超高镍 NCMA 正极材料销售超万吨；(2) 钴酸锂产品：掌握并开发第四代高电压四钴均相掺杂技术，量产 4.48V 高电压四钴产品，巩固高端客户市场，储备 4.5V 和 4.5V+ 产品，实现高电压四钴产品的技术领先。量产 4.48V 高电压钴酸锂并不断扩大市场份额，4.5V 钴酸锂完成几十吨级客户认证，实现钴酸锂产品的技术领先。

图13：2022Q2 公司三费占比为 4.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2022Q2 公司管理费用率为 4.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022Q2 公司研发费用为 2.64 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.4 金属价格大幅波动，减值拖累公司业绩

截至 2022Q2，公司存货价值量为 135.22 亿元，同比增长 86%。从公司库

存水平看公司未来的经营情况，公司为抵御后续原材料成本上行风险做了充足准备。从 2018Q4 开始，公司的存货价值量逐季下滑，进入“降库存”阶段，此主要由于价格下跌和存货规模总量两方面下滑的因素所致。2017 年，钴价总体处于上升阶段，但部分前期签订的长单销售合同尚未执行完毕；2018 年，钴价先升后降，公司也进行了原材料储备来规避价格大幅波动，导致原材料库存处于高位；2019 年，钴价先降后升，原材料库存明显下滑；2020 年钴价保持震荡走势，但由于公共卫生事件影响部分原料进口，到 2020H1 原材料库存已基本消化完毕，库存变化趋势趋于平缓，维持在稳定的水平，存货的减少主要因公司原材料价值量的下滑，使得公司经营活动净现金流大幅改善；2021 年巴莫纳入公司合并范围且为了抵御原材料上行风险，公司库存水平持续增加。2021 年金属价格大幅上涨，公司原材料成本持续承压，而公司存货增加有利于对冲未来原材料价格进一步上涨的风险。

**表1：截止到 2022H1，公司存货分类情况（百万元）**

项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值	账面余额	存货跌价准备/合同履约成本减值准备	账面价值
原材料	6335	192	6142	4502	3	4499
在产品	3091	204	2886	1999	2	1997
库存商品	4525	170	4354	2541	47	2494
周转材料						
消耗性生物资产						
合同履约成本						
委托加工物资	146	9	137	43		43
合计	14099	577	13521	9086	51	9034

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**金属价格波动，公司计提存货减值。**由于 2022 年钴、镍产品价格的波动，而公司从原料采购到产成品出货需要一定的周期，价格的下跌导致了原材料和未售产品出现了一定程度的减值。公司计提存货减值准备 5.37 亿元。但随着下半年国家开始对钴收储，预计钴价有望企稳回升，届时减值有望回补。

**信用减值处理完善，经营风险充分释放。**随着公司经营规模扩张，为确保经营稳定，公司对风险因素进行充分计提。公司在上半年计提信用减值 2.18 亿元，一方面原因为公司经营规模扩大，按比例计提金额提高，另一方公司对应收账款进行了充分计提，金额有所增加。我们认为公司对坏账已进行充分计提，风险在上半年充分释放，大大降低了后续经营的不确定性。

**表2：截止到 2022H1，坏账准备计提情况（万元）**

坏账准备	第一阶段	第二阶段	第三阶段	合计
	未来12个月预期信用损失	整个存续期预期信用损失 (未发生信用减值)	整个存续期预期信用损失 (已发生信用减值)	
2022年1月1日余额	544	985	2870	4399
2022年1月1日余额在本期	0	0	0	0
--转入第二阶段	-232	232	0	0
--转入第三阶段	0	-1074	1074	0
--转回第二阶段	0	0	0	0
--转回第一阶段	0	0	0	0
本期计提	2089	1177	-1332	1934
本期转回	0	0	0	0
本期转销	0	0	0	0
本期核销	0	0	0	0
其他变动	0	0	0	0
2022年6月30日余额	2402	1320	2612	6334

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表3：截止到 2022H1，坏账计提准备（万元）**

名称	账面余额	坏账准备	期末余额	
			计提比例	计提理由
江西嘉隆新材料有限公司	572	572	100%	该等公司经营困难，预计很可能无法收回
深圳市金和能电池科技有限公司	472	472	100%	该等公司经营困难，预计很可能无法收回
R&F Company	398	398	100%	该等公司经营困难，预计很可能无法收回
其他公司	180	180	100%	该等公司经营困难，预计很可能无法收回
合计	1623	1623	100%	/

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.5 长期股权投资收益丰厚，回收业务大幅放量

公司在上游镍资源和园区服务、与 LG 和 POSCO 合资公司主要为参股形式，列示于公司的长期股权投资收益中，为公司贡献可观投资收益，且随着镍产品放量、前驱体与正极产能释放，投资收益持续大幅增长。（1）园区服务参股公司主体为 IWIP 公司，持股比例为 24%，位于印尼北马鲁古省哈马黑拉岛，2022 上半年权益法下确认投资收益 2357 万元；（2）能源供应参股公司主体为维斯通，持股比例为 24%，2022 上半年权益法下确认投资收益 2839 万元；（3）红土镍矿资源参股公司为新越科技，公司通过持有新越科技 30%，穿透持有项目权益 15.39%，项目拥有 930 万金属吨红土镍矿+4.2 万吨镍铁产能，2022 上半年权益法下确认投资收益 1.5 亿元。（4）锂电材料的参股公司主要为浦华公司和乐友公司，截止 2022 上半年权益法下分别确认投资收益 2219 万元和 2.76 亿元。

