

投资评级 优于大市 首次覆盖

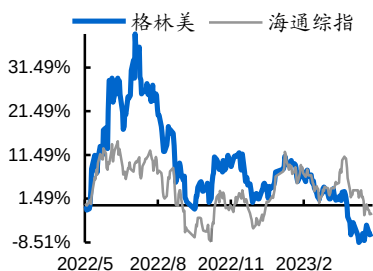
立足城市矿山，循环驱动产业碳达峰

股票数据

05 月 24 日收盘价(元)	6.76
52 周股价波动(元)	6.63-10.34
总股本/流通 A 股(百万股)	5136/5078
总市值/流通市值(百万元)	34717/34327

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.9	-10.9	-13.4
相对涨幅(%)	-2.0	-7.8	-8.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@haitong.com

证书:S0850520010002

分析师:陈先龙

Tel:02123219406

Email:cxl15082@haitong.com

证书:S0850522120002

分析师:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@haitong.com

证书:S0850519090003

联系人:张恒浩

Tel:(021)23219383

Email:zh14696@haitong.com

投资要点:

- 格林美公布 2023 年一季报及 22 年年报。**公司 22 年取得营收 293.92 亿元, 同增 52%; 实现归母净利 12.96 亿元, 同增 40%。23 年 Q1 公司取得营收 61.29 亿元, 同减 12%; 实现归母净利润 1.72 亿元, 同减 48%。受 23 年 1 月格林美(江苏)工厂火灾影响, 公司 1、2 月钴产品产量减少, 对公司 23 年 Q1 业绩带来压力。该项目已于 3 月复工复产, 单月三氧化二钴产量超 1540 吨。公司将从二季度开始满负荷生产, 逐步挽回产量损失。
- 印尼镍冶炼项目稳步拓展。**公司在印尼布局湿法镍冶炼项目以稳定并提升公司电池材料核心业务的盈利能力。公司在印尼已有青美邦项目 3 万吨湿法冶炼产能, 在建有青美邦二期项目 4.3 万吨, 规划有 SK ON 合资湿法项目 3 万吨, 伟明环保合资湿法项目 2 万吨。公司合计在印尼规划有 12.3 万吨湿法项目。印尼青美邦镍资源工程一期项目于 22 年 9 月竣工开通, 项目成功运行, 不仅标志着公司在废物循环、材料制造领域的技术达到世界先进水平, 而且把公司镍资源湿法冶金技术的全球地位良好树立起来。
- 前驱体业务量质齐升。**公司生产动力电池用三元前驱体、三元正极材料与 3C 数码电池用四氧化三钴材料, 是世界新能源供应链的头部企业。2022 年, 公司三元前驱体材料全年出货量达到 15.23 万吨, 同比增长 67%, 三元前驱体材料出口 85,383 吨, 同比增长近 150%, 占总出货数量的 56.07%。8 系及以上高镍产品出货量 114,615 吨, 占出货总量的 75%以上。截至 2022 年底, 公司国内三元前驱体总产能达到 26 万吨/年。
- 3+2 发展战略描绘 26 年蓝图。**23-26 年, 在新能源材料业务领域, 公司将实施“3+2”发展战略, 夯实“原料体系、前驱体与四氧化三钴”等 3 大核心业务的全球核心地位, 跑步发展钠电材料、固态锂电正极材料 2 大新兴业务。至 26 年, 公司销售收入力争突破 800 亿元。三元前驱体产能目标 50 万吨, 四氧化三钴产能目标 3 万吨, 钠电材料产能目标 5 万吨以上, 磷酸铁锂材料产能目标达到 20 万吨以上。在回收方面, 至 26 年公司目标动力电池回收规模达到 30 万吨以上。为支持这样体量的材料产能, 公司目标在印尼实现 15 万金吨镍年产能, 1.2 万金吨钴年产能。
- 盈利预测与评级。**公司是前驱体环节头部企业, 在镍钴资源、前驱体及正极材料制造、动力电池及整车回收领域都具备较强的竞争力。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.44、0.63、0.84 元/股。考虑可比公司估值水平给予公司 23 年 16-20 倍 PE, 对应合理价值区间 7.04-8.80 元, 优于大市评级。
- 风险提示。**公司产能建设进度低于预期, 新能源汽车销量增速低于预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	19301	29392	36304	47588	62509
(+/-)YoY(%)	54.8%	52.3%	23.5%	31.1%	31.4%
净利润(百万元)	923	1296	2237	3213	4337
(+/-)YoY(%)	123.8%	40.4%	72.6%	43.6%	35.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.18	0.25	0.44	0.63	0.84
毛利率(%)	17.2%	14.5%	15.6%	15.7%	15.9%
净资产收益率(%)	6.5%	7.0%	10.8%	13.4%	15.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

