

## 证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

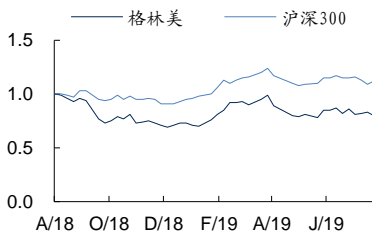
**格林美(002340)**
**买入**

2019 半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 23 日

## 一年该股与沪深 300 走势比较


**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,150/3,788
总市值/流通(百万元)	18,632/17,010
上证综指/深圳成指	2,880/9,323
12 个月最高/最低(元)	5.74/3.76

**相关研究报告:**

《格林美-002340-2018 年年报预告点评: 卡位电池回收资源通道的三元电池材料龙头, 产能快速释放》——2019-03-04  
 《格林美: 2010 年中国循环经济第一股》——2010-01-06

**证券分析师: 姚健**

电话: 010-88005301  
 E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080006

**证券分析师: 王宁**

E-MAIL: wangning2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517110001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 前驱体出货量大增, 看好钴价回暖提升盈利能力

**● 净利润增长符合预期, 费用控制得当, 资产负债率下降**

公司 2019 年上半年实现营收 62.04 亿元, 同比-11.70%; 实现归属净利润 4.14 亿元, 同比+0.58%, 符合此前预期; 扣非净利润 3.86 亿元, 同比-7.80%。销售费用率上升 0.23pct 到 0.77%, 管理费用率下降 3.36pct 到 3.27%, 财务压力仍较大, 财务费用率上升 0.48pct 到 4.79%, 整体费用率下降 2.66pct 到 8.83%。期末应收账款余额 21.58 亿元, 同比+0.97%, 应收账款较期初增加 3.58 亿元, 增长 19.88%, 主要是本期电池材料板块应收账款增加。期末在手现金 31.27 亿元, 资产负债率同比下降 5.35pct 到 59.39%。经营性现金流由去年的 4.22 亿元减少到 1.17 亿元, 其中一季度经营性现金流为-2.85 亿元。

**● 新能源材料出货量大增, 看好钴价回暖带来的盈利能力提升**

公司上半年**新能源材料业务**板块出货量大幅增长 170%到 3.3 万吨, 市占率 20% 以上, 实现营收 41.27 亿元, 同比+2.09%。在钴价下跌的情况下, 毛利率略微上升 0.02pct 到 22.97%, 看好随着高镍产品占比提升后带动毛利率上涨。公司前驱体进入世界主流供应链, 下游需求充足, 未来 3 年已签署 30 万吨三元前驱体长单。动力电池回收业务也将逐步落地。**钴镍钨板块**实现营收 9.08 亿元, 同比-40.76%; 碳酸钴销量近 2000 吨, 同比增长达 157%, 市占率全球领先; 毛利率下跌 7.49pct 到 16.25%, 主要是受钴金属价格大幅下行影响。看好嘉能可 Mutanda 矿停产钴价上行, 逐步提升毛利率。**再生资源板块**实现营收 7.89 亿元, 同比+5.70%; 拆解量近 250 万台套, 同比+120%; 毛利率提升 2.55pct 到 5.70%。政府电废拆解补贴基金发放有望加快, 新增的九类废弃电器电子产品处理基金征收标准及补贴标准也有望年出台, 行业生态有望大幅改善。此外, 汽车拆解业务有望在政策刺激下逐渐释放潜力。

**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

公司三元电池正极材料前驱体产能快速释放, 出货量快速增长驱动未来两年业绩快速增长。动力电池回收市场逐渐打开, 公司提前卡位该重要资源通道。钴价触底回收提升公司盈利能力。再生资源业务市场逐渐回暖。我们维持预计公司 2019-2021 年业绩分别为 8.48/12.1/15.1 亿元, 对应 PE22/15/12X。