表4: 截至 2022H1, 长期股权投资情况 (单位: 百万元)

被投资单位	期初余额	本期增减变动					期末余额	减值准备 期末余额
		追加投 资	减少投 资	权益法下确认 的投资损益	其他综合收益调 整	宣告发放现金 股利或利润		
<b>一、合营企业</b>								
PT Alam Hijau Environmental Services	6.3			-0.1	0.05		6.2	
小计	6.3			-0.1	0.05		6.2	
<b>二、联营企业</b>								
<b>新越科技</b>	<b>923.7</b>			<b>293.9</b>	<b>17.9</b>	<b>100.3</b>	<b>1.1</b>	
民富沃能								1.2
瀚谟新能源								
AVZ 公司	66.6			-1.8	11.5		76.2	
<b>浦华公司</b>	<b>125.7</b>	<b>201</b>		<b>22.1</b>			<b>349.7</b>	
<b>乐友公司</b>	<b>1.1</b>			<b>276.2</b>			<b>1412</b>	
瑞友公司	9.9			0	3.8		13.4	
湖北兴友		24.5		-0.07			24.4	
<b>维斯通</b>	<b>142.8</b>			<b>28.4</b>	<b>38.2</b>		<b>209</b>	
<b>IWIP 公司</b>	<b>189.3</b>			<b>23.6</b>	<b>7</b>		<b>219.9</b>	
印尼华拓								3.4
衢州信华				1			294.8	
湖南雅城		120		13.8			133.8	
广西时代锂电		710.5		-0.02			710.5	
衢州安友	598.4			-0.4			598	
PHC 公司	222.3			-2.1	8.8		229	
深圳菲尼基	4.5			-0.1			4.4	
印尼华飞	1.7			-1.7	0			
小计	3421.4	1351.5		651.7	86.9	100.3	5411.3	4.6
合计	3427.7	1351.5		651.6	86.9	100.3	5417.6	4.6

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**表5：截止到 2022H1，公司主要参股子公司情况**

企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	直接持股比例(%)	间接持股比例(%)	会计处理方法
浦华公司	浙江省桐乡市	浙江省桐乡市	非金属矿物制品业	40		权益法核算
AVZ 公司	刚果（金）	Mt Hawthorn Wa Australia	矿产勘探	6.29		权益法核算
乐友公司	江苏省无锡市	江苏省无锡市	非金属矿物制品业	49		权益法核算
维斯通	香港	香港	服务业	24		权益法核算
IWIP 公司	印尼北马鲁古省哈马黑拉岛	印尼雅加达	产业园区	24		权益法核算
新越科技	香港	香港	产业投资	30		权益法核算
衢州安友	浙江省衢州市	浙江省衢州市	资本市场服务	49.92		权益法核算
深圳菲尼基	广东省深圳市	广东省深圳市	信息技术服务业	15		权益法核算
PHC 公司	韩国全罗南道光阳市	韩国全罗南道光阳市	制造业	35		权益法核算
湖南雅城	湖南宁乡市	湖南宁乡市	制造业	10.29		权益法核算
广西时代锂电	广西玉林市	广西玉林市	商务服务业	49.47		权益法核算
湖北兴友	湖北宜都市	湖北宜都市	科技推广和应用服务业	49		权益法核算
衢州信华	浙江省衢州市	浙江省衢州市	资本市场服务	49.96		权益法核算

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**分子公司看，华越和资源再生公司净利润可观。**2022H1 公司主要子公司中，华越镍钴表现亮眼，得益于华越湿法镍项目达产放量，上半年华越实现营收 25.3 亿元，实现净利润 13.5 亿元，净利率高达 53.3%，充分受益了本轮镍价上涨。同时资源再生公司业绩大幅增长，得益于电池回收大幅放量，上半年实现营收 22.6 亿元，实现净利润 4.1 亿元，主要原因为锂钴镍等金属价格高企。

**表6：截止到 2022H1，公司主要子公司情况**

企业名称	业务性质	营收（亿元）	净利润（亿元）
华友衢州	制造业	87.0	4.3
华友新能源衢州	制造业	41.6	2.0
华友香港	贸易、批发业	82.9	3.0
华友国际矿业香港	商业、服务业		-0.6
华友新加坡	贸易、批发业	42.9	0.8
华越镍钴	制造业	25.3	13.5
成都巴莫	制造业	106.8	3.2
CDM 公司	贸易	18.1	3.6
资源再生	制造业	22.6	4.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.6 镍套保风险解除，账面浮盈可观

镍期货套保风险解除，持仓合约已经转为浮盈。为了规避镍金属价格变动对持有的含镍金属存货价格变动风险，公司对镍存货采用上海期货交易所镍期货合约或 LME 镍期货合约进行套期。俄乌冲突后镍价剧烈波动，公司在一季度衍生金融负债为 15.68 亿元，而到二季度，随着镍价的逐步回归，公司的衍生金融负债项已经归零且形成了 6.2 亿元的衍生金融资产，显示持仓合约为浮盈状态，镍期货合约持仓问题已得到彻底解决。

