

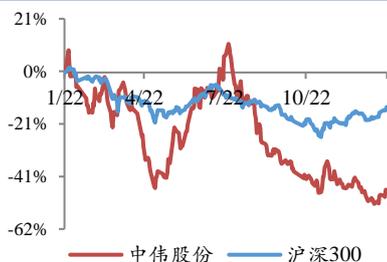
销量不及预期，静待富氧侧吹项目释放——产品市占率逐渐提升，高冰镍项目降本增效可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-15

收盘价 (元)	72.73
近 12 个月最高/最低 (元)	153.58/65.61
总股本 (百万股)	671
流通股本 (百万股)	229
流通股比例 (%)	34.08
总市值 (亿元)	488
流通市值 (亿元)	166

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：lixiy@hazq.com

相关报告

1.富氧侧吹积极拓展，前驱体龙头二次点火 2022-12-08

主要观点：

● 事件：公司于 2023 年 1 月 14 日发布 2022 年年度业绩预告

2022 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，公司归属于上市公司股东的净利润预计为 151,000.00 万元 -157,000.00 万元，比上年同期上升 60.82%-67.21%，盈利中枢为 15.40 亿元，预计 2022 年 Q4 实现盈利 4.55 亿元，环比提升 7.36%。

● 前驱体板块：受益新能源汽车景气，全年出货量超过 22 万吨

受益于新能源行业终端需求高增，产业链供需有效增强。报告期内，公司产能持续释放，管理提升降本增效，叠加产品市场占有率提高，公司三元前驱体和四氧化三钴合计销售量超过 22 万吨，预计三元前驱体销售量为 20 万吨，稍弱于我们之前的预期，我们测算三元前驱体全年单吨净利为 0.7 万元，四氧化三钴销售量为 2 万吨。

● 镍板块：富氧侧吹项目顺利投产，目前处于产能爬坡阶段

公司印尼富氧侧吹项目的第一条产线（年产 1 万金吨高冰镍）于 2022 年 10 月 25 日顺利产出高冰镍，开创了红土镍矿冶炼新的技术路线，2023 年上半年公司富氧侧吹项目处于关键的产能爬坡期，预计顺利达产之后可以有效降低公司前驱体材料的上游成本，一体化布局打造全面发展的新能源材料综合服务商。

● 投资建议

公司三元前驱体产能增速依然可观，顺利打入特斯拉供应链，与 LG 化学、当升科技、厦钨新能龙头客户深度绑定，产能扩产有丰厚订单支撑，成长确定性强；同时公司富氧侧吹项目顺利投产，产能逐步爬坡，顺利达产之后有望大幅度降本；特斯拉全球降价，有望拉动三元高镍电动汽车需求，为公司 23 年业绩提供较强支撑。我们预计公司 2022-2024 年分别实现净利润 15.23/34.30/54.34 亿元，同比增速分别为 62.2%/125.2%/58.4%，对应 PE 分别为 32X/14X/9X，维持“买入”评级。

● 风险提示

镍价格不及预期风险，产能爬坡不及预期风险，新能源景气度不及预期风险。

● 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	20072	29112	45964	58596
收入同比 (%)	169.8%	45.0%	57.9%	27.5%
归属母公司净利润	939	1523	3430	5434
净利润同比 (%)	123.5%	62.2%	125.2%	58.4%

毛利率 (%)	11.5%	12.7%	15.0%	16.4%
ROE (%)	9.5%	13.6%	23.4%	27.1%
每股收益 (元)	1.64	2.27	5.12	8.10
P/E	92.38	32.02	14.22	8.98
P/B	9.33	4.35	3.33	2.43
EV/EBITDA	57.10	14.13	10.04	6.12

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
流动资产	19630	20148	33381	34811	营业收入	20072	29112	45964	58596
现金	8699	9157	9628	13717	营业成本	17756	25404	39086	48961
应收账款	4452	3204	9218	6979	营业税金及附加	60	87	184	293
其他应收款	85	168	241	259	销售费用	45	87	460	586
预付账款	283	762	922	1197	管理费用	298	320	919	797
存货	4824	3896	9820	7942	财务费用	106	-103	-88	-69
其他流动资产	1286	2961	3551	4717	资产减值损失	-31	-537	0	0
非流动资产	8570	11165	13810	16481	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	13	20	28	36	投资净收益	-109	0	0	0
固定资产	4399	5640	6762	7844	营业利润	1067	1795	4187	6713
无形资产	787	1066	1354	1654	营业外收入	3	2	1	1
其他非流动资产	3371	4439	5666	6947	营业外支出	2	5	4	6
资产总计	28200	31313	47190	51292	利润总额	1068	1792	4184	6709
流动负债	14318	16044	28491	27158	所得税	130	269	753	1275
短期借款	3405	4739	6296	7964	净利润	938	1523	3430	5434
应付账款	3318	3272	6703	5732	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	7595	8032	15492	13462	归属母公司净利润	939	1523	3430	5434
非流动负债	3259	3259	3259	3259	EBITDA	1567	3351	4823	7512
长期借款	2552	2552	2552	2552	EPS (元)	1.64	2.27	5.12	8.10
其他非流动负债	707	707	707	707					
负债合计	17577	19303	31750	30417	主要财务比率				
少数股东权益	790	790	790	790	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	606	671	671	671	成长能力				
资本公积	7841	7742	7742	7742	营业收入	169.8%	45.0%	57.9%	27.5%
留存收益	1386	2808	6238	11672	营业利润	128.1%	68.3%	133.2%	60.4%
归属母公司股东权	9832	11220	14650	20085	归属于母公司净利	123.5%	62.2%	125.2%	58.4%
负债和股东权益	28200	31313	47190	51292	获利能力				
					毛利率 (%)	11.5%	12.7%	15.0%	16.4%
					净利率 (%)	4.7%	5.2%	7.5%	9.3%
					ROE (%)	9.5%	13.6%	23.4%	27.1%
					ROIC (%)	6.7%	12.1%	13.6%	16.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	62.3%	61.6%	67.3%	59.3%
					净负债比率 (%)	165.5%	160.7%	205.6%	145.7%
					流动比率	1.37	1.26	1.17	1.28
					速动比率	0.98	0.94	0.78	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	0.98	1.17	1.19
					应收账款周转率	7.06	7.33	7.23	7.24
					应付账款周转率	8.35	7.71	7.84	7.87
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.64	2.27	5.12	8.10
					每股经营现金流薄)	-2.47	3.82	3.69	9.22
					每股净资产	16.23	16.73	21.85	29.95
					估值比率				
					P/E	92.38	32.02	14.22	8.98
					P/B	9.33	4.35	3.33	2.43
					EV/EBITDA	57.10	14.13	10.04	6.12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1659	2560	2473	6184
净利润	938	1523	3430	5434
折旧摊销	279	545	723	868
财务费用	111	158	187	219
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-3128	-494	-1871	-343
其他经营现金流	4209	2846	5305	5781
投资活动现金流	-5171	-3143	-3371	-3544
资本支出	-4995	-3136	-3363	-3536
长期投资	-155	-7	-8	-8
其他投资现金流	-21	0	0	0
筹资活动现金流	11265	1040	1370	1449
短期借款	2671	1334	1557	1668
长期借款	1711	0	0	0
普通股增加	36	65	0	0
资本公积增加	5068	-99	0	0
其他筹资现金流	1779	-260	-187	-219
现金净增加额	4432	457	472	4088

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。