**风险提示:** 钴价持续下行, 新能源车增速放缓, 补贴到位不及预期

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,752	13,878	13,938	17,621	20,640
(+/-%)	37.2%	29.1%	0.4%	26.4%	17.1%
净利润(百万元)	610	730	847.60	1209.09	1512.17
(+/-%)	131.4%	19.7%	16.1%	42.6%	25.1%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.18	0.20	0.29	0.36
EBIT Margin	12.1%	14.8%	11.2%	11.6%	12.0%
净资产收益率(ROE)	8.1%	7.4%	7.1%	9.9%	12.1%
市盈率(PE)	28.1	25.5	22.0	15.4	12.3
EV/EBITDA	17.3	12.3	14.2	12.2	11.2
市净率(PB)	2.28	1.89	1.57	1.53	1.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**各业务板块分析:**

**三元前驱体产能持续扩张, 对冲钴价下跌带来的影响, 毛利率稳定**

上半年公司新能源材料业务板块实现销售收入 41.27 亿元, 同比增长 2.09%, 贡献毛利额 9.48 亿元, 同比增长 2.19%。毛利率略微上升 0.02pct 到 22.97%。公司建成全球领先的三元 (NCM&NCA) 前驱体材料制造基地, 保障公司新能源材料业务成为公司业绩稳定的基石。公司上半年三元前驱体出货量大幅增长, 达到 3.3 万吨, 较去年同期增长 170%, 占世界市场 20% 以上, 居世界行业前列。

上半年钴价下跌影响到了前驱体的价格, 但公司毛利率同比保持稳定, 显示高端客户产品的附加值较高。后期随着高镍产品 NCM811 的占比提升, 钴价影响比重将下降。

**下游需求充裕。**公司主要供应 CATL、三星 SDI 与 ECOPRO 等国际主流客户以及容百科技、振华、厦门钨业等国内主流客户。上半年, 3 月与容百科技签署了 2.93 万吨三元前驱体材料战略采购协议, 4 月与厦门钨业签署了 3.3 万吨三元前驱体材料战略采购协议、与邦普循环签署了 4.5 万吨三元前驱体材料战略合作框架协议。未来 3 年, 公司已经签署 30 万吨三元前驱体长单, 公司在国内以及全球高镍三元前驱体材料的市场核心地位进一步巩固。预计 19-20 年出货量将达到 7/10 万吨。

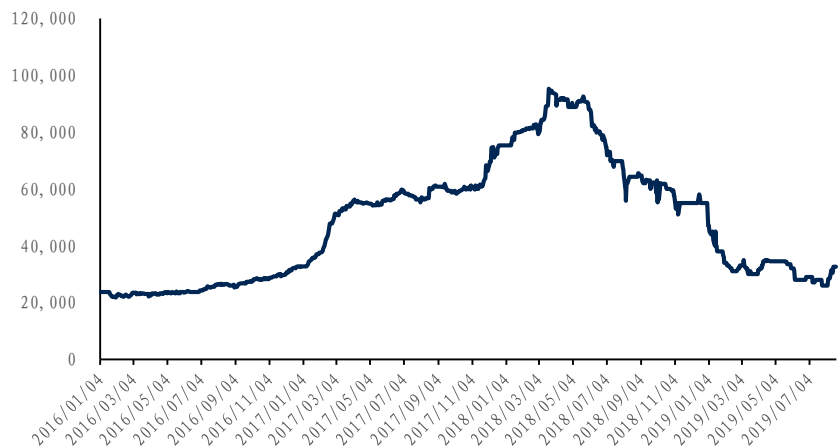
**动力电池回收大市场徐徐展开。**动力电池通常使用 4 年左右, 2019 年后动力电池的回收市场将逐步释放。在国家大力支持动力电池回收政策、动力电池退役量的可预期增长将带来大量市场空间。公司入选首批 5 家动力蓄电池回收利用试点企业之一, 已建成武汉、荆门、无锡三条废旧动力电池包绿色拆解线, 可年处理废旧动力电池包 25 万套, 并先后与 60 多家车企、电池企业签订了电池回收处理协议, 凭借长期贵金属资源回收的经验优势卡位动力电池回收通道, 保障钴镍原料供应。

**聚焦钴镍钨核心业务, 集中发力高端核心市场, 钴价有望逐步回升**

上半年公司钴镍钨板块实现营收 9.08 亿元, 同比下降 40.76%。公司以钨钴硬质合金循环利用为切入点, 集中发力中高端合金市场。上半年, 公司碳酸钴销量近 2000 吨, 同比增长达 157%, 其中超细钴粉在国际、国内市场占有率已经分别达到 40%、50% 以上, 市场占有率居世界行业前列。

钴镍钨粉末与硬质合金业务上半年毛利率为 16.25%, 同比下降 7.49pct, 主要是受钴金属价格大幅下行影响。上半年钴价继续维持来去年以来的下跌趋势, 给公司毛利率和存货减值带来不小压力。嘉能可 Mutanda 矿宣布停产, 钴价有所上行, 逐步回升将大幅减轻公司的存货减值压力, 提升毛利率。

图 1: 近三年全球钴价变化图 (伦敦 LME3 月 期货结算价, 美元/吨)



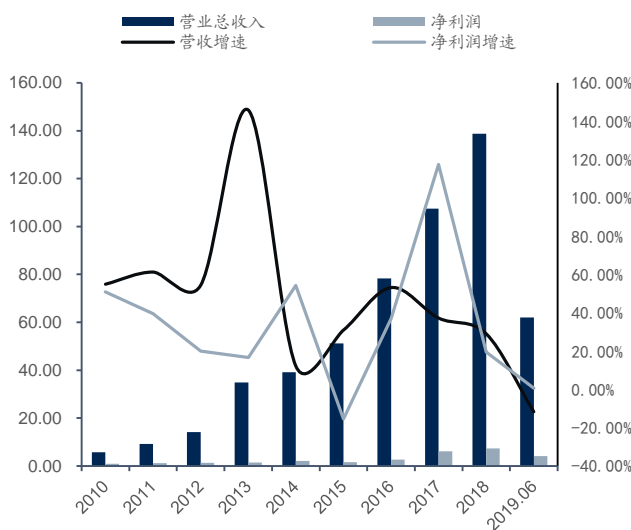
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**加大电子废弃物拆解力度，行业有望回暖，报废汽车产业前景广阔**

上半年公司再生资源板块实现营收 7.89 亿元，同比增长 5.70%；实现毛利 1.01 亿元，同比增长 31.91%；毛利率为 5.70%，同比增长 2.55pct。上半年公司电子废弃物拆解量近 250 万台套，较去年同期增长 120%。公司选择在上半年加大电废拆解量，也是为了对冲钴价下跌带来的钴镍钨粉末业务下滑的风险。此外，政府电废拆解补贴基金发放有望加快，新增的九类废弃电器电子产品处理基金征收标准及补贴标准也有望年出台，行业生态有望大幅改善。

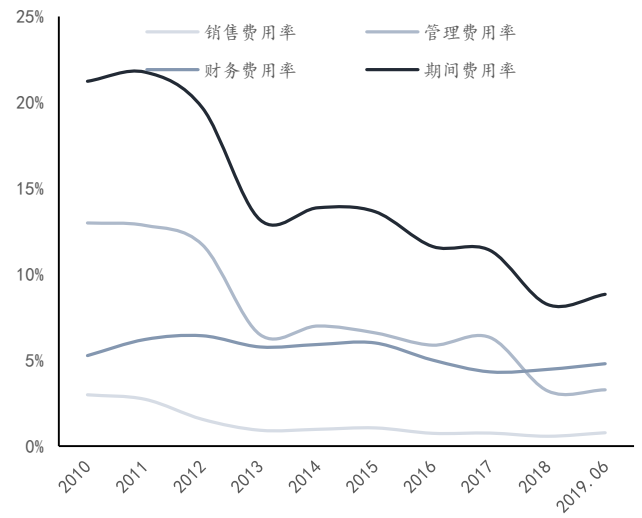
2019 年 6 月 1 日，《报废机动车回收管理办法》(国务院 715 号令) 开始施行，解禁了“五大总成”(发动机、方向机、变速器、前后桥、车架) 必须强制回炉的限制，这将明显提升报废汽车回收利用的价值，提升行业的盈利水平。未来 5 年，汽车报废量将达 1.04 亿辆，未来报废汽车回收拆解行业潜力巨大，前景广阔。

