

➤ **镍钴锂出清信号已显，周期底部明确。** 1) **刚果（金）暂停钴原料出口拖底钴价，钴价底部明确。** 刚果（金）有关部门在 2025 年 2 月 24 日宣布，决定暂停钴出口四个月，以应对全球钴市场供应过剩的局面。刚果（金）钴矿产量全球占比 76% 左右，印尼钴矿占比约 10%，刚果（金）暂停 4 个月钴原料出口或导致全球钴供应减量约 25%，钴供需平衡或从过剩直接变成缺口。同时由于前期钴价处于下行通道，产业内没有意愿保留太多库存，我们测算国内钴原料库存预计仅 3 个月左右，钴原料供应紧张局势难阻。2) **印尼政策频出，镍价易涨难跌。** 2024 年，江苏德龙已被法院裁定破产重整，其在印尼布局四期镍产业项目合计镍金属产能约超 60 万吨，其镍产业项目运营或受到母公司破产干扰将对镍供需产生较大冲击。此外，2025 年初印尼不断推出 SIMBARA 全产业链监管、自然资源出口外汇强制结算机制、重新定价 HMA 公式等系列政策，旨在加强对于镍供给端控制，保障本土镍产业合理利润留存，拖底镍价。3) **澳矿出清信号明显，碳酸锂供应增量下修。** 2024 年下半年以来，因供给过剩压力，国内锂盐价格跌破 8 万，锂精矿 CIF 价格跌破 800 美元，触及大部分澳矿成本线，因亏损压力澳矿陆续出现减停产，澳矿出清约 10 万吨 LCE 产能。公司上游镍钴锂资源布局完善，一体化优势有望深度受益涨价周期。4) **三元占比有望触底企稳，未来前景依然可观。** 2024 年底，国内三元电池装机占比降至 19.1%，2025 年 1 月，国内三元装机占比提升至 22.2%，随着高端车型占比提升，三元占比有望企稳。同时，伴随 4680 大圆柱电池进入快速释放期，三元正极材料有望深度受益，固态电池、人形机器人、低空飞行等场景也打开三元材料需求远期成长空间。

➤ **一体化优势护城河建立，国际化布局有望增厚盈利。** 公司已完成从镍矿到镍冶炼到新能源材料深加工的一体化布局，参股镍矿项目增强了公司镍矿资源储备，伴随华飞项目达产镍冶炼项目产能合计已达 25 万吨（考虑超产），保障公司稳态盈利，同时公司开展国际化布局建设印尼 5 万吨三元前驱体华能项目，绑定北美优质客户有望贡献增量盈利。

➤ **实控人增持+员工股权激励，彰显发展信心。** 2025 年以来，实际控制人连续增持公司股票，总体规模达 10 亿现金，同时公司开展员工股权激励，首次授予 1298 名激励对象 1918.93 万股限制性股票，约占截止 2025 年 1 月 22 日可转债转股后公司股本总额的 0.614%，彰显了公司对未来发展潜力的坚定信心。

➤ **投资建议：** 公司上游资源布局完善，下游锂电材料有望持续放量，且与国际资源和汽车巨头深度绑定，成长确定性高、护城河深厚。目前镍钴锂价格底部位置明确，公司有望深度受益涨价弹性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润预测为 38.12、50.85、60.39 亿元，以 2025 年 3 月 7 日收盘价为基准，PE 分别为 16X、12X、10X，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 产品价格大幅下跌、项目进展不及预期、需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	66,304	71,359	82,788	91,420
增长率 (%)	5.2	7.6	16.0	10.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,351	3,812	5,085	6,039
增长率 (%)	-14.2	13.8	33.4	18.8
每股收益 (元)	1.98	2.25	3.00	3.57
PE	18	16	12	10
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

36.30 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

1. 华友钴业 (603799.SH) 2024 年三季度报点评：Q3 业绩超预期，一体化优势显现-2024/10/20

2. 华友钴业 (603799.SH) 2024 年半年报点评：华飞镍产品放量，助推业绩环比显著增长-2024/08/24

3. 华友钴业 (603799.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：价格下行拖累业绩，一体化优势待显-2024/04/26

4. 华友钴业 (603799.SH) 2023 年三季度报点评：扣非利润超预期，行业低点已过-2023/10/26

5. 华友钴业 (603799.SH) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，锂电材料出货量同比大幅增长-2023/08/28

目录

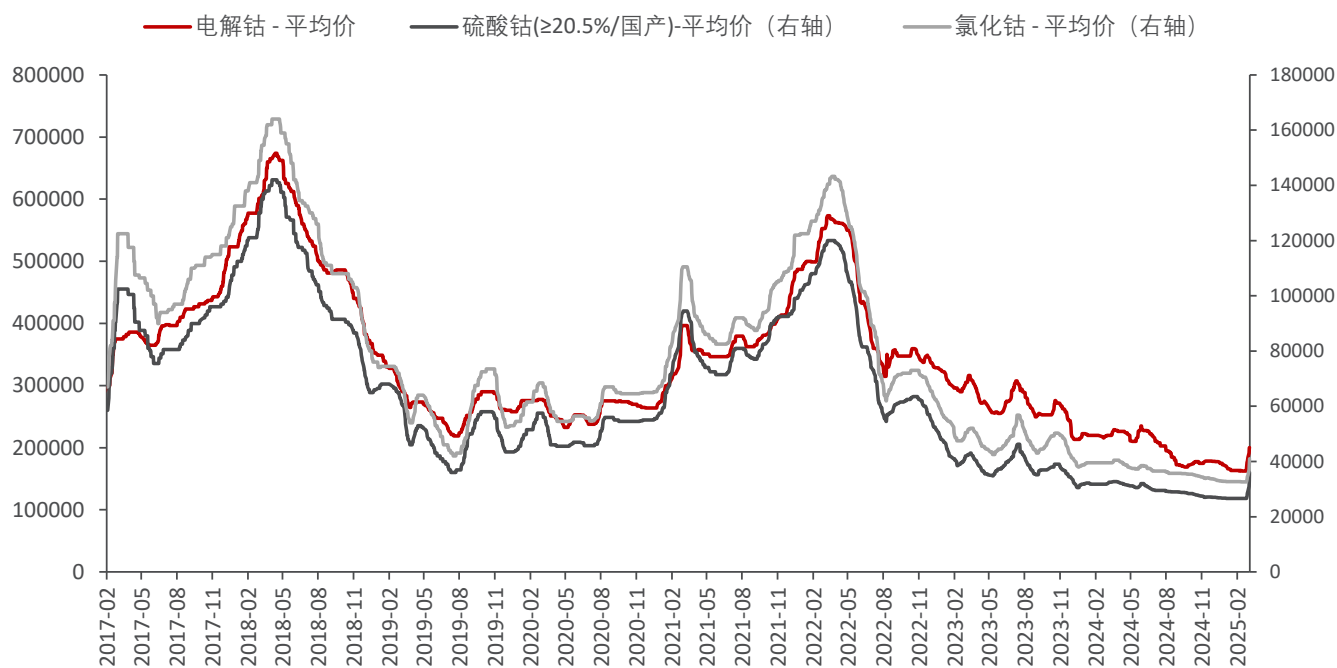
1 镍钴锂出清信号已显，价格底部明确	3
1.1 “四重底”之一——钴：价格历史最低，刚果（金）暂停钴出口	3
1.2 “四重底”之二——镍：印尼政策频出，镍价易涨难跌	10
1.3 “四重底”之三——锂：澳矿出清明显，供应增量下修	14
1.4 “四重底”之四——三元材料：三元占比仅 22%，未来前景依然可观	16
2 一体化布局构成坚实护城河，国际化布局有望增厚盈利	18
2.1 完成一体化布局，构建低成本护城河	18
2.2 积极构建国际化布局，有望贡献增量盈利	21
3 实控人增持+员工股权激励，彰显对公司发展信心	22
4 盈利预测与投资建议	23
5 风险提示	24
插图目录	26
表格目录	26

1 镍钴锂出清信号已显，价格底部明确

1.1 “四重底”之一——钴：价格历史最低，刚果（金）暂停钴出口

刚果（金）暂停钴原料出口拖底钴价，钴价底部明确。刚果（金）有关部门在2025年2月24日宣布，决定暂停钴出口四个月，以应对全球钴市场供应过剩的局面。刚果（金）战略矿产市场监管控制局当天发布的声明称，刚果总理和矿业部长签署了一项法令，允许监管机构采取包括禁止出口的临时措施，以防出现影响市场稳定的情况。这项措施自2月22日生效。该禁令适用于该国生产的所有钴，包括小规模或手工采矿者。复盘近期钴价走势，24年钴价跌破20万达到历史低点，刚果（金）政府作为全球最大钴供应国，此次暂停钴出口政策意图也非常明确，旨在通过控制钴原料供给遏制钴价下行趋势，钴价底部位置已明确。

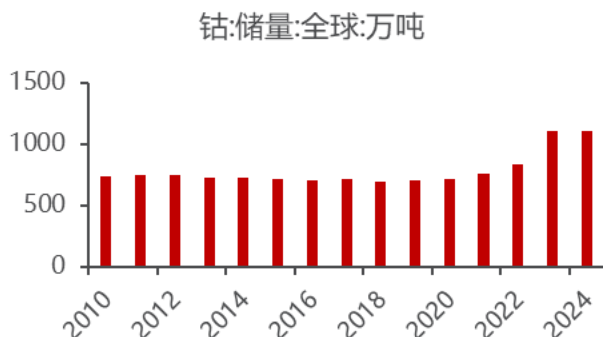
图1：钴价历史走势



资料来源：wind，民生证券研究院

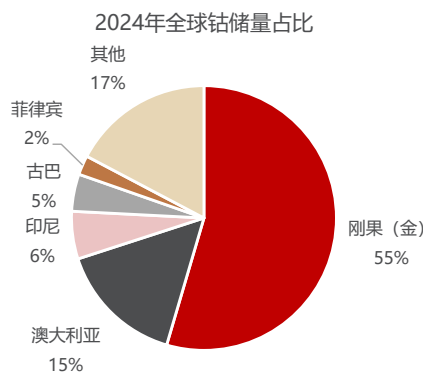
刚果（金）钴矿储量全球占比55%，是全球钴资源主要分布区域。钴矿一般与铜矿、镍矿伴生，因此资源集中分布在铜矿、镍矿资源较为丰富的地区。根据USGS数据，截至2024年全球钴矿储量1100万吨，从分布看，刚果（金）为全球第一大钴资源大国，2024年钴矿储量600万吨，全球占比55%，澳大利亚、印尼钴资源位列全球第二、第三位，2024年全球占比分别为15%、6%。