表7：截止到 2022H1，公司衍生金融资产情况（单位：元）

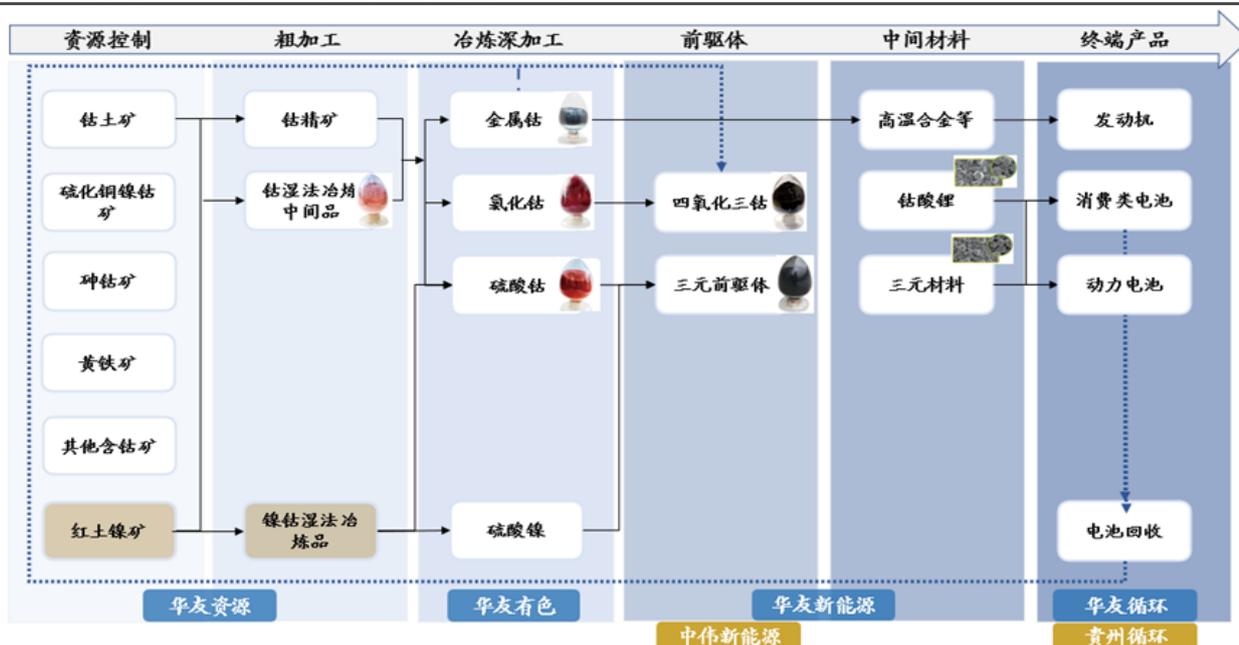
项 目	期末公允价值	估值技术
衍生金融资产	620,455,366.53	期货合约按照期货交易所确定的结算价作为公允价值，被套期项目按照现货市场结算价作为公允价值
存货-被套期项目	208,645,144.40	期货合约按照期货交易所确定的结算价作为公允价值，被套期项目按照现货市场结算价作为公允价值

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3 一体化护城河进一步巩固，高执行力下未来成长可期

公司拥有锂电正极材料产业最完整的一体化产业链布局，从矿山原料到冶炼端，再由前驱体到正极材料，加上资源循环回收板块，上中下游高效协同是公司的核心优势。锂电材料行业呈现出“资源开发在境外、研发制造在中国、市场客户在全球”的典型特征，技术创新和成本优势是行业关键竞争要素，因此公司在近年来不断由钴业龙头向一体化产业链延伸布局，公司完成了总部在桐乡、资源保障在境外、制造基地在中国、市场在全球的空间布局，形成了从资源开发、有色精炼、新能源材料研发制造上、中、下游一体化的产业链条，布局了从钴镍资源开发、绿色冶炼加工、三元前驱体和正极材料制造到资源循环回收利用的新能源锂电产业生态。公司有望完成从周期到成长的蜕变，削弱盈利周期性波动，与同类企业相比拥有明显优势。

图16: 公司打通全产业链, 相比同行具有明显一体化优势



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 3.1 上游资源布局完善, 护城河深厚

公司已经成为唯一的全面布局镍钴铜等上游资源、延伸拓展“三元前驱体+正极”的一体化锂电材料龙头。分板块来看, 公司目前已经形成铜钴资源板块、镍钴板块、锂资源板块、三元前驱体板块和三元正极板块, 一体化雏形初成。

图17: 公司上下游产业链布局完善

业务板块	环节	项目名称	产品形式	现有产能	穿透权益比例	项目地点	备注
铜钴资源	铜钴资源	PE527	铜钴矿	6万吨铜+5000吨钴	100.00%	刚果(金)	金属吨, 主要是尾矿
	铜钴冶炼	CDM	电积铜+粗钴	6.6万吨铜+1.44万吨粗钴	100.00%	刚果(金)	金属吨, 电积铜在非洲直接出售, 粗钴运回国内精炼
	铜钴冶炼	Mikas	电积铜+粗钴	3万吨铜+0.7万吨粗钴	100.00%	刚果(金)	金属吨
	精炼	华友衢州	钴产品+铜产品+硫酸镍	3万吨钴+1.5万吨铜+4万吨硫酸镍	100.00%	浙江衢州	金属吨
镍钴冶炼	精炼	华友桐乡	钴产品	0.9万吨钴	100.00%	浙江桐乡	金属吨
	镍钴资源	纬达湾镍业	镍钴矿+镍铁	930万金属吨红土镍矿+4.2万吨镍铁	15.39%	印尼小K高	通过持有新越科技30%, 穿透持有项目权益15.39%
	园区	纬达湾工业园	园区服务	/	24.00%	印尼小K高	18年9月动工建设, 基于纬达湾镍业的资源
	能源	雅斯通	能源供应	/	24.00%	印尼小K高	
	湿法冶炼	华越项目	MHP(氢氧化镍钴)	6万吨镍+7800吨钴	57.00%	印尼大K高	2022年4月实现达产
	湿法冶炼	华飞项目	MHP(氢氧化镍钴)	12万吨镍+1.5万吨钴	51.00%	印尼小K高	2022年初公告收购31%股权提升持股比例至51%, 预计23H2投产
	火法冶炼	华科项目	高冰镍	4.5万吨镍	70.00%	印尼小K高	2022年中投产
	湿法冶炼	华山项目: 青山+华友	MHP(氢氧化镍钴)	12.3万吨镍+1.57万吨钴	68.00%	印尼小K高	定增募投项目, 总投资额159亿, 募资投入120亿, 建设期3年
湿法冶炼	大众+青山+华友合资	MHP(氢氧化镍钴)	12万吨镍+1.5万吨钴	/	/	预计22年下半年签署投资协议	
锂资源	湿法冶炼	淡水河谷+华友合资	MHP(氢氧化镍钴)	12万吨镍+1.5万吨钴	/	/	预计22年下半年签署投资协议
	锂资源	Manono	锂矿	约20万吨LCE	5.66%	刚果(金)	持有AVZ 7.55%股权
三元前驱体	锂资源	Arca dia 锂矿	锂矿	5万吨LCE	90.00%	津巴布韦	转让了10%股份给青山集团, 预计23年底建成, 国内配套冶炼产能
	粗冶炼	广西华友锂业	锂矿	5万吨LCE	100.00%	广西	项目建设期2年, 年处理锂辉石规模38.9万吨
	三元前驱体	华友新能源衢州	氢氧化镍钴锂	8.5万吨, 22年初达10.5万吨; 拟可转债+5万吨	100.00%	浙江衢州	衢州一体化园区, 定增+5万吨, 拟可转债+5万吨
	三元前驱体	华金	氢氧化镍钴锂	4万吨	20.52%	浙江衢州	通过华友新能源(40.23%)分别持有华金51%、华满60%
三元正极	三元前驱体	华清	氢氧化镍钴锂	0.5万吨, 扩产中	24.14%	浙江桐乡	
	三元前驱体	广西巴莫	氢氧化镍钴锂	10万吨前驱体	100.00%	广西玉林	可转债拟募投项目
	三元正极	巴莫科技	镍钴锰酸锂	2022年初9.3万吨	36.76%	四川成都	巴莫股权比例仍有提升空间
	三元正极	乐友	镍钴锰酸锂	4万吨	19.71%	江苏无锡	乐友发展顺利
	三元正极	清华	镍钴锰酸锂	0.5万吨, 扩产中	16.09%	浙江桐乡	
三元正极	广西巴莫	镍钴锰酸锂	5万吨正极+10万吨前驱体+5万吨硫酸镍	100.00%	广西玉林	可转债拟募投项目	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**铜钴板块: 深耕刚果金, 保障铜钴资源稳定供应。**公司铜钴业务集中于非洲刚果(金)子公司 CDM 公司、MIKAS 公司, 主要产品为粗制氢氧化钴和电积铜, 目前非洲资源板块已形成以自有矿山为保障, 以刚果(金)当地矿山、矿业公司采

购为补充的商业模式，公司在刚果金拥有 2.14 万吨的粗制氢氧化钴产能，CDM 公司 6.6 万吨和 MIKAS 公司 3 万吨粗铜/电积铜产能，加上国内铜鼓冶炼产能，公司已经形成了约 11 万吨铜+3.9 万吨钴的年产能，铜钴“现金牛”业务为公司产能扩建提供了护城河。

**表8：公司在刚果金的自有矿山情况**

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	年产量	资源剩余可 开采年限	许可证/采 矿权有效期
刚果 PE527 铜钴矿鲁苏西矿 (V2 硫化矿 +V1 氧化矿)	铜、钴	516.40 万吨	硫化矿 229.18 万 吨; 氧化矿 132.30 万吨	全铜 1.73% 全 钴 0.39%	110 万吨	3.29 年	2024 年 4 月 3 日
刚果 PE527 铜钴矿鲁苏西矿新增 地表堆存 氧化矿	铜、钴		113.66 万吨	铜 1.53% 钴 0.38%		暂未计划生 产	2024 年 4 月 3 日
刚果 PE527 铜钴矿鲁苏西矿原有 地表堆存氧化矿	铜、钴		219.72 万吨	铜 1.76% 钴 0.37%		暂未计划生 产	2024 年 4 月 3 日
刚果 PE527 铜钴矿鲁库尼矿	铜	737.41 万吨	535.88 万吨 (包含 硫化矿 118.80 万 吨)	全铜 1.63%	150 万吨	3.57 年	2024 年 4 月 3 日

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**镍钴板块：湿法冶炼盈利可观，印尼镍钴项目构筑公司核心壁垒。**公司已经形成了从上游资源、园区服务到冶炼的一体化镍钴资源布局，主要项目包括：园区服务（纬达贝工业园）、能源供应（维斯通）、红土镍矿资源（纬达湾镍业、SCM 镍矿）、湿法镍冶炼（华越项目 6 万吨、华飞项目 12 万吨等）、火法冶炼（华科项目 4.5 万吨）等。

