

格林美 (002340)

公司研究/点评报告

65 万吨大单锁定成长，前驱体龙头再下一城

—格林美 (002340) 事件点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 10 月 11 日

一、事件概述

10 月 10 日，公司发布公告，与韩国 ECOPRO 子公司 ECOPRO BM 签订备忘录，将于 2024-2026 年向 ECOPRO BM 供应总量为 65 万吨的 NCA&NCM 高镍三元前驱体材料。

二、分析与判断

➤ 与 ECOPRO 签订未来 6 年共 82.6 万吨供应备忘录，锁定海外优质客户需求

公司此次与 ECOPRO 签订的 65 万吨 NCA&NCM 高镍三元前驱体供应备忘录覆盖了 2024-2026 年，其中 2024 年供货 15 万吨，2025 年 25 万吨，2026 年多于 25 万吨。公司与 ECOPRO 有着长期合作，在 NCM8 系/9 系、梯次利用及循环再生等领域已有深度合作，4 月双方签订了 2021-2023 年 17.6 万吨供应备忘录，其中，2021 年供货不低于 3 万吨，2022 年 7.3 万吨，2023 年多于 7.3 万吨。

ECOPRO 是全球正极材料龙头，是三星 SDI 与 SK 的核心供应商。9 月 15 日，SKI 与 ECOPRO 签署协议，将从 2024 年到 2026 年向其购买价值 550 亿元的 NCM 高镍正极材料，按现价对应年均需求量超过 10 万吨。此次公司与 ECOPRO 签订长单，有望帮助公司提升穿透至优质电池厂客户处的份额，并提前锁定需求。除 ECOPRO 以外，公司还与三星 SDI、CATL、容百科技、厦门钨业、LGC、ATL、比亚迪、浦项、松下等国内外优质客户保持着长期合作关系。

➤ 前驱体和四氧化三钴出货和产能稳步提升，进军磷酸铁锂领域

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 40 万吨，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。公司 9 月 18 日公告了与荆门市政府签订的协议，将于 2021-2025 年新增投资 28 亿元，新建 8 万吨新一代超高镍前驱体及配套的镍钴原料体系、5 万吨磷酸铁锂正极、10 万吨磷酸铁前驱体、1.5 万吨高纯碳酸锂与 2 万吨高纯硫酸锰晶体与固体废物综合处置中心，新增产值 150 亿元以上。

➤ 电池回收龙头公司卡位蓝海市场，将首先收益

公司深耕电池回收，21H1 梯次利用电池包出货量达 11,606 组，同比增长 325%，公司有 3 家子公司位于国家电池回收建议白清单内，已与 340 家整车厂和电池厂签订合作协议，并不断扩大合作方，8 月 10 日公司与亿纬锂能签署 10,000 吨镍产品定向循环利用合作备忘录；8 月 19 日公司与孚能科技签署建设废旧动力电池及电池废料绿色处理产业链战略合作框架协议。动力电池一般有 8 年或 12 万公里保质期，随着新能源车和储能电池的普及，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。

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 43、28、22 倍，参考 CS 新能源车指数 125 倍 PE (TTM)，考虑到公司为正极前驱体龙头，锁定全球正极龙头订单，卡位电池回收蓝海市场，维持“推荐”评级。

推荐

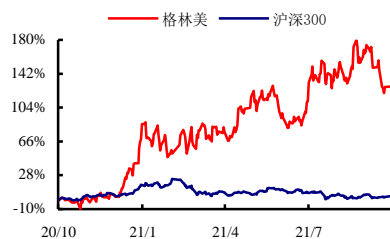
维持评级

当前价格： 11.22 元

交易数据 2021-10-8

近 12 个月最高/最低(元)	13.78/4.46
总股本(百万股)	4,784
流通股本(百万股)	4,762
流通股比例(%)	99.54
总市值(亿元)	537
流通市值(亿元)	534

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：丁亚

执业证号：S0100521090001

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

1. 格林美(002340):前驱体出货快速增长，聚焦电池材料一体化主业

四、风险提示：

全球新能源车需求不及预期；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)	124.7	42.8	27.7	21.6
PB	4.0	3.8	3.3	2.9

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	124.7	42.8	27.7	21.6
PB	4.0	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	26.5	18.2	13.3	11.1
股息收益率	0.1	0.8	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

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。