

## 循环供应链闭环，电池回收业务如日方升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年度一季报, 2022 年一季度实现营业收入 69.67 亿元, 同比增长 86.78%, 环比增长 8.70%; 实现归母净利润 3.32 亿元, 同比增长 20.23%, 环比增长 60.37%; 实现扣非归母净利润 3.18 亿元, 同比增长 25.47%, 环比增长 446.97%。
- **前驱体业务位列全球第二, 盈利能力稳步提升。** 2021 年, 公司新能源电池材料业务实现营业收入 137.30 亿元, 同比增长 106.13%。公司核心产品动力电池用三元前驱体材料出货量超过 9.1 万吨, 实现销售收入 94.2 亿元, 对应单吨价格 10.35 万元/吨, 较 2020 年提升较为明显, 主要得益于 8 系及以上高镍产品出货量占比提升、碳酸锂等原材料价格上涨导致。22Q1, 公司销售毛利率达到 16.35%, 较 21Q4 提升约 3pp, 成本端压力已实现部分传导。
- **产能持续提升。** 截至 2021 年底, 公司三元前驱体总产能达到 23 万吨/年。公司全面启动荆门园区、泰兴园区两大镍钴锰原料化学体系的技术改造与装备升级, 并扩容建设年产 10 万吨电池级高纯镍钴盐晶体项目, 在年内建成投产。截至 2021 年底, 公司镍钴锰原料化学体系总产量达到 11 万金属吨, 其中, 镍的化学体系产能为 6 万金属吨、钴的化学体系产能为 3.25 万金属吨、锰的化学体系产能为 1.8 万金属吨。
- **打造定向循环模式, 积极融入上下游主流供应链和主流市场链。** 公司先后与亿纬锂能签署 10,000 吨镍产品定向循环利用合作备忘录、与孚能科技、容百科技签署战略合作协议、与厦钨新能源签署战略供应合作框架协议。未来 5 年, 公司前驱体市场战略总订单数量超过 130 万吨。2022 年 3 月, 公司与韩国 ECOPRO BM 公司签署动力电池用高镍前驱体中长期供应协议备忘录, 公司将 2023-2026 年向 ECOPRO BM 供应动力电池用高镍前驱体材料(NCA&NCM) 70 万吨。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.29 元、0.48 元、0.63 元, 未来三年归母净利润将保持 49% 的复合增长率。考虑到公司逐步打通循环产业链闭环, 战略合作为业绩形成稳定支撑, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源车销量不及预期, 技术路线变动风险, 原材料价格波动风险, 新项目建设不及预期。

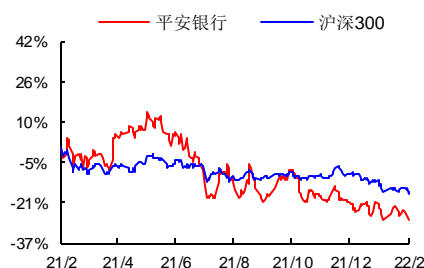
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19301.02	33030.55	44014.17	49780.58
增长率	54.83%	71.13%	33.25%	13.10%
归属母公司净利润(百万元)	923.28	1407.63	2295.52	3005.37
增长率	123.82%	52.46%	63.08%	30.92%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.29	0.48	0.63
净资产收益率 ROE	6.07%	8.54%	12.40%	14.25%
PE	35	23	14	11
PB	2.27	2.09	1.85	1.62

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	47.84
流通 A 股(亿股)	47.62
52 周内股价区间(元)	6.16-13.78
总市值(亿元)	322.89
总资产(亿元)	325.37
每股净资产(元)	2.92

### 相关研究

1. 格林美(002340): 下半年增收难增利, 看好公司长期成长性 (2021-11-01)
2. 格林美(002340): 打通绿色循环供应链, 前驱体龙头未来可期 (2021-08-26)

