

2020年04月29日

证券研究报告·2019年报及2020一季报点评

格林美(002340)有色金属

买入(维持)

当前价: 4.47元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩略低于预期, 电池材料业务是公司业绩核心驱动力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年年报, 全年实现的营业收入为 143.5 亿元, 同比增长 3.4%, 实现归母净利润 7.35 亿元, 同比增长 0.68%, 实现扣非后的归母净利润 7.06 亿元, 同比增长 7.4%; 发布 2020 年一季报, Q1 实现营收 22.9 亿元, 同比减少 27%, 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比减少 37%, 实现扣非后的归母净利润 0.99 亿元, 同比减少 28%。
- **业绩略低于预期, 电池材料业务占比持续提升。** 公司三元前驱体全年出货量超过 6 万吨, 略低于预期, 但是电池材料板块营收为 89.7 亿元, 同比增长 12.6%, 毛利率稳定在 22%。整个新能源电池材料业务的营收占比高达 62.5%, 同比提升 5 个百分点, 毛利为 19.8 亿元, 同比增长 13%, 毛利占比高达 76%, 是公司业绩的核心驱动力。公司三元前驱体主流供应三星 SDI、ECOPRO、CATL、LG、容百科技、厦门钨业等全球优质客户, 在全球动力电池产业链中占有重要地位。公司钴镍钨板块中, 超细钴粉销量大 4700 吨钴金属, 同比增长 18%, 钨产品销量达 4600 吨, 同比增长 18%, 进一步夯实了“钴镍钨回收-产品再造-硬质合金器件再造”的核心产业链, 大幅提升盈利能力。公司继续对电子废弃物业务产业链进行深度优化调整, 全年电子废弃物拆解量近 600 万台/套, 同时报废汽车回收处理量近 15 万吨。
- **疫情影响 2020 年 Q1 季度业绩, 毛利率保持在较好水平。** 由于疫情对整个新能源汽车产业链的下游需求的影响, 整个电池材料的出货量都有明显的下降, 公司 2020 年 Q1 季度的营收同比下降 27%, 我们认为主要是受疫情对下游需求的影响所致, 但是公司 Q1 季度销售毛利率为 18.3%, 仅小幅下降 0.2 个百分点, 依旧保持在较高水平, 也显示出公司在产业链中的龙头地位。我们判断公司 2020 年 Q1 季度为全年的业绩低点, 未来随着新能源下游需求的逐步恢复, 业绩将逐步改善。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.23、0.26 元和 0.30 元, 对应 PE 分别为 20 倍、17 倍和 15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能释放或不及预期风险、新能源汽车销量不及预期风险、公司下游订单合同或采购协议无法签订的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14354.01	15877.81	17011.86	18251.50
增长率	3.43%	10.62%	7.14%	7.29%
归属母公司净利润(百万元)	735.27	935.39	1086.09	1237.95
增长率	0.68%	27.22%	16.11%	13.98%
每股收益 EPS(元)	0.18	0.23	0.26	0.30
净资产收益率 ROE	6.77%	8.22%	8.75%	9.26%
PE	25	20	17	15
PB	1.68	1.56	1.45	1.34

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

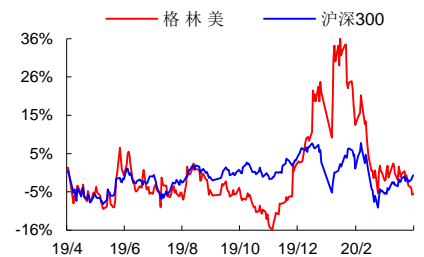
分析师: 刘岗

执业证号: S1250517100001

电话: 010-58251918

邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	41.50
流通 A 股(亿股)	41.25
52 周内股价区间(元)	4.01-6.45
总市值(亿元)	185.49
总资产(亿元)	265.12
每股净资产(元)	2.49