关键产品销量假设：我们预计公司在镍、前驱体、城市矿山回收、正极材料、钠电等产业布局将进入放量期。2023 年公司三元前驱体销售目标 20 万吨、四氧化三钴销售目标 1.8 万吨，正极材料销售目标 1.5 万吨，钠电材料销售目标 0.5 万吨，碳酸锂销售目标 0.5 万吨。在资源保障方面，公司目标镍资源产出 2.6 万吨，动力电池回收数量 3.5 万吨，回收镍、钴、钨资源分别为 2、1、0.6 万吨。为支持以上销售目标，公司将推动 3 万吨/年电积镍项目、印尼镍资源二期、韩国湿法冶金与前驱体工厂、3 万吨钠电材料产能等重点项目陆续开工或投产。

关键价格假设：公司业务主要涉及铜、钴、镍、锂、三元前驱体和三元正极材料销售价格。我们认为在全球经济复苏的背景下，2023-2025 年铜、钴价将稳步上行。随着供给端产能不断释放，我们预计镍价格将向成本支撑靠拢。三元前驱体和正极材料作为动力电池产业链的中游加工环节，我们预计盈利水平将保持稳定，销售价格跟随主要原材料调整而调整。考虑到公司自产镍、回收镍主要为公司前驱体业务服务，我们认为随着公司印尼镍项目、城市矿山回收镍产量提升，公司锂电材料业务毛利率有望稳步提升。

表 1 格林美关键盈利假设

关键指标	2022	2023E	2024E	2025E
三元前驱体销售价格 (万元/吨)	10.6	10.4	10.2	10.0
四氧化三钴销售价格 (万元/吨)	27.1	17.0	17.9	18.7
正极材料销售价格 (万元/吨)	19.5	19.1	18.7	18.3

资料来源：公司 2022 年年报，Wind，海通证券研究所预测

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603568.SH	伟明环保	307	0.98	1.17	1.75	19	16	10
300618.SZ	寒锐钴业	105	0.69	1.92	2.15	50	18	16
688005.SH	容百科技	276	3.00	4.05	5.31	20	15	12
300919.SZ	中伟股份	407	2.30	3.29	4.64	26	18	13
603799.SH	华友钴业	787	2.44	4.62	6.32	20	11	8
均值			1.88	3.01	4.03	27	15	12

注：收盘价为 2023 年 5 月 24 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 3 华友钴业分业务盈利预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
三元前驱体				
销售收入	16147	20779	27638	36760
销售成本	13231	16854	22417	29816
毛利	2915	3925	5221	6944
毛利率	18.1%	18.9%	18.9%	18.9%
四氧化三钴				
销售收入	4004	3060	3809	4742
销售成本	3521	2700	3393	4265
毛利	483	360	416	478
毛利率	12.1%	11.8%	10.9%	10.1%
正极材料				
销售收入	1647	2865	4194	6140
销售成本	1498	2580	3738	5416
毛利	149	285	456	723
毛利率	9.0%	10.0%	10.9%	11.8%
废弃资源综合利用				
销售收入	7595	9600	11946.4	14866.4
销售成本	6869	8517	10561	13096
毛利	726	1083	1385	1770
毛利率	9.6%	11.3%	11.6%	11.9%
合计				
主营业务销售收入	29392	36304	47588	62509
主营业务销售成本	25119	30651	40110	52593
主营业务毛利	4273	5653	7478	9916