### 关键假设：

假设 1：公司 2022-2024 年前驱体产品出货量为 23/32/40 万吨，预期未来公司高镍产品占比持续提升；

假设 2：公司 2022 年前驱体产品毛利率维持 22Q1 水平，叠加部分原材料价格随供需平衡而下行，2023-2024 年毛利率随成本压力缓解升高；

假设 3：公司废弃资源综合利用业务盈利水平维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
新能源电池材料	收入	13729.53	27459.1	38442.7	44209.1
	增速	\	100.0%	40.0%	15.0%
	毛利率	18.7%	17.0%	18.0%	19.0%
废弃资源综合利用	收入	5571.49	5571.5	5571.5	5571.5
	增速	\	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
合计	收入	19301.0	33030.6	44014.2	49780.6
	增速	\	71.1%	33.3%	13.1%
	毛利率	17.2%	16.4%	17.4%	18.4%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	19301.02	33030.55	44014.17	49780.58	净利润	960.45	1457.63	2375.52	3105.37
营业成本	15976.62	27610.36	36342.34	40628.70	折旧与摊销	923.95	1054.47	1054.47	1054.47
营业税金及附加	90.17	166.69	219.31	246.52	财务费用	669.31	825.76	1100.35	1244.51
销售费用	70.24	165.15	220.07	248.90	资产减值损失	-74.19	200.00	200.00	200.00
管理费用	662.79	2312.14	3080.99	3484.64	经营营运资本变动	-1015.42	-3542.99	-1492.77	539.75
财务费用	669.31	825.76	1100.35	1244.51	其他	-722.37	-167.84	-230.16	-190.28
资产减值损失	-74.19	200.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>741.72</b>	<b>-172.97</b>	<b>3007.41</b>	<b>5953.82</b>
投资收益	186.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2524.18	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-448.52	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2972.70</b>	<b>-500.00</b>	<b>-500.00</b>	<b>-500.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1151.08</b>	<b>1750.44</b>	<b>2851.11</b>	<b>3727.30</b>	短期借款	-1048.27	2720.47	-27.17	-3173.56
其他非经营损益	1.55	-1.14	-0.24	-0.54	长期借款	2925.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1152.63</b>	<b>1749.30</b>	<b>2850.86</b>	<b>3726.75</b>	股权融资	73.88	0.00	0.00	0.00
所得税	192.18	291.67	475.34	621.38	支付股利	-71.75	-184.66	-281.53	-459.10
净利润	960.45	1457.63	2375.52	3105.37	其他	-348.49	-2242.64	-1100.35	-1244.51
少数股东损益	37.17	50.00	80.00	100.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1530.53</b>	<b>293.17</b>	<b>-1409.05</b>	<b>-4877.18</b>
归属母公司股东净利润	923.28	1407.63	2295.52	3005.37	<b>现金流量净额</b>	<b>-728.57</b>	<b>-379.79</b>	<b>1098.36</b>	<b>576.64</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3682.85	3303.06	4401.42	4978.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6369.60	10354.27	13783.26	15543.99	销售收入增长率	54.83%	71.13%	33.25%	13.10%
存货	6264.90	11011.99	12717.82	12176.89	营业利润增长率	112.60%	52.07%	62.88%	30.73%
其他流动资产	690.18	1095.55	1459.86	1651.12	净利润增长率	124.82%	51.77%	62.97%	30.72%
长期股权投资	1104.50	1104.50	1104.50	1104.50	EBITDA 增长率	46.40%	32.30%	37.88%	20.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	13196.40	12864.98	12533.57	12202.15	毛利率	17.22%	16.41%	17.43%	18.38%
无形资产和开发支出	2020.94	1800.49	1580.03	1359.58	三费率	7.27%	10.00%	10.00%	10.00%
其他非流动资产	1058.45	1055.85	1053.26	1050.66	净利率	4.98%	4.41%	5.40%	6.24%
<b>资产总计</b>	<b>34387.82</b>	<b>42590.69</b>	<b>48633.71</b>	<b>50066.94</b>	ROE	6.07%	8.54%	12.40%	14.25%
短期借款	5595.11	8315.58	8288.41	5114.84	ROA	2.79%	3.42%	4.88%	6.20%
应付和预收款项	4582.51	8675.13	11428.85	12789.28	ROIC	7.31%	8.62%	11.71%	14.34%
长期借款	3836.67	3836.67	3836.67	3836.67	EBITDA/销售收入	14.22%	10.99%	11.37%	12.11%
其他负债	4560.73	4704.52	5926.99	6527.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>18575.02</b>	<b>25531.90</b>	<b>29480.92</b>	<b>28267.88</b>	总资产周转率	0.60	0.86	0.96	1.01
股本	4783.52	4783.52	4783.52	4783.52	固定资产周转率	2.00	3.37	4.90	6.11
资本公积	5444.76	5444.76	5444.76	5444.76	应收账款周转率	5.79	6.16	5.71	5.31
留存收益	3973.23	5196.20	7210.20	9756.47	存货周转率	2.64	3.19	3.06	3.26
归属母公司股东权益	14228.48	15424.48	17438.48	19984.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.27%	—	—	—
少数股东权益	1584.32	1634.32	1714.32	1814.32	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15812.80</b>	<b>17058.80</b>	<b>19152.80</b>	<b>21799.06</b>	资产负债率	54.02%	59.95%	60.62%	56.46%
负债和股东权益合计	34387.82	42590.69	48633.71	50066.94	带息债务/总负债	50.78%	47.60%	41.13%	31.67%
					流动比率	1.22	1.24	1.30	1.46
					速动比率	0.77	0.71	0.79	0.94
					股利支付率	7.77%	13.12%	12.26%	15.28%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.19	0.29	0.48	0.63
					每股净资产	2.97	3.22	3.65	4.18
					每股经营现金	0.16	-0.04	0.63	1.24
					每股股利	0.01	0.04	0.06	0.10
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2744.34	3630.68	5005.93	6026.28					
PE	34.97	22.94	14.07	10.74					
PB	2.27	2.09	1.85	1.62					
PS	1.67	0.98	0.73	0.65					
EV/EBITDA	13.99	11.05	7.79	5.85					
股息率	0.22%	0.57%	0.87%	1.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn