

格林美 (002340)

公司研究/点评报告

前驱体出货快速增长，聚焦电池材料一体化主业

—格林美 (002340) 2021 年半年报点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 08 月 26 日

一、事件概述

8 月 25 日，公司发布 2021 年半年报，上半年实现营收 80.00 亿元，同比增长 42.5%，实现归母净利润 5.37 亿元，同比增长 151.1%，扣非后归母净利润 4.96 亿元，同比增长 164.0%。

二、分析与判断

➤ 21Q2 营收和归母净利润同比大增

营收和净利：公司 21Q2 营收 42.70 亿元，同比增长了 28.6%，环比增长 14.5%，归母净利润为 2.61 亿元，同比增长 151.8%，环比略降 5.2%，同比大增主要得益于下游需求快速增长。**毛利率：**21Q2 毛利率为 19.9%，同比上涨了 3.5pct，环比下降了 1.1pct，环比下降主要原因为运费按会计准则调入营业成本导致。**费用率：**公司 21Q2 期间费用率为 12.5%，同比下降 1.1pct，其中销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.2%、3.7%、3.5%、5.0%，同比变动了 -0.5pct、-1.8pct、+0.1pct 和 +1.0pct，销售费用下降主要原因为运费按会计准则调入营业成本，研发投入大幅增加带来研发费用率上升。**现金流：**21Q2 经营活动现金流净额为 0.05 亿元，同比增长 108.01%，环比下降 82.49%。**分业务看：**21H1 三元前驱体业务营收 30.33 亿元，同比增长 132.13%，毛利率 25.63%，同比下降 1.3pct；四氧化三钴业务实现营收 17.82 亿元，同比增长 95.20%，毛利率 20.66%，同比下降 3.86pct；电池回收业务营收 0.55 亿元，同比增长 75.90%，毛利率 20.21%，同比增长 0.19pct。

➤ 前驱体和四氧化三钴出货和产能稳步提升，绑定优质客户

前驱体：公司去年前驱体出货 4 万吨，21H1 出货 4.2 万吨，同比增长 190%，位居全球前三，出口 1.5 万吨，同比增长 110%，全年出货有望达到 10 万吨左右。公司积极扩产，21 年 6 月底已有 13 万吨产能，21 年年底前驱体产能将超过 20 万吨，2025 年远期规划 35 万吨以上，有望保持全球市占率 20% 左右的龙头地位。**四氧化三钴：**21H1 出货 0.85 万吨，同比增长 41.67%，位居全球前三。现有产能 2 万吨，明年将达到 2.5 万吨，2025 年 3.5 万吨。**正极材料：**出货 0.49 万吨，保持稳定。**客户：**公司绑定国内外优质客户，包括 ECOPRO、三星 SDI、CATL、容百科技、厦门钨业、LGC、ATL、比亚迪、浦项、松下等，下游大客户需求快速增长将有效消化公司新建产能。

➤ 锁定大供应商+动力电池回收+印尼镍资源项目，保证钴镍战略供应

公司钴资源主要通过和嘉能可签订 10 年长单加资源回收保证。镍资源分三方面保证供应：1) 与力勤签订八年长单；2) 动力电池回收，当前回收镍当量 1 万吨，未来预计可以做到 4-5 万吨当量；3) 与青山合作的印尼项目在建规划产能 5 万吨，预计 2022 年初投产，远期规划 10 万吨。

➤ 产品结构优化，不断开发新品，树立技术壁垒

高镍发展趋势明确，公司积极布局，2020 年 8 系及 8 系以上高镍产品出货量占比 50% 以上，9 系超高镍 (Ni90 及以上) 产品销售占比 40% 以上，四氧化三钴材料全面转型掺杂高电压新一代产品，出货占比 50% 以上。公司四元 NCMA 前驱体已获得认证，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 单晶进入量产阶段，Ni98 完成量产前技术储备。公司自主研发的“核壳技术”高镍前驱体具备提升高镍三元正极材料结构稳定性的作用。公司前驱体全面实现了 PPb 级管控。高镍前驱体产品磁性异物含量平均值为 0.64PPb，处于行业先进水平，技术工艺水平领先。

推荐

首次评级

当前价格：12.31 元

交易数据 2021-8-25

近 12 个月最高/最低(元)	12.63/4.46
总股本(百万股)	4,784
流通股本(百万股)	4,762
流通股比例(%)	99.55
总市值(亿元)	589
流通市值(亿元)	586

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：S0100520080001
电话：021-60876734
邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：S0100120120042
电话：021-60876734
邮箱：dingya@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004
电话：021-60876734
邮箱：lijingbo@mszq.com

