

买入

珠海冠宇 (688772.SH)

原材料涨价下业绩承压，动力储能布局开拓第二增长曲线

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电池

◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003

事项：

公司近期宣布投资 40 亿元在重庆建设 15GWh 新型锂离子电池项目，主要为储能电池，计划在 2022 年开工建设，分批投产，2025 年全部建设完成。公司发布 2021 年业绩快报，2021 年实现营业收入 103.47 亿元，同比增长 49%；对应 Q4 实现营收 26.94 亿元，环比增长 5%。公司 2021 年实现归母净利润为 9.47 亿元，同比增长 16%；对应 Q4 实现归母净利润 1.33 亿元，环比下降 44%。

国信电新观点：

1) 公司加快动力及储能业务布局，开拓第二增长曲线。动力电池方面，公司以 12V 启停电池作为突破口，获得上汽等客户定点，同时布局 48V 电池、BEV 电池等领域。储能电池方面，公司与欧洲家用储能客户积极合作，并在家用、工商业、通讯领域进行储能产品的技术储备。公司现有动力及储能电池产能约 3GWh，前期开工建设 10GWh，此次扩产后 15GWh 总规划已达到 28GWh，预计将在 2023-2025 年分批投产。

2) 公司消费电池业务稳步推进，原材料价格上涨造成业绩短期承压。2021 年底消费电池名义产能达到近 5.4 亿只，同比提升超 80%。我们估计 2021 年公司消费电池销量有望达到 3.7-3.8 亿只，同比增长近 40%。2021 年钴酸锂价格持续走高，全年均价达到 32.8 万元/吨 (+57%)，公司因材料成本上涨年度计提 2.5 亿元减值损失。展望 2022 年，新客户持续突破，有望实现对海外消费电子大厂笔记本电池供货，产能落地后恢复向三星手机的供货。同时，公司积极与下游客户议价调价，提升产能利用率，多举措缓解成本压力。

3) 我们认为公司消费电池出货量稳定增长，短期成本压力会逐步传导缓解。同时公司积极布局动力及储能电池业务。考虑到原材料压力，我们小幅下调原有盈利预测，预计 2021-2023 年实现归母净利润为 9.47/13.64/20.34 亿元（原预测为 12.06/15.72/21.05 亿元），同比增长 16/44/49%，对应 EPS 分别为 0.84/1.22/1.81 元，当前股价下对应 PE 分别为 39/27/18 倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司加快动力与储能电池产能建设，培育新的业绩增长点

动力电池方面，公司技术实力扎实，已拥有涵盖 12V 启停电芯、动力电池电解液、高功率电池等近 30 项相关专利。公司从 12V 锂电池切入市场，并在 48V 锂电池和 BEV 电池领域积极布局。目前，公司已获得上汽智己 LS7 车型 12V 电池供应定点，并预计 2022 年实现批量供应，后续有望持续开拓国际客户。产能方面，公司开始在浙江新建 10GWh 产能，预计 2023 年投产。

储能电池方面，公司已与欧洲家用储能客户进行积极合作，产品布局家用、工商业、通讯基站等应用领域。而根据 GGII 数据，2021 年中国锂电池储能市场出货量为 37GWh，同比增长超 110%；预计到 2025 年中国储能锂电池总出货量将达到 180GWh，连续四年 CAGR 为 49%。最新在重庆建设的 15GWh 产能以储能电池为主，把握储能行业成长契机。