图2：2024 年全球钴矿储量 1100 万吨



资料来源：wind，民生证券研究院

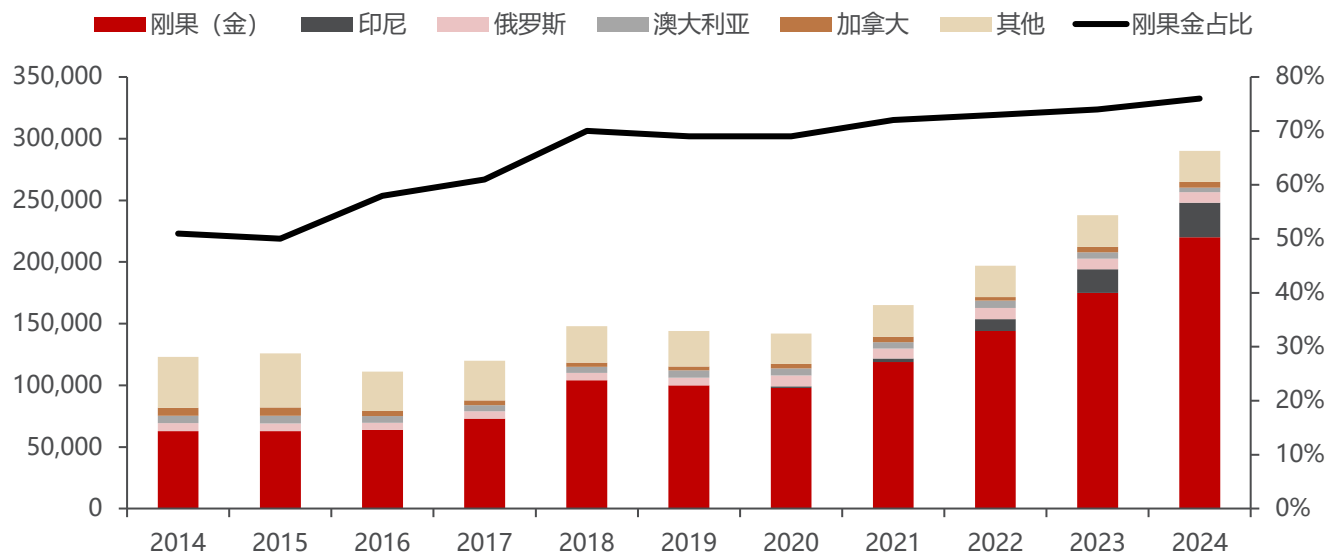
图3：2024 年刚果（金）钴矿储量全球占比 55%



资料来源：wind，民生证券研究院

刚果（金）铜钴矿+印尼红土镍矿构成主要增量，刚果（金）钴矿产量全球占比 76%左右，印尼钴矿占比约 10%，刚果（金）暂停 4 个月钴原料出口或导致全球钴供应减量约 25%。全球钴矿供应高度集中，根据 USGS 数据，2024 年全球钴矿产量 29.0 万吨，同比增加 21.8%，其中刚果（金）产量 22.0 万吨，同比增长 25.7%，全球占比 76%，同时印尼由于湿法镍项目逐步投产，钴原料供应快速增长，2024 年产量 2.8 万吨，同比增加 47.4%，全球占比约 10%。考虑刚果（金）暂停 4 个月钴原料出口，或对全球钴供应造成 7 万吨多减量影响，占比全球钴供应约 25%。

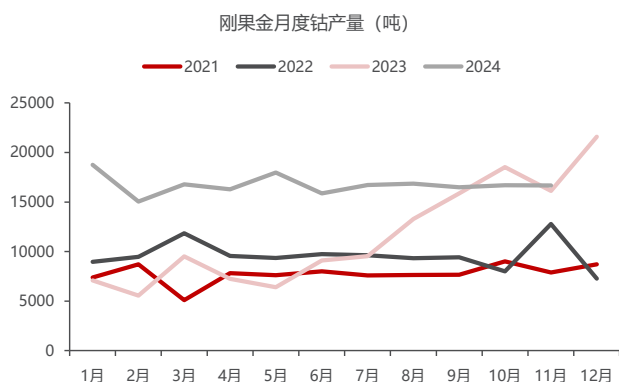
图4：全球钴矿产量结构



资料来源：ifind，民生证券研究院

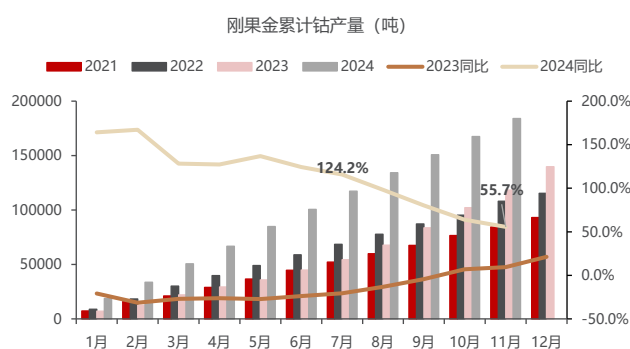
因成本压力，24Q3 开始刚果金产量增速明显放缓，甚至同比出现负增长。由于钴价持续下跌，刚果金大多矿山钴生产亏损压力较大，陆续减停产，根据刚果（金）央行月度数据，2024 年 M1-M11 刚果（金）钴产量合计 18.4 万吨，同比增加 55.7%，而 24H1 产量增幅为 124.2%，增速出现明显放缓，从月度数据看，9 月、11 月同比增幅约 3.5%，10 月同比增幅为-9.9%，甚至出现同比负增长，矿山减停产的效果开始显现。

图5：2024 年 9 月开始，刚果金月度钴产量同比基本停止增长



资料来源：刚果（金）央行，民生证券研究院

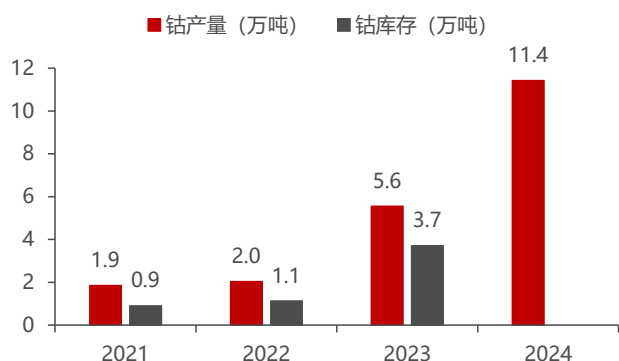
图6：2024 年刚果金累计钴产量增速一路下滑，增速放缓明显



资料来源：刚果（金）央行，民生证券研究院

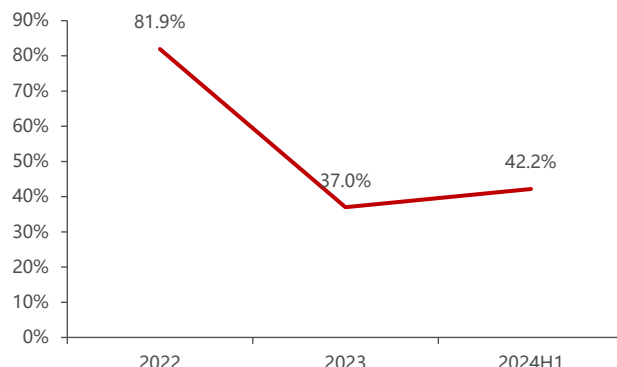
分企业看：洛阳钼业增幅明显，但增速最快的时期已过去。洛阳钼业已成为全球第一大钴供应商，旗下拥有两大世界级铜钴矿山 TFM 混合矿及 KFM 项目，TFM 钴产能 3.7 万吨，KFM 钴产能 5 万吨以上，2023Q2 投产即达产，带动洛钼产量快速长，24 年钴产量 11.4 万吨，同比增长 103.6%。尽管未来两大矿山铜产量持续增长，但钴产量增幅有限，24 年为增速最快的时期。

图7：洛阳钼业钴产量快速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

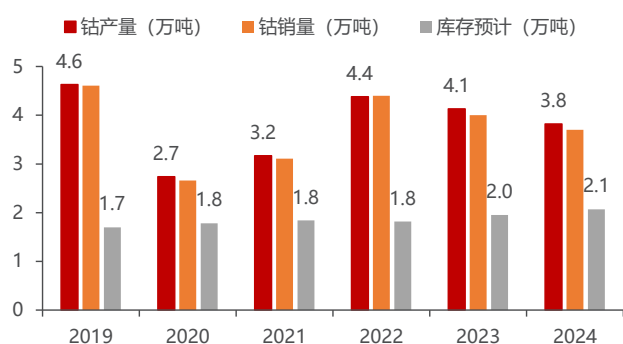
图8：洛阳钼业钴产品毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

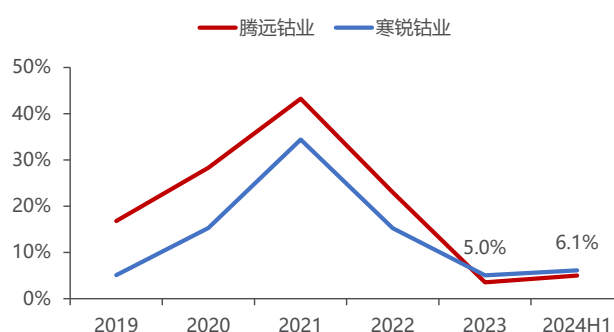
分企业看：除洛钼外，其他矿山因成本压力产量下滑。 1) 嘉能可产量下滑：嘉能可在刚果金拥有两大世界级铜钴矿山 Mutanda 和 Katanga，由于钴价持续下滑，前期 2024 年产量指引由 6 万吨下调至 3.5-4 万吨，从实际生产来看，24 年钴产量 3.8 万吨，同比连续两年保持下滑。3) 刚果（金）其他矿山：2023-2024 年腾远、寒锐钴产品毛利率约 5.5%，成本压力较大，刚果金钴原料生产出现减停产。

图9：嘉能可钴产量下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

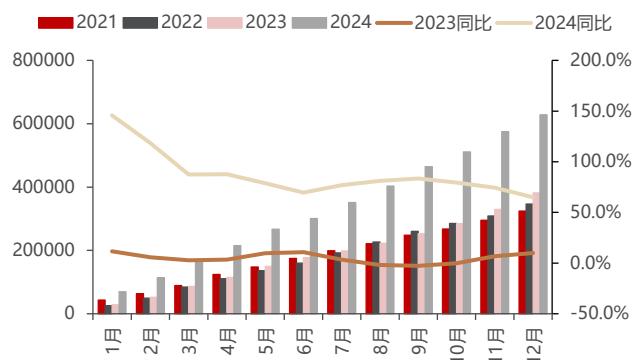
图10：腾远、寒锐钴产品毛利率较低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

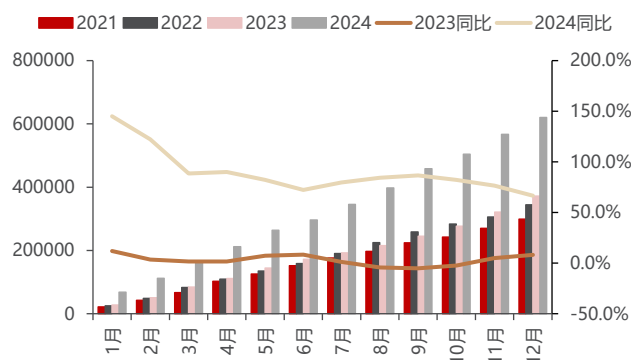
进口：刚果金钴原料进口增速同样出现放缓趋势。 全球钴原料消耗主要在国内，2024 年国内钴湿法冶炼中间品累计进口 62.9 万吨，同比增加 64.8%，其中刚果（金）为主要进口来源国，2024 年累计进口钴湿法冶炼中间品 62.0 万吨，同比增加 66.7%，增幅虽明显，但月度来看，增幅同样出现放缓趋势。

图11：2024 年国内钴原料进口增速出现放缓趋势



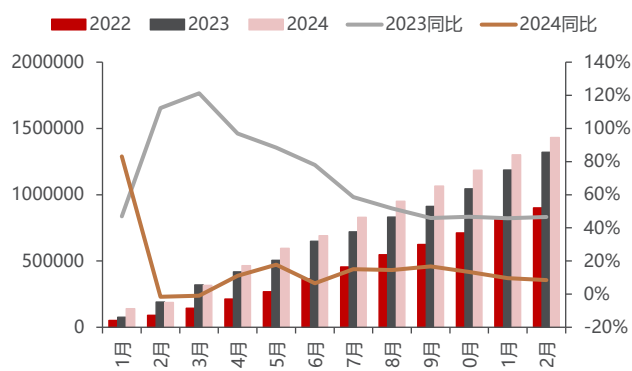
资料来源：SMM，民生证券研究院

图12：2024 年从刚果（金）进口钴原料增速出现放缓趋势

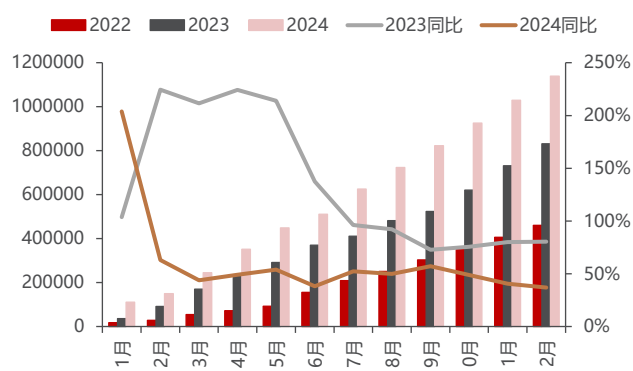


资料来源：SMM，民生证券研究院

印尼湿法镍项目产能释放，但未来钴供应增量有限。随着华友、力勤、格林美等众多行业龙头企业湿法镍项目逐步落地，伴生的钴原料快速增加。但整体产量规模偏小，根据 USGS 数据，2024 年印尼钴产量约 2.9 万吨，同比增长 87.8%。从未来增量看，由于规划的湿法镍项目已大部分投产，我们预计 2026 年印尼湿法镍项目贡献钴产量约 4.8 万吨，2024-2026 年复合增速为 26.5%。**MHP 进口增速出现放缓。**从进口来看，2024 年我国 MHP 累计进口量 143.2 万吨，同比增加 8.4%，其中从印尼累计进口量 113.9 万吨，同比增加 37.0%，而 2023 年同比增速为 80.7%，印尼湿法镍项目对国内钴供应影响有限。

图13：24 年国内 MHP 进口量累计同比+8.4%


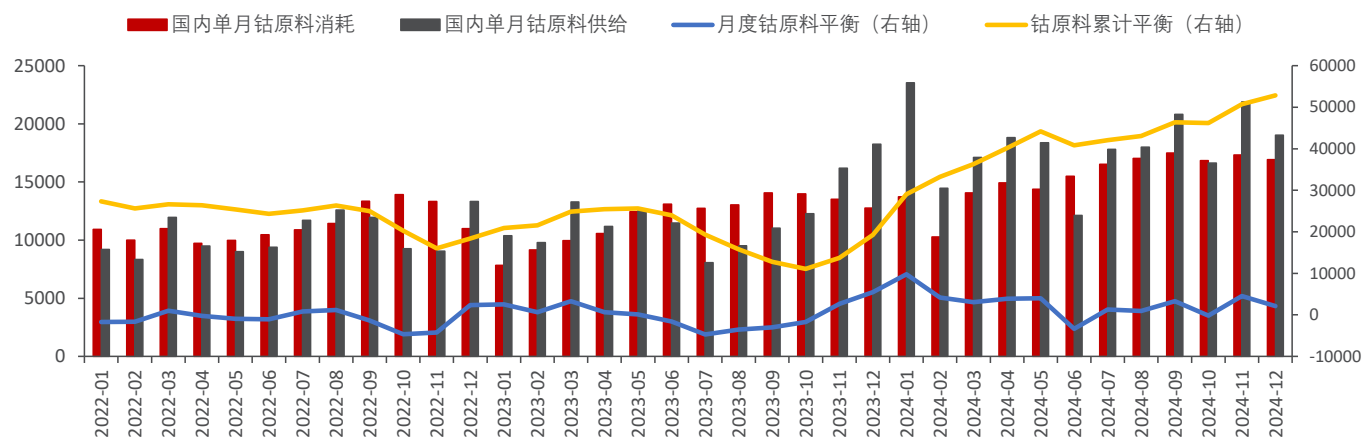
资料来源：SMM，民生证券研究院

图14：24 年国内从印尼进口 MHP 累计同比+37.0%


资料来源：SMM，民生证券研究院

国内钴原料库存预计仅 3 个月左右，国内钴原料紧缺局势难阻。根据我们对钴原料（包含钴盐）供给（钴矿进口+钴湿法冶炼中间品进口+MHP 进口+未锻轧钴进口）和钴原料消耗（三元正极+钴酸锂+金属钴）测算，2024 年国内月均钴原料供给 1.8 万吨，2024 年 12 月钴原料消耗 1.7 万吨，截至 2024 年底国内钴原料库存约 5.3 万吨，库存约 3 个月。前期钴价处于下行区间，钴产品生产商以及贸易商等产业环节均保持低库存运行，行业整体库存水平偏低。刚果（金）暂停钴出口 4 个月，叠加产业链普遍保持惜售态度，进一步压缩钴原料供应，国内钴原料紧缺局势难阻。

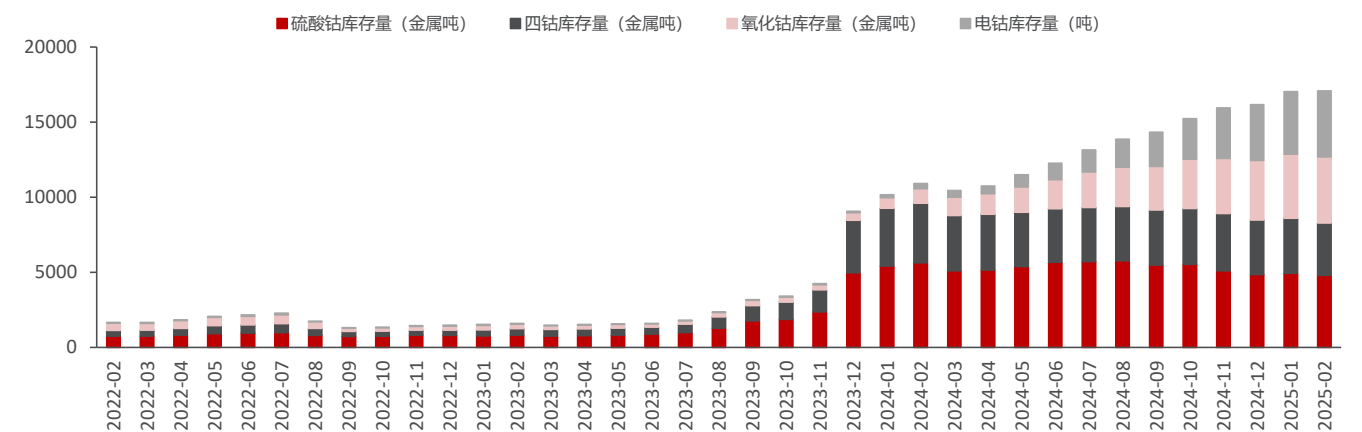
图15: 钴原料库存不足



资料来源: wind, 民生证券研究院

国内产成品库存: 厂库约 1 个月, 或将迎来钴盐厂惜售。根据百川盈孚数据, 截至 2025 年 2 月, 国内钴盐厂 (包括电钴) 产成品库存合计约 1.7 万吨, 约 1 个月库存量, 库存水平较低, 刚果金暂停钴出口, 钴盐厂或将挺价惜售, 拉动钴价上涨。

图16: 国内钴盐厂库约 1 个月



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

刚果 (金) 暂停钴原料出口或将对钴供需平衡产生较大冲击, 钴价有望快速上涨。在不考虑刚果 (金) 目前暂停钴出口及未来可能的配额制政策下, 根据我们对项目的梳理, 预计 2024-2026 年全球钴供给 27.6/29.3/30.8 万吨, 过剩量分别为 3.0/4.1/3.1 万吨。由于刚果 (金) 供给占比较高, 暂停 4 个月钴原料出口或将导致 7 万多吨减量, 2025 年钴供需平衡预计从过剩扭转为缺口, 钴供需格局十分紧张, 看好钴价向上弹性。

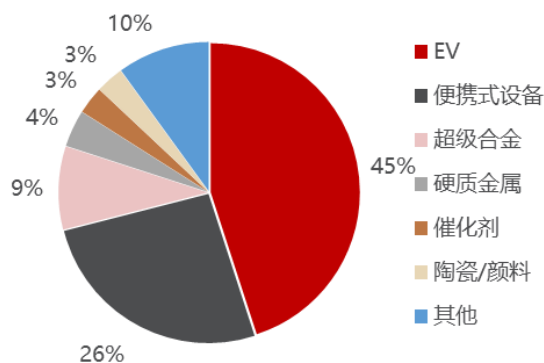
图17: 钴供需平衡表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
钴供给 (万吨)	19.7	23.0	27.6	29.3	30.8
YOY	19%	17%	20%	6%	5%
刚果(金)铜矿伴生钴	14.4	16.9	20.2	20.7	21.6
印尼湿法镍项目伴生钴	0.8	1.7	3.0	4.2	4.8
其他国家伴生钴	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
钴需求 (万吨)	18.7	21.3	24.6	25.1	27.7
YOY	7%	14%	15%	2%	10%
电动汽车	7.4	9.2	10.1	11.6	13.7
消费电子	5.5	5.8	6.5	6.8	7.0
超级合金	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
硬质合金	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
催化剂	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
陶瓷颜料	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
储能	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
其他(包括收储)	1.6	2.0	3.5	2.2	2.2
供需平衡 (万吨)	1.0	1.7	3.0	4.1	3.1

资料来源: wind, 民生证券研究院

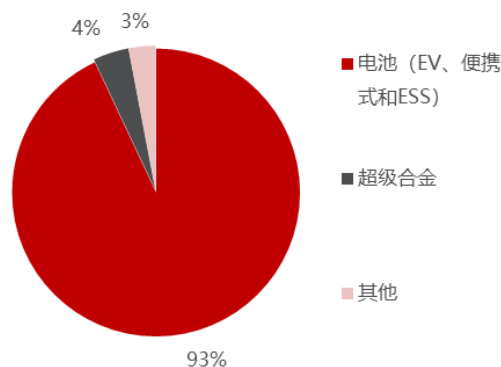
钴需求主要分布在新能源车和消费电子领域。参考国际钴协会数据: (1) 2023年新能源车领域占全球钴需求比例为45%, 其余便携设备(26%)、超级合金(9%)、硬质金属(4%)、催化剂(4%)、陶瓷/颜料(4%)、和其他领域(10%)等。(2) 需求增量方面, 电池领域贡献93%的增长份额, 主要来自于新能源车需求的增长, 超级合金和其他领域仅占7%, 非电池领域增速在0.9%-4%不等, 需求较为稳定。

图18: 2023年钴终端需求占比



资料来源: 国际钴协会, 民生证券研究院

图19: 2023年钴终端需求增长份额



资料来源: 国际钴协会, 民生证券研究院

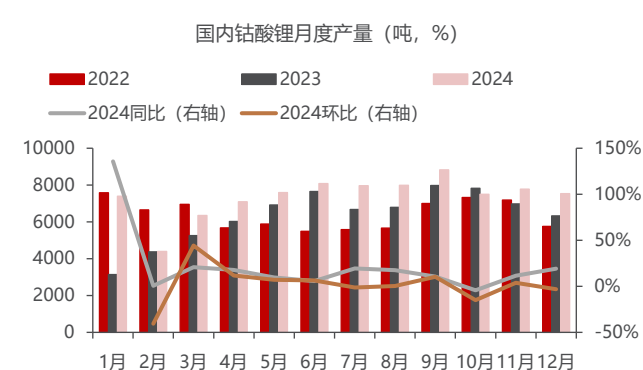
钴酸锂产量伴随消费电子需求修复快速增长。2024 年全球智能手机市场增长 7%，达到 12.2 亿部，实现了在连续两年下滑后的反弹。2024 年国内钴酸锂产量达 8.85 万吨，同比增长约 16.5%。消费电子市场回暖主要得益于 AI 人工智能技术在手机以及平板电脑方面的切入促进了消费者的换机意愿，对钴酸锂需求有一定的拉动。

图20：全球智能手机出货量持续修复



资料来源：Canalys，民生证券研究院

图21：钴酸锂持续增长

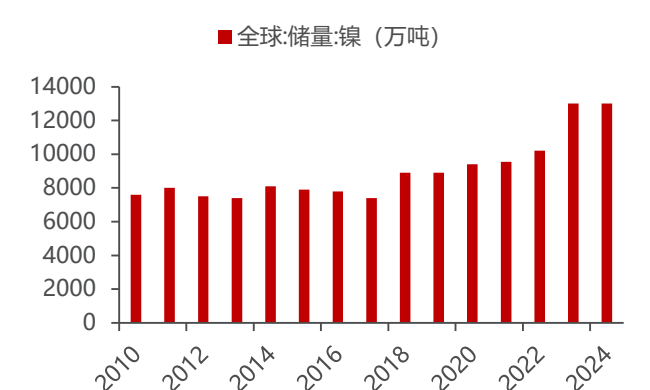


资料来源：SMM，民生证券研究院

1.2 “四重底”之二——镍：印尼政策频出，镍价易涨难跌

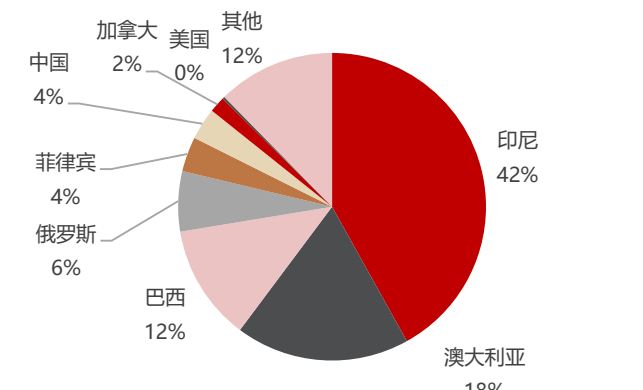
印尼掌握镍资源供应主导权，占据全球镍供应比重约 6 成。镍矿储量分布集中，澳大利亚、印尼、巴西储量占比约 72%。红土镍矿技术突破以及开发加快，得益于得天独厚的资源优势，印尼份额快速提升，2024 年印尼镍矿产量占据全球比重已提升到 59%，其次是菲律宾占比 9%。全球来看，印尼拥有全球最大的镍矿产能。印尼镍矿产能位居全球第一，镍矿产能折合镍金属超过 100 万吨/年，且主要以红土镍矿为主。

图22：全球镍储量规模 (万吨)



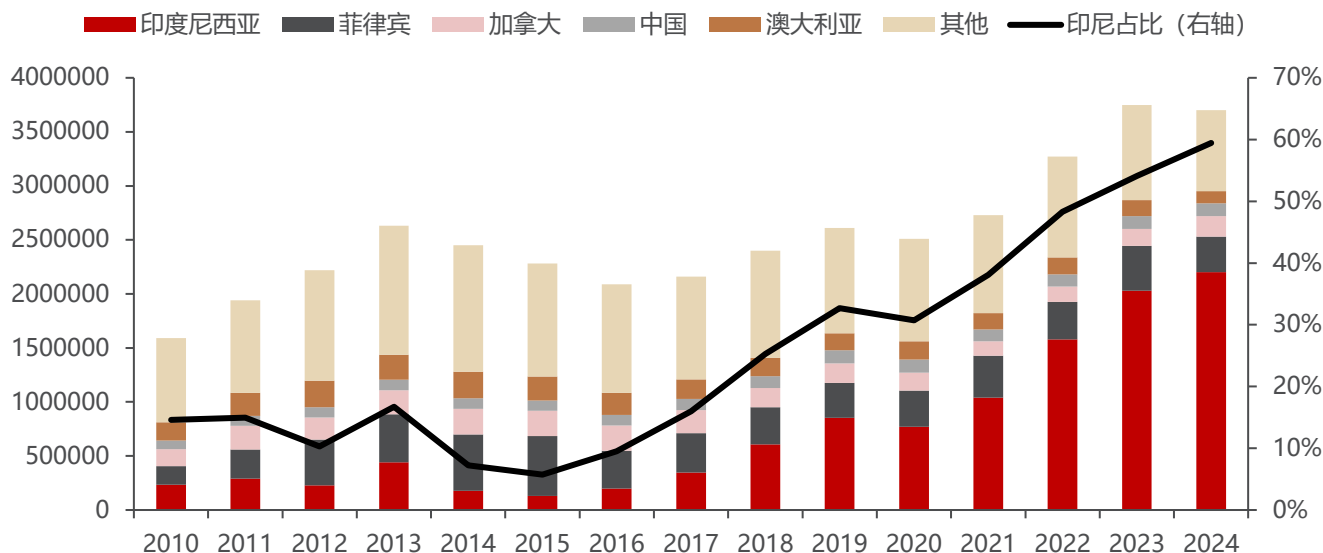
资料来源：USGS，民生证券研究院

图23：镍储量分布 (2024 年)



