

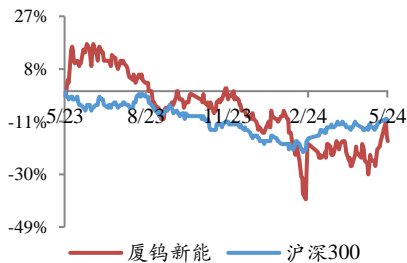
钴酸锂出货稳居第一，聚焦高电压产品

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-10

收盘价(元)	37.08
近12个月最高/最低(元)	73.19/25.32
总股本(百万股)	421
流通股本(百万股)	204
流通股比例(%)	48.46
总市值(亿元)	156
流通市值(亿元)	76

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

联系人：牛义杰

执业证书号：S0010121120038

邮箱：niuyj2hazq.com

相关报告

主要观点：

● 业绩

公司发布2023年年报和2024年一季报。公司23年实现营收173亿元，同比-39.79%；实现归母净利润5.27亿元，同比-52.93%；扣非净利4.66亿元，同比-52.44%。其中23年Q4实现营收41.88亿元，同比-33.32%，环比-16.3%；归母净利1.15亿元，同比-49.61%，环比-27.2%；扣非净利0.97亿元，同比-52.79%，环比-31.2%。拟向全体股东每10股派发现金红利7元。公司锂电正极材料产品销量为7.21万吨，其中钴酸锂销量3.46万吨，同比+4.15%；三元材料销量为3.74万吨，同比-19.39%。此外，公司氢能材料销售3716吨，同比-7.66%。

公司24年Q1营业收入32.99亿元，同比-8.02%；归母净利润1.11亿元，同比-3.71%；扣非净利1.03亿元，同比+4.28%。

● 公司钴酸锂出货行业第一，技术领先引领行业发展

根据鑫椤资讯，2023年国内钴酸锂产量为7.87万吨，同比+2.2%。公司2023年钴酸锂销量为3.46万吨，同比+4.15%，稳居行业第一。公司作为国内钴酸锂头部公司，凭借技术优势引领行业发展。在高电压钴酸锂方面，公司针对4.5V以上钴酸锂能量密度提升和快充性能两个方面出发，对材料的性能进行改良，逐步解决了4.5V以上钴酸锂材料高温循环、安全等性能恶化的问题，4.5V钴酸锂产品已经批量生产并供货，4.53V钴酸锂已经通过多家客户认证，处于小批量生产阶段。高功率钴酸锂方面，公司针对小型无人机等对高能量密度高倍率钴酸锂电芯的需求，公司依托高电压钴酸锂雄厚的技术沉淀，陆续开发出高电压高倍率钴酸锂，显著提升能量密度，并维持优异的倍率以及安全性能。

● 公司聚焦三元材料高电压关键产品技术，赋能低空经济应用新领域

公司聚焦三元材料关键产品技术开发。1)公司新开发的Ni6系4.45V高电压三元材料在保证性能的前提下，进一步降低镍含量，性价比得到提升，产品完成定型，正在量试中；2)高镍三元方面，Ni8系进行产线放大验证；Ni9系超高镍三元材料在海外车厂体系认证顺利；3)无人机领域三元材料方面，针对低空飞行器及无人机领域开发的高功率高电压三元产品已实现量产，月产销量数百吨并持续增长。

● 投资建议

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为6.11/8.55/11.43亿元，对应PE 25、18、13倍，基于钴酸锂业务出货量继续蝉联第一且三元新产品已实现量产，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

