

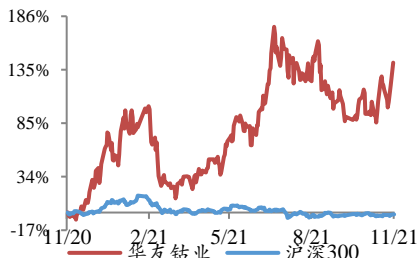
与容百签订战略合作协议，前驱体竞争力逐步凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2021-11-23

收盘价（元）	131.12
近 12 个月最高/最低（元）	149.59/50.57
总股本（百万股）	1,221
流通股本（百万股）	1,211
流通股比例（%）	99.14
总市值（亿元）	1,601
流通市值（亿元）	1,588

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

相关报告

1. 一体化协同发展成效明显，2020 全年业绩亮眼 2021-01-24
2. 钴业龙头顺势而上，转型新能源锂电材料领域 2020-10-13

主要观点：

● 公司事件

公司近日与容百科技签订《战略合作协议》。本协议有效期至 2030 年 12 月 31 日，协议约定公司与容百科技在上游镍钴资源开发、前驱体技术开发、前驱体产品供销等领域建立长期紧密合作。

● 互利共赢打通销售渠道，前驱体市占率有望提升+竞争力逐步凸显

本次战略合作协议中重点指出①公司向容百科技提供具备竞争力的前驱体加工费和优惠镍；②协议期内，容百科技在公司的前驱体采购量不低于 18 万吨，并在公司提供具有竞争优势的金属原来计价方式以及前驱体加工费的条件下，采购量预计将达到 41.5 万吨。该协议的制定一方面有望助力公司三元前驱体市占率的提升，公司 2021H1 前驱体销售量达 2.9 万吨，按照 4 年 18 万吨采购量进行估算，公司至少每年向容百供应 4.5 万吨前驱体，公司销售量有望大幅提高；另一方面推动公司不断优化生产效率，降低生产成本，实现有竞争力的前驱体加工费。

● 深入技术合作加强正极材料产业竞争力，印尼镍项目保障成本优势

容百科技是国内高镍三元领军企业，拥有领先产业的技术储备和研发能力，公司与其合作能够在前驱体产品开发领域获得必要的技术支持，打造具有竞争优势的三元正极材料产业链。此外，公司积极推进印尼多个镍项目布局，未来稳定产能释放为优惠产品供应提供保障。华越年产 6 万吨湿法镍项目年度投产，华科年产 4.5 万吨火法高冰镍项目预计 2022 年底建成以及华飞年产 12 万吨红土镍矿湿法冶炼项目预计 2023 年底建成投产。随着项目逐步投产，公司镍资源自给率有望提升，进而增强公司三元前驱体成本竞争优势。

● 投资建议

在全球新能源行业的快速发展背景下，公司积极向上控资源和向下布局正极材料产业链，我们预计公司 2021-2023 年的营收分别为 313.5/423.3/582.5 亿元，同比分别增长 48.0%、35.0%、37.6%；对应归母净利润分别为 32.9/40.2/57.0 亿元，同比分别增长 182.0%、22.4%、41.7%；对应 PE 分别为 46X、37X、26X，维持“买入”评级。

● 风险提示

公司在建项目投产进度不及预期；镍钴锰价格大幅波动风险；下游市场需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21187	31350	42329	58248
收入同比 (%)	12.4%	48.0%	35.0%	37.6%
归属母公司净利润	1165	3285	4020	5697
净利润同比 (%)	874.5%	182.0%	22.4%	41.7%
毛利率 (%)	15.7%	20.3%	18.6%	18.9%
ROE (%)	11.7%	24.9%	23.3%	24.9%
每股收益 (元)	0.00	2.88	3.52	4.99
P/E	76.99	45.56	37.22	26.26
P/B	9.12	11.33	8.69	6.53
EV/EBITDA	42.21	37.40	30.39	21.27

