

# 主营业务契合行业发展大势，公司业绩厚增

## ——格林美 (002340) 点评报告

### 增持 (维持)

日期: 2019年04月15日

#### 事件:

公司年报披露: 公司实现营业收入 138.78 亿, 较上年同期增加了 31.26 亿, 增长 29.07%; 利润总额 9.07 亿, 较上年同期增加 1.11 亿, 增长 14.00%; 归属于上市公司股东净利润 7.30 亿, 较上年同期增长 19.66%。

#### 投资要点:

- **核心业务完美契合行业发展大势，公司业绩有望持续增长：**从国家政策及市场发展趋势都可以看出，未来中国废旧电池回收市场巨大，新能源汽车产业稳定增长，电子废料回收需求长期稳定。公司主营业务完全顺应行业发展大势，未来业绩有望进一步提升。
- **深化合作关系，奠定公司全球三元前驱体龙头地位：**18年，公司通过与产业巨头深化合作，为公司未来的上下游竞争力提升打下了坚实的基础，同时强化了集团及分公司对应收账款的动态管理，极大地降低了公司的经营风险。
- **三元材料供不应求，业绩有望持续厚增：**2018年国内三元正极材料前驱体行业迅速扩张，未来几年仍有望继续保持高速增长状态。由于公司绑定了大量优质客户，未来随着公司产能的进一步释放，业绩有望保持继续高速增长。

#### 盈利预测与投资建议

我们预计19-21年，公司净利润为8.46、10.80、13.33亿元；EPS分别为0.20、0.26、0.32元；对应4月12日收盘价5.33元的PE分别为：26.15、20.49、16.59倍。给予增持评级。

#### 风险因素

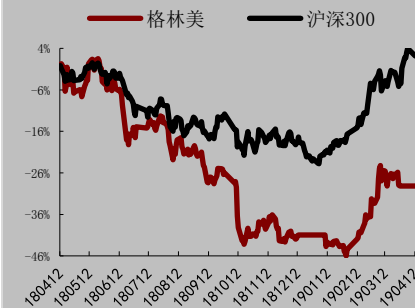
新能源汽车需求不及预期，库存跌价、行业政策调整、产能释放不及预期

	2018年	2019年	2020E	2021E
营业收入(亿元)	138.78	151.86	178.82	206.92
增长比率(%)	29.07%	9.42%	17.76%	15.72%
净利润(亿元)	7.30	8.46	10.80	13.33
增长比率(%)	19.66%	15.87%	27.59%	23.49%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.26	0.32
市盈率(倍)	21.83	26.15	20.49	16.59

#### 基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	深圳市汇丰源投资有限公司/12.44%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	4,150.93
流通A股(百万股)	3,792.24
收盘价(元)	5.02
总市值(亿元)	208.38
流通A股市值(亿元)	190.37

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所  
数据截止日期: 2019年04月12日

#### 相关研究

万联证券研究所 20180903\_公司点评报告  
\_AAA\_格林美 (002340) 点评报告

分析师: **宋江波**

执业证书编号: S0270516070001

电话: 02160883490

邮箱: songjb@wlzq.com.cn

研究助理: **夏振荣**

电话: 01056508505

邮箱: xiazr@wlzq.com.cn

## 1、核心业务完美契合行业发展大势，公司业绩有望继续增长。

公司新能源电池材料、钴镍钨与硬质合金制造核心业务顺应行业发展大势，增幅明显。新能源材料业务板块实现营收 79.64 亿，同比增长 43.97%，毛利 17.53 亿元，占总毛利润比重达到 66%。钴镍钨与硬质合金制造实现应收 29.77 亿元，同比增长 45.39%。

2019 年我国新能源汽车预计销量将达到 160 万辆，同比增长 30%左右。三元材料高镍化的长期趋势并未改变；新能源汽车的发展也为动力电池回收带来的巨大的发展空间；环保政策使得电子废弃物处理业务成为盈利能力稳定前景良好的长期业务。2019 年，公司高镍三元前驱体与高镍三元材料或将占领主流市场；钴镍钨核心业务的盈利能力与全球竞争力将进一步提高；电子废弃物业务产业链进一步的优化调整。未来，三项主营业务都将助力公司利润的大幅提升，其中新能源材料板块将成为公司业绩厚增的强有力支撑。

