

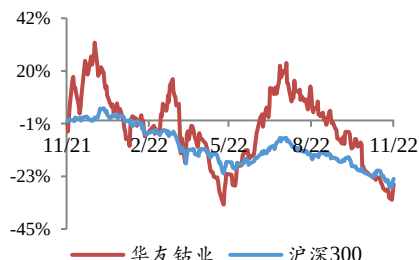
## 减值利空出尽，一体化优势继续巩固

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-11-02

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 收盘价（元）          | 59.56        |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 106.54/54.48 |
| 总股本（百万股）        | 1,598        |
| 流通股本（百万股）       | 1,579        |
| 流通股比例（%）        | 98.84        |
| 总市值（亿元）         | 952          |
| 流通市值（亿元）        | 941          |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

### 联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

### 联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

### 相关报告

1. 锂电业务放量明显，22H1 业绩实现高增长 2022-08-22
2. 22Q1 业绩符合预期，静待产能释放贡献业绩增量 2022-04-29
3. 持续推进一体化布局，产能加速释放助力业绩高升 2022-04-25

### 主要观点：

#### ● 事件：公司于 2022 年 10 月 29 日发布 2022 年三季度报告。

Q1 到 Q3，公司实现营业收入 487.12 亿元，yoy+113.69%；实现归母净利润 30.08 亿元，同比增速为 26.98%，扣非归母净利润为 29.19 亿元，同比增速为 25.91%。

Q3 单季度，22Q3 实现营收 176.94 亿元（yoy 为 108.10%，qoq 为 -0.63%），实现归母净利润 7.52 亿元（yoy 为 -19.41%，qoq 为 -28.31%），实现扣非归母净利润 7.27 亿元，同比为 -19.41%。

#### ● 铜钴板块：铜钴价继续下行，拖累公司盈利。从 MB 钴价来看，2022 年 Q2 平均价格为 38.11 美元/磅，Q3 平均价格下跌至 26.28 美元/磅，环比跌幅为 31.04%；从 LME 铜价来看，2022 年 Q2 平均价格为 9512.68 美元/吨，Q3 平均价格下跌至 7745.08 美元/吨，环比跌幅为 18.58%，铜钴价格在 Q3 的大幅下挫影响公司利润。同时，由于原材料价格下降，公司 22 年 Q3 计提了 3.3 亿元的资产减值损失，再加上 22 年 Q2 计提的 5.34 亿元的资产减值损失，目前由于价格下跌导致的资产减值损失达到 8.84 亿元。但是目前铜钴价格逐步企稳，预计未来不会有进一步的减值：9 月 30 日至今 MB 钴价维持在 26 美元/磅左右，铜价或触底，目前维稳在 7700 美元/吨，铜钴板块利空基本出尽，22 年 Q4 有望迎来反弹。

#### ● 镍板块：华科投产在即，新建 5 万金吨高纯镍项目。公司上游镍冶炼项目逐渐放量：2022 年 4 月，华越湿法项目（6 万金吨）满产运行，华科火法项目（4.5 万金吨）于 6 月底四台电炉进入试产，预计 2022 年末具备生产条件；华飞湿法项目（12 万金吨）按计划顺利推进，目标 2023 年上半年具备投料条件。新建 5 万金吨镍精炼项目，项目设计规模为年产 3 万金吨硫酸镍与年产 2 万金吨电解镍，助力公司丰富产品结构，打通前驱体上下游。公司与大众、青山、Vale 以及福特等公司签署战略合作协议投建湿法镍冶炼项目，目前镍名义规划产能达到 64.5 万吨。

#### ● 锂电新材料板块：产能爬坡加速，打入特斯拉产业链。公司正极材料产能逐步释放，产能爬坡加速：衢州区三元前驱体一期于 22 年 H1 建成进入试产；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顺利推进；成都区巴莫科技正极材料三期 5 万吨试产运营。绑定下游客户，一体化布局完善：公司三元前驱体产品已经进入 LG 化学、SK、宁德时代、比亚迪等全球头部动力电池的核心产业链，并与特斯拉签订了供货框架协议，进入特斯拉核心供应链。