新能源车需求不及预期；下游市场增速不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；客户拓展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17311	15950	19750	24250
收入同比 (%)	-39.8%	-7.9%	23.8%	22.8%
归属母公司净利润	527	611	855	1143
净利润同比 (%)	-52.9%	15.8%	40.0%	33.7%
毛利率 (%)	8.0%	8.2%	8.6%	9.1%
ROE (%)	6.1%	6.6%	8.5%	10.2%
每股收益 (元)	1.25	1.45	2.03	2.72
P/E	31.71	24.60	17.57	13.15
P/B	1.94	1.63	1.49	1.34
EV/EBITDA	16.15	17.70	13.03	9.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 财务状况：业绩符合预期，费用控制优异	5
2 盈利预测、估值及投资评级	6
风险提示：	6
财务报表与盈利预测	7

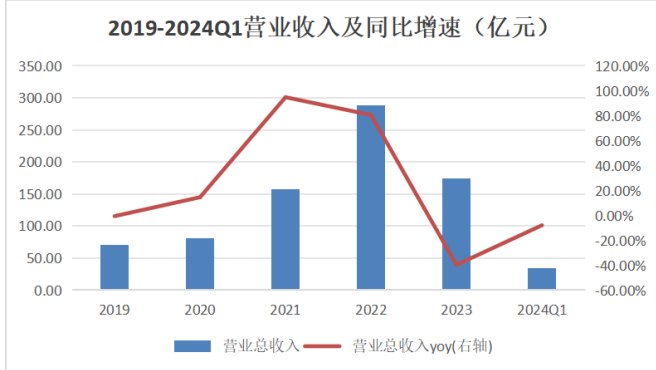
图表目录

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)	5
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)	5
图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)	6
图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)	6

1 财务状况：业绩符合预期，费用控制优异

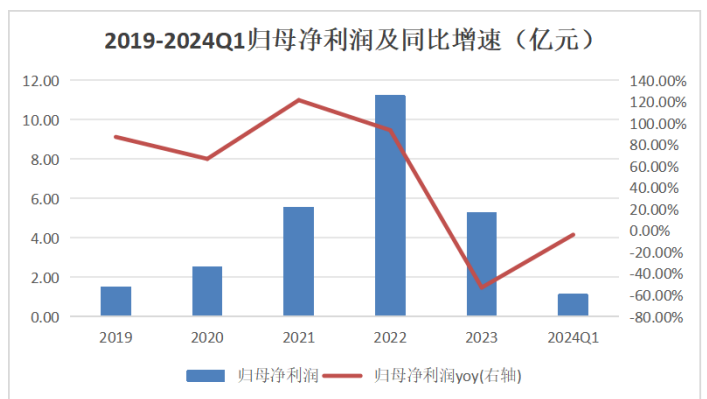
公司营收与净利润有所减少。公司 23 年全年实现营业收入 173.11 亿元，同减 39.79%，实现归母净利润 5.27 亿元，同减 52.93%，实现扣非归母净利润 4.66 亿元，同减 52.44%。24Q1 实现营业收入 32.99 亿元，同减 8.02%，实现归母净利润 1.11 亿元，同减 3.71%，实现扣非归母净利润 1.03 亿元，同增 4.28%。

图表 1 2019-2024Q1 营业收入及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

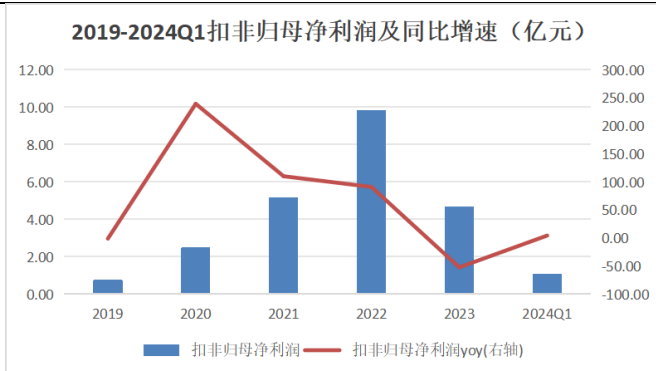
图表 2 2019-2024Q1 归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

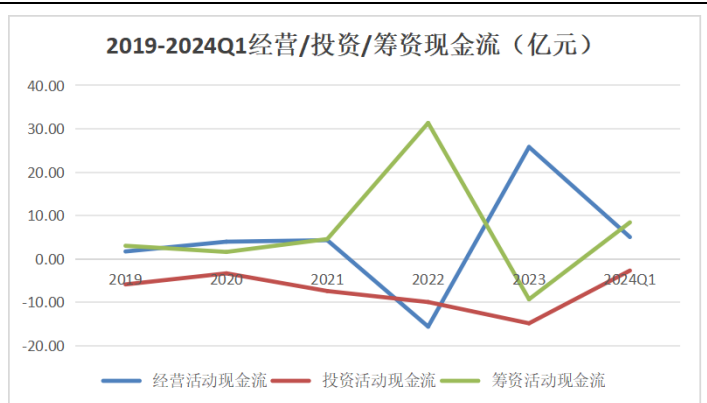
公司现金流情况稳定。公司 23 年经营/投资/筹资活动现金流达 25.80/-14.85/-9.31 亿元，同比+265.25%/-49.21%/-129.69%。其中经营活动产生的现金流量净额同比增加主要原因系公司 23 年销售回款增加、采购减少；其中投资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司 23 年支付联营企业投资款增加；其中筹资活动产生的现金流量净额同比减少主要原因系公司 23 年净融资金额减少。

图表 3 2019-2024Q1 扣非归母净利润及同比增速 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

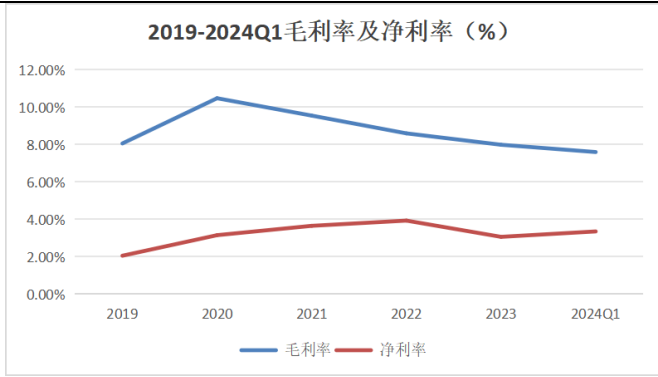
图表 4 2019-2024Q1 经营/投资/筹资现金流 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

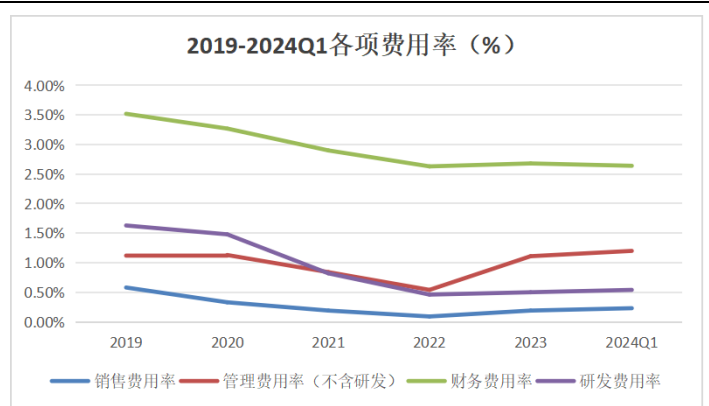
公司毛利率略有下滑，费用控制优异。公司 23 年度毛/净利率分别为 7.99%/3.06%，同比变化-7.09/-22.17pct，毛利率变化主要系业务结构调整。公司 23 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.19%/1.11%/0.50%/2.68%，同比变化+0.1/+0.57/+0.05/+0.04pct。

图表 5 2019-2024Q1 毛利率及净利率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 2019-2024Q1 各项费用率 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 盈利预测、估值及投资评级

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 6.11/8.55/11.43 亿元, 对应 PE 25、18、13 倍, 基于钴酸锂业务出货量继续蝉联第一且三元新产品已实现量产, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

新能源车需求不及预期; 下游市场增速不及预期; 原材料价格大幅上涨; 行业竞争加剧; 客户拓展不及预期等。

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7833	8185	10164	12596	营业收入	17311	15950	19750	24250
现金	1200	1899	2690	3846	营业成本	15927	14639	18048	22050
应收账款	3499	3079	3547	4026	营业税金及附加	39	35	43	53
其他应收款	6	14	30	27	销售费用	33	30	38	46
预付账款	10	7	9	11	管理费用	192	239	277	315
存货	1964	2025	2492	3040	财务费用	87	9	1	-4
其他流动资产	1155	1160	1396	1646	资产减值损失	-179	10	0	-30
非流动资产	5648	5402	5129	4830	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	397	387	367	317	投资净收益	7	80	99	121
固定资产	3500	3275	3048	2820	营业利润	560	664	930	1243
无形资产	378	378	378	378	营业外收入	4	5	5	5
其他非流动资产	1374	1362	1336	1316	营业外支出	6	4	3	3
资产总计	13481	13587	15293	17426	利润总额	559	665	932	1245
流动负债	3770	3196	3979	4899	所得税	29	53	75	100
短期借款	0	-100	-80	-50	净利润	529	612	857	1146
应付账款	2275	2005	2472	3020	少数股东损益	2	1	2	2
其他流动负债	1495	1291	1586	1929	归属母公司净利润	527	611	855	1143
非流动负债	872	924	976	1028	EBITDA	1005	781	1007	1314
长期借款	705	755	805	855	EPS (元)	1.25	1.45	2.03	2.72
其他非流动负债	167	169	171	173					
负债合计	4642	4120	4955	5927					
少数股东权益	258	259	261	263					
股本	421	421	421	421					
资本公积	6022	6022	6022	6022					
留存收益	2139	2765	3635	4794					
归属母公司股东权益	8582	9207	10078	11236					
负债和股东权益	13481	13587	15293	17426					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2580	789	730	1071	成长能力				
净利润	527	611	855	1143	营业收入	-39.8%	-7.9%	23.8%	22.8%
折旧摊销	369	253	255	256	营业利润	-54.8%	18.5%	39.9%	33.8%
财务费用	106	20	20	23	归属于母公司净利	-52.9%	15.8%	40.0%	33.7%
投资损失	-7	-80	-99	-121	获利能力				
营运资金变动	1496	34	-241	-195	毛利率 (%)	8.0%	8.2%	8.6%	9.1%
其他经营现金流	-879	527	1036	1304	净利率 (%)	3.0%	3.8%	4.3%	4.7%
投资活动现金流	-1485	-36	-6	11	ROE (%)	6.1%	6.6%	8.5%	10.2%
资本支出	-1145	-4	-3	-3	ROIC (%)	6.3%	4.8%	6.2%	7.9%
长期投资	-344	-100	-90	-95	偿债能力				
其他投资现金流	5	68	87	109	资产负债率 (%)	34.4%	30.3%	32.4%	34.0%
筹资活动现金流	-931	-68	52	59	净负债比率 (%)	52.5%	43.5%	47.9%	51.5%
短期借款	-70	-100	20	30	流动比率	2.08	2.56	2.55	2.57
长期借款	-166	50	50	50	速动比率	1.55	1.92	1.92	1.94
普通股增加	120	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-120	0	0	0	总资产周转率	1.28	1.17	1.29	1.39
其他筹资现金流	-695	-18	-18	-21	应收账款周转率	4.95	5.18	5.57	6.02
现金净增加额	183	700	790	1156	应付账款周转率	7.00	7.30	7.30	7.30

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券电力设备与新能源研究组:

张志邦: 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

牛义杰: 研究助理, 新南威尔士大学经济与金融硕士, 曾任职于银行总行授信审批部, 2 年行业研究经验, 覆盖锂电产业链。

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。