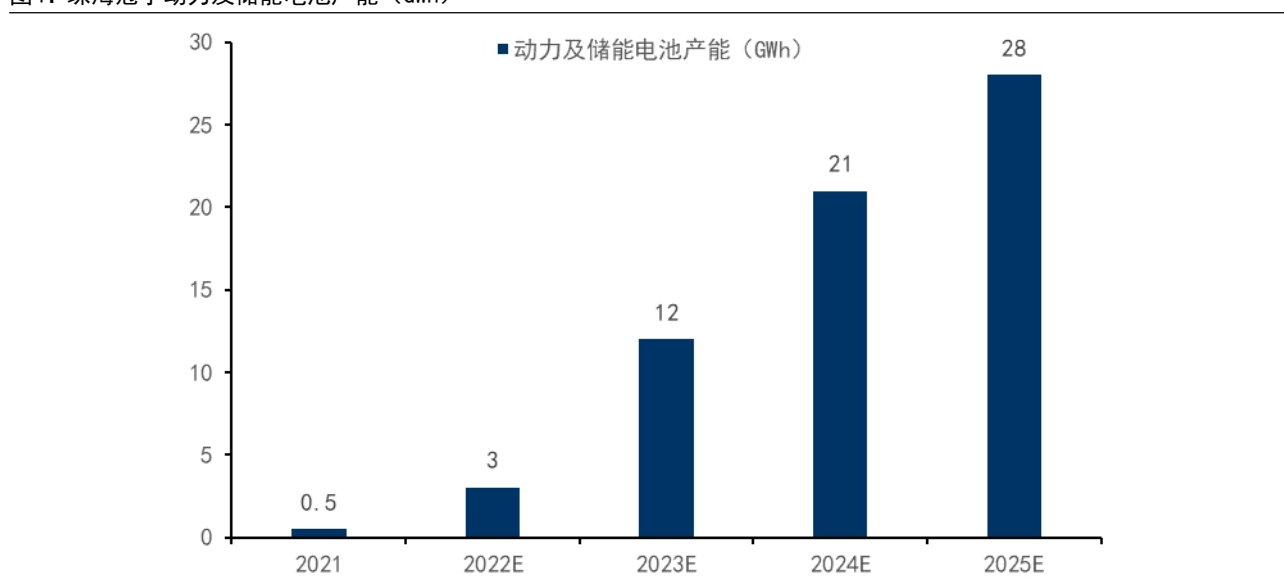
表1：公司近期新建动力及储能电池情况

项目名称	公告时间	总投资额	设计产能	建设产品	建设周期
锂离子动力电池生产 建设项目（浙江）	2021 年 11 月 18 日	40 亿元，其中固定资产投资 35 亿元	10GWh	动力电池	2022 年开工建设，2025 年建成投产。
高性能新型锂离子电 池项目（重庆）	2022 年 2 月 28 日	40 亿元	15GWh	储能电池为主	2022 年开工建设，2025 年建成投产。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司现有储能与动力电池合计产能约 3GWh，加上浙江基地 10GWh 和重庆 15GWh 在建产能，公司规划产能已达 28GWh，预计在 2023-2025 年分批投产。

图1：珠海冠宇动力及储能电池产能（GWh）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

◆ 原材料价格上涨导致利润短期承压，公司积极议价传导压力

公司 2021 年实现营业收入 103.47 亿元，同比增长 49%；对应 Q4 实现营收 26.94 亿元，环比增长 5%。公司 2021 年实现归母净利润为 9.47 亿元，同比增长 16%；对应 Q4 实现归母净利润 1.33 亿元，环比下降 44%。四季度盈利显著下滑主要系钴酸锂导致成本快速上涨，公司对下游调价存在滞后所致。原材料价格上涨以及部分旧设备淘汰也造成资产减值，2021 全年共计提 2.55 亿元资产减值和信用减值损失。

图2: 珠海冠宇营业收入情况 (亿元、%)



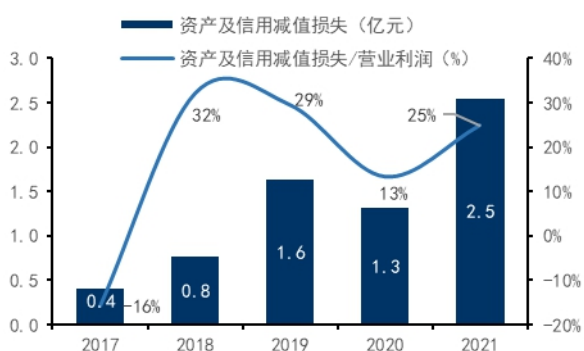
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 珠海冠宇归母净利润情况 (亿元、%)



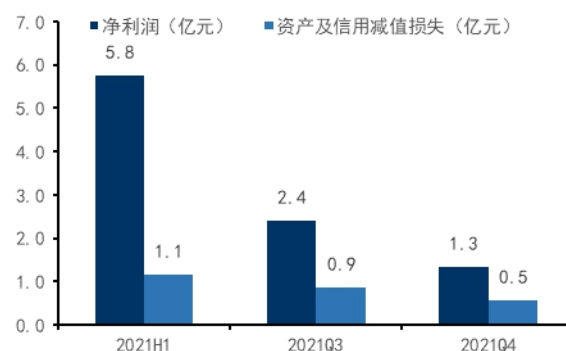
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 珠海冠宇资产及信用减值损失情况 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 珠海冠宇分季度计提资产减值损失情况 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司深耕 3C 锂电池多年，产能快速扩张推动出货快速提升。公司聚焦软包锂电领域，研发投入和产品性能全球领先，与行业龙头 ATL 逐步比肩，相较 LG 新能源、三星 SDI 具有竞争优势。随着消费电池市场国产替代步伐加快，公司珠海、重庆基地加快建设。2021 年底公司消费电池名义年产能达到近 5.4 亿只，2022 年有望超过 6.6 亿只。客户方面，公司积极开拓笔记本电脑客户，并有望在 2022 年下半年实现对海外消费电子大厂的供货。新产能落地后，公司已恢复对三星手机的供货，并积极开拓其他手机品牌商。展望 2022 年，我们预计公司消费电池出货量有望达到 4.5-4.6 亿只，同比增长超 20%。