相关研究

➤ 卡位电池回收蓝海市场，逐步剥离电子废弃物、硬质合金等业务

电池回收业务：公司深耕电池回收，21H1 梯级利用电池包出货量达 11,606 组，同比增长 325%，有 3 家子公司位于国家电池回收建议清单内，并已与 340 家整车厂和电池厂签订合作协议，随着此前动力电池服役到期量逐步增多，蓝海市场逐步打开，公司在渠道和经验上有优势，并将与前驱体主业形成协同，将首先受益。**电子废弃物业务：**将分拆至格林循环，拟登陆科创板上市。**硬质合金业务：**对控股的浙江德威实施混改，2020 年转让 16.5% 股权，剩余 48.5% 股权转为权益法核算。公司还会推动城市矿山与环境服务业务的混改等，聚焦主业。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.54、19.41、24.88 亿元，同比增长 203.9%、54.8%、28.2%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 47、30、24 倍，参考 CS 新能源车指数 154 倍 PE (TTM)，考虑到公司为正极前驱体龙头，技术优势明显，逐步聚焦主营业务优化治理，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

全球新能源车需求不及预期；公司业务分拆进度不及预期；原材料价格上升对公司利润影响超过预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	12,466	17,278	24,126	29,997
增长率 (%)	-13.2	38.6	39.6	24.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	413	1,254	1,941	2,488
增长率 (%)	-43.9	203.9	54.8	28.2
每股收益 (元)	0.09	0.26	0.41	0.52
PE (现价)	136.8	47.0	30.3	23.7
PB	4.4	4.2	3.7	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,466	17,278	24,126	29,997
营业成本	10,389	13,839	19,194	23,872
营业税金及附加	67	94	131	162
销售费用	54	86	121	150
管理费用	550	760	1,013	1,230
研发费用	489	674	941	1,170
EBIT	917	1,825	2,726	3,413
财务费用	516	255	296	298
资产减值损失	(4)	0	0	(0)
投资收益	29	0	0	0
营业利润	541	1,570	2,430	3,115
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	535	1,570	2,430	3,115
所得税	108	316	489	627
净利润	427	1,254	1,941	2,488
归属于母公司净利润	413	1,254	1,941	2,488
EBITDA	1,734	2,705	3,681	4,415
资产负债表 (百万元)				
货币资金	4423	2900	2709	2569
应收账款及票据	2871	3979	5556	6908
预付款项	1154	1537	2131	2651
存货	5813	9566	11763	14765
其他流动资产	398	398	398	398
流动资产合计	15132	18777	23166	27842
长期股权投资	1131	1131	1131	1131
固定资产	9119	9819	10419	11019
无形资产	1764	1828	1820	1841
非流动资产合计	14577	14396	14485	14513
资产合计	29708	33174	37652	42355
短期借款	6643	6643	6643	6643
应付账款及票据	3848	5126	7109	8842
其他流动负债	360	360	360	360
流动负债合计	13585	15227	17764	19979
长期借款	911	1911	1911	1911
其他长期负债	726	726	726	726
非流动负债合计	2038	3038	3038	3038
负债合计	15622	18265	20802	23016
股本	4784	4784	4784	4784
少数股东权益	776	776	776	776
股东权益合计	14086	14909	16850	19338
负债和股东权益合计	29708	33174	37652	42355

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-13.2	38.6	39.6	24.3
EBIT 增长率	-36.1	98.9	49.4	25.2
净利润增长率	-43.9	203.9	54.8	28.2
盈利能力				
毛利率	16.7	19.9	20.4	20.4
净利润率	3.3	7.3	8.0	8.3
总资产收益率 ROA	1.4	3.8	5.2	5.9
净资产收益率 ROE	3.1	8.9	12.1	13.4
偿债能力				
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.1
资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	73.9	73.9	73.9	73.9
存货周转天数	200.0	200.0	200.0	200.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.8	3.0	3.4	3.9
每股经营现金流	0.2	(0.2)	0.2	0.3
每股股利	0.0	0.1	0.0	0.0
估值分析				
PE	136.8	47.0	30.3	23.7
PB	4.4	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	28.8	19.7	14.5	12.0
股息收益率	0.1	0.7	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	427	1,254	1,941	2,488
折旧和摊销	830	880	955	1,002
营运资金变动	(962)	(3,571)	(2,042)	(2,601)
经营活动现金流	854	(1,127)	1,191	1,226
资本开支	1,425	655	1,044	1,029
投资	(26)	0	0	0
投资活动现金流	(1,483)	(655)	(1,044)	(1,029)
股权募资	3,019	0	0	0
债务募资	(565)	1,000	0	0
筹资活动现金流	1,693	259	(338)	(338)
现金净流量	1,064	(1,524)	(190)	(141)

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。