- **园区服务：**参股公司主体为 IWIP 公司，持股比例为 24%，位于印尼北马鲁古省哈马黑拉岛，2022H1 权益法下确认投资收益 2357 万元。
- **能源供应：**参股公司主体为维斯通，持股比例为 24%，2022 上半年权益法下确认投资收益 2839 万元。
- **红土镍矿资源：**参股公司为新越科技，公司通过持有新越科技 30%，穿透持有项目权益 15.39%，项目拥有 930 万金属吨红土镍矿+4.2 万吨镍铁产能，2022 上半年权益法下确认投资收益 1.5 亿元；同时 5 月 10 日华友钴业公告全资子公司华涌国际拟以 7470 万美元认购相当于 HLN 公司 10%股权的可转债。HLN 公司将收购 JPI 公司 95.3%股权以及 JIM 公司 100%股权，总交易对价 7.47 亿美金，JPI 持有 SCM 镍矿 51%股权，该矿山地理位置优越、且资源体量较大：（1）地理位置优越：该矿山前拥有者为力拓，矿山位于莫罗瓦利工业园西约 70 公里，靠近公司的华越湿法项目，矿权面积 2.11 万公顷。（2）资源体量较大：拥有褐铁矿资源量 9.04 亿干吨，镍品位 1.12%，钴品位 0.10%；另有腐岩矿资源量

2.72 亿干吨，镍品位 1.59%，钴品位 0.035%。我们据此计算该矿山合计拥有镍资源量 1445 万吨，钴资源量 100 万吨。

- **镍冶炼项目：进展顺利，将为公司贡献可观净利润。**公司目前在印尼规划有 6 座冶炼项目，未来总计规划 58.5 万镍金属吨/年的产能，将成为未来前驱体放量的有力保障：（1）华越 6 万吨湿法项目（57%）：22 年 4 月提前达产；（2）华科 4.5 万吨火法项目（70%）：22 年 4 月电炉提前点火生产；（3）华飞 12 万吨湿法项目（51%）：预计 23 年上半年具备投料条件；（4）华友-青山-大众 12 万吨项目（22 年 3 月公告）；（5）华友-淡水河谷 12 万吨项目（22 年 4 月公告）；（6）拟定增募资建设华山镍钴年产 12 万吨镍湿法项目（22 年 6 月公告）。
- **镍精炼项目：衢州区配募项目年产 3 万吨电池级高纯硫酸镍项目于 2022 年 3 月进入调试阶段，年产 5 万吨高镍动力电池硫酸镍项目建设快速推进，今年上半年实现投料试产。目前镍价高位下，公司镍项目的快速投产有望带来利润释放。**

**表9：截止到 2022H1 公司镍项目情况**

环节	项目名称	产品形式	现有产能	穿透权益比例	项目地点	备注
镍钴资源	纬达湾镍业	镍钴矿+镍铁	930 万金属吨红土 镍矿+4.2 万吨镍铁	15.39%	印尼小 K 岛	通过持有新越科技 30%，穿透持有项目权益 15.39%
园区	纬达贝工业园	园区服务	/	24.00%	印尼小 K 岛	18 年 9 月动工建设，基于纬达湾镍业的资源
能源	维斯通	能源供应	/	24.00%	印尼小 K 岛	18 年 9 月动工建设，基于纬达湾镍业资源
湿法冶炼	华越项目	MHP（氢氧化镍钴）	6 万吨镍+7800 吨钴	57.00%	印尼大 K 岛	2022 年 4 月实现达产
湿法冶炼	华飞项目	MHP（氢氧化镍钴）	12 万吨镍+1.5 万吨钴	51.00%	印尼小 K 岛	2022 年初公告收购 31%股权提升持股比例至 51%，预计 23H2 投产
火法冶炼	华科项目	高冰镍	4.5 万吨镍	70.00%	印尼小 K 岛	2022 年中投产
湿法冶炼	华山项目：青山-华友合资	MHP（氢氧化镍钴）	12.3 万吨镍+1.57 万吨钴	68.00%	印尼小 K 岛	定增募投项目，总投资额 159 亿，募资投入 120 亿，建设期 3 年
湿法冶炼	大众-青山-华友合资	MHP（氢氧化镍钴）	12 万吨镍+1.5 万吨钴	/	/	预计 22 年下半年签署投资协议
湿法冶炼	淡水河谷-华友合资	MHP（氢氧化镍钴）	12 万吨镍+1.5 万吨钴	/	/	预计 22 年下半年签署投资协议

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**锂板块：收购 Arcadia 锂矿 100%权益，同步规划 5 万吨锂盐冶炼产能，补齐锂资源拼图。**公司目前锂资源板块布局主要有二：参股 AVZ 公司布局刚果（金）

Manono 项目、收购津巴布韦前景锂矿公司 100%股权全资拥有 Arcadia 锂矿，我们认为 Arcadia 锂矿或将助力公司快速补齐上游资源布局拼图：

- **Arcadia 锂矿资源储量丰富：**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%，五氧化二钽品位 121ppm，氧化锂金属量 77 万吨（碳酸锂当量 190 万吨），五氧化二钽金属量 8,800 吨。其中，储量 4,230 万吨，氧化锂品位 1.19%，五氧化二钽品位 121ppm，氧化锂金属量 50.4 万吨（碳酸锂当量 124 万吨），五氧化二钽金属量 5,126 吨。
- **规划建设 5 万吨 LCE 一体化产能，未来可期：**根据公司 2022 年 6 月的定增公告，Arcadia 锂矿项目总投资 2.7 亿美元，项目建成后处理原矿 1.5 万吨/天，年产 23 万吨透锂长石精矿和 29.7 万吨锂辉石精矿，同时在国内配套锂冶炼产能，以广西华友锂业为主体建设年产 5 万吨锂盐冶炼项目，建设期 2 年，年处理锂辉石规模 38.9 万吨，总投资 21.1 亿元。

