

格林美（002340）动态点评

印尼镍资源布局再下一城

2023年06月05日

【事项】

- ◆ 公司近期公告，格林美公司子公司格林美（无锡）能源材料有限公司拟与 CAHAYA JAYA INVESTMENT PTE. LTD.、伟明（香港）国际控股有限公司在印尼共同投资建设红土镍矿湿法冶炼年产 2.0 万金属吨新能源用镍原料项目，项目投资总额暂定为 5 亿美元，格林美（无锡）将持有合资公司 51% 的股权。

【评论】

- ◆ **红土镍矿高压浸出工艺贯通，密集布局印尼镍资源湿法冶炼产能。**此次项目是公司印尼红土镍矿高压浸出（HAPL）产能的进一步扩张。按照 51% 的权益计算，公司权益镍资源量将至少新增 1 万吨，将有效提高公司上游镍资源的自供能力。2022 年 11 月，公司也与韩国 ECORPRO 公司和 SK ON 公司签署了拟共同在印尼投资 3 万吨镍资源 HPAL 项目的备忘录。公司密集在印尼进行镍资源湿法冶炼项目的布局，其实主要得益于公司此前的青美邦项目对于印尼镍资源高压浸出工艺的成功贯通。
- ◆ **青美邦项目将强化公司在三元前驱体产品上的镍资源优势。**公司自 2021 年启动印尼青美邦镍资源湿法冶炼项目，历经接近两年时间冲破了高压浸出、CCD、苛刻阀门等关键设备封锁。公司通过建设独立的装备供应体系，成功贯通了红土镍矿高压浸出工艺，从镍资源端强化了公司在三元前驱体业务端的优势。产能方面，青美邦项目整体分两期建设，一期 3 万吨金属镍/年项目已于 2022 年下半年建成，二期 4.3 万吨金属镍/年项目计划于 2023 年底正式开通。2023 年一季度，青美邦一期项目已经成功产出镍资源 4,500 金属吨，2023 年全年计划完成 2.6 万金属吨镍资源的出货。
- ◆ **公司 2023 年镍资源自给率将大幅攀升。**根据公司规划，2023 年公司三元前驱体出货的目标是 20 万吨，按照单吨三元前驱体镍消耗量 0.4-0.45 吨粗略计算，2023 年公司三元前驱体对应的镍资源需求量为 8-9 万吨。青美邦项目贡献的 2.6 万吨镍资源，再叠加公司动力电池回收端预计今年也将贡献 2 万吨左右金属镍资源，2023 年公司前驱体产品镍资源自给率将达到 50% 以上，较 2022 年大幅提升。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

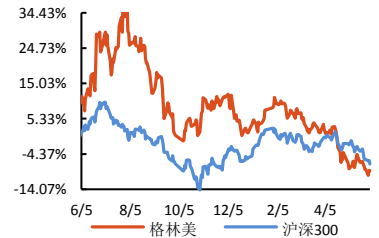
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：程文祥

联系方式：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	35384.19
流通市值（百万元）	34987.29
52周最高/最低（元）	10.34/6.50
52周最高/最低（PE）	52.72/28.92
52周最高/最低（PB）	3.63/1.83
52周涨幅（%）	-15.56
52周换手率（%）	354.89

相关研究

《锂电材料业务高速增长，三元前驱体高镍占比进一步提升》

2022.08.31

【投资建议】

- ◆ 公司打通红土镍矿湿法冶炼工艺，三元前驱体产品一体化战略取得重大进展。根据公司最新年报和季报，以及公司历史产品销量和价格，我们做出如下盈利预测。预计公司 2023/2024/2025 年营业收入分别为 380.7/506.4/647.2 亿元；预计归母净利润分别为 21.2/28.5/37.3 亿元；EPS 分别为 0.41/0.56/0.73 元；对应 PE 分别为 17/12/9 倍，给予“增持”评级。

盈利预测（百万元，截止日期 2023/06/02）

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	29391.77	38072.78	50639.67	64717.39
增长率(%)	52.28%	29.54%	33.01%	27.80%
EBITDA（百万元）	3094.76	4452.65	5805.33	7342.88
归属母公司净利润（百万元）	1295.89	2119.45	2856.30	3737.44
增长率(%)	40.36%	63.55%	34.77%	30.85%
EPS(元/股)	0.26	0.41	0.56	0.73
市盈率（P/E）	28.58	16.69	12.39	9.47
市净率（P/B）	2.06	1.71	1.50	1.30
EV/EBITDA	15.50	11.15	9.45	8.21

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 公司三元前驱体销量不及预期；
- ◆ 镍资源项目进展不及预期；
- ◆ 钴锂镍等金属原材料价格大幅波动。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	22044.84	27061.20	35421.53	45391.56
货币资金	5353.99	5076.49	4890.17	5277.08
应收及预付	8112.40	10314.27	13922.97	17743.18
存货	7662.48	10650.38	15425.10	21003.15
其他流动资产	915.97	1020.06	1183.29	1368.15
非流动资产	22084.77	24630.81	27543.15	30305.48
长期股权投资	1277.90	1427.90	1607.90	1807.90
固定资产	13476.63	15464.99	17696.32	19745.66
在建工程	3651.89	4001.89	4401.89	4801.89
无形资产	2113.04	2165.54	2228.54	2298.54
其他长期资产	1565.31	1570.50	1608.50	1651.50
资产总计	44129.61	51692.02	62964.68	75697.04
流动负债	15091.11	16406.54	20157.57	23942.77
短期借款	4393.79	4693.79	5193.79	5993.79
应付及预收	3932.30	4282.38	6256.46	7831.62
其他流动负债	6765.02	7430.38	8707.32	10117.37
非流动负债	8167.00	12118.85	16628.85	21638.85
长期借款	7507.74	11507.74	16007.74	21007.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	659.27	611.12	621.12	631.12
负债合计	23258.11	28525.39	36786.42	45581.63
实收资本	5135.59	5135.59	5135.59	5135.59
资本公积	8214.25	8232.18	8232.18	8232.18
留存收益	5127.86	7406.01	10267.31	14007.76
归属母公司股东权益	18483.86	20667.44	23528.74	27269.19
少数股东权益	2387.63	2499.18	2649.52	2846.22
负债和股东权益	44129.61	51692.02	62964.68	75697.04

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	29391.77	38072.78	50639.67	64717.39
营业成本	25119.07	31721.30	41989.64	53276.33
税金及附加	93.85	152.29	227.88	323.59
销售费用	94.31	133.25	202.56	291.23
管理费用	705.85	1522.91	2126.87	2912.28
研发费用	1137.48	1522.91	2025.59	2588.70
财务费用	421.02	521.80	740.44	991.80
资产减值损失	-327.20	-20.00	-15.00	-13.00
公允价值变动收益	-3.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	72.63	95.18	126.60	161.79
资产处置收益	-17.27	0.00	0.00	0.00
其他收益	88.28	114.22	151.92	194.15
营业利润	1551.68	2627.71	3540.22	4631.41
营业外收入	6.37	5.00	5.00	5.00
营业外支出	10.79	8.00	8.00	8.00
利润总额	1547.26	2624.71	3537.22	4628.41
所得税	214.76	393.71	530.58	694.26
净利润	1332.50	2231.00	3006.64	3934.15
少数股东损益	36.61	111.55	150.33	196.71
归属母公司净利润	1295.89	2119.45	2856.30	3737.44
EBITDA	3094.76	4452.65	5805.33	7342.88

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-17.30	-39.34	-12.57	17.17
净利润	1332.50	2231.00	3006.64	3934.15
折旧摊销	1112.47	1306.14	1527.67	1722.67
营运资金变动	-3220.96	-4230.31	-5355.63	-6652.90
其它	758.69	653.82	808.75	1013.26
投资活动现金流	-4306.88	-3769.84	-4316.40	-4326.21
资本支出	-4132.31	-3702.89	-4238.00	-4263.00
投资变动	-245.37	-160.00	-190.00	-210.00
其他	70.80	93.05	111.60	146.79
筹资活动现金流	6216.97	3382.98	4142.65	4695.95
银行借款	13479.86	4300.00	5000.00	5800.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	3225.78	17.93	0.00	0.00
其他	-10488.67	-934.95	-857.35	-1104.05
现金净增加额	2023.78	-441.31	-186.32	386.91
期初现金余额	3194.02	5217.80	4776.49	4590.17
期末现金余额	5217.80	4776.49	4590.17	4977.08

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	52.28%	29.54%	33.01%	27.80%
营业利润增长	34.80%	69.35%	34.73%	30.82%
归属母公司净利润增长	40.36%	63.55%	34.77%	30.85%
获利能力 (%)				
毛利率	14.54%	16.68%	17.08%	17.68%
净利率	4.53%	5.86%	5.94%	6.08%
ROE	7.01%	10.26%	12.14%	13.71%
ROIC	4.74%	6.29%	7.20%	7.93%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.70%	55.18%	58.42%	60.22%
净负债比率	46.94%	61.58%	74.34%	82.63%
流动比率	1.46	1.65	1.76	1.90
速动比率	0.76	0.78	0.77	0.78
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.79	0.88	0.93
应收账款周转率	6.21	6.28	6.31	6.14
存货周转率	3.61	3.46	3.22	2.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.26	0.41	0.56	0.73
每股经营现金流	0.00	-0.01	0.00	0.00
每股净资产	3.60	4.02	4.58	5.31
估值比率				
P/E	28.58	16.69	12.39	9.47
P/B	2.06	1.71	1.50	1.30
EV/EBITDA	15.50	11.15	9.45	8.21

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。