资料来源：USGS，民生证券研究院

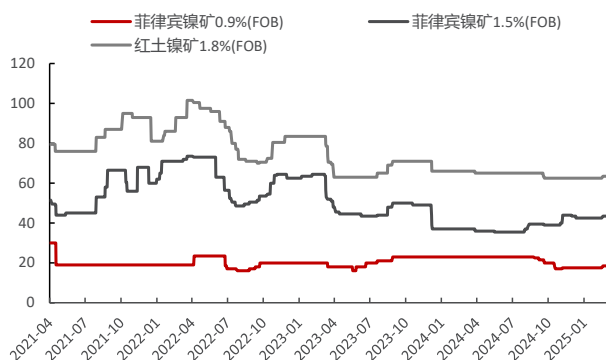
图24：全球镍矿产量结构



资料来源：USGS，民生证券研究院

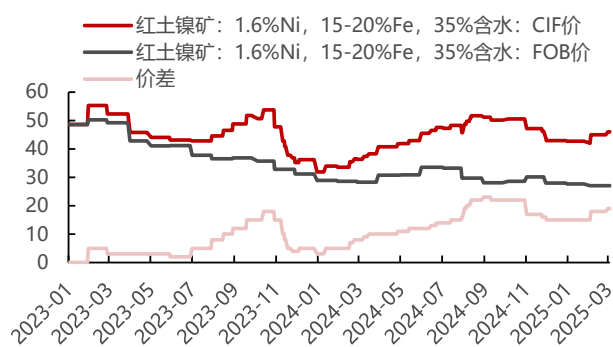
印尼镍矿供应偏紧，价格相对坚挺。印尼和菲律宾是全球主要的红土镍矿市场，印尼禁止镍矿出口政策，形成了菲律宾镍矿-中国镍铁和印尼镍矿-镍铁这两个相对割裂的市场。2024年至今，印尼RKAB镍矿配额审批进度扰动镍矿释放节奏，印尼需要从菲律宾进口镍矿补充原料，印尼镍矿现货价格相对坚挺。印尼镍矿的市场价格由基准价（HPM）+升贴水构成，基准价可由LME镍价决定，升水由市场供需决定。24年初至今，印尼镍矿市场价与基准价的差值（即升水+运费）不断拉大，从年初的+3美元/湿吨，不断涨至9月上旬+23美元/湿吨，随着10月份RKAB配额发放，价差有所收敛，但总体上仍维持在15美元以上水平。随着镍矿资源消耗，印尼镍矿价格或将更加坚挺。

图25：菲律宾镍矿 FOB 价格（单位：美元/湿吨）



资料来源：SMM，民生证券研究院

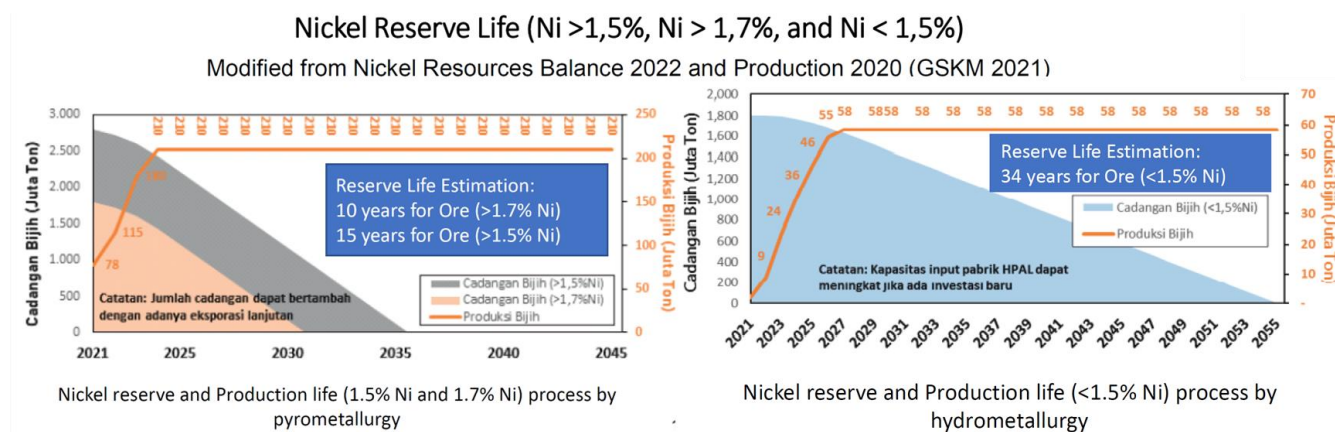
图26：印尼镍矿基准价与现货价格（单位：美元/湿吨）



资料来源：Mysteel，民生证券研究院

印尼镍矿耗尽速度或将快于预期，资源的稀缺性会很快体现。印尼能源和矿产资源部(ESDM)数据显示，镍(Ni)含量超过 1.7%和 1.5%的高品位镍矿或腐泥土的总储量分别为 17.6 亿吨和 27.5 亿吨。该部计算出前者将在 2031 年耗尽，而后者将在 2036 年耗尽。采用高压酸浸出(HPAL)技术生产 1 类镍产品的冶炼厂的褐铁矿消耗量仍然相对较低。印尼褐铁矿储量约 18.1 亿吨湿矿，如果 HPAL 冶炼厂全部开工，每年褐铁矿消耗量将达到 5800 万吨湿矿。因此镍含量低于 1.5%的矿石储量仍可维持到 2055 年。

图27：镍储量消耗年限估算



资料来源：印尼能源和矿产资源部，民生证券研究院

江苏德龙破产重整，其在印尼布局镍项目运营或受干扰，加剧镍供给扰动。

2024 年 7 月以来，“民营钢铁大王”戴国芳一手创办的江苏德龙镍业有限公司及旗下 27 家公司，陆续被法院裁定合并重整。江苏德龙在印尼布局了四期镍产业项目，四期项目分布在肯达里与北莫罗瓦里两大园区。一期 VDNI 项目（印尼德龙镍

业有限公司) 规划 60 万吨镍铁产能, 2017 年投产, 一重集团持股 51%, 江苏德龙持股 49%; 二期 OSS 项目 (ObsidianStainlessSteel) 规划从镍铁到不锈钢的一体化产线, 年产 250 万吨不锈钢, 2020 年投产, 象屿集团持股 51%, 江苏德龙持股 49%; 三期 GNI 项目 (巨盾镍业公司) 是江苏德龙独资, 规划建设 180 万吨镍铁, 2021 年投产; 四期 NNI 项目规划 8 万吨低冰镍产能, 2024 年投产, 中伟股份持股 67%, 江苏德龙持股 33%。江苏德龙破产重整, 其印尼镍产业运营或将收到影响, 加剧镍供给端扰动。

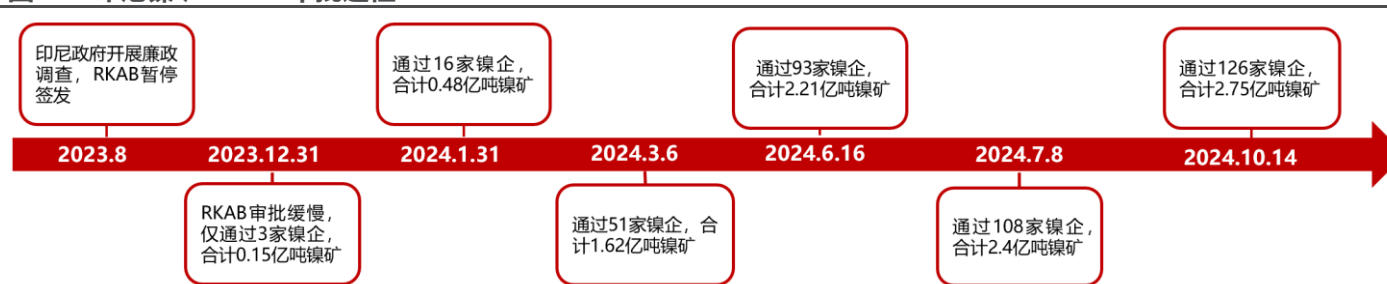
图28: 德龙印尼镍产业项目梳理

项目	投资方	产品	工艺	规划产能	年产能 (万镍金属吨)
VDNI	一重、德龙	NPI	RKEF	规划 60 万吨镍铁	10
OSS	象屿、德龙	NPI	RKEF	规划 250 万吨不锈钢一体化产线	24
GNI	德龙	NPI	RKEF	规划 180 万吨镍铁	21
NNI	中伟、德龙	低冰镍	RKEF	规划 8 万吨低冰镍	8

资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

印尼镍矿 RKAB 审批进程预计持续扰动镍矿供应。2024 年, 印尼镍矿 RKAB 配额因为新规政策调整、印尼总统换届等因素扰动审批进展不及预期, 呈现前紧后松的趋势, 扰动镍矿供应。回顾 2024 年, RKAB 累计批复共 193 家, 全年 RKAB 批复量约 2.7 亿湿吨左右。据 SMM 预估, 截至 2025 年 1 月 20 日, 印尼当前已批复 RKAB 总量约在 2.6 亿到 3 亿湿吨之间, 这其中包含了已经可以进行生产的矿山配额和获得批准但不允许生产的矿山配额。雅加达能源和矿产资源部 (ESDM) 年初批准了 207 个 2025 年镍工作计划和预算 (RKAB) 进行生产, 另有 85 个 RKAB 获得批准但不允许生产。2025 年 RKAB 审批配额同比虽有增长, 但实际的镍矿供应还会受到矿山的开采能力、运输能力, 以及天气因素的影响, 镍矿供应预计整体偏紧, 另外也还需持续关注 RKAB 审批配额政策的频繁变动。

图29: 印尼镍矿 RKAB 审批进程



资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

印尼政策频出, 旨在加强对于镍供给端控制, 保障本土镍产业合理利润留存,

有望托底镍价。1) SIMBARA 全产业链监管系统落地。自 2025 年 1 月起,印尼正式启用 SIMBARA (跨部门矿产与煤炭信息系统),该系统通过区块链技术实现镍矿开采、加工、运输的全流程数字化追溯。通过使用 SIMBARA 网站,印尼政府将能够实时追踪镍矿的销售情况,跟踪从矿山到国内加工设施的运输,包括岛屿间的运输并将与采矿配额连接,包括详细的采矿地点、加工过程、运输和出口等环节。这一系统的建立有助于确保当地生产商遵守世界采矿标准,同时减少非法采矿、童工以及环境破坏等问题,预计非法矿源退出将逐步改变当地内贸矿供需结构。**2) 自然资源出口外汇强制结算机制。**2 月 18 日,印尼总统 Prabowo Subianto 公布了 2025 年第 8 号政府法规,该法规规定,采矿业(不包括石油和天然气)以及种植园、林业和渔业部门的出口商必须在国家银行的特别账户中存入 100% 的外汇,为期 12 个月,该法规将于 2025 年 3 月 1 日生效。该政策或加剧产业现金流流转压力进而影响出口贸易量以及在生产端抬升费用成本延缓新项目投产进度,镍供给相对收紧。**3) 印尼重新定价 HMA 公式。**2025 年 3 月 1 日,印尼能矿部发布文件,调整金属矿产基准价格(HMA)的计算方式。文件表示基准价格将在每月 1 日和 15 日更新;第一周期金属矿产基准价格(HMA)基于上月 5 日至 25 日 LME 现货结算价均价;新计算方法 2025 年 3 月 1 日起实施。HMA 定价公式调整会导致镍矿价格与期货价格更加密切,这会从侧面提升镍矿价格活跃度。综合而言,印尼政府传递出希望更好的掌控当地资源及产品的定价权,增加国家税收,提高印尼经济在国际上的地位的政策意图。

1.3 “四重底”之三——锂：澳矿出清明显，供应增量下修

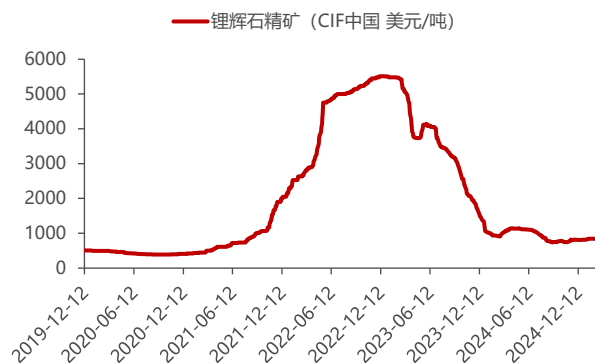
锂价跌破成本线，澳矿出清约 10 万吨 LCE 产能。2024 年下半年,因供给过剩压力,国内锂盐价格跌破 8 万,锂精矿 CIF 价格跌破 800 美元,触及大部分澳矿成本线,因亏损压力澳矿陆续出现减停产。从 23Q4 开始至今,宣布将要停产的澳矿已有 4 座,其中 Cattlin 矿山锂精矿产能 20 万吨,Finiss 锂精矿产能 20 万吨、Pilbara 的 Ngungaju 选厂锂矿产能 20 万吨、Bald hill 锂精矿产能 15 万吨,不包括 Kathleen Valley 27 财年未采选产能由原计划的 400 万吨下调至 280 万吨,4 座澳矿将要出清 75 万吨锂精矿产能,合计约 10 万吨 LCE,出清明显。

图30: 电池级碳酸锂价格



资料来源: SMM, 民生证券研究院

图31: 锂辉石精矿价格



资料来源: SMM, 民生证券研究院

澳矿普遍亏损, 减停产现象预计将继续出现。从目前宣布将要停产的矿山成本来看, Cattlin 减产前的 23Q3 现金成本 636 美元/吨, Finnis 宣布停产前的 23Q3 现金成本 603 美元/吨, 现金运营成本 1259 美元/吨, Bald hill 2025 财年现金成本指引中值为 563 美元/吨。目前价格下, 澳矿普遍亏损, MRL 旗下的 Marion、Wodgina 已开始进行裁员降本、降资本开支, 2025 财年现金成本指引分别为 613、563 美元/吨, 与已经停产的 Bald hill 成本水平相近, 未来存在减停产可能。

图32: 澳矿成本预测

公司	矿山	状态	锂精矿成本 (美元/吨)		折碳酸锂成本 (万元/吨)	
			现金成本	完全成本	现金成本	完全成本
天齐/雅宝/IGO	Greenbushes	正常, 唯一盈利	233	533	3.3	5.1
Pilbara Minerals	Pilgangoora	高成本N选厂24年12月停产	450	750	4.6	6.3
Arcadium(原Allkem)	MT Cattlin	24年1月减产, 26年完全停产	636	936	5.7	7.4
Mineral Resources	MT Marion	裁员降本、地采放缓	613	913	5.5	7.3
	Bald Hill	24年11月停产	563	863	5.2	7.0
	Wodgina	裁员降本	563	863	5.2	7.0
Kidman Resources/SQM	Mt Holland	23Q4投产, 爬坡中	23Q4投产, 成本高			
Core Lithium	Finniss	24年1月停产	603	1300	5.5	9.5
Liontown	Kathleen Valley	24Q3刚投产, 爬坡中	543	820	5.1	6.7

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

考虑产能出清后, 2025 年澳矿供应增量下修 7.3 万吨 LCE。目前已有 4 座澳矿宣布将要停产, 同时我们预计 Marion、Wodgina 成本压力较大, 中性假设下 2025 年存在减产可能, 而 Holland、Kathleen Valley 作为新投产项目, 爬坡过程中尽管成本偏高, 但我们预计达产前减停产可能性较小。综合来看, 我们预计 2025 年澳矿供应增量约 2.1 万吨 LCE, 相对前期的预测下修约 7.3 万吨 LCE。

图33: 澳矿目前状态及产能产量预测 (中性假设)

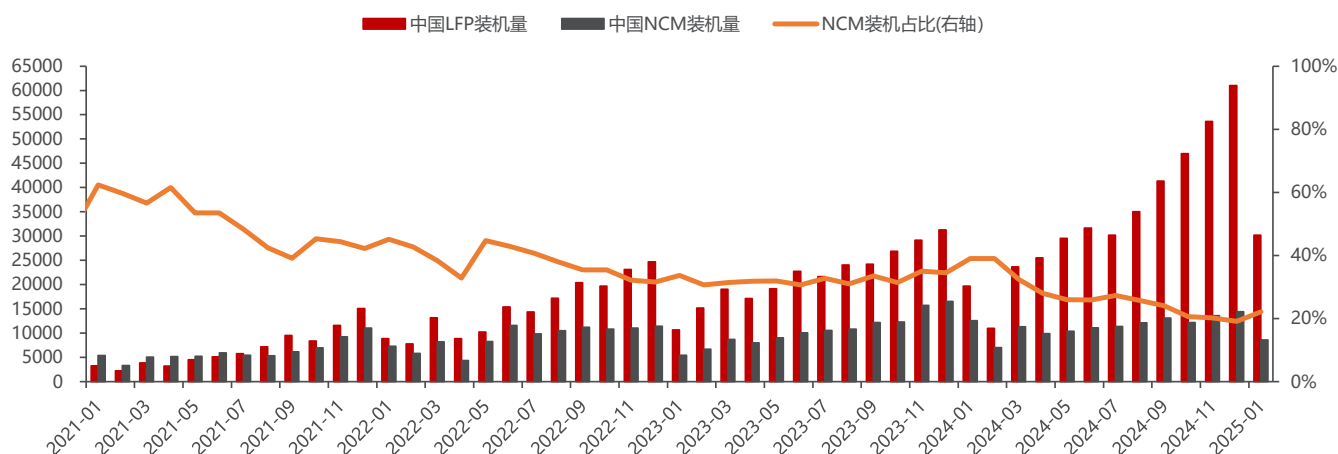
公司	矿山	状态	产能 (万吨LCE)				产量 (万吨LCE)				
			2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
天齐/雅宝/IGO	Greenbushes	正常, 唯一盈利	20.4	20.4	26.9	26.9	16.9	19.0	17.3	18.8	22.2
Pilbara Minerals	Pilgangoora	高成本N选厂24年12月停产	7.3	6.3	10.6	10.6	6.5	8.0	9.6	8.8	9.5
Arcadium(原Allkem)	MT Cattlin	24年1月减产, 26年完全停产	2.8	2.8	2.8	-	1.3	3.0	1.5	1.4	-
Mineral Resources	MT Marion	裁员降本、地采放缓	7.5	7.5	7.5	7.5	3.8	4.5	5.3	4.3	4.9
	Bald Hill	24年11月停产	1.9	1.9	-	-	-	0.3	0.7	-	-
	Wodgina	裁员降本	6.3	6.3	6.3	6.3	2.1	5.3	5.1	4.2	4.2
Kidman Resources/SQM	Mt Holland	23Q4投产, 爬坡中	4.8	4.8	4.8	4.8	-	0.2	2.9	4.3	4.3
Core Lithium	Finniss	24年1月停产	2.5	-	-	-	-	0.8	0.6	-	-
Liontown	Kathleen Valley	24Q3刚投产, 爬坡中	-	6.4	6.4	6.4	-	-	1.3	4.5	5.4
合计			53.3	56.2	65.2	62.4	30.7	41.1	44.2	46.3	50.5
同比			31.9%	5.5%	16.0%	-4.2%		34.0%	7.4%	4.8%	9.0%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

1.4 “四重底”之四——三元材料: 三元占比仅 22%, 未前景依然可观

三元装机份额下行趋势企稳。随着磷酸铁锂电池技术进步带来的续航里程提升, LFP 电池性价比凸显。2024 年国内三元电池装机占比整体下滑, 2024 年底我国三元电池装机占比降至 19.1%, 但随着高端车型占比提升, 三元装机占比份额下降空间有限, 2025 年 1 月, 国内三元装机占比提升至 22.2%, 三元占比有望企稳。

图34: 国内三元电池装机占比有望企稳 (MWh,%)

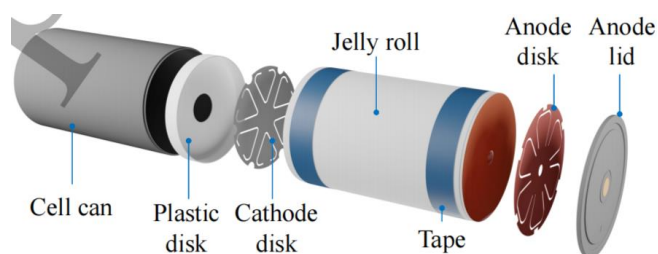


资料来源: SMM, 民生证券研究院

4680 大圆柱电池或进入快速释放期, 三元正极材料深度受益。4680 圆柱电池是一种新型的锂离子电池, 其名称中的“46”表示电池的直径为 46 毫米, 而

“80”则表示电池的高度为80毫米,这种电池的外形为圆柱形,由正极、负极、电解液和隔膜层组成,目前主流路线采取三元材料做正极。相比2170电池,4680电池可以实现单体容量提升5倍、车辆续航提升16%、可提供电力提升6倍,每kWh降本约14%。2024年特斯拉4680电池装车量已达到8GWh,并已跻身全球动力电池装车量前十,特斯拉还在2024年四季度财报中进一步披露,4680大圆柱电池的产量已能支撑Cybertruck每周2500辆的生产需求。伴随以特斯拉4680为代表大圆柱电池的产能快速爬升,2025年大圆柱电池有望进入产能释放期,为三元材料带来了新的需求增长点。

图35: 4680大电池结构



资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

图36: 2170与4680性能对比(单电芯)

指标	单位	电池设计模型	
		2170	无极耳设计 4680
电池重量	g	68.64	354.16
电池体积	cc	24.25	132.95
电池容量 ave.0.2C	Ah	4.78	27.69
电池能量	Wh	18.12	100
电池能量重量密度	Wh/L	263.93	282.36
电池能量体积密度	Wh/L	747.05	752.16
空间能量体积密度	Wh/L	586.85	590.74

资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

固态电池产业化快速推进为高镍、超高镍三元正极材料带来新发展机遇,人形机器人、低空飞行等场景也打开三元材料需求远期成长空间。高镍和超高镍材料更能发挥高能量密度的性能优势,是目前固态电池正极材料的主流研发路线之一,需求有望跟随固态电池产业化进程持续增长。伴随人形机器人和低空飞行的应用技术不断迭代进步,其能源问题也开始得到重视,三元正极材料性能非常适配,比如户外作业的机器人需要充沛的能源支持更适用于三元电池,而部分高端人形机器人因需执行更复杂、持久的任务,同时保持轻便机身,也倾向于采用三元体系。2025年初,三元材料企业当升科技与中伟股份在2025年2月宣布达成战略合作,双方合作领域除了传统的动力、储能电池外,更将目光投向低空飞行、人工智能、机器人等新兴应用领域。华友钴业的超高镍三元正极材料,已百吨级被批量用于eVTOL低空飞行器和半固态汽车动力电池,其全固态电池正极材料正开展头部企业开发优化验证工作。三元材料远期成长空间巨大。

2 一体化布局构成坚实护城河，国际化布局有望增厚盈利

2.1 完成一体化布局，构建低成本护城河

印尼镍产业从矿到冶炼布局完善，未来公司成长的核心 alpha。公司在印尼的镍钴布局主要包括镍矿-园区服务-能源保障布局，以及配套的湿法及火法冶炼产能布局，帮助公司形成了深厚的护城河。

- 目前公司在印尼参股的镍矿项目包括：**1) 维达湾镍业项目**：该项目镍金属资源量约 930 万金属吨，公司参股新越科技，穿透股权比例为 15.39%，公司对应权益资源量为 143 万吨；**2) HLN 项目**：22 年 5 月，公司认购相当于 HLN 公司 10% 股权的可转债，HLN 控股的 JPI 持有 SCM 镍矿 51% 股权。SCM 镍矿靠近公司华越项目，镍资源丰富，合计拥有镍资源量 1445 万吨，钴资源量 100 万吨。同时公司**延伸布局园区服务**：在保障印尼镍业务顺利推进的同时，实现稳定投资收益。HLN 控股的 JPI 持有 CSI 冶炼厂 49% 股权，BSI 冶炼厂 29.4% 股权。HLN 全资子公司 JIM 持有 CEI 水电厂 98.3% 股权以及 IKIP 工业园 32% 股权，公司园区布局不断完善。**3) 24 年 3 月**，公司成功完成 AJB 和 WKM 两个印尼矿山项目的少数股权交割，进一步增强了公司镍矿资源储备。

表1：公司镍矿-园区服务-能源保障布局

项目	环节	项目地点	产品形式	现有产能/资源量	穿透权益
维达湾镍业	镍钴资源	印尼小 K 岛	镍钴矿+镍铁	镍金属资源量约 930 万金属吨	15.39%
HLN	镍钴资源	印尼大 K 岛	镍钴矿	镍金属资源量 1445 万吨+ 钴资源量 100 万吨	4.86%
WKM	镍资源	印尼	镍矿	/	24 年 3 月完 成少数股权
AJB	镍资源	印尼	镍矿	/	交割
纬达贝工业园	园区	印尼小 K 岛	园区服务		24%
维斯通	能源	印尼小 K 岛	能源供应		24%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 公司目前在印尼共布局多个镍冶炼项目，冶炼工艺以湿法为主，产品形式为 MHP 和高冰镍，目前镍冶炼产能合计约 25 万吨（考虑一定超产比例），伴生钴产量约 2 万多吨，权益产能约 15 万吨镍，1 万多吨钴。远期预计还能新增 18 万吨镍湿法冶炼产能，伴生近 2 万吨钴。**1) 华越 6 万吨湿法项目**：22 年 4 月已提前达产，2023 年华越 6 万吨镍金属量湿

法冶炼项目稳产超产，SCM 矿浆管道全线贯通；2) **华科 4.5 万吨火法项目**：22 年 4 月电炉提前点火生产，22H2 已投产，生产的第一批高冰镍已于 22 年 12 月运回国内，2023 年华科 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目实现达产；3) **华飞 12 万吨湿法项目**：2023 年 6 月开始部分产线投料，于 2024 年一季度末基本实现达产；4) **其他项目**：与淡水河谷、福特汽车合作的 Pomalaa 湿法项目建设前期准备工作有序展开；与淡水河谷合作的 Sorowako 湿法项目有序推进。

表2：公司印尼镍冶炼项目梳理

项目名称	穿透权益比例	产品形式	产能规划	项目进展
华越项目	57%	MHP	6 万吨镍+7800 吨钴	2022 年上半年提前实现达产后持续稳产超产
华科项目	70%	高冰镍	4.5 万吨镍	23 年一季度末实现达产
华飞项目	51%	MHP	12 万吨镍+1.5 万吨钴	24 年一季度未达产
华山项目	68%	MHP	12 万吨镍+1.5 万吨钴	/
Pomalaa 湿法项目	/	MHP	12 万吨镍	与淡水河谷、福特汽车合作的 Pomalaa 湿法项目建设前期准备工作有序展开
Sorowako 湿法项目	/	MHP	6 万吨镍	与淡水河谷合作的 Sorowako 湿法项目有序推进

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司旗下锂资源布局为一参股一控股，其中参股的锂资源项目为非洲刚果（金）Manono 锂矿项目，控股的锂矿项目为非洲津巴布韦 Arcadia 锂矿项目，两个项目均为优质锂矿，锂价企稳回升有望成为公司未来贡献增量业绩。

- **公司旗下布局的第一个锂项目是 AVZ 旗下的 Manono 锂矿，目前还处于前期开发阶段。**2017 年公司率先认购澳大利亚 AVZ 的股份，截至 2022 年 6 月 30 日，华友持有 AVZ 公司 6.14% 股权，是 AVZ 的第二大股东，AVZ 持有 Manono 氧化锂项目的 75% 的股权，据此计算公司穿透持有 Manono 项目 4.72% 的权益。据 AVZ 公司披露，Manono 锂矿为全球已发现最大可露天开发的富锂 LCT（锂、铯、钽）伟晶岩矿床之一，其总资源量达到 4.01 亿吨，氧化锂平均品位为 1.63%，储量达到 1.32 亿吨，氧化锂平均品位为 1.63%。AVZ 计划初期建设产能为 70 万吨锂精矿/年，同时建设 4.6 万吨/年硫酸锂产能，开采年限为 29.5 年。
- **公司旗下首次控股锂矿项目为 Arcadia 锂矿，并同步规划 5 万吨锂盐冶炼产能。**截至 2021 年 10 月，前景公司公布的 Arcadia 项目 JORC(2012) 标准资源量为 7,270 万吨，氧化锂品位 1.06%，五氧化二钽品位 121ppm，氧化锂金属量 77 万吨（碳酸锂当量 190 万吨），五氧化二钽金属量 8,800 吨。根据公司 2022 年 6 月公告，Arcadia 锂矿项目总投资 2.7 亿美元，项目建成后处理原矿 1.5 万吨/天，年产 23 万吨透锂长石精矿和 29.7 万

吨锂辉石精矿，同时在国内配套锂冶炼产能，以广西华友锂业为主体建设年产 5 万吨锂盐冶炼项目，建设期 2 年，年处理锂辉石规模 38.9 万吨，总投资 21.1 亿元。

表3: Arcadia 矿石储量估算 (2021 年 10 月)

类别	矿石量 (百万吨)	Li2O 品位 (%)	Ta2O5 品位 (ppm)	Li2O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	Ta2O5 金属量 (吨)
证实储量	11.8	1.25	114	14.4	36	1,361
概略储量	30.5	1.17	123	35.7	88	3,765
总储量	42.3	1.19	121	50.4	124	5,126

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表4: Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li2O 边界品位

类别	矿石量 (百万吨)	Li2O 品位 (%)	Ta2O5 品位 (ppm)	Li2O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	Ta2O5 金属量 (吨)
探明资源	15.8	1.12	113	17.7	44	1,769
控制资源	45.6	1.06	124	48.4	119	5,670
推断资源	11.2	0.99	119	11.1	27	1,315
合计	72.7	1.06	121	77	190	8,800

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

- **Arcadia 锂矿快速投产, 有望助力公司业绩快速释放。**公司 2023 年 3 月 20 日公告, 公司前景锂业 Arcadia 锂矿项目全部产线已完成设备安装调试工作, 年处理 450 万吨矿石的产线全线贯通并投料试产成功, 成功产出第一批产品。前景锂业 Arcadia 锂矿项目是华友钴业在非洲最大的单体投资项目, 于 2022 年 2 月立项完毕, 自 5 月 16 日正式破土动工, 仅仅九个多月便完成了项目的建设和投料, 是非洲地区开发速度最快的锂项目之一。2023 年, 非洲区津巴布韦 Arcadia 锂矿项目建成投产, 广西区配套年产 5 万吨电池级锂盐项目碳酸锂产线于 2024 年一季度实现达产达标。**公司还计划建设硫酸锂项目, 有望实现进一步降本。**2025 年, 公司计划建设硫酸锂项目, 有望降低运费成本, 助力锂项目优化盈利能力。

图37: Arcadia 锂矿产出第一批产品



资料来源: 奋斗的华友人, 民生证券研究院

图38: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图



资料来源: 奋斗的华友人, 民生证券研究院

2.2 积极构建国际化布局, 有望贡献增量盈利

华能项目为集团首个海外前驱体产能, 具备从资源到材料无缝衔接、园区公辅全面配套的一体化产业链竞争优势。2024年10月18日, 华友钴业华能新材料(印尼)有限公司“年产5万吨高镍动力电池三元前驱体材料项目”一期主体竣工暨投料仪式, 在印度尼西亚纬达贝工业园成功举行, 是印尼首个华友投资的新能源锂电池三元材料项目工厂主体建成并投产, 开启华友产品国际制造的步伐。华能项目占地面积约6.5万平方米, 建筑面积约7万平方米, 2024年4月开工建设, 仅6个月就实现竣工投产。2025年2月28日, 华能项目二期机械全面竣工仪式在纬达贝工业园成功举行, 至此印尼首个华友投资的新能源锂电池三元材料全产业链项目一、二期已全面建成。该项目绑定北美优质客户, 伴随产能逐步爬坡有望贡献增量盈利。