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	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	9826	11817	15155	23927	
现金	2334	100	349	3493	
应收账款	1141	1656	2202	3063	
其他应收款	182	272	376	511	
预付账款	781	1457	1866	2542	
存货	4069	6742	8428	11824	
其他流动资产	1319	1590	1934	2494	
非流动资产	17119	17119	17119	17119	
长期投资	2078	2078	2078	2078	
固定资产	8321	8321	8321	8321	
无形资产	802	802	802	802	
其他非流动资产	5918	5918	5918	5918	
资产总计	26945	28936	32275	41046	
流动负债	11991	10862	10392	13744	
短期借款	5862	2882	0	0	
应付账款	1789	2427	3324	4598	
其他流动负债	4339	5553	7068	9146	
非流动负债	2503	2503	2503	2503	
长期借款	1422	1422	1422	1422	
其他非流动负债	1081	1081	1081	1081	
负债合计	14494	13365	12895	16247	
少数股东权益	2530	2364	2152	1874	
股本	1141	1141	1141	1141	
资本公积	3880	3880	3880	3880	
留存收益	4901	8186	12206	17904	
归属母公司股东权益	9922	13207	17227	22925	
负债和股东权益	26945	28936	32275	41046	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1860	854	3155	3107	
净利润	1165	3285	4020	5697	
折旧摊销	778	0	0	0	
财务费用	386	130	71	43	
投资损失	-99	-21	-46	-78	
营运资金变动	-528	-2373	-678	-2275	
其他经营现金流	1850	5491	4485	7692	
投资活动现金流	-3929	23	47	80	
资本支出	-3625	2	1	2	
长期投资	31	0	0	0	
其他投资现金流	-335	21	46	78	
筹资活动现金流	1459	-3111	-2953	-43	
短期借款	-53	-2981	-2882	0	
长期借款	369	0	0	0	
普通股增加	63	0	0	0	
资本公积增加	1273	0	0	0	
其他筹资现金流	-193	-130	-71	-43	
现金净增加额	-495	-2234	249	3145	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	21187	31350	42329	58248	
营业成本	17870	24988	34465	47265	
营业税金及附加	194	376	478	651	
销售费用	172	260	351	481	
管理费用	665	1003	1295	1817	
财务费用	403	130	71	43	
资产减值损失	-46	0	0	0	
公允价值变动收益	-29	0	0	0	
投资净收益	73	21	46	78	
营业利润	1515	4155	5130	7242	
营业外收入	3	0	0	0	
营业外支出	39	0	0	0	
利润总额	1479	4155	5130	7242	
所得税	353	1035	1322	1823	
净利润	1126	3120	3808	5419	
少数股东损益	-39	-165	-212	-278	
归属母公司净利润	1165	3285	4020	5697	
EBITDA	2296	4153	5007	7007	
EPS (元)	0.00	2.88	3.52	4.99	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	12.4%	48.0%	35.0%	37.6%
营业利润	841.2%	174.2%	23.5%	41.2%
归属于母公司净利	874.5%	182.0%	22.4%	41.7%
获利能力				
毛利率 (%)	15.7%	20.3%	18.6%	18.9%
净利率 (%)	5.5%	10.5%	9.5%	9.8%
ROE (%)	11.7%	24.9%	23.3%	24.9%
ROIC (%)	5.5%	14.6%	16.7%	19.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	53.8%	46.2%	40.0%	39.6%
净负债比率 (%)	116.4%	85.8%	66.5%	65.5%
流动比率	0.82	1.09	1.46	1.74
速动比率	0.41	0.33	0.47	0.70
营运能力				
总资产周转率	0.79	1.08	1.31	1.42
应收账款周转率	18.58	18.93	19.22	19.01
应付账款周转率	9.99	10.30	10.37	10.28
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	2.88	3.52	4.99
每股经营现金流薄)	1.63	0.75	2.76	2.72
每股净资产	8.69	11.57	15.09	20.09
估值比率				
P/E	76.99	45.56	37.22	26.26
P/B	9.12	11.33	8.69	6.53
EV/EBITDA	42.21	37.40	30.39	21.27

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。