

三元需求显著回升，公司现金流改善

投资要点

- 事件：**公司发布2023年报及2024年一季报。2023年实现收入663.04亿元，同比+5.19%；实现归母净利润33.51亿元，同比-14.25%。24Q1实现收入149.63亿元，同比-21.70%；实现归母净利润5.22亿元，同比-48.99%。
- 量：**23年材料出货量提升、结构优化，三元终端需求提升。2023年，公司前驱体产品出货量近15万吨（含自供），同比+31%，逆势增长（全球三元前驱体产量-5%，鑫椏数据）。正极材料出货量约9.5万吨，同比+5%，高镍出货量超6.7万吨，占比83%；钴酸锂出货量超1.3万吨，同比+32%。同时，公司在与韩国客户进一步深度绑定的同时，快速突进日本市场、积极布局欧美市场，客户质量持续提升。根据电池联盟披露，24Q1三元电池装车量显著增长，占比达到36%，同比提升4pp，终端需求迎来拐点。
- 价：**材料产品价格普降，24Q1锂、镍价格小幅反弹，仍维持低位。据Wind数据，2023年初以来，伴随着锂、镍等价格下滑。其中，碳酸锂价格由51万元/吨降至10万元/吨，LME镍价由3.1万美元/吨降至1.6万美元/吨，公司资源端利润受到大幅挤压。主要产品三元前驱体、正极材料同步降价。24Q1受下游需求旺盛影响，锂、镍价格均出现小幅回升，锂价上涨至11万元/吨，LME镍涨价约0.2万美元/吨，最高触及1.8万元/吨。通过对于公司相关业务子公司盈利能力测算，预计公司锂产品单位利润在2023年底微利基础上显著提升，镍产品单位利润达到0.2万美元/吨。
- 海外资源端布局稳步推进，全球一体化布局深化。**2023年，资源端，公司镍产品销售超12.6万吨，同比+88%；伴随着华科项目达产，高冰镍出货5.2万吨；全年MHP出货超10万吨。Arcadia及回收业务大幅放量，全年锂资源销售0.8万吨，同比+104%。材料端，欧洲匈牙利正极项目有序推进，积极对接海外大客户需求，全球一体化布局深化。
- 现金流改善，预股利支付率大幅提高。**2023年，公司实现经营性净现金流34.86亿元，较上年同期+20%。同时，随着GDR、银企合作、可持续发展贷款等的推进，为公司高质量发展提供了坚实的资金保障。伴随公司前期资源端布局落地，未来投资规模有望同比收缩，公司由激进扩张期逐步过渡至平稳、高质量发展阶段。此外，公司贯彻落实“提质增效重回报”专项行动，拟每10股派现10元（含税），股利支付率超50%，彰显企业责任。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为2.12元、2.45元、2.78元，对应PE分别为13倍、12倍、10倍。公司全球一体化布局领先，进入高质量发展阶段。短期，我们看好2024年三元需求触底反弹带来的行业性投资机会，同时看好公司资产端的高质量布局对于其中长期发展的助力。考虑未来三年PE倍数有望稳步消化，且当下PE显著低于行业均值（20x，857371锂电池（申万）），维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场风险；汇兑风险；环境保护风险；技术研发的不确定性风险；管理风险；跨国经营风险；产能过剩风险等。

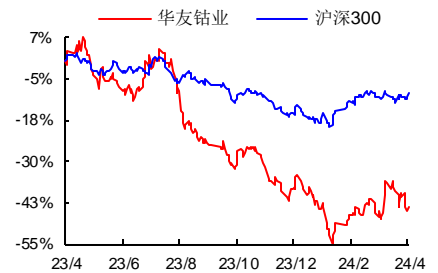
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	66304.05	74116.47	81747.26	88071.48
增长率	5.19%	11.78%	10.30%	7.74%
归属母公司净利润(百万元)	3350.89	3633.02	4192.79	4753.29
增长率	-14.30%	8.42%	15.41%	13.37%
每股收益EPS(元)	1.96	2.12	2.45	2.78
净资产收益率ROE	10.07%	10.69%	11.39%	11.88%
PE	14	13	12	10
PB	1.41	1.44	1.34	1.25

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn
分析师：胡泽邦
执业证号：S1250524030003
电话：021-58351923
邮箱：huzb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.10
流通A股(亿股)	16.86
52周内股价区间(元)	22.5-53.85
总市值(亿元)	483.10
总资产(亿元)	1,291.57
每股净资产(元)	19.69