我们认为在公司的高执行力以及前景公司前期中试生产线的基础上，该项目有望快速达产，在高锂价之下，将助力公司业绩快速增长。

**表10：Arcadia 矿石储量估算（2021 年 10 月）**

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

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表11：Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li2O 边界品位**

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)
探明资源	15.8	1.12	113	17.7	44	1,769
控制资源	45.6	1.06	124	48.4	119	5,670
推断资源	11.2	0.99	119	11.1	27	1,315
合计	72.7	1.06	121	77	190	8,800

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**中游冶炼：承上启下，降本增效。**公司当前已建立完整的钴、镍、锂等新能源核心材料冶炼产能，主要从事钴、镍、铜、锂等产品的深加工业务，业务集中在子公司衢州华友和桐乡总部工厂，主要产品为四氧化三钴和硫酸钴等钴盐、电积铜以及硫酸镍等产品。

截至 2021H1 公司已拥有 3.9 万吨钴冶炼产能，1.5 万吨国内铜冶炼产能，1

万吨电池级硫酸镍产能，以及新增 8 万吨电池级硫酸镍产能（衢州配募项目年产 3 万吨电池级高纯硫酸镍项目于 2022 年 3 月进入调试阶段，年产 5 万吨高镍动力电池硫酸镍项目建设快速推进，今年上半年投料试产）。

其中钴原料主要向国际矿业公司、大宗商品贸易商采购和刚果（金）子公司直接供给粗制中间产品或矿料。有色业务板块在一体化的产业结构中起着承上启下的重要作用，在巩固公司钴盐产品全球第一的市场占有率同时，也为下游新能源板块提供原料，保证前驱体和正极材料等新能源材料所需原料的稳定和低成本供应。

**表12：截止到 2022H1 公司冶炼产能规模（单位：吨）**

产品类别	衢州	桐乡	无锡	CDM 公司	MIKAS 公司	合计
钴（金属吨）	30000	9000	-	-	-	39000
铜（金属吨）	15000	-	-	66000	30000	111000
镍（金属吨）	90000	-	-	-	-	90000
电池级碳酸锂（回收量，实物吨）	5000	-	-	-	-	5000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2 下游三元初具规模，锂电回收形成完整闭环

**下游前驱体及正极受益全球新能源终端需求快速增长，是公司由周期向成长转型的核心。**公司前期的锂电材料项目主要以合资为主，其中与 LG、浦项合资经营的四个项目：与 LG 化学（华金公司，华友新能源科技 51%/LG 49%，4 万吨）和 POSCO（华友浦项，华友新能源科技 60%/浦项 40%，规划 3 万吨首期建成 0.5 万吨）合资建设三元前驱体产能合计 4.5 万吨/年（已建成）。其中浦华、乐友进入稳定量产阶段；华金与华浦积极推进量产认证，项目产能逐步释放；与浦项合资的二期项目也正式开工建设。后期公司锂电材料项目均以全资或控股为主，（1）2021 年 6 月公司购买巴莫科技 38.6175%的股权，正式完成对巴莫科技的控股。

（2）2021 年公司定增募投项目拟建设衢州年产 5 万吨高镍型三元前驱体材料项目，部分产线已于今年 1 月份进入试产阶段。（3）2022 年 3 月完成发行 76 亿元公开发行可转换债券项目，用于建设广西年产 5 万吨高镍型正极材料、10 万吨三元前驱体材料一体化项目、衢州年产 5 万吨高性能三元前驱体项目，目前已经全面开工，建设有序展开。

**现有产能初具规模，远期产能规划可观，锂电材料龙头雏形已成。**（1）现有产能：三元前驱体产能已由 2019 年的 5.5 万吨增至 15 万吨，其中合资产能为 4.5 万吨；三元正极材料产能已经增至 11 万吨以上（含巴莫科技）。（2）未来规划：公司远期规划三元前驱体产能（全资或合资）或达 100 万吨，三元正极产能（全资或合资）或达 50 万吨，有望跻身全球一线锂电正极材料厂商。

**表13：截止到 2022H1 公司前驱体及正极项目情况**

环节	项目名称	产品形式	现有产能	穿透权益比例	项目地点	备注
三元前驱体	华友新能源 衢州	氢氧化镍钴 锰	5.5 万吨, 22 年初达 10.5 万吨; 拟可转债+5 万吨	100.00%	浙江衢州	衢州一体化园区, 定增+5 万吨, 拟可转债+5 万吨
三元前驱体	华金	氢氧化镍钴 锰	4 万吨	20.52%	浙江衢州	通过华友新能源 (40.23%) 分别持 有华金 51%、华浦 60%
三元前驱体	华浦	氢氧化镍钴 锰	0.5 万吨, 扩产中	24.14%	浙江桐乡	通过华友新能源 (40.23%) 分别持 有华金 51%、华浦 60%
三元前驱体	广西巴莫	氢氧化镍钴 锰	10 万吨前驱体	100.00%	广西玉林	可转债拟募投资项目
三元正极	巴莫科技	镍钴锰酸锂	2022 年初 9.3 万吨	36.76%	四川成都	巴莫股权比例仍有提升空间
三元正极	乐友	镍钴锰酸锂	4 万吨	19.71%	江苏无锡	乐友进展顺利
三元正极	浦华	镍钴锰酸锂	0.5 万吨, 扩产中	16.09%	浙江桐乡	
三元正极	广西巴莫	镍钴锰酸锂	5 万吨正极+10 万吨前驱 体+5 万吨硫酸镍	100.00%	广西玉林	可转债拟募投资项目
三元正极	巴莫科技- LGBCM 合 资	镍钴锰酸锂	6.6 万吨三元正极材料	49.00%		以 2.75 亿元认购 LGBCM 的 49% 股权

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司积极布局锂电池循环回收业务。**公司子公司华友衢州和资源再生分别进入工信部发布的符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单第一批和第二批次。公司与多家知名整车企业合作梯次利用开发和承接退役电池再生处理，与多家知名电池企业合作以废料换材料的战略合作模式，已与多家国内外整车企业达成退役电池回收再生合作。22 年 5 月，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创新合作；与 LG 化学在韩国成立合资公司，深化正极材料业务合作；22 年 7 月，公司与 LG 新能源就废旧动力蓄电池再生利用达成合作意向。随着业务开拓，公司正在形成从钴镍锂资源开发、绿色冶炼加工、前驱体和正极材料制造到资源循环回收利用的新能源锂电产业生态。

### 3.3 成功进入全球龙头客户供应链，未来放量可期

**与下游客户深度绑定，全面进入全球一线供应链。**（1）产品已经进入龙头客户：公司部分三元前驱体产品通过 POSCO-LGC 电池产业链，应用于大众 MEB 平台、雷诺日产联盟、沃尔沃、福特等全球知名车企。公司高镍正极材料给 LG 新能源与 CATL 的供应量大幅增加，分别用于世界知名品牌汽车产业链。多元高镍超高镍、中镍单晶高电压系列正极新产品已分别进入 LG 新能源、CATL、EVE、孚能等重要客户及汽车产业链。（2）供货协议锁定产能：公司与 POSCO 及其关联企业签订了合计约 9 万吨的长期供货合同；与容百科技、当升科技、孚能科技签订了多笔三元前驱体长期战略合作协议，为 2022-2025 年锁定 64.15-92.65 万吨三元

前驱体销量，未来成长确定性高。（3）与下游龙头车企深度绑定：公司与福特汽车和淡水河谷印尼签署合作备忘录，共同规划建设高压酸浸湿法项目以开发淡水河谷印尼 Pomalaa 矿山，并在项目建成后将镍产品转化为电池材料产品供应给福特汽车；与特斯拉签订三元前驱体供货框架协议，进一步强化公司在新能源锂电材料领域的竞争力。公司的朋友圈不断扩大，高质量的资源要素不断向公司汇拢，产业互连、优势互补，公司更深更广更有力地嵌入了全球新能源汽车产业链。

**表14：公司与下游龙头客户签订的重要合同一览**

公告时间	合作客户	时间范围	合作方式
2021.11.19	容百科技	2022-2025	供应三元前驱体 18-41.5 万吨
2021.11.30	当升科技	2022-2025	供应三元前驱体 30-35 万吨
2021.12.02	孚能科技	2021.12-2025	供应三元前驱体 16.15 万吨
2022.03.23	大众汽车	-	合资建设 12 万吨镍及 160gwh 锂电材料
2022.07.22	福特汽车	-	合资建设 12 万吨镍并供应锂电材料
2022.08.01	特斯拉	2022-2025	供应三元前驱体产品

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：公司未来业绩贡献将由“刚果金的钴、印尼的镍、津巴布韦的锂、三元前驱体及正极锂电材料和低成本的铜”四大板块共同驱动，其中公司未来利润核心增长逻辑主要围绕锂电新能源材料一体化布局展开，核心增长点主要来自印尼镍钴项目、非洲锂矿项目及锂电材料一体化带来的降本增效，公司成长路径清晰。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润预测为 56.16、90.25、130.96 亿元，以 2022 年 8 月 19 日收盘价为基准，PE 分别为 23X、14X、10X，维持公司“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 产品价格大幅下跌的风险。**公司产品的盈利随金属价格的波动而变化，若金属价格出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

**2) 公司募投项目进展不及预期。**公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

**3) 需求不及预期等。**公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	35,317	60,521	89,319	108,769
营业成本	28,131	47,440	68,786	81,991
营业税金及附加	304	514	1,072	1,305
销售费用	38	121	268	326
管理费用	1,180	1,816	2,680	3,263
研发费用	816	1,210	2,412	3,046
EBIT	4,800	9,420	14,102	18,838
财务费用	484	721	598	403
资产减值损失	-48	-755	0	0
投资收益	636	805	907	999
营业利润	4,901	8,794	14,461	19,502
营业外收支	-73	-5	-7	-9
利润总额	4,828	8,789	14,454	19,493
所得税	805	1,406	2,313	3,119
净利润	4,024	7,383	12,141	16,374
归属于母公司净利润	3,898	5,616	9,025	13,096
EBITDA	5,921	10,937	15,861	20,812