#### ● 投资建议

公司上游镍钴资源布局完善，前驱体和正极材料产能正在爬坡，进入特

斯拉供应链绑定下游客户，成长确定性强。同时公司高价铜钴原材料逐步消耗，预计不会有进一步减值准备，利空基本出尽，Q3 大概率为盈利底部，Q4 盈利预计有所改善；3）近期消费电子和前驱体需求边际有所改善，钴价已经维稳，镍价仍保持高位。我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 42.58/85.12/123.44 亿元，同比增速分别为 9.3%/99.9%/45.0%，对应 PE 分别为 31.4X/15.7X/10.8X，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

镍钴价格不及预期风险，产能爬坡不及预期风险，美联储加息超预期风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E  |
|-----------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入      | 35317  | 51365 | 77015 | 104643 |
| 收入同比（%）   | 66.7%  | 45.4% | 49.9% | 35.9%  |
| 归属母公司净利润  | 3898   | 4258  | 8512  | 12344  |
| 净利润同比（%）  | 234.6% | 9.3%  | 99.9% | 45.0%  |
| 毛利率（%）    | 20.3%  | 17.5% | 21.3% | 23.3%  |
| ROE（%）    | 20.1%  | 18.3% | 26.8% | 28.0%  |
| 每股收益（元）   | 3.25   | 2.66  | 5.33  | 7.72   |
| P/E       | 33.94  | 31.39 | 15.70 | 10.83  |
| P/B       | 6.95   | 5.74  | 4.20  | 3.03   |
| EV/EBITDA | 24.06  | 17.96 | 10.11 | 6.68   |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |       |       |       |        | 利润表             |       |       |       |        |
|----------------|-------|-------|-------|--------|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |        | 单位:百万元          |       |       |       |        |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E  | 会计年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E  |
| <b>流动资产</b>    | 26991 | 21915 | 42264 | 51071  | <b>营业收入</b>     | 35317 | 51365 | 77015 | 104643 |
| 现金             | 9769  | 5302  | 10608 | 16710  | 营业成本            | 28131 | 42400 | 60585 | 80256  |
| 应收账款           | 4384  | 1778  | 8002  | 5947   | 营业税金及附加         | 304   | 462   | 770   | 1151   |
| 其他应收款          | 235   | 409   | 602   | 729    | 销售费用            | 38    | 77    | 116   | 157    |
| 预付账款           | 1050  | 1272  | 2100  | 2693   | 管理费用            | 1180  | 1233  | 1925  | 2721   |
| 存货             | 9035  | 9902  | 17063 | 19670  | 财务费用            | 484   | 82    | 240   | 107    |
| 其他流动资产         | 2518  | 3252  | 3890  | 5322   | 资产减值损失          | -48   | -554  | -19   | -19    |
| <b>非流动资产</b>   | 30998 | 37687 | 44854 | 52022  | 公允价值变动收益        | -15   | 0     | 0     | 0      |
| 长期投资           | 3428  | 4483  | 5584  | 6712   | 投资净收益           | 636   | 500   | 881   | 1253   |
| 固定资产           | 12124 | 14052 | 15808 | 17250  | <b>营业利润</b>     | 4901  | 5635  | 12521 | 19142  |
| 无形资产           | 1192  | 1408  | 1650  | 1908   | 营业外收入           | 3     | 2     | 1     | 1      |
| 其他非流动资产        | 14254 | 17745 | 21811 | 26152  | 营业外支出           | 76    | 5     | 4     | 6      |
| <b>资产总计</b>    | 57989 | 59602 | 87118 | 103093 | <b>利润总额</b>     | 4828  | 5632  | 12518 | 19138  |
| <b>流动负债</b>    | 25562 | 22805 | 39681 | 39197  | 所得税             | 805   | 901   | 1878  | 2679   |
| 短期借款           | 8084  | 9177  | 10455 | 11829  | <b>净利润</b>      | 4024  | 4731  | 10641 | 16459  |
| 应付账款           | 6233  | 3448  | 11048 | 8476   | 少数股东损益          | 126   | 473   | 2128  | 4115   |
| 其他流动负债         | 11245 | 10181 | 18177 | 18892  | <b>归属母公司净利润</b> | 3898  | 4258  | 8512  | 12344  |
| <b>非流动负债</b>   | 8526  | 8526  | 8526  | 8526   | EBITDA          | 5921  | 8182  | 14132 | 20675  |
| 长期借款           | 6738  | 6738  | 6738  | 6738   | EPS（元）          | 3.25  | 2.66  | 5.33  | 7.72   |
| 其他非流动负债        | 1788  | 1788  | 1788  | 1788   |                 |       |       |       |        |
| <b>负债合计</b>    | 34088 | 31332 | 48207 | 47723  |                 |       |       |       |        |