相关研究

- 华友钴业（603799）：净利润环比提升，关注开工率反弹拐点（2023-05-05）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司 2024-2026 年正极、前驱体产品出货量伴随行业增长，分别为 25%、20%、20%；

假设 2：锂价随着终端低成本产能释放，市场均价下行，2024-2026 年出货价分别为 10 万元/吨、8 万元/吨、6 万元/吨；镍价相对维持稳定；材料产品价格随着原材料价格下跌而下降；

假设 3：正极、前驱体行业市场集中度逐年提升，价格战渐弱，盈利能力缓慢修复；

假设 4：铜、钴等其他产品价格、利润水平参考 2023 年及 24Q1。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
正极材料业务	收入	18916.4	16625.0	18525.0	20520.0
	增速	-17.0%	-12.1%	11.4%	10.8%
	毛利率	7.8%	7.5%	8.0%	9.0%
三元	收入	10076.0	13706.3	15480.0	17415.0
	增速	1.5%	36.0%	12.9%	12.5%
	毛利率	18.3%	16.0%	18.0%	18.0%
镍产品	收入	14065.6	18285.2	21942.3	24136.5
	增速	157.6%	30.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	23.0%	18.0%	18.0%	18.0%
铜产品	收入	4889.8	5000.0	5000.0	5000.0
	增速	11.2%	2.3%	0.0%	0.0%
	毛利率	28.6%	35.0%	30.0%	28.0%
钴产品	收入	4185.2	5000.0	5000.0	5000.0
	增速	-51.1%	19.5%	0.0%	0.0%
	毛利率	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%
锂产品	收入	1306.2	2500.0	2800.0	3000.0
	增速	-3.2%	91.4%	12.0%	7.1%
	毛利率	12.9%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	收入	12864.9	13000.0	13000.0	13000.0
	增速	22.1%	1.1%	0.0%	0.0%
	毛利率	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%
合计	收入	66304.0	74116.5	81747.3	88071.5
	增速	5.2%	11.8%	10.3%	7.7%
	毛利率	14.1%	13.5%	13.8%	14.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 741 亿元（+12%）、817 亿元（+10%）和 881 亿元（+8%），归母净利润分别为 36 亿元（+8%）、42 亿元（+15%）、48 亿元（+13%），EPS 分别为 2.12 元、2.45 元、2.78 元，对应 PE 分别为 13 倍、12 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，选取了锂电行业 4 家上市公司作为估值参考，其中宁德时代为锂电行业全球龙头，市占率高，反应下游、终端需求；容百科技为锂电正极材料龙头；中伟股份为前驱体行业龙头，资源端正推进全球化布局；格林美为前驱体头部供应商，兼具锂电材料及回收概念。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300750.SZ	宁德时代	8731	198.48	10.03	11.05	13.23	15.66	16	18	15	13
688005.SH	容百科技	142	29.38	1.20	1.46	2.03	2.75	33	20	14	11
300919.SZ	中伟股份	341	50.91	2.91	3.49	4.22	4.91	17	15	12	10
002340.SZ	格林美	320	6.23	0.18	0.24	0.35	0.46	30	26	18	14
平均值								24	20	15	12
603799.SH	华友钴业	483	28.25	1.96	2.12	2.45	2.78	14	13	12	10