钴酸锂涨价造成短期业绩承压，公司积极顺价调价传导压力。2021 年以来，钴酸锂价格持续走高全年均价达到 32.8 万元，同比上涨 57%。公司积极与下游客户议价调价，但由于存在一定时滞性故，2021Q4 利润下滑明显。2022 年以来受锂资源价格影响，3 月初钴酸锂价格已攀升至 53 万元/吨，较年初进一步上涨 26%，公司将继续积极议价顺价传导成本压力，并通过产线技术改进降本增效。

图6: 珠海冠宇消费电池销量 (亿只、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

图7: 钴酸锂价格情况 (元/吨)



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好公司产能扩张和顺价议价下的盈利弹性，维持“买入”评级

公司消费电池出货量预计稳定增长，长期来看成本传导能力较强。同时公司积极布局动力及储能电池业务，长期发展前景可期。考虑到原材料涨价对公司短期盈利的压力，我们小幅下调原有盈利预测，预计2021-2023年公司实现归母净利润为9.47/13.64/20.34亿元（原预测为12.06/15.72/21.05亿元），同比增长16/44/49%，对应EPS分别为0.84/1.22/1.81元，当前股价下对应PE分别为39/27/18倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

消费电子产品需求不及预期，原材料价格持续上涨，新产能投产不及预期，动力及储能电池客户开拓不及预期。

相关研究报告：

《珠海冠宇-688772-深度报告：专注软包消费锂电，享国产替代红利》——2021-09-20

《国信证券-珠海冠宇-A20591-专注软包消费锂电，享国产替代红利》——2021-09-14

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	251	1148	2799	2659	2145	营业收入	5331	6964	10348	13736	18364
应收款项	1783	2384	3402	4516	6037	营业成本	3824	4794	7742	10326	13765
存货净额	701	1048	1843	2446	3270	营业税金及附加	34	44	72	96	129
其他流动资产	317	336	503	620	826	销售费用	60	36	54	69	88
流动资产合计	3061	4934	8621	10340	12412	管理费用	376	441	613	776	962
固定资产	1849	3037	2995	3179	4089	研发费用	319	406	590	742	918
无形资产及其他	111	181	173	166	159	财务费用	23	206	80	100	107
投资性房地产	327	431	621	824	1102	投资收益	(6)	19	15	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(163)	(131)	(255)	(80)	(60)
资产总计	5348	8582	12410	14509	17761	其他收入	190	186	322	127	107
短期借款及交易性金融负债	621	710	2800	2800	2800	营业利润	553	982	1025	1604	2392
应付款项	1586	3216	2651	3289	4401	营业外净收支	(71)	(47)	2	0	0
其他流动负债	294	368	648	867	1154	利润总额	482	935	1026	1604	2392
流动负债合计	2510	4335	6202	7093	8538	所得税费用	51	119	79	241	359
长期借款及应付债券	222	579	1579	1579	1579	少数股东损益	2	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	394	423	436	470	516	归属于母公司净利润	430	817	947	1364	2034
长期负债合计	616	1002	2015	2049	2095	现金流量表（百万元）					
负债合计	3126	5337	8218	9142	10634	净利润	430	817	947	1364	2034
少数股东权益	1	(1)	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	27	108	245	80	60
股东权益	2221	3246	4193	5368	7128	折旧摊销	289	421	299	323	380
负债和股东权益总计	5348	8582	12410	14509	17761	公允价值变动损失	0	0	3	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	23	206	80	100	107
每股收益	0.38	0.73	0.84	1.22	1.81	营运资本变动	(668)	760	(2262)	(968)	(1141)
每股红利	0.00	0.00	0.17	0.24	0.36	其它	272	(230)	(170)	44	83
每股净资产	1.98	2.89	3.74	4.78	6.35	经营活动现金流	350	1876	(937)	842	1416
ROIC	33%	37%	30%	28%	31%	资本开支	(777)	(1659)	(251)	(500)	(1283)
ROE	19%	25%	23%	25%	29%	其它投资现金流	(39)	29	(172)	(193)	(268)
毛利率	28%	31%	25%	25%	25%	投资活动现金流	(816)	(1630)	(423)	(693)	(1550)
EBIT Margin	13%	18%	12%	13%	14%	权益性融资	226	611	0	0	0
EBITDA Margin	19%	24%	15%	15%	16%	负债净变化	107	129	3090	0	0
收入增长	12%	31%	49%	33%	34%	支付股利、利息	0	0	0	(189)	(273)
净利润增长率	93%	90%	16%	44%	49%	其它融资现金流	45	(228)	(110)	0	0
资产负债率	58%	62%	66%	63%	60%	融资活动现金流	311	535	3011	(289)	(380)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(155)	781	1651	(140)	(514)
P/E	85.35	44.95	38.77	26.93	18.06	货币资金的期初余额	523	251	1148	2799	2659
P/B	16.53	11.32	8.76	6.84	5.15	货币资金的期末余额	251	1148	2799	2659	2145
EV/EBITDA	39.56	25.25	28.37	22.30	16.39	企业自由现金流	(513)	609	(1028)	329	90
						权益自由现金流	(426)	559	(711)	244	(1)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032