| 少数股东权益         | 4517  | 4990  | 7118  | 11233  |                 |       |       |       |        |
| 股本             | 1221  | 1598  | 1598  | 1598   |                 |       |       |       |        |
| 资本公积           | 10218 | 9847  | 9847  | 9847   |                 |       |       |       |        |
| 留存收益           | 7944  | 11836 | 20348 | 32692  |                 |       |       |       |        |
| 归属母公司股东权益      | 19384 | 23280 | 31793 | 44137  |                 |       |       |       |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 57989 | 59602 | 87118 | 103093 |                 |       |       |       |        |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率         |        |        |        |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度           | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | <b>成长能力</b>    |        |        |        |       |
| <b>经营活动现金流</b> | -62   | 3219  | 12967 | 13752 | 营业收入           | 66.7%  | 45.4%  | 49.9%  | 35.9% |
| 净利润            | 4024  | 4731  | 10641 | 16459 | 营业利润           | 223.5% | 15.0%  | 122.2% | 52.9% |
| 折旧摊销           | 1122  | 1832  | 2230  | 2653  | 归属于母公司净利       | 234.6% | 9.3%   | 99.9%  | 45.0% |
| 财务费用           | 475   | 375   | 399   | 426   | <b>获利能力</b>    |        |        |        |       |
| 投资损失           | -688  | -500  | -881  | -1253 | 毛利率（%）         | 20.3%  | 17.5%  | 21.3%  | 23.3% |
| 营运资金变动         | -5176 | -4066 | 554   | -4562 | 净利率（%）         | 11.0%  | 8.3%   | 11.1%  | 11.8% |
| 其他经营现金流        | 9381  | 9645  | 10113 | 21050 | ROE（%）         | 20.1%  | 18.3%  | 26.8%  | 28.0% |
| <b>投资活动现金流</b> | -8761 | -8043 | -8540 | -8598 | ROIC（%）        | 9.7%   | 11.4%  | 17.2%  | 20.2% |
| 资本支出           | -6845 | -7489 | -8320 | -8724 | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |       |
| 长期投资           | -1861 | -1055 | -1102 | -1127 | 资产负债率（%）       | 58.8%  | 52.6%  | 55.3%  | 46.3% |
| 其他投资现金流        | -54   | 500   | 881   | 1253  | 净负债比率（%）       | 142.6% | 110.8% | 123.9% | 86.2% |
| <b>筹资活动现金流</b> | 13278 | 356   | 879   | 948   | 流动比率           | 1.06   | 0.96   | 1.07   | 1.30  |
| 短期借款           | 2221  | 1093  | 1278  | 1374  | 速动比率           | 0.63   | 0.43   | 0.56   | 0.71  |
| 长期借款           | 5316  | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b>    |        |        |        |       |
| 普通股增加          | 80    | 377   | 0     | 0     | 总资产周转率         | 0.83   | 0.87   | 1.05   | 1.10  |
| 资本公积增加         | 6339  | -372  | 0     | 0     | 应收账款周转率        | 12.79  | 15.93  | 15.30  | 15.00 |
| 其他筹资现金流        | -678  | -742  | -399  | -426  | 应付账款周转率        | 7.01   | 8.76   | 8.36   | 8.22  |
| <b>现金净增加额</b>  | 4619  | -4468 | 5306  | 6102  | <b>每股指标（元）</b> |        |        |        |       |
|                |       |       |       |       | 每股收益           | 3.25   | 2.66   | 5.33   | 7.72  |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流薄）      | -0.04  | 2.01   | 8.11   | 8.61  |
|                |       |       |       |       | 每股净资产          | 15.87  | 14.57  | 19.89  | 27.62 |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>    |        |        |        |       |
|                |       |       |       |       | P/E            | 33.94  | 31.39  | 15.70  | 10.83 |
|                |       |       |       |       | P/B            | 6.95   | 5.74   | 4.20   | 3.03  |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA      | 24.06  | 17.96  | 10.11  | 6.68  |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。