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）					营业总收入	29392	36304	47588	62509
每股收益	0.25	0.44	0.63	0.84	营业成本	25119	30651	40110	52593
每股净资产	3.60	4.03	4.66	5.50	毛利率%	14.5%	15.6%	15.7%	15.9%
每股经营现金流	0.00	1.18	0.56	1.42	营业税金及附加	94	134	168	224
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估（倍）					营业费用	94	122	157	208
P/E	26.87	15.57	10.84	8.03	营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
P/B	1.88	1.68	1.45	1.23	管理费用	706	997	1252	1668
P/S	1.18	0.96	0.73	0.56	管理费用率%	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%
EV/EBITDA	15.50	9.40	7.68	5.82	EBIT	1982	3102	4200	5581
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	421	541	487	569
盈利能力指标（%）					财务费用率%	1.4%	1.5%	1.0%	0.9%
毛利率	14.5%	15.6%	15.7%	15.9%	资产减值损失	-327	0	0	0
净利润率	4.4%	6.2%	6.8%	6.9%	投资收益	73	177	194	271
净资产收益率	7.0%	10.8%	13.4%	15.3%	营业利润	1552	2710	3874	5238
资产回报率	2.9%	4.7%	6.1%	7.2%	营业外收支	-4	0	0	0
投资回报率	4.7%	7.1%	9.1%	11.2%	利润总额	1547	2710	3874	5238
盈利增长（%）					EBITDA	3095	4666	6052	7637
营业收入增长率	52.3%	23.5%	31.1%	31.4%	所得税	215	401	562	765
EBIT 增长率	16.2%	56.5%	35.4%	32.9%	有效所得税率%	13.9%	14.8%	14.5%	14.6%
净利润增长率	40.4%	72.6%	43.6%	35.0%	少数股东损益	37	72	99	136
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1296	2237	3213	4337
资产负债率	52.7%	51.7%	49.5%	48.6%					
流动比率	1.46	1.37	1.35	1.38	资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.76	0.65	0.53	0.50	货币资金	5354	4973	1182	2055
现金比率	0.35	0.30	0.07	0.10	应收账款及应收票据	5749	5344	7610	7670
经营效率指标					存货	7662	8515	10426	12949
应收账款周转天数	57.96	50.00	45.00	40.00	其它流动资产	3280	3977	4920	6392
存货周转天数	99.80	95.00	85.00	80.00	流动资产合计	22045	22808	24138	29065
总资产周转率	0.75	0.79	0.95	1.11	长期股权投资	1278	1385	1514	1635
固定资产周转率	2.48	2.51	2.91	3.45	固定资产	13477	15405	17329	18953
					在建工程	3652	4540	5359	6202
					无形资产	2113	2331	2577	2814
					非流动资产合计	22085	25223	28339	31162
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	44130	48031	52477	60227
净利润	1296	2237	3213	4337	短期借款	4394	3243	2076	915
少数股东损益	37	72	99	136	应付票据及应付账款	3932	5902	7045	9898
非现金支出	1522	1564	1852	2056	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	350	606	525	390	其它流动负债	6765	7538	8697	10282
营运资金变动	-3221	1598	-2819	384	流动负债合计	15091	16684	17818	21095
经营活动现金流	-17	6077	2870	7304	长期借款	7508	7508	7508	7508
资产	-4132	-4623	-4873	-4803	其它长期负债	659	659	659	659
投资	-245	-107	-129	-122	非流动负债合计	8167	8167	8167	8167
其他	71	177	194	271	负债总计	23258	24851	25985	29262
投资活动现金流	-4307	-4553	-4808	-4654	实收资本	5136	5136	5136	5136
债权募资	4332	-1150	-1167	-1162	归属于母公司所有者权益	18484	20721	23933	28271
股权募资	3226	0	0	0	少数股东权益	2388	2460	2559	2695
其他	-1341	-755	-686	-616	负债和所有者权益合计	44130	48031	52477	60227
融资活动现金流	6217	-1905	-1853	-1777					
现金净流量	2024	-381	-3791	873					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 24 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

甘嘉尧 有色金属行业
陈先龙 有色金属行业
陈晓航 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 赤峰黄金,赣锋锂业,盛新锂能,紫金矿业,天齐锂业,驰宏锌锗,华友钴业,湖南黄金,中矿资源,洛阳钼业,山东黄金,盛达资源,银泰黄金

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。