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,769	29,215	38,922	53,759
应收账款及票据	4,384	2,945	4,375	5,334
预付款项	1,050	1,898	3,439	4,100
存货	9,035	14,699	22,092	26,333
其他流动资产	2,753	3,618	4,874	5,787
流动资产合计	26,991	52,375	73,702	95,313
长期股权投资	3,428	4,178	4,378	4,578
固定资产	12,124	16,104	18,957	20,977
无形资产	1,192	1,217	1,242	1,267
非流动资产合计	30,998	32,796	33,797	34,583
资产合计	57,989	85,171	107,500	129,896
短期借款	8,084	8,084	8,084	8,084
应付账款及票据	11,044	18,624	27,005	32,189
其他流动负债	6,434	9,057	11,953	13,823
流动负债合计	25,562	35,765	47,041	54,095
长期借款	6,738	8,338	7,838	7,338
其他长期负债	1,788	9,388	9,388	9,388
非流动负债合计	8,526	17,726	17,226	16,726
负债合计	34,088	53,492	64,268	70,821
股本	1,221	1,598	1,598	1,598
少数股东权益	4,517	6,284	9,399	12,678
股东权益合计	23,901	31,679	43,232	59,074
负债和股东权益合计	57,989	85,171	107,500	129,896

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	66.69	71.37	47.58	21.78
EBIT 增长率	154.19	96.27	49.69	33.59
净利润增长率	234.59	44.10	60.70	45.10
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.35	21.62	22.99	24.62
净利润率	11.39	12.20	13.59	15.05
总资产收益率 ROA	6.72	6.59	8.40	10.08
净资产收益率 ROE	20.11	22.12	26.68	28.23
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.06	1.46	1.57	1.76
速动比率	0.66	1.00	1.02	1.20
现金比率	0.38	0.82	0.83	0.99
资产负债率 (%)	58.78	62.81	59.78	54.52
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	45.31	18.00	18.00	18.00
存货周转天数	117.23	117.23	117.23	117.23
总资产周转率	0.61	0.71	0.83	0.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.44	3.51	5.65	8.19
每股净资产	12.13	15.89	21.17	29.03
每股经营现金流	-0.04	8.44	8.62	11.72
每股股利	0.30	0.33	0.37	0.33
<b>估值分析</b>				
PE	33	23	14	10
PB	6.5	5.0	3.7	2.7
EV/EBITDA	22.70	11.35	7.18	4.74
股息收益率 (%)	0.38	0.42	0.46	0.42

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,024	7,383	12,141	16,374
折旧和摊销	1,122	1,516	1,759	1,974
营运资金变动	-5,176	3,689	-375	250
经营活动现金流	-62	13,481	13,774	18,733
资本开支	-6,845	-2,586	-2,591	-2,595
投资	-1,861	-755	-205	-205
投资活动现金流	-8,761	-2,521	-1,869	-1,781
股权募资	6,597	706	0	0
债务募资	7,524	9,200	-500	-500
筹资活动现金流	13,278	8,486	-2,198	-2,116
现金净流量	4,619	19,446	9,707	14,837

## 插图目录

图 1: 2022H1 公司营收同比增加 117%.....	3
图 2: 2022H1 公司归母净利润同比增加 54%.....	3
图 3: 2022Q2 公司营收同比增加 126%.....	3
图 4: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 29%.....	3
图 5: 2022H1 年公司归母净利润同比增加 7.87 亿元 (单位: 百万元) .....	4
图 6: 2022Q2 公司归母净利润环比减少 1.57 亿元 (单位: 百万元) .....	4
图 7: 2022Q2 公司归母净利润同比增加 2.35 亿元 (单位: 百万元) .....	4
图 8: 2022Q2 公司毛利率环比提升 1.31pct.....	5
图 9: 2022H1 公司各业务出货量情况.....	5
图 10: 2022Q2 钴价大幅下跌.....	6
图 11: 2022Q2 铜价大幅下跌 (美元/吨) .....	6
图 12: 2022Q2 镍价大幅下跌 (美元/吨) .....	6
图 13: 2022Q2 公司三费占比为 4.6%.....	7
图 14: 2022Q2 公司管理费用率为 4.2%.....	7
图 15: 2022Q2 公司研发费用为 2.64 亿元.....	7
图 16: 公司打通全产业链, 相比同行具有明显一体化优势.....	13
图 17: 公司上下游产业链布局完善 .....	13

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 截止到 2022H1, 公司存货分类情况 (百万元) .....	8
表 2: 截止到 2022H1, 坏账准备计提情况 (万元) .....	9
表 3: 截止到 2022H1, 坏账计提准备 (万元) .....	9
表 4: 截至 2022H1, 长期股权投资情况 (单位: 百万元) .....	10
表 5: 截止到 2022H1, 公司主要参股子公司情况.....	11
表 6: 截止到 2022H1, 公司主要子公司情况 .....	11
表 7: 截止到 2022H1, 公司衍生金融资产情况 (单位: 元) .....	12
表 8: 公司在刚果金的自有矿山情况.....	14
表 9: 截止到 2022H1 公司镍项目情况.....	15
表 10: Arcadia 矿石储量估算 (2021 年 10 月) .....	16
表 11: Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li <sub>2</sub> O 边界品位.....	16
表 12: 截止到 2022H1 公司冶炼产能规模 (单位: 吨) .....	17
表 13: 截止到 2022H1 公司前驱体及正极项目情况 .....	18
表 14: 公司与下游龙头客户签订的重要合同一览 .....	19
公司财务报表数据预测汇总.....	22

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026