

公司调研点评

格林美 (002340)

有色金属 | 金属非金属

三元前驱体龙头，业绩稳健

属新材料

2020年01月08日

评级 **推荐**

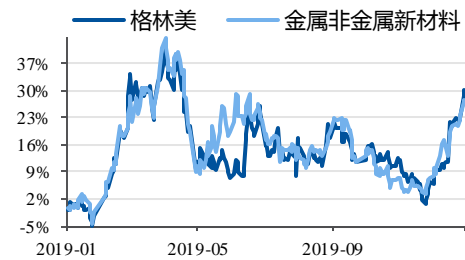
评级变动 调高

合理区间 **6.24-6.48 元**

交易数据

当前价格(元)	5.18
52周价格区间(元)	3.81-5.69
总市值(百万)	21495.10
流通市值(百万)	21366.18
总股本(万股)	414963.39
流通股(万股)	412474.52

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
格林美	22.46	16.4	31.69
金属非金属新材料	18.73	12.96	28.2

周策

执业证书编号: S0530519020001
zhouce@cfzq.com

张鹏

zhangpeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

18373169614

相关报告

1 《格林美：格林美 (002340.SZ) 2018 年报点评：三元前驱体龙头，业绩低于预期》 2019-04-04

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营收(百万元)	10752.14	13878.23	13158.96	15995.16	19079.98
净利润(百万元)	610.34	730.31	803.93	1013.11	1220.88
每股收益(元)	0.15	0.18	0.19	0.24	0.29
每股净资产(元)	1.81	2.38	2.63	2.82	3.05
P/E	35.22	29.43	26.74	21.22	17.61
P/B	2.86	2.18	1.97	1.84	1.70

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

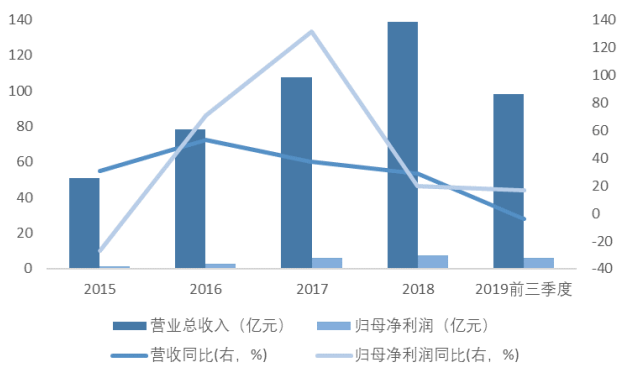
- **公司是三元前驱体龙头企业。**公司业务包含再生资源回收、钴镍钨回收及硬质合金、三元前驱体材料等，是三元前驱体龙头企业。
- **公司是三元前驱体行业龙头，业绩增长确定性高。**公司目前拥有 10 万吨三元前驱体产能，预计 2019 年度出货量为 7 万吨。产品方面，公司三元前驱体中高镍（6 系以上）和单晶产品占比超过 80%，产品品质优良。客户方面，三元前驱体材料供应三星、CATL、ECOPRO、厦门钨业、容百科技等优质客户，未来有望随着客户的成长而成长。
- **废弃物回收与硬质合金业务稳步发展，汽车回收业务迎政策红利。**公司电子废弃物回收与硬质合金业务发展稳健，同时汽车回收业务迎政策红利。2019 年 6 月份实行的新《报废机动车回收管理办法》规定汽车“五大总成”不用再作为废旧金属回炉处理，未来可以再造利用，废旧汽车回收拆解行业将迎来春天。
- **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现营收 131.59/159.95/190.80 亿元，归母净利润 8.03/10.13/12.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.19、0.24、0.29 元/股，根据公司基本情况和同行业估值水平，给予公司未来 6-12 个月 26-27 倍 PE 估值，合理价格区间为 6.24-6.48 元，上调至“推荐”评级。
- **风险提示：**新能源汽车发展不及预期；产能拓展不及预期。

1 公司基本情况

公司是三元前驱体龙头企业。公司业务包含再生资源回收（电子废弃物拆解、废弃电池回收、废弃汽车拆解）、钴镍钨回收及硬质合金、三元前驱体材料等，是三元前驱体龙头企业。

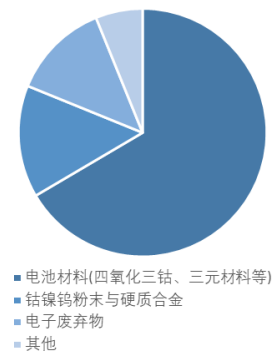
公司业绩情况。公司 2019 年 1-9 月实现营业收入 98.33 亿元，同比减少 3.89%；实现归母净利润 6.04 亿元，同比增长 16.57%；实现扣非后归母净利润 5.55 亿元，同比增长 8.34%。公司营收的减少主要是由于产品价格下跌导致的，公司在钴价大幅波动下仍保持了较好的盈利水平，前三季度毛利率分别为 18.57%、20.20%和 19.28%。

图 1：公司业绩情况



资料来源：wind，财富证券

图 2：公司营收占比（2019H1）



资料来源：wind，财富证券

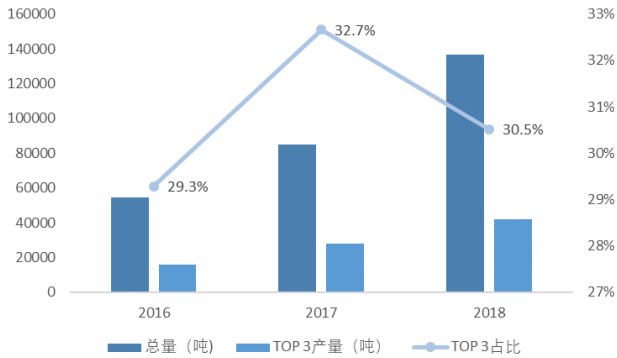
2 三元前驱体龙头，业绩增长确定性高

三元前驱体行业增速快，行业赛道良好。三元前驱体是三元材料重要的原材料，近年来在新能源汽车行业快速发展的带动下，三元材料行业经历了高速成长，国内三元材料产量从 2014 年 2.35 万吨增长到 2018 年的 13.68 万吨，累计复合增速为 55%，且 2018 年的增速仍保持在 57%。从生产工艺上，三元前驱体工艺与性能决定了三元材料的性能，进而影响电池的性能。相比于三元材料市场，三元前驱体材料市场相对稳定，2018 年 TOP 3 出货量占比为 46.8%，同比提升 5.3 pct。相应的三元材料 2018 年 TOP 3 产量占比为 30.5%，同比下滑 2.2 pct。所以相比于三元正极材料，三元前驱体行业格局更加稳定，同时门槛相对更高，是一个良好的赛道。

公司是三元前驱体行业龙头，业绩增长确定性高。公司目前拥有 10 万吨三元前驱体产能，预计 2019 年度出货量为 7 万吨。产品方面，公司三元前驱体中高镍（6 系以上）和单晶产品占比超过 80%，产品品质优良。客户方面，三元前驱体材料供应三星、CATL、ECOPRO、厦门钨业、容百科技等优质客户，未来有望随着客户的成长而成长。同时公司定增预案近期已通过证监会批准，拟募集 30 亿，扩产项目包括 8 万吨三元前驱体和 2

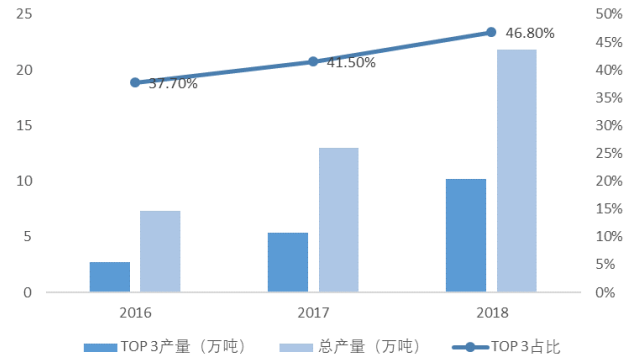
万吨正极材料，未来有望继续保持行业领先地位。

图 3：国内三元材料市场



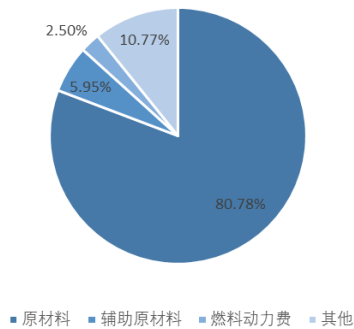
资料来源：wind，财富证券

图 4：国内三元前驱体市场



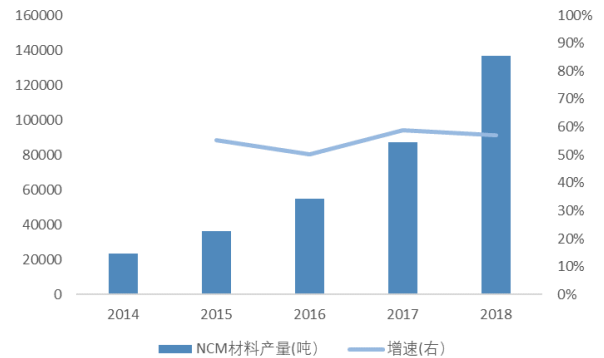
资料来源：鑫椽资讯，财富证券

图 5：前驱体材料生产成本 (2018)



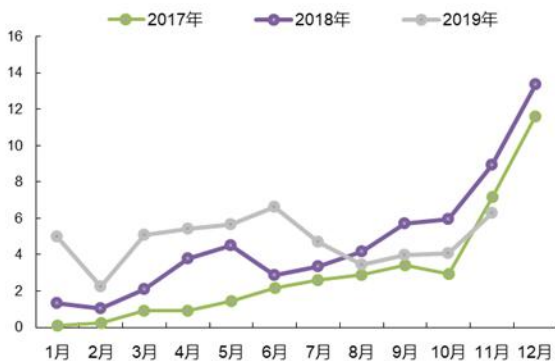
资料来源：wind，财富证券

图 6：国内三元材料产量与增速



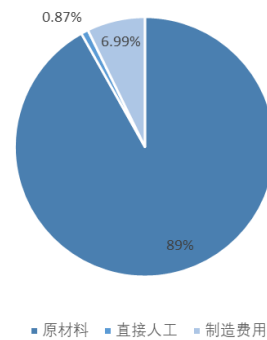
资料来源：GGII，财富证券

图 7：动力电池当月装机量 (Gwh)



资料来源：GGII，财富证券

图 8：典型正极材料 (当升科技) 企业生产成本



资料来源：wind，财富证券

3 废弃物回收与硬质合金业务稳步发展

废弃物回收与硬质合金业务稳步发展，汽车零部件回收业务迎来政策红利。硬质合金业务方面，公司全力打造“硬质合金废料回收—钴粉和碳化钨粉的循环再造—制备高端硬质合金产品”的完整商业闭环，其中超细钴粉占中国市场的 50% 以上，世界市场的 20% 以上。废弃物回收业务方面，电子废弃物业务近年来保持稳定。汽车零部件回收业务方面，2019 年 6 月份实行的新《报废机动车回收管理办法》取消对报废汽车回收行业实行特种行业管理的规定。同时汽车“五大总成”不用再作为废旧金属回炉处理，未来可以再造利用，废旧汽车回收拆解行业将迎来春天。

4 盈利预测

我们预测公司 2019-2021 年实现营收 131.59/159.95/190.80 亿元，归母净利润 8.03/10.13/12.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.19、0.24、0.29 元/股，根据公司基本情况和同行业估值水平，给予公司未来 6-12 个月 26-27 倍 PE 估值，合理价格区间为 6.24-6.48 元，上调至“推荐”评级。

5 风险提示

新能源汽车发展不及预期；产能拓展不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438