

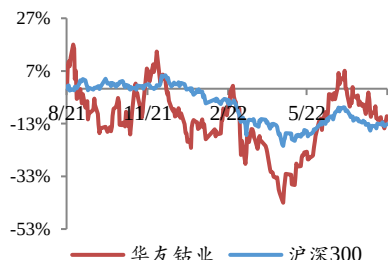
锂电业务放量明显，22H1 业绩实现高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-22

收盘价（元）	83.64
近 12 个月最高/最低（元）	109.03/52.88
总股本（百万股）	1,598
流通股本（百万股）	1,579
流通股比例（%）	98.83
总市值（亿元）	1,337
流通市值（亿元）	1,321

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

1.22Q1 业绩符合预期，静待产能释放
贡献业绩增量 2022-04-29

2.持续推进一体化布局，产能加速释放
助业绩高升 2022-04-25

3.锂电产业一体化效果初显，2021 年
度业绩高增 2022-01-13

主要观点：

● 公司事件

公司发布 2022 半年报。2022H1 公司实现营业收入 310.18 亿元，同比+117.01%；归母净利润 22.56 亿，同比+53.60%；扣非后归母净利 21.92 亿元，同比+54.77%。单季度来看，2022Q2 公司实现营收 178.06 亿元，同比+126.27%，环比+34.77%；归母净利润 10.49 亿元，同比+28.86%，环比-13.02%；扣非归母净利润 10.02 亿元，同比+32.30%，环比-15.75%。

● 锂电材料业务快速放量，产品结构持续优化

公司三元前驱体和正极业务放量明显，1) 三元前驱体：从量来看，22H1 公司三元前驱体总出货量约 3.69 万吨，同比+26%；从利来看，公司上半年高镍产品出货占比提高以及客户结构进一步优化，该产品盈利能力得到有效提升，22H1 前驱体单吨净利约 0.55 万元/吨，同比+227%。2) 正极材料：22H1 公司正极材料出货量约 3.83 万吨，其中，三元正极材料总出货量 3.32 万吨，同比+52%，高镍三元正极材料占比高达 80%。上半年公司第二款 9 系超高镍 NCMA 正极材料实现大规模量产并实现超万吨销售，目前月产能达到 3000 吨以上规模。

● 钴镍铜业务经营稳健，Q2 价格大幅波动，充分计提存货减值准备

1) 量：钴/镍/铜产品 22H1 出货量（含受托加工+自供）分别为 1.85/1.60/4.96 万吨，其中钴铜产品同比略有增长，镍产品出货量同比增长 126%，主因系印尼华越湿法 6 万吨项目产能实现顺利爬坡，并于今年 4 月达产。2) 价：公司主营金属产品价格波动剧烈，Q2 铜钴镍价格整体呈下跌趋势，LME 钴/镍/铜 Q2 均价较 Q1 末下滑约 5.5%/12.6%/7.6%。公司钴产品运输周期较长并且公司上半年外购部分高冰镍等镍源产品，钴镍价格下行导致公司存货出现减值。2022H1 公司充分计提存货减值准备约 5.37 亿元，考虑到目前镍钴价格下行空间有限，未来大规模减值风险降低。

● 统筹推进项目建设，持续深化产业布局

1) 印尼镍项目顺利推进：华越湿法 6 万吨项目于今年 4 月投产；华科火法 4.5 万吨项目于 6 月底四台电炉进入试产并且今年完成全流程建设；华飞湿法 12 万吨项目预计 2023H1 投料试生产。

2) 前驱体+正极产能稳步释放：①衢州年产 5 万吨高镍动力电池级硫酸镍、定增 5 万吨高镍型前驱体项目已建成投产；②华金与华浦积极推进量产认证，合计 4.5 万吨前驱体产能逐步释放，并顺利推进与浦项合资的二期项目；③成都巴莫科技三期 5 万吨正极材料项目进入试生产运营；④广西巴莫年产 5 万吨正极材料和 10 万吨三元前驱体一体化项目等实现全面开工，预计 23 年 H1 建成投产。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收分别为 560.5/714.6/951.5 亿元，同比分别增长 58.7%/27.5%/33.2%；归母净利润分别为 51.2/72.6/94.9

亿元，同比分别增长 33.3%/39.7%/30.7%；当前股价对应 PE 分别为 26X/18X/14X，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司在建项目投产进度不及预期、下游市场需求不及预期、金属价格大幅波动风险等。