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 13 倍，且未来两年有望持续被消化，行业平均值为 20 倍，显著低于行业平均估值水平。伴随公司在资源端的深厚布局，业绩将呈现高质量增长趋势，给予 2024 年 16 倍估值，对应目标价 33.92 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	66304.05	74116.47	81747.26	88071.48	净利润	4505.13	4844.03	5590.39	6337.72
营业成本	56948.77	64090.25	70454.25	75750.42	折旧与摊销	3273.50	5376.64	5376.64	5376.64
营业税金及附加	367.79	411.13	453.45	488.53	财务费用	1478.17	2104.46	2029.41	1744.52
销售费用	149.85	148.23	163.49	176.14	资产减值损失	-370.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	2116.58	3705.82	4087.36	4403.57	经营营运资本变动	-9453.24	-1910.73	-1126.02	-930.59
财务费用	1478.17	2104.46	2029.41	1744.52	其他	4052.89	-1520.12	-1508.63	-1543.63
资产减值损失	-370.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3485.89	8894.28	10361.79	10984.65
投资收益	857.35	1500.00	1500.00	1500.00	资本支出	-19588.89	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	218.77	57.78	77.23	94.34	其他	3038.02	1557.78	1577.23	1594.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-16550.87	557.78	577.23	594.34
营业利润	4815.21	5214.35	6136.52	7102.63	短期借款	3028.80	3143.37	-5719.56	-6599.71
其他非经营损益	-41.20	-61.13	-60.01	-60.72	长期借款	6972.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	4774.02	5153.22	6076.51	7041.91	股权融资	5764.69	0.00	0.00	0.00
所得税	268.88	309.19	486.12	704.19	支付股利	-319.65	-1675.45	-1816.51	-2096.40
净利润	4505.13	4844.03	5590.39	6337.72	其他	-343.16	-12838.94	-2029.41	-1744.52
少数股东损益	1154.24	1211.01	1397.60	1584.43	筹资活动现金流净额	15103.23	-11371.02	-9565.47	-10440.63
归属母公司股东净利润	3350.89	3633.02	4192.79	4753.29	现金流量净额	1947.13	-1918.96	1373.54	1138.36
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15259.92	13340.96	14714.51	15852.87	成长能力				
应收和预付款项	10180.97	11420.61	12580.18	13548.04	销售收入增长率	5.19%	11.78%	10.30%	7.74%
存货	15763.40	17786.90	19590.10	21090.73	营业利润增长率	-20.73%	8.29%	17.69%	15.74%
其他流动资产	7927.48	9267.20	10182.89	10941.80	净利润增长率	-21.06%	7.52%	15.41%	13.37%
长期股权投资	9712.77	9712.77	9712.77	9712.77	EBITDA 增长率	2.83%	32.70%	6.67%	5.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	56777.11	52866.28	48955.44	45044.61	毛利率	14.11%	13.53%	13.81%	13.99%
无形资产和开发支出	4370.75	3911.93	3453.10	2994.28	三费率	7.28%	8.04%	7.68%	7.18%
其他非流动资产	5527.88	5520.89	5513.90	5506.92	净利率	6.79%	6.54%	6.84%	7.20%
资产总计	125520.28	123827.53	124702.89	124692.01	ROE	10.07%	10.69%	11.39%	11.88%
短期借款	15048.62	18191.99	12472.43	5872.72	ROA	3.59%	3.91%	4.48%	5.08%
应付和预收款项	21099.23	23741.86	26101.12	28064.34	ROIC	9.68%	9.29%	10.36%	11.31%
长期借款	18900.33	18900.33	18900.33	18900.33	EBITDA/销售收入	14.43%	17.13%	16.57%	16.15%
其他负债	25738.75	17670.04	18131.82	18516.11	营运能力				
负债合计	80786.92	78504.21	75605.69	71353.50	总资产周转率	0.56	0.59	0.66	0.71
股本	1710.09	1710.09	1710.09	1710.09	固定资产周转率	1.83	1.69	2.10	2.59
资本公积	16052.79	16052.79	16052.79	16052.79	应收账款周转率	7.84	8.30	8.25	8.15
留存收益	15259.91	17217.49	19593.77	22250.66	存货周转率	3.31	3.74	3.70	3.66
归属母公司股东权益	34277.80	33656.75	36033.04	38689.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.42%	—	—	—
少数股东权益	10455.55	11666.56	13064.16	14648.59	资本结构				
股东权益合计	44733.36	45323.32	49097.20	53338.52	资产负债率	64.36%	63.40%	60.63%	57.22%
负债和股东权益合计	125520.28	123827.53	124702.89	124692.01	带息债务/总负债	50.23%	55.70%	50.27%	44.01%
					流动比率	1.01	1.11	1.31	1.56
					速动比率	0.68	0.73	0.86	1.02
					股利支付率	9.54%	46.12%	43.32%	44.10%
					每股指标				
					每股收益	1.96	2.12	2.45	2.78
					每股净资产	20.04	19.68	21.07	22.62
					每股经营现金	2.04	5.20	6.06	6.42
					每股股利	0.19	0.98	1.06	1.23
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	9566.88	12695.46	13542.57	14223.79					
PE	14.42	13.30	11.52	10.16					
PB	1.41	1.44	1.34	1.25					
PS	0.73	0.65	0.59	0.55					
EV/EBITDA	7.94	5.74	4.86	4.08					
股息率	0.66%	3.47%	3.76%	4.34%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
