动态点评

公司研究

证券研究报告

推荐 （首次）

被低估的前驱体龙头

风险评级：中风险

格林美（002340）动态点评

2019 年 12 月 25 日

分析师:黎江涛(S0340519120001) 电话：0769-22119416 邮箱：lijiangtao@dgzq.com.cn

事件：

公司是国内领先的三元前驱体供应商，但市场更多的认知是公司是环保股，结合我们近期对公司的跟踪，我们的点评如下。

点评：

- **公司是领先的三元前驱体供应商。**公司成立于2001年，2010年上市，起家于废弃物镍钴等回收业务。经过多年发展，公司已经覆盖了再生资源回收（电子废弃物等）、电池三元前驱体及正极材料、镍钴等金属回收及硬质合金制造，截止到2019H1，公司电池材料营收占比57.39%，镍钴钨粉末与硬质合金占21.45%，电子废弃物占12.42%，其他占8.74%。公司2019年底三元前驱体产能预计10万吨，发展迅速，成为国内最大的三元前驱体厂商。公司2019年前三季度实现营收98.33亿元，同比下降3.89%，实现归母净利润6.04亿元，同比增长16.57%，实现扣非归母净利润5.55亿元，同比增长8.34%。单季度来看，公司Q3实现营收13.26%，实现归母净利润1.9亿元，同比增长78.27%。

- **三元前驱体客户优质，未来有望继续维持高增长，钴价向上概率高于向下概率。**公司2018年三元前驱体出货量达4万吨，市占率约20%，预计公司2019年底产能达10万吨，2019年全年销量7万吨，维持高速增长。目前公司客户包括宁德时代、ECOPRO、容百科技等，进入全球主流电池企业。公司通过LG认证，已经开始供货，LG全球发展迅猛，未来LG有望给公司贡献增量。公司电池材料业务（主要是前驱体）毛利率约23%，高于正极材料（某正极龙头2019H1约16%，某正极厂商2019H1约15%），前驱体技术难度较高。公司在原材料方面，没有特意的储备库存，维持1-2个月库存即可，公司已经与嘉能可签订了长期协议，锁定量。上半年受钴价一路向下，导致公司前驱体售价也向下，库存扰动单吨盈利水平。我们判断钴价向上概率高于向下概率，基本企稳，对公司有利。

- **厚积薄发，公司拥有雄厚的专利技术；电池回收带来远期想象空间。**公司2018年研发支出约5.96亿元，费用化4.21亿元，研发支出占营收比重约4%。根据公司公告，截止到2019H1，公司申请专利1770余项，主导/参与制修订标准170余项，进入中国企业专利500强。远期来看，全球电动化势不可挡，动力电池回收未来前景巨大，公司已在3C电池回收方面沉淀了成熟的商业模式与回收技术、工艺等。中国动力电池未来几年将进入报废高峰，电池回收有望进入发展快车道。此外，公司在汽车拆解方面拥有成熟的技术与商业体系，倘若未来电动车占据主要份额，公司在动力电池回收方面将形成完整的配套，具有远期想象空间。

- **投资建议：给予“推荐”评级。**公司起家于镍钴等废弃料回收再制造，市场更多的将公司看成环保股，我们认为公司是领先的新能源车产业链前驱体标的，具备前端材料制造及后端回收再销售一体化能力，技术实力雄厚。预计公司2019年、2020年EPS分别为0.20元、0.27元，对应PE分别为24倍、18倍，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**新产能投产不及预期；客户开拓不及预期；新能源车行业发展不及预期；公司短期借款较高。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系"市场指数"参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn