

增持

——维持

日期：2021年04月29日

行业：电气设备和新能源



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师：孙克遥

Tel: 021-53686135

E-mail: sunkeyao@shzq.com

SAC证书编号：S0870520010001

基本数据 (2021年04月27日)

报告日股价 (元)	9.83
12mth A 股价格区间 (元)	4.3-10.58
总股本 (百万股)	4783.52
无限售 A 股/总股本	99.55%
流通市值 (百万元)	46810.44
每股净资产 (元)	2.84

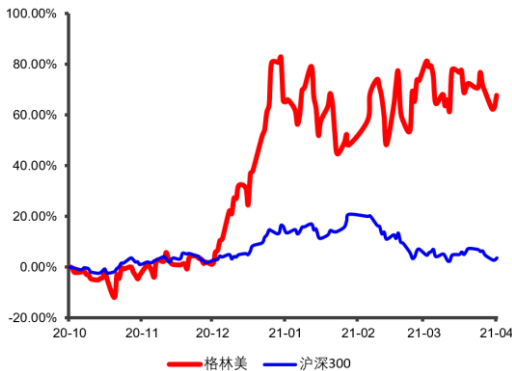
主要股东 (2021Q1)

深圳市汇丰源	9.92%
香港中央结算有限公司	2.71%

收入结构 (2020A)

电池材料	53.43%
钴镍钨粉末与硬质合金	18.50%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：SKY21-GEM01

首次报告日期：

相关报告：

格林美 (002340)

证券研究报告/公司研究/公司动态

各项业务齐头并进，21 年业绩高增可期

——2020 年年报及 21 年一季报点评

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报。2020年全年公司实现营业收入124.66亿元，同比下滑13.15%；实现归母净利润4.13亿元，同比下滑43.90%；扣非后净利润3.51亿元，同比下滑50.33%。20年经营性现金流8.54亿元，同比增15.86%。

公司发布2021年一季度报告。2021年一季度公司营业总收入37.3亿元，同比增长62.71%；归母净利润2.76亿元，同比增长150.42%。

■ 事项点评

疫情影响前驱体出货，高镍出货占比提升

2020年，公司生产经营受疫情影响较大，三元前驱体产能位于湖北荆门，至少影响一个季度的产量。疫情影响下，公司全年三元前驱体出货量41,450吨，虽同比下滑30%，但依旧保持全球前三名。三元前驱体业务收入30.86亿元，同比下滑48%，业务毛利率24.03%，同比下滑2.17个百分点，依旧保持行业领先水平。20年公司三元前驱体由中低镍产品加速向高镍产品转型升级，其中8系以上高镍产品出货量占比50%以上，尤其是NCA9系超高镍产品出口量超过18,000吨，同比增长超过35%。同时，公司在超高镍低钴前驱体、四元前驱体、无钴前驱体等前沿产品领域全面突破关键技术，Ni含量达到96%的超高镍低钴（含钴1.5%）前驱体实现商用化，NCM91多晶、NCM90单晶与NCMA四元前驱体进入量产阶段，主流供应SAMSUNG SDI、ECOPRO、CATL、LGC等全球核心客户。

产能扩张推进，抢滩镍钴资源供应

截至2020年底，公司三元前驱体已经建成产能达到13万吨，定增募集资金投向的8万吨/年的高镍前驱体扩容项目开工。公司预计2021年底，三元前驱体总产能确保达到18万吨/年，力争达到20万吨/年。21年公司将实施镍钴原料体系的扩容工程建设，将新建3万吨/年镍钴金属的化学体系（硫酸镍、硫酸钴与氯化钴），预计至年底镍钴化学体系总量达到10万吨/年的镍钴金属总量，保障公司三元前驱体产能释放。公司积极布局上游资源，与嘉能可延长钴原料供应期限至十年，同时与力勤资源签署八年供应长单（累计供应不少于74,400吨镍金属量原料与9,296吨钴金属量副产品）。此外，公司抢占镍资源先机，进驻印尼镍资源基地，印尼项目股权增加至72%，充分抓住印尼镍资源项目主动权，为公司高镍前驱体业务保驾护航。