## 2、深化合作关系，奠定公司全球三元前驱体龙头地位

2018 年 9 月，荆门格林美与永青科技携手建设宁德新能源材料产业园，首期投资 18.5 亿元，建设 5 万吨三元前驱体与 2 万吨三元正极材料。此外，公司与青山实业、CATL 控股的邦普循环、IMIP、日本阪、兴业签署协议，携手共建印尼镍资源生产电池原料产业园（5 万吨镍/年）。2018 年 12 月，公司与韩国 ECOPRO 签署未来 5 年供应 17 万吨 NCA 高镍前驱体的战略供应协议，其中 2019 年供应 1.6 万、2020 年供应 2.4 万吨、2021 年供应 4 万吨。18 年公司通过一系列的合作，扩大公司产能，绑定高端客户，进一步奠定了公司在全球高镍三元前驱体材料的市场核心地位，对格林美成为具备全球竞争力的三元动力新能源原料与材料制造商有极大的促进作用。

## 3、三元材料供不应求，业绩有望持续厚增

2017 年三元正极材料已替代磷酸铁锂，成为国内占比最大的锂电池正极材料，2018 年锂电池正极材料出货量中超过 50%为三元动力电池。随着三元正极材料需求量的增长，2018 年国内三元正极材料前驱体行业迅速扩张，未来几年仍有望继续保持高速增长状态。由于公司绑定了大量优质客户，未来随着公司产能的进一步释放，业绩有望保持继续高速增长。

公司新能源材料产能变化（单位：万吨/年）

	2017年	2018年定投	19年募投	现有产能	全部达产后产能
三元前驱体	3	6	8	8	17
三元正极	少量	3	2	1.5	5

资料来源：WIND、万联证券

## 4、盈利预测与投资建议

我们预计 19-21 年，公司净利润为 8.46、10.80、13.33 亿元；EPS 分别为 0.20、0.26、0.32 元；对应 4 月 12 日收盘价 5.33 元的 PE 分别为：26.15、20.49、16.59 倍。给予增持评级。

## 5、风险因素

新能源汽车需求不及预期，库存跌价、行业政策调整、产能释放不及预期

至12月31日	单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>13,119.82</b>	<b>13,604.47</b>	<b>15,117.91</b>	<b>16,654.63</b>
货币资金	3,493.71	3,200.14	3,052.41	2,852.73
应收及预付	2,970.68	3,537.54	4,052.84	4,582.14
存货	5,030.42	5,238.88	6,143.24	7,096.41
其他流动资产	1,625.02	1,627.91	1,869.42	2,123.35
<b>非流动资产</b>	<b>11,840.01</b>	<b>14,367.90</b>	<b>15,559.70</b>	<b>16,522.63</b>
长期股权投资	1,010.23	1,010.23	1,010.23	1,010.23
固定资产	6,516.18	7,013.37	7,276.74	7,411.08
在建工程	1,888.17	3,988.17	4,988.17	5,888.17
无形资产	1,434.49	1,364.16	1,292.59	1,221.19
其他长期资产	990.94	991.97	991.97	991.97
<b>资产总计</b>	<b>24,959.83</b>	<b>27,972.37</b>	<b>30,677.61</b>	<b>33,177.26</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,808.46</b>	<b>10,661.58</b>	<b>11,114.98</b>	<b>11,592.11</b>
短期借款	7,148.06	7,148.06	7,148.06	7,148.06
应付及预收	2,438.18	2,260.52	2,650.73	3,062.02
其他流动负债	1,222.21	1,253.01	1,316.18	1,382.03
<b>非流动负债</b>	<b>3,927.71</b>	<b>2,527.71</b>	<b>3,627.71</b>	<b>4,227.71</b>
长期借款	601.92	701.92	801.92	901.92
应付债券	2,594.81	1,094.81	2,094.81	2,594.81
其他非流动负债	730.98	730.98	730.98	730.98
<b>负债合计</b>	<b>14,736.16</b>	<b>13,189.29</b>	<b>14,742.69</b>	<b>15,819.82</b>
股本	4,150.93	4,971.12	4,971.12	4,971.12
资本公积	3,508.55	6,379.21	6,379.21	6,379.21
留存收益	6,369.08	8,000.97	9,080.63	10,413.84
归属母公司股东权益	9,877.63	14,380.19	15,459.84	16,793.05
少数股东权益	346.04	402.89	475.09	564.39
<b>负债和股东权益</b>	<b>24,959.83</b>	<b>27,972.37</b>	<b>30,677.61</b>	<b>33,177.26</b>

