

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

执业编号: S1500522020001

联系电话: 18373169614

邮箱: zhangpeng1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q3 业绩基本符合预期，一体化持续推进

2022年10月26日

事件: 公司发布 2022 年三季报, 2022 年前三季度实现营业收入 222.9 亿元, 同比增长 60.6%, 归母净利润 10.8 亿元, 同比增长 41.7%; 实现扣非归母净利润 7.84 亿元, 同比增长 17.8%。公司前三季度非经常性损益 3.0 亿元, 主要是政府补助。

点评:

- **业绩环比保持稳定。**公司 22Q3 实现营业收入 80.6 亿元, 环比增长 1.9%, 归母净利润 4.2 亿元, 环比增长 4.4%, 扣非归母净利润 3.0 亿元, 环比增长 9.5%。单季度毛利率 10.68%, 环比-0.33pct, 净利率 5.26%, 环比+0.1pct。公司前三季度三元前驱体和三氯化钴合计销售量超过 16 万吨, Q3 出货预计 6 万吨, 扣除非经常性损益影响后, 我们预计公司 Q3 吨净利为 0.51 万元/吨, 与 Q2 环比基本持平。
- **重视一体化带来的行业格局重塑和利润弹性。**2021 年底公司前驱体产能 18 万吨, 在建 18 万吨, 规划 24 万吨, 预计 24 年末产能将达 60 万吨, 公司预计 22-24 年末冰镍自供比例将达 21%、76%、75%, 22-23 年末硫酸镍自供比将达 60%、79%, 未来自供比率持续提升有望带动盈利水平提升。
- **订单饱满、需求旺盛。**公司已进入特斯拉、LG 化学、宁德时代、当升科技、厦门钨业、贝特瑞、L&F、振华新材、三星 SDI 等供应链。2021 年与 2022H1 公司国内前驱体市占率均为 26%, 龙头地位稳固, 近几年产能利用水平持续处于高位, 2022-2024 年公司三元前驱体在手及意向订单 33、49、71 万吨, 公司订单饱满。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年实现营收 364.76、556.51、708.97 亿元, 归母净利润分别为 17.10、34.55、55.97 亿元, 同比增长 82%、102%、62%。截止 2022 年 12 月 26 日市值对应 22、23 年 PE 估值分别是 28、14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 新能源车需求不及预期风险; 锂电池技术迭代变化风险; 原材料价格波动超预期风险; 环保及安全生产风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,440	20,072	36,476	55,651	70,897
增长率 YoY %	40.1%	169.8%	81.7%	52.6%	27.4%
归属母公司净利润(百万元)	420	939	1,710	3,455	5,597
增长率 YoY%	133.6%	123.5%	82.1%	102.1%	62.0%
毛利率%	13.1%	11.5%	9.0%	10.7%	12.7%
净资产收益率ROE%	11.0%	9.5%	16.9%	25.5%	29.2%
EPS(摊薄)(元)	0.82	1.64	2.82	5.70	9.24
市盈率 P/E(倍)	99.66	92.38	27.79	13.75	8.49
市净率 P/B(倍)	12.13	9.33	4.71	3.51	2.48

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	6,548	19,630	24,871	34,223	44,215	
货币资金	2,712	8,699	7,653	8,938	12,746	
应收票据	0	277	500	762	971	
应收账款	1,231	4,452	5,981	9,123	11,614	
预付账款	128	283	1,327	1,987	2,475	
存货	1,460	4,824	6,802	10,163	12,627	
其他	1,018	1,094	2,608	3,250	3,783	
非流动资产	3,316	8,570	19,991	20,668	21,163	
长期股权投资	0	13	213	233	253	
固定资产(合计)	2,081	4,399	7,541	9,314	10,476	
无形资产	407	787	808	826	841	
其他	828	3,371	11,428	10,294	9,593	
资产总计	9,864	28,200	44,862	54,891	65,379	
流动负债	4,680	14,318	18,924	24,484	28,358	
短期借款	734	3,405	6,405	6,153	5,731	
应付票据	2,589	6,700	4,545	6,805	8,474	
应付账款	934	3,318	5,454	8,166	10,169	
其他	423	895	2,520	3,359	3,983	
非流动负债	1,347	3,259	13,059	14,059	15,059	
长期借款	841	2,552	10,552	11,552	12,552	
其他	506	707	2,507	2,507	2,507	
负债合计	6,027	17,577	31,983	38,543	43,417	
少数股东权益	0	790	2,792	2,796	2,803	
归属母公司股东权益	3,837	9,832	10,087	13,552	19,159	
负债和股东权益	9,864	28,200	44,862	54,891	65,379	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入(百万元)	7,440	20,072	36,476	55,651	70,897	
增长率 YoY %	40.1%	169.8%	81.7%	52.6%	27.4%	
归属母公司净利润	420	939	1,710	3,455	5,597	
增长率 YoY%	133.6%	123.5%	82.1%	102.1%	62.0%	
毛利率%	13.1%	11.5%	9.0%	10.7%	12.7%	
净资产收益率ROE%	11.0%	9.5%	16.9%	25.5%	29.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.82	1.64	2.82	5.70	9.24	
市盈率 P/E(倍)	99.66	92.38	27.79	13.75	8.49	
市净率 P/B(倍)	12.13	9.33	4.71	3.51	2.48	
EV/EBITDA	63.64	57.10	18.62	10.24	6.55	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	7,440	20,072	36,476	55,651	70,897	
营业成本	6,462	17,756	33,177	49,678	61,863	
营业税金及附加	27	60	66	100	128	
销售费用	26	45	47	67	85	
管理费用	156	298	365	557	709	
研发费用	270	769	620	1,002	1,418	
财务费用	64	106	392	690	718	
减值损失合计	-11	-31	-165	-50	-90	
投资净收益	-27	-109	18	28	35	
其他	70	168	345	527	664	
营业利润	468	1,067	2,007	4,062	6,586	
营业外收支	8	1	7	7	7	
利润总额	476	1,068	2,014	4,069	6,593	
所得税	55	130	302	610	989	
净利润	420	938	1,712	3,459	5,604	
少数股东损益	0	-1	2	4	7	
归属母公司净利润	420	939	1,710	3,455	5,597	
EBITDA	715	1,567	3,181	5,733	8,463	
EPS(当年)(元)	0.82	1.64	2.82	5.70	9.24	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	464	-1,659	-1,607	2,929	5,660	
净利润	420	938	1,712	3,459	5,604	
折旧摊销	154	279	777	978	1,159	
财务费用	63	111	471	768	811	
投资损失	-106	-2	-2	-18	-28	
营运资金变动	-234	-3,128	-4,708	-2,321	-2,007	
其它	63	143	159	73	128	
投资活动现金流	-937	-5,171	-12,465	-1,635	-1,628	
资本支出	-1,046	-4,995	-8,228	-1,523	-1,523	
长期投资	100	-155	-960	-130	-130	
其他	9	-21	-3,277	18	25	
筹资活动现金流	1,963	11,265	12,966	-20	-234	
吸收投资	1,289	5,866	293	0	0	
借款	2,362	8,512	11,000	748	577	
支付利息或股息	-42	-158	-471	-768	-811	
现金流净增加额	1,487	4,432	-1,046	1,284	3,808	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com

华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。