● 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	56048	71458	95153
收入同比 (%)	66.7%	58.7%	27.5%	33.2%
归属母公司净利润	3898	5197	7262	9492
净利润同比 (%)	234.6%	33.3%	39.7%	30.7%
毛利率 (%)	20.3%	22.1%	20.9%	18.9%
ROE (%)	20.1%	21.5%	23.1%	23.2%
每股收益 (元)	3.25	3.25	4.54	5.94
P/E	33.94	25.72	18.41	14.08
P/B	6.95	5.52	4.25	3.26
EV/EBITDA	24.06	14.06	11.75	9.54

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				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	26991	23861	37879	43435
现金	9769	5802	10458	8427
应收账款	4384	2366	6687	5996
其他应收款	235	468	470	740
预付账款	1050	1310	1960	2591
存货	9035	10476	14651	20688
其他流动资产	2518	3439	3652	4994
非流动资产	30998	37687	44854	52022
长期投资	3428	4483	5584	6712
固定资产	12124	14052	15808	17250
无形资产	1192	1408	1650	1908
其他非流动资产	14254	17745	21811	26152
资产总计	57989	61548	82732	95457
流动负债	25562	23560	36964	39547
短期借款	8084	9177	10455	11829
应付账款	6233	3733	9795	8989
其他流动负债	11245	10650	16714	18730
非流动负债	8526	8526	8526	8526
长期借款	6738	6738	6738	6738
其他非流动负债	1788	1788	1788	1788
负债合计	34088	32087	45491	48073
少数股东权益	4517	5253	5771	6420
股本	1221	1587	1587	1587
资本公积	10218	9847	9847	9847
留存收益	7944	12775	20036	29529
归属母公司股东权益	19384	24209	31471	40963
负债和股东权益	57989	61548	82732	95457

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	-62	3684	12380	5732
净利润	4024	5933	7780	10141
折旧摊销	1122	1832	2230	2653
财务费用	475	375	399	426
投资损失	-688	-546	-818	-1139
营运资金变动	-5176	-4757	2764	-6378
其他经营现金流	9381	11537	5042	16548
投资活动现金流	-8761	-7998	-8603	-8711
资本支出	-6845	-7489	-8320	-8723
长期投资	-1861	-1055	-1102	-1127
其他投资现金流	-54	546	818	1139
筹资活动现金流	13278	346	879	948
短期借款	2221	1093	1278	1374
长期借款	5316	0	0	0
普通股增加	80	366	0	0
资本公积增加	6339	-372	0	0
其他筹资现金流	-678	-742	-399	-426
现金净增加额	4619	-3968	4656	-2031

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35317	56048	71458	95153
营业成本	28131	43651	56539	77212
营业税金及附加	304	538	657	878
销售费用	38	106	143	172
管理费用	1180	1922	2522	3297
财务费用	484	82	225	112
资产减值损失	-48	-554	-19	-19
公允价值变动收益	-15	0	0	0
投资净收益	636	546	818	1139
营业利润	4901	7914	10517	13709
营业外收入	3	2	1	1
营业外支出	76	5	4	6
利润总额	4828	7910	10514	13705
所得税	805	1978	2734	3563
净利润	4024	5933	7780	10141
少数股东损益	126	736	519	649
归属母公司净利润	3898	5197	7262	9492
EBITDA	5921	10415	12176	15359
EPS (元)	3.25	3.25	4.54	5.94

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	66.7%	58.7%	27.5%	33.2%
营业利润	223.5%	61.5%	32.9%	30.4%
归属于母公司净利	234.6%	33.3%	39.7%	30.7%
获利能力				
毛利率 (%)	20.3%	22.1%	20.9%	18.9%
净利率 (%)	11.0%	9.3%	10.2%	10.0%
ROE (%)	20.1%	21.5%	23.1%	23.2%
ROIC (%)	9.7%	13.4%	12.9%	13.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	58.8%	52.1%	55.0%	50.4%
净负债比率 (%)	142.6%	108.9%	122.1%	101.5%
流动比率	1.06	1.01	1.02	1.10
速动比率	0.63	0.48	0.55	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.94	0.99	1.07
应收账款周转率	12.79	15.93	15.30	15.00
应付账款周转率	7.01	8.76	8.36	8.22
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	3.25	4.54	5.94
每股经营现金流薄)	-0.04	2.31	7.75	3.59
每股净资产	15.87	15.15	19.69	25.63
估值比率				
P/E	33.94	25.72	18.41	14.08
P/B	6.95	5.52	4.25	3.26
EV/EBITDA	24.06	14.06	11.75	9.54

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。