至12月31日	单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>985.10</b>	<b>1,228.82</b>	<b>1,297.24</b>	<b>1,606.85</b>
净利润	778.70	846.20	1,079.65	1,333.22
折旧摊销	911.96	916.28	1,115.05	1,143.00
营运资金变动	-1,300.68	-1,183.10	-1,560.64	-1,608.37
其它	595.11	649.44	663.18	739.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,753.11</b>	<b>-3,203.17</b>	<b>-1,975.99</b>	<b>-1,792.83</b>
资本支出	-1,660.91	-3,219.17	-1,991.99	-1,808.83
投资变动	-93.41	0.00	0.00	0.00
其他	1.20	16.00	16.00	16.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,014.41</b>	<b>1,680.77</b>	<b>531.02</b>	<b>-13.70</b>
银行借款	-206.24	100.00	100.00	100.00
债券融资	0.00	-1,500.00	1,000.00	500.00
股权融资	1,958.94	3,690.86	0.00	0.00
其他	261.71	-610.08	-568.98	-613.70
<b>现金净增加额</b>	<b>1,246.40</b>	<b>-293.57</b>	<b>-147.72</b>	<b>-199.68</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,150.04</b>	<b>3,493.71</b>	<b>3,200.14</b>	<b>3,052.41</b>
<b>汇率变动影响</b>	<b>18.65</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3,415.08</b>	<b>3,200.14</b>	<b>3,052.41</b>	<b>2,852.73</b>

资料来源: WIND、万联证券

至12月31日	单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>13,878.23</b>	<b>15,185.59</b>	<b>17,881.98</b>	<b>20,692.36</b>
营业成本	11,219.75	12,257.64	14,373.60	16,603.77
营业税金及附加	87.85	99.04	115.48	134.07
销售费用	78.69	95.38	108.68	127.16
管理费用	444.75	504.22	586.86	681.75
财务费用	619.04	572.38	569.98	615.81
研发费用	420.96	446.75	531.52	612.96
资产减值损失	237.21	262.00	357.86	355.10
公允价值变动收益	7.05	8.00	8.00	8.00
投资净收益	8.09	8.00	8.00	8.00
<b>营业利润</b>	<b>907.34</b>	<b>1,074.18</b>	<b>1,372.01</b>	<b>1,692.74</b>
营业外收入	10.04	8.00	7.00	6.00
营业外支出	10.52	11.00	15.00	18.00
<b>利润总额</b>	<b>906.86</b>	<b>1,071.18</b>	<b>1,364.01</b>	<b>1,680.74</b>
所得税	128.16	168.12	212.16	258.23
<b>净利润</b>	<b>778.70</b>	<b>903.06</b>	<b>1,151.85</b>	<b>1,422.52</b>
少数股东损益	48.39	56.85	72.20	89.30
<b>归属母公司净利润</b>	<b>730.31</b>	<b>846.20</b>	<b>1,079.65</b>	<b>1,333.22</b>
EBITDA	2,300.98	2,436.84	2,923.03	3,320.55
EPS (元)	0.18	0.20	0.26	0.32

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.07%	9.42%	17.76%	15.72%
营业利润	14.34%	18.39%	27.73%	23.38%
归属于母公司净利润	19.66%	15.87%	27.59%	23.49%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.16%	19.28%	19.62%	19.76%
净利率	6.53%	7.05%	7.63%	8.12%
ROE	7.39%	5.88%	6.98%	7.94%
ROIC	7.80%	7.04%	7.70%	8.25%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.04%	47.15%	48.06%	47.68%
净负债比率	144.14%	89.22%	92.52%	91.14%
流动比率	1.21	1.28	1.36	1.44
速动比率	0.63	0.66	0.67	0.67
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.57	0.61	0.65
应收账款周转率	5.23	5.21	5.37	5.53
存货周转率	2.34	2.34	2.34	2.34
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.18	0.20	0.26	0.32
每股经营现金流	0.24	0.30	0.31	0.39
每股净资产	2.38	3.46	3.72	4.05
<b>估值比率</b>				
P/E	21.83	26.15	20.49	16.59
P/B	1.61	1.54	1.43	1.32
EV/EBITDA	10.28	13.58	11.75	10.58

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳福田区深南大道2007号金地中心  
广州天河区珠江东路11号高德置地广场