

➤ **事件概述**：3月21日公司公告与大众汽车和青山控股就动力电池正极材料产业链上下游合作分别达成战略合作意向，拟共同布局印尼镍钴资源开发，以及镍钴硫酸盐精炼、前驱体加工和正极材料生产等动力电池正极材料一体化业务。

➤ **分析与判断：上控资源、下拓材料，与国际巨头打造具有国际竞争力的新能源锂电材料一体化制造平台。**本次战略合作围绕上游镍钴资源和下游锂电正极材料两方面展开，旨在进一步强化动力电池原料供应保障，加强包含前驱体、正极材料等全产业链的技术创新协同，增强公司在全球动力电池材料供应链中的核心竞争力：1) **三方共同组建上游合资公司**：在印尼布局镍钴资源开发业务，共同组建合资公司，规划建设规模为年产约 **12万吨镍金属量**和约 **1.5万吨钴金属量**的产品，可满足约 **160GWh 电池**所需的镍钴原料供应；2) **公司与大众汽车组建下游合资公司**：双方将在中国广西等地成立新能源锂电正极材料一体化项目的合资经营企业，从事镍钴硫酸盐精炼、三元前驱体以及三元正极材料生产制造等业务，并将加强前驱体、正极材料等全产业链的技术创新协同，有助于发挥各自在资源、技术、产业链及终端市场等方面的优势，**共同打造具有国际竞争力的新能源锂电材料一体化制造平台。**我们认为本次合作将进一步保障公司未来成长。

➤ **唯一全面布局镍钴镍铜等上游资源、延伸拓展“三元+铁锂”双技术路线的一体化锂电材料龙头，有望以高执行力、低成本优势、全面的技术路线优势快速成长。**1) **高执行力下，未来项目逐步落地、产能增长确定，公司业绩增长将更加陡峭**：公司旗下华越年产6万吨镍金属湿法冶炼项目已于2021Q4提前投料试车、华科镍业预计2022年年中投产、华飞(股权比例已提高至51%)项目前期工作已经启动，公司未来产能增长较为确定；2) **资源布局完善，一体化布局下成本优势逐步凸显**：公司铜钴板块已成规模，伴随着印尼镍项目、津巴布韦Arcadia锂矿项目在未来相继投产，以及衢州华友、广西可转债项目等一体化产能的逐步落地，公司在成本方面将构筑深厚的护城河；3) **与下游深度绑定，未来产销量得到保障**：公司与LG、POSCO等海外龙头合资建厂，并相继与容百、当升、孚能等下游客户达成战略合作协议，为2022-2025年锁定64.15-92.65万吨三元前驱体销量，未来成长确定性高。4) **技术路线布局完善，不惧未来技术变革**：公司携手兴发集团共同建设50万吨产能，收购圣钒科技获得1万吨建成产能、7.5万吨磷酸铁锂在建产能，下游电池技术路线已经布局完善，进一步夯实未来成长。

➤ **投资建议**：公司上游资源布局完善，下游锂电材料扩产推进顺利有望快速放量，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。我们维持公司2021-2023年归母净利润预测为40.16、59.85、75.63亿元，以2022年3月21日收盘价为基准，PE分别为29X、20X、16X，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示**：铜钴镍价大幅下跌、自身项目进展低于预期、需求下滑等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,187	37,069	58,367	71,411
增长率(%)	12.4	75.0	57.5	22.3
归属母公司股东净利润(百万元)	1,165	4,016	5,985	7,563
增长率(%)	874.5	244.7	49.0	26.4
每股收益(元)	1.03	3.52	5.24	6.63
PE	100	29	20	16
PB	9.1	8.8	6.2	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年3月21日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

102.99元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu zuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

- 【民生金属】华友钴业：业绩超预期，一体化锂电材料龙头呼之欲出
- 华友钴业(603799)公告点评：业绩大幅增长，看好锂电材料布局

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,187	37,069	58,367	71,411
营业成本	17,870	29,821	45,172	56,097
营业税金及附加	194	315	700	857
销售费用	172	259	525	643
管理费用	665	1,038	1,868	2,142
研发费用	371	667	1,459	1,428
EBIT	1,517	4,968	8,642	10,244
财务费用	403	305	293	237
资产减值损失	-46	0	0	0
投资收益	73	816	117	571
营业利润	1,515	5,495	8,495	10,620
营业外收支	-36	-5	-5	-5
利润总额	1,479	5,490	8,490	10,615
所得税	353	1,263	2,122	2,654
净利润	1,126	4,227	6,367	7,961
归属于母公司净利润	1,165	4,016	5,985	7,563
EBITDA	2,296	6,000	9,856	11,631

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,334	4,595	6,343	10,896
应收账款及票据	1,141	1,788	2,848	3,492
预付款项	781	1,193	2,259	2,805
存货	4,069	6,791	10,286	12,774
其他流动资产	1,501	2,187	3,209	3,912
流动资产合计	9,826	16,554	24,945	33,879
长期股权投资	2,078	2,828	3,028	3,228
固定资产	8,321	10,856	12,904	14,566
无形资产	802	827	852	877
非流动资产合计	17,119	19,402	20,948	22,322
资产合计	26,945	35,956	45,894	56,201
短期借款	5,862	5,862	5,862	5,862
应付账款及票据	2,865	4,781	7,242	8,993
其他流动负债	3,263	4,531	6,141	7,236
流动负债合计	11,991	15,174	19,245	22,091
长期借款	1,422	3,022	2,522	2,022
其他长期负债	1,081	1,081	1,081	1,081
非流动负债合计	2,503	4,103	3,603	3,103
负债合计	14,494	19,277	22,848	25,194
股本	1,141	1,141	1,141	1,141
少数股东权益	2,530	2,741	3,123	3,521
股东权益合计	12,452	16,679	23,046	31,007
负债和股东权益合计	26,945	35,956	45,894	56,201

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.38	74.96	57.45	22.35
EBIT 增长率	380.56	227.42	73.95	18.54
净利润增长率	874.48	244.73	49.05	26.36
盈利能力 (%)				
毛利率	15.66	19.55	22.61	21.45
净利润率	5.31	11.40	10.91	11.15
总资产收益率 ROA	4.32	11.17	13.04	13.46
净资产收益率 ROE	11.74	28.81	30.04	27.52
偿债能力				
流动比率	0.82	1.09	1.30	1.53
速动比率	0.41	0.56	0.64	0.83
现金比率	0.19	0.30	0.33	0.49
资产负债率 (%)	53.79	53.61	49.78	44.83
经营效率				
应收账款周转天数	19.65	18.00	18.00	18.00
存货周转天数	83.12	83.12	83.12	83.12
总资产周转率	0.79	1.03	1.27	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	3.52	5.24	6.63
每股净资产	8.69	12.21	17.46	24.08
每股经营现金流	1.63	3.08	4.62	6.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	100	29	20	16
PB	9.1	8.8	6.2	4.5
EV/EBITDA	42.21	21.50	12.86	10.46
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,126	4,227	6,367	7,961
折旧和摊销	778	1,032	1,214	1,386
营运资金变动	-528	-1,323	-2,603	-1,564
经营活动现金流	1,860	3,511	5,270	7,595
资本开支	-3,625	-2,580	-2,580	-2,580
投资	31	-755	-205	-205
投资活动现金流	-3,929	-2,504	-2,648	-2,194
股权募资	1,205	0	0	0
债务募资	887	1,600	-500	-500
筹资活动现金流	1,459	1,254	-873	-848
现金净流量	-495	2,260	1,749	4,553

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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001