图39: 华能项目航拍图



资料来源: 华友钴业公众号, 民生证券研究院

3 实控人增持+员工股权激励，彰显对公司发展信心

实控人连续增持公司股票，彰显对公司未来发展的坚定信心。2025年1月16日，公司披露了《华友钴业关于控股股东以专项贷款和自有资金增持公司股份计划的公告》，华友控股拟自2025年1月16日起1年内通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持公司A股股份，增持总金额不低于人民币2亿元，不超过人民币4亿元。截至2025年2月11日收盘，华友控股通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计增持公司A股股份13,422,769股，占公司当前总股本的0.79%，合计增持金额39,999.81万元。2025年2月14日，公司披露了《关于控股股东以专项贷款和自有资金增持公司股份计划的公告》，华友控股拟从2025年2月14日起1年内再次增持公司A股股份，增持总金额不低于人民币3亿元，不超过人民币6亿元。本次增持计划实施前，华友控股持有公司股票301,238,251股，持股比例为17.80%；华友控股及其一致行动人陈雪华先生合计持有公司股票383,743,197股，持股比例为22.68%。公司实控人连续增持公司股票，彰显对于公司未来发展的坚定信心。

公司发布员工股权激励计划草案，彰显公司发展决心和信心。2024年12月31日，公司发布《2024年限制性股票激励计划（草案）》，拟向激励对象授予1918.93万股限制性股票，约占截止2024年12月27日可转债转股后公司股本总额1697214928股的1.13%。2025年1月24日，公司发布《关于调整2024年限制性股票激励计划首次授予相关事项的公告》，计划首次授予1298名激励对象授予的限制性股票数量为1918.93万股，约占截止2025年1月22日可转债转股后公司股本总额的0.614%，授予价格为15.06元/股。

图40：股权激励计划草案主要内容

股权激励计划	激励对象	股权激励内容	首次授予的限制性股票业绩考核目标		
			第一个解除限售期	第二个解除限售期	第三个解除限售期
《2024年限制性股票激励计划（草案）》、《关于调整2024年限制性股票激励计划首次授予相关事项的公告》	本激励计划首次授予的激励对象共计1298人，具体包括：1、公司董事、高级管理人员；2、公司核心管理人员；3、公司核心骨干；4、董事会认为需要激励的其他人员。	授予价格为15.06元/股，拟授予1918.93万股限制性股票，约占截止2024年12月27日可转债转股后公司股本总额1697214928股的1.13%；其中首次授予1041.93万股限制性股票。	以2023年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于5%；或以2023年净利润为基数，2025年净利润增长率不低于20%。	以2023年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于10%；或以2023年净利润为基数，2026年净利润增长率不低于30%。	以2023年营业收入为基数，2027年营业收入增长率不低于15%；或以2023年净利润为基数，2027年净利润增长率不低于40%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司上游资源布局完善,下游锂电材料有望持续放量,且与国际资源和汽车巨头深度绑定,成长确定性高、护城河深厚。目前镍钴锂价格底部位置明确,公司有望深度受益涨价弹性。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润预测为 38.12、50.85、60.39 亿元,以 2025 年 3 月 7 日收盘价为基准,PE 分别为 16X、12X、10X,维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 产品价格大幅下跌的风险。公司产品的盈利随金属价格的波动而变化，若金属价格出现下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 公司募投项目进展不及预期。公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求不及预期等。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	66,304	71,359	82,788	91,420
营业成本	56,949	61,930	70,751	77,316
营业税金及附加	368	392	455	503
销售费用	150	128	149	165
管理费用	2,117	1,784	2,070	2,285
研发费用	1,441	1,356	1,573	1,737
EBIT	5,190	6,111	8,187	9,852
财务费用	1,478	2,123	2,390	2,562
资产减值损失	-371	-1	0	0
投资收益	857	856	993	1,097
营业利润	4,815	4,843	6,790	8,387
营业外收支	-41	0	0	0
利润总额	4,774	4,843	6,790	8,387
所得税	269	194	272	335
净利润	4,505	4,649	6,519	8,052
归属于母公司净利润	3,351	3,812	5,085	6,039
EBITDA	8,527	9,750	12,286	14,355

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,260	12,461	15,310	19,009
应收账款及票据	7,977	8,211	9,526	10,520
预付款项	1,811	3,716	3,891	4,252
存货	15,763	17,815	19,384	21,183
其他流动资产	8,320	8,817	9,320	9,700
流动资产合计	49,132	51,021	57,432	64,663
长期股权投资	9,713	10,569	11,563	12,660
固定资产	46,339	51,679	55,881	60,092
无形资产	3,914	3,879	3,851	3,820
非流动资产合计	76,389	80,744	83,279	85,972
资产合计	125,520	131,765	140,711	150,635
短期借款	15,049	18,049	21,049	24,049
应付账款及票据	20,022	19,512	19,772	20,123
其他流动负债	13,797	15,136	15,353	15,587
流动负债合计	48,867	52,696	56,173	59,759
长期借款	18,900	20,041	21,041	21,841
其他长期负债	13,020	11,766	11,744	11,773
非流动负债合计	31,920	31,807	32,786	33,614
负债合计	80,787	84,503	88,959	93,374
股本	1,710	1,710	1,705	1,705
少数股东权益	10,456	11,333	12,767	14,780
股东权益合计	44,733	47,262	51,752	57,262
负债和股东权益合计	125,520	131,765	140,711	150,635

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.19	7.62	16.02	10.43
EBIT 增长率	-16.13	17.74	33.98	20.34
净利润增长率	-14.25	13.77	33.37	18.77
盈利能力 (%)				
毛利率	14.11	13.21	14.54	15.43
净利润率	5.05	5.34	6.14	6.61
总资产收益率 ROA	2.67	2.89	3.61	4.01
净资产收益率 ROE	9.78	10.61	13.04	14.22
偿债能力				
流动比率	1.01	0.97	1.02	1.08
速动比率	0.57	0.49	0.54	0.59
现金比率	0.31	0.24	0.27	0.32
资产负债率 (%)	64.36	64.13	63.22	61.99
经营效率				
应收账款周转天数	43.91	42.00	42.00	42.00
存货周转天数	101.03	105.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.56	0.55	0.61	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	1.98	2.25	3.00	3.57
每股净资产	20.26	21.23	23.04	25.10
每股经营现金流	2.06	3.74	5.39	6.68
每股股利	1.00	1.13	1.50	1.78
估值分析				
PE	18	16	12	10
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.70	10.23	8.12	6.95
股息收益率 (%)	2.75	3.10	4.14	4.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,505	4,649	6,519	8,052
折旧和摊销	3,337	3,640	4,099	4,503
营运资金变动	-5,466	-3,226	-3,085	-2,946
经营活动现金流	3,486	6,332	9,115	11,303
资本开支	-16,817	-6,631	-5,576	-6,014
投资	-1,445	-104	0	0
投资活动现金流	-16,551	-6,800	-5,576	-6,014
股权募资	8,718	40	-123	0
债务募资	11,947	2,138	4,000	3,800
筹资活动现金流	15,103	-2,330	-691	-1,591
现金净流量	1,947	-2,799	2,849	3,699

插图目录

图 1: 钴价历史走势.....	3
图 2: 2024 年全球钴矿储量 1100 万吨.....	4
图 3: 2024 年刚果(金) 钴矿储量全球占比 55%.....	4
图 4: 全球钴矿产量结构.....	4
图 5: 2024 年 9 月开始, 刚果金月度钴产量同比基本停止增长.....	5
图 6: 2024 年刚果金累计钴产量增速一路下滑, 增速放缓明显.....	5
图 7: 洛阳钼业钴产量快速增长.....	5
图 8: 洛阳钼业钴产品毛利率情况.....	5
图 9: 嘉能可钴产量下滑.....	6
图 10: 腾远、寒锐钴产品毛利率较低.....	6
图 11: 2024 年国内钴原料进口增速出现放缓趋势.....	6
图 12: 2024 年从刚果(金) 进口钴原料增速出现放缓趋势.....	6
图 13: 24 年国内 MHP 进口量累计同比+8.4%.....	7
图 14: 24 年国内从印尼进口 MHP 累计同比+37.0%.....	7
图 15: 钴原料库存不足.....	8
图 16: 国内钴盐厂库约 1 个月.....	8
图 17: 钴供需平衡表.....	9
图 18: 2023 年钴终端需求占比.....	9
图 19: 2023 年钴终端需求增长份额.....	9
图 20: 全球智能手机出货量持续修复.....	10
图 21: 钴酸锂持续增长.....	10
图 22: 全球镍储量规模(万吨).....	10
图 23: 镍储量分布(2024 年).....	10
图 24: 全球镍矿产量结构.....	11
图 25: 菲律宾镍矿 FOB 价格(单位: 美元/湿吨).....	12
图 26: 印尼镍矿基准价与现货价格(单位: 美元/湿吨).....	12
图 27: 镍储量消耗年限估算.....	12
图 28: 德龙印尼镍产业项目梳理.....	13
图 29: 印尼镍矿 RKAB 审批进程.....	13
图 30: 电池级碳酸锂价格.....	15
图 31: 锂辉石精矿价格.....	15
图 32: 澳矿成本预测.....	15
图 33: 澳矿目前状态及产能产量预测(中性假设).....	16
图 34: 国内三元电池装机占比有望企稳(MWh,%).....	16
图 35: 4680 大电池结构.....	17
图 36: 2170 与 4680 性能对比(单电芯).....	17
图 37: Arcadia 锂矿产出第一批产品.....	21
图 38: Arcadia 锂矿生产设施鸟瞰图.....	21
图 39: 华能项目航拍图.....	21
图 40: 股权激励计划草案主要内容.....	22

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司镍矿-园区服务-能源保障布局.....	18
表 2: 公司印尼镍冶炼项目梳理.....	19
表 3: Arcadia 矿石储量估算(2021 年 10 月).....	20
表 4: Arcadia 矿产资源量估算 0.2%Li ₂ O 边界品位.....	20
公司财务报表数据预测汇总.....	25

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048