回收业务成绩斐然，先发布局优势显著

2018年，公司首批入选《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单，先发布局优势突出，与大众、戴姆勒奔驰、丰田、长安、蔚来、威马、小鹏等280多家整车厂与电池厂达成战略合作。公司2020年动力电池回收量较2019年翻倍增长，总回收量超过10,000吨，资源化利用动力电池5,000余吨，梯级利用电池包出货量达10,000组，占有率稳步提高。20年电池回收业务收入0.93亿元，同比大幅增长175%，实现盈利。公司将在2021年完成韩国浦项动力电池回收基地的建设，并在欧洲布局电池回收工厂，构建面向全球的动力电池回收产业体系。

21Q1 业绩靓丽，全年出货有望高增

21Q1公司营业总收入37.3亿元，同比增长62.71%；归母净利润2.76亿元，同比增长150.42%。我们预计Q1公司前驱体销量近2万吨，同比增431%，四氧化三钴销量突破5000吨，同比增93%。公司目标全年三元前驱体产销10万吨、四氧化三钴产销突破23,000吨，同时目标8系以上高镍低钴、高镍单晶、四元等新一代前驱体材料的出货量占比70%以上，逐步达到占比90%以上。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2021-2023年营收分别为219.53亿元、262.20亿元和295.15亿元，增速分别为76.1%、19.44%和12.57%；归属于母公司股东净利润分别为11.86亿元、15.46亿元和19.28亿元，增速分别为187.56%、30.37%和24.67%；全面摊薄每股EPS分别为0.25元、0.32元和0.4元，对应PE为39.64倍、30.41倍和24.39倍。未来六个月内，我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

公司新增产能投放不及预期，上游原材料价格波动超预期等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12466.28	21952.86	26219.53	29514.68
增长率(%)	-13.15%	76.10%	19.44%	12.57%
归属母公司股东净利润	412.50	1186.18	1546.44	1927.99
增长率(%)	-43.90%	187.56%	30.37%	24.67%
每股收益(元)	0.09	0.25	0.32	0.40
市盈率(X)	113.99	39.64	30.41	24.39

数据来源：Wind 上海证券研究所（2021年04月27日收盘价）

■ 附表
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4423	4391	5244	5903
应收和预付款项	4024	5999	7704	8578
存货	5813	9069	11055	12504
其他流动资产	872	1056	1139	1203
长期股权投资	1131	1131	1131	1131
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	10792	12685	15324	18184
无形资产和开发支出	1764	1929	2023	2152
商誉	89	89	89	89
其他非流动资产	2382	2274	2459	2662
资产总计	29708	37149	44509	50545
短期借款	6643	10574	13463	15374
应付和预收款项	3848	4872	6572	7507
长期借款	911	911	911	911
其他负债	568	568	568	568
负债合计	15622	20952	25799	28882
股本	4784	4784	4784	4784
资本公积	5371	5371	5371	5371
留存收益	3049	4953	7203	9826
归属母公司股东权益	13310	15392	17874	20786
少数股东权益	776	819	874	942
股东权益合计	14086	16210	18748	21729
负债和股东权益合计	29708	37149	44509	50545

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	854	-1516	1160	2188
投资活动产生现金流量	-1483	-1311	-1906	-1976
融资活动产生现金流量	1693	2795	1599	447
现金流量净额	1040	-33	853	659

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12466	21953	26220	29515
营业成本	10389	18193	21458	23845
营业税金及附加	67	126	145	164
营业费用	54	95	113	127
管理费用	550	968	1156	1302
财务费用	516	82	62	-25
研发费用	489	860	1028	1157
资产减值损失	-4	-97	-122	-158
投资收益	29	52	62	70
其他收益	151	266	317	357
营业利润	541	1485	1946	2433
营业外收支净额	-7	-7	-7	-7
利润总额	535	1479	1940	2427
所得税	108	250	338	430
净利润	427	1228	1602	1997
少数股东损益	15	42	55	69
归属母公司股东净利润	413	1186	1546	1928

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.66%	17.13%	18.16%	19.21%
EBIT/销售收入	22.29	25.33	20.17	17.24
销售净利率	3.43%	5.60%	6.11%	6.77%
ROE	3.10%	7.71%	8.65%	9.28%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.11	1.07	1.04	1.03
速动比率	0.60	0.50	0.49	0.48
总资产周转率	0.42	0.73	0.93	0.90
应收账款周转率	4.90	3.43	4.75	4.34
存货周转率	1.79	2.01	1.94	1.91

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

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唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。