图 2: 公司营收与净利润变化情况



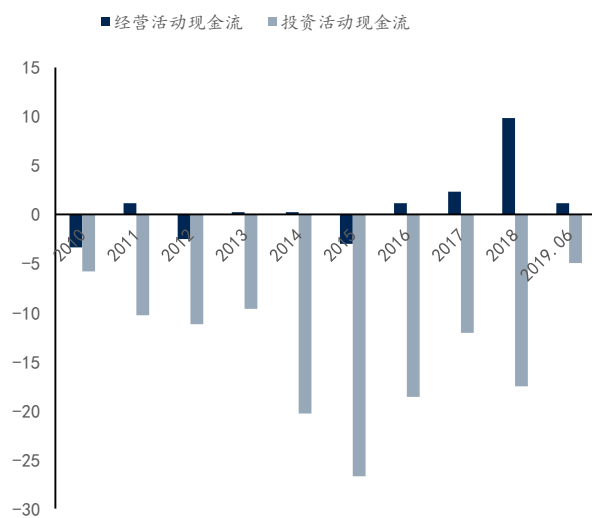
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司各项费用率变化情况



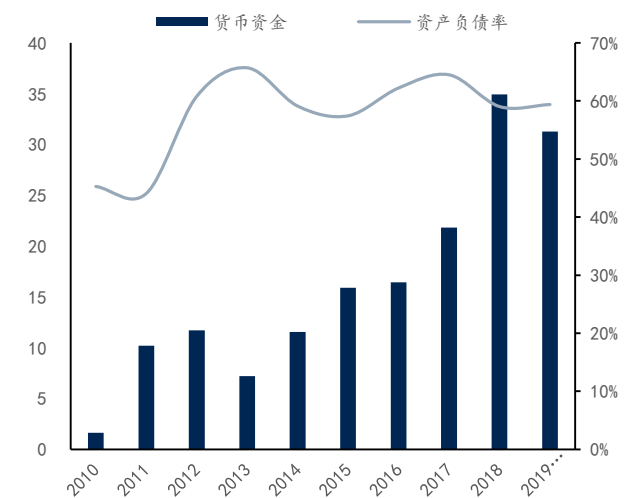
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 经营活动与投资活动现金流净额变化情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司货币资金和资产负债率变化情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“买入”评级**

公司三元电池正极材料前驱体产能快速释放，出货量快速增长驱动未来两年业绩快速增长。动力电池回收市场逐渐打开，公司提前卡位该重要资源通道。钴价触底回收提升公司盈利能力。再生资源业务市场逐渐回暖。我们维持预计公司 2019-2021 年业绩分别为 8.48/12.1/15.1 亿元，对应 PE22/15/12X。

**风险提示：**新能源车增速放缓，电池回收推进低于预期

**表 1：同类公司估值比较**

行业	代码	简称	股价		EPS (元)					PE		总市值 (亿元)
			(8.22)	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
	002340.SZ	格林美	4.52	0.16	0.18	0.20	0.29	29.50	25.5	22.0	15.4	188
		可比公司：										
资源回收	600217.SH	中再资环	5.74	0.16	0.22	0.29	0.35	30.74	22.58	19.88	19.71	79.71
正极前驱体	600884.SH	杉杉股份	10.48	0.80	0.99	0.85	0.97	18.98	14.46	12.27	10.75	118
正极材料	300073.SZ	当升科技	23.47	0.68	0.72	0.89	1.23	45.23	45.08	26.20	19.04	102
电池	002594.SZ	比亚迪	50.21	1.40	1.02	1.31	1.62	38.94	50.05	39.55	31.82	1,370
	300750.SZ	宁德时代	75.60	2.01	1.54	2.05	2.51	43.67	53.31	37.00	30.15	1659
电池回收	002741.SZ	光华科技	11.22	0.25	0.36	0.52	0.71	60.12	44.07	21.75	15.97	42
	002009.SZ	天奇股份	8.12	0.23	0.37	0.63	0.75	45.70	20.23	12.98	10.93	30
均值								40.48	35.68	24.23	19.77	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3494	3089	2500	2831	营业收入	13878	13938	17621	20640
应收款项	2938	4391	5552	6503	营业成本	11220	11289	14214	16571
存货净额	5030	5868	7406	8650	营业税金及附加	88	96	122	142
其他流动资产	1658	1673	2115	2477	销售费用	79	105	132	155
<b>流动资产合计</b>	<b>13120</b>	<b>15024</b>	<b>17576</b>	<b>20464</b>	管理费用	445	894	1115	1296
固定资产	8404	9269	10198	11047	财务费用	619	423	468	585
无形资产及其他	1434	1377	1320	1262	投资收益	8	0	0	0
投资性房地产	991	991	991	991	资产减值及公允价值变动	(230)	(100)	(100)	(50)
长期股权投资	1010	1060	1110	1160	其他收入	(299)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>24960</b>	<b>27721</b>	<b>31195</b>	<b>34925</b>	营业利润	907	1032	1472	1840
短期借款及交易性金融负债	8006	6594	8244	10831	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	1711	1249	1467	1713	<b>利润总额</b>	<b>907</b>	<b>1032</b>	<b>1472</b>	<b>1840</b>
其他流动负债	1091	2540	3206	3745	所得税费用	128	129	184	230
<b>流动负债合计</b>	<b>10808</b>	<b>10383</b>	<b>12916</b>	<b>16289</b>	少数股东损益	48	55	79	98
长期借款及应付债券	3197	4197	4697	4697	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>730</b>	<b>848</b>	<b>1209</b>	<b>1512</b>
其他长期负债	731	885	1042	1043					
<b>长期负债合计</b>	<b>3928</b>	<b>5081</b>	<b>5738</b>	<b>5740</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>14736</b>	<b>15464</b>	<b>18654</b>	<b>22029</b>	净利润	730	848	1209	1512
少数股东权益	346	354	366	381	资产减值准备	179	82	30	30
股东权益	9878	11903	12175	12515	折旧摊销	664	840	1010	1140
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24960</b>	<b>27721</b>	<b>31195</b>	<b>34925</b>	公允价值变动损失	230	100	100	50
					财务费用	619	423	468	585
关键财务与估值指标					营运资本变动	(408)	(1084)	(2071)	(1740)
每股收益	0.18	0.20	0.29	0.36	其它	(179)	(74)	(18)	(15)
每股红利	0.18	0.16	0.23	0.28	<b>经营活动现金流</b>	<b>1217</b>	<b>712</b>	<b>260</b>	<b>977</b>
每股净资产	2.38	2.87	2.93	3.02	资本开支	(1112)	(1829)	(2012)	(2012)
ROIC	9%	7%	8%	9%	其它投资现金流	7	(3)	(0)	1
ROE	7%	7%	10%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1802)</b>	<b>(1882)</b>	<b>(2062)</b>	<b>(2060)</b>
毛利率	19%	19%	19%	20%	权益性融资	1959	1835	0	0
EBIT Margin	15%	11%	12%	12%	负债净变化	(339)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	17%	18%	支付股利、利息	(731)	(657)	(937)	(1172)
收入增长	29%	0%	26%	17%	其它融资现金流	2078	(1412)	1650	2587
净利润增长率	20%	16%	43%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1896</b>	<b>765</b>	<b>1213</b>	<b>1415</b>
资产负债率	60%	57%	61%	64%	<b>现金净变动</b>	<b>1311</b>	<b>(405)</b>	<b>(589)</b>	<b>331</b>
息率	3.9%	3.5%	5.0%	6.3%	货币资金的期初余额	2183	3494	3089	2500
P/E	25.5	22.0	15.4	12.3	货币资金的期末余额	3494	3089	2500	2831
P/B	1.9	1.6	1.5	1.5	企业自由现金流	902	(713)	(1288)	(446)
EV/EBITDA	12.3	14.2	12.2	11.2	权益自由现金流	2641	(2495)	(47)	1629

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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