相关研究

1. 格林美(002340): 与国际知名电池材料供应商合作, 发力最新一代三元前驱体材料 (2020-02-03)
2. 格林美(002340): 三季度盈利稳定, 三元前驱体业务持续发力 (2019-10-29)
3. 格林美(002340): 锁定钴原料供应巨头, 为电池材料业务保驾护航 (2019-10-09)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14354.01	15877.81	17011.86	18251.50	净利润	749.50	974.94	1119.42	1283.07
营业成本	11757.07	12932.98	13826.92	14803.68	折旧与摊销	687.69	167.06	167.06	167.06
营业税金及附加	78.07	79.39	87.55	93.04	财务费用	638.78	627.65	640.12	628.59
销售费用	108.00	109.65	113.98	118.63	资产减值损失	-64.97	30.00	30.00	30.00
管理费用	511.19	1000.30	1020.71	1095.09	经营营运资本变动	1263.46	-2149.23	-231.00	-549.53
财务费用	638.78	627.65	640.12	628.59	其他	-2537.35	3.39	-93.14	-10.87
资产减值损失	-64.97	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	737.12	-346.19	1632.47	1548.32
投资收益	28.38	30.00	0.00	0.00	资本支出	8358.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.45	0.73	1.02	1.24	其他	-9511.65	30.73	1.02	1.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1153.53	30.73	1.02	1.24
营业利润	858.90	1128.57	1293.61	1483.71	短期借款	-929.92	661.53	-692.88	-579.79
其他非经营损益	7.85	5.08	6.00	5.69	长期借款	777.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	866.75	1133.65	1299.61	1489.40	股权融资	-36.43	0.00	0.00	0.00
所得税	117.25	158.71	180.19	206.34	支付股利	0.00	-147.05	-187.08	-217.22
净利润	749.50	974.94	1119.42	1283.07	其他	68.42	-1920.03	-640.12	-628.59
少数股东损益	14.23	39.54	33.33	45.12	筹资活动现金流净额	-119.96	-1405.56	-1520.08	-1425.59
归属母公司股东净利润	735.27	935.39	1086.09	1237.95	现金流量净额	-532.67	-1721.02	113.40	123.96
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3308.80	1587.78	1701.19	1825.15	成长能力				
应收和预付款项	3797.78	4417.24	4589.85	4960.31	销售收入增长率	3.43%	10.62%	7.14%	7.29%
存货	5732.24	6241.44	6739.40	7195.26	营业利润增长率	-5.34%	31.40%	14.62%	14.70%
其他流动资产	749.80	383.43	410.81	440.75	净利润增长率	-3.75%	30.08%	14.82%	14.62%
长期股权投资	859.68	859.68	859.68	859.68	EBITDA 增长率	-0.72%	-11.99%	9.23%	8.50%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	18.09%	18.55%	18.72%	18.89%
无形资产和开发支出	2042.50	1877.03	1711.56	1546.10	三费率	8.76%	10.94%	10.43%	10.09%
其他非流动资产	10350.23	10348.64	10347.05	10345.46	净利率	5.22%	6.14%	6.58%	7.03%
资产总计	26841.03	25715.24	26359.55	27172.70	ROE	6.77%	8.22%	8.75%	9.26%
短期借款	6218.14	6879.67	6186.78	5607.00	ROA	2.79%	3.79%	4.25%	4.72%
应付和预收款项	3648.75	3132.42	3531.82	3852.97	ROIC	10.13%	16.81%	16.43%	17.32%
长期借款	1379.89	1379.89	1379.89	1379.89	EBITDA/销售收入	15.22%	12.11%	12.35%	12.49%
其他负债	4525.01	2466.24	2471.68	2477.62	营运能力				
负债合计	15771.78	13858.21	13570.17	13317.48	总资产周转率	0.55	0.60	0.65	0.68
股本	4149.63	4148.34	4148.34	4148.34	固定资产周转率	4.41	—	—	—
资本公积	3473.40	3474.70	3474.70	3474.70	应收账款周转率	6.57	6.05	6.18	6.18
留存收益	2852.73	3641.06	4540.08	5560.80	存货周转率	2.15	2.15	2.12	2.12
归属母公司股东权益	10484.53	11232.76	12131.78	13152.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.35%	—	—	—
少数股东权益	584.72	624.27	657.59	702.72	资本结构				
股东权益合计	11069.25	11857.03	12789.37	13855.22	资产负债率	58.76%	53.89%	51.48%	49.01%
负债和股东权益合计	26841.03	25715.24	26359.55	27172.70	带息债务/总负债	55.11%	67.50%	63.82%	60.68%
					流动比率	1.13	1.25	1.37	1.51
					速动比率	0.65	0.63	0.68	0.76
					股利支付率	0.00%	15.72%	17.22%	17.55%
					每股指标				
					每股收益	0.18	0.23	0.26	0.30
					每股净资产	2.67	2.86	3.08	3.34
					每股经营现金	0.18	-0.08	0.39	0.37
					每股股利	0.00	0.04	0.05	0.05
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2185.38	1923.28	2100.79	2279.36					
PE	25.23	19.83	17.08	14.98					
PB	1.68	1.56	1.45	1.34					
PS	1.29	1.17	1.09	1.02					
EV/EBITDA	6.80	8.31	7.22	6.35					
股息率	0.00%	0.79%	1.01%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn