

前驱体符合高预期 电池回收终迎绽放

——格林美（002340.SZ）半年报点评

电池化学品



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

近期，公司发布 2022 年半年报。22H1 公司实现营业收入 139.2 亿元，同比增长 74%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比增长 26.77%；扣非净利润 6.24 亿元，同比增长 25.83%。本期公司业绩符合我们的预期，上半年产销目标的小幅超额完成，为下半年产能释放关键期打下坚实基础。

点评：

持续聚焦电池材料业务，前驱体营收高速增长。公司持续聚焦电池材料业务的发展：22H1 公司新能源电池材料业务纳得营收 105.2 亿元，同比增加 88.7%，占总营收 75.6%，同比提升 5.9pct，为历年最高水平。其中，三元前驱体营收 75.2 亿元，同比高增 148%，营收占比首次超过公司总营收的 1/2，达 54%（2021 年为 49%）。

- ◆ **产能释放顺利，产销目标达成。**公司规划 22H1 前驱体产销 6.5 万吨，实际产销 6.6 万吨，同比增长 57%，小幅超额完成指标，为下半年产能释放冲击 18 万吨产销目标打下基础。
- ◆ **聚焦高镍产品，占比持续提升，技术保持领跑。**公司 6.6 万吨前驱体产销量中包括 8 系及以上高镍产品 4.7 万吨，同比高增 124%，占比 71%（21H1 为 50%）；9 系超高镍产品 4.3 万吨，同比高增 156%，占比 65%（21H1 为 40%）。同时，公司高镍核壳、中镍高压前驱体进入商业量产阶段，四元、五元、钠电材料等技术持续推进中，维持了公司技术上的领跑态势。
- ◆ **原料成本压低毛利率水平，背靠背定价保障单吨盈利。**受原料价格影响，公司前驱体、四氧化三钴、正极材料的单吨成本均有显著上涨，使整体毛利率下降 4.9pct 至 15.5%。但受益于背靠背的定价机制，单吨毛利维持稳定。前驱体的单吨毛利为 2.2 万元/吨，与 20-21 年 2.1-2.3 万元/吨基本持平。
- ◆ **150 万吨订单锁定长期需求，印尼镍矿投产扩产保障原料供给。**公司本期与厦钨新能源签署 22-26 年 45.5-54 万吨的前驱体长约，未来 5 年前驱体订单需求达 150 万吨。22 年 6 月印尼青美邦一期 3 万吨/年镍资源项目顺利竣工开始调试，二期项目启动规划设计；同时，公司计划在原项目基础上通过设计优化装备创新新增 2.3 万吨产能，总计 7.3 万吨/年。进一步保障公司前驱体镍钴原料的供应，同时有助于降低成本增强前驱体业务盈利能力。
- ◆ **磷酸铁锂产线投产，镍铁合金导入原料缓解镍压力。**报告期内，公司年产 2 万吨磷酸铁锂产线建成投产，采用镍铁合金直接生产磷酸铁与硫酸镍。镍铁合金作为新型原料导入电池材料生产系统，有助缓解镍资源紧张。

电池回收规模高增。22H1 公司城市矿山板块营收 34 亿元，同比增长 40%，占比 24%。其中，动力电池回收业务实现营收 2.56 亿元，同比增长 364%。上半年回收拆解动力电池达 8452 吨（1.08GWh），已超 21 年全年总量（8407 吨），是 2020 年全年回收拆解量的近 8 倍。即便营收与处理量高速增长，公司产能储备仍然充裕，目前仅利用了 5 大再生利用基地 21.5 万吨/年产能的不足 10%。

- ◆ **定向循环模式持续推广，加深公司与电池材料全生命周期的绑定。**公司已与超 560 家车企及电池企业签署了回收合作协议，同时持续推广电池废料换材料的“定向循环”模式，继 21 年与亿纬锂能、孚能科技开展定向循环合作后，又与瑞普兰约定签署 3 万吨/年的定向循环战略合作协议。定向循环模式的不断推广，有望加深公司与电池材料全生命周期的绑定，在动力电池回收市场回收模式形成时期获得先发优势。

评级

买入（维持）

2022 年 08 月 26 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

张远澄

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122020006

zhangyuancheng@shgsec.com

交易数据

时间 2022.8.26

总市值/流通市值（亿元）	450/448
总股本（万股）	509354.7
资产负债率（%）	57.81
每股净资产（元）	3.12
收盘价（元）	8.83
一年内最低价/最高价（元）	5.97/13.94

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《格林美首次覆盖报告：前驱体驱动业绩向上 电池回收期待绽放》2022-05-17

- **锂回收产线投产，回收率领先行业。**公司锂回收产能扩大至 500 吨/月，且锂回收率可达 90%以上，高于行业平均的 85%水平。

投资建议：公司上半年业绩符合预期，在订单充足原料保障的情况下，我们判断公司下半年亦能够顺利完成 18 万吨前驱体产销目标。公司动力电池材料及回收业务均实现高速增长，电池回收到前驱体生产的全链条定向循环模式逐渐清晰，印尼镍矿顺利投产并规划扩产，原料供应由长协采购逐步向镍矿+回收过渡，提升保障性同时有望通过降本提升收益。预计公司 2022 年~2024 年归母净利润分别为 18.3 亿、23.3 亿、33.3 亿元，对应 EPS 为 0.36 元、0.46 元、0.65 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，电池技术路线变革，前驱体及电池回收市场竞争加剧，镍矿项目进展不及预期，新能源车需求不及预期等。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,466	19,301	35,525	45,815	57,582
增长率 (%)	-13.2%	54.83%	84.1%	29%	25.7%
归母净利润(百万元)	413	923	1,832	2,331	3,334
增长率 (%)	-43.9%	123.8%	98.4%	27.3%	43%
净资产收益率 (%)	3.1%	6.49%	11.28%	12.8%	15.77%
每股收益(元)	0.09	0.19	0.36	0.46	0.65
PE	98.11	46.47	24.55	19.29	13.49
PB	3.17	2.97	2.77	2.46	2.13

资料来源：公司财报，申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					资产负债表					单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E			
营业收入	12466	19301	35525	45815	57582	流动资产合计	15132	17008	31661	40387	50633			
营业成本	10389	15977	29811	38060	47289	货币资金	4423	3683	6395	8247	10365			
营业税金及附加	67	90	179	223	285	应收账款	2546	4125	7424	9683	12102			
营业费用	54	70	128	166	208	其他应收款	151	253	465	600	754			
管理费用	550	663	1219	1572	1976	预付款项	1154	1477	3033	3873	4812			
研发费用	489	805	1421	1833	2303	存货	5813	6265	12251	15283	19211			
财务费用	516	669	722	1241	1636	其他流动资产	398	629	1146	1478	1857			
资产减值损失	-4	-74	-70	-72	-71	非流动资产合计	14577	17380	22794	28616	33245			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	1131	1105	1032	1032	1032			
投资净收益	29	187	187	187	187	固定资产	9119	10228	13902	18513	22683			
营业利润	541	1151	2232	2876	4056	无形资产	1764	1809	1836	1869	1896			
营业外收入	3	7	5	6	6	商誉	89	85	85	85	85			
营业外支出	10	6	8	7	7	其他非流动资产	512	694	1277	1646	2069			
利润总额	535	1153	2229	2875	4054	资产总计	29708	34388	54454	69004	83878			
所得税	108	192	372	513	691	流动负债合计	13585	13899	28919	39510	48950			
净利润	427	960	1858	2363	3363	短期借款	6643	5595	16130	24284	30856			
少数股东损益	15	37	26	32	29	应付账款	499	744	1391	1775	2206			
归属母公司净利润	413	923	1832	2331	3334	预收款项	0	0	0	0	0			
EBITDA	1870	2737	4235	5881	7690	一年内到期的非流动	1588	1390	1588	1588	1588			
EPS(元)	0.09	0.19	0.36	0.46	0.65	非流动负债合计	2038	4676	7124	8100	9400			
主要财务比率					长期借款		911	3837	6324	7300	8600			
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	498	0	0	0	0			
成长能力					负债合计		15622	18575	36043	47610	58351			
营业收入增长	-13.15%	54.83%	84.06%	28.96%	25.69%	少数股东权益	776	1584	1610	1642	1671			
营业利润增长	-36.96%	112.60%	93.90%	28.85%	41.02%	实收资本(或股本)	4784	4784	5094	5094	5094			
归属于母公司净利润增长	-43.90%	123.82%	98.41%	27.26%	43.01%	资本公积	5371	5445	5548	5548	5548			
获利能力					未分配利润		3049	3890	5439	7420	10246			
毛利率(%)	16.66%	17.22%	16.08%	16.93%	17.88%	归属母公司股东权益	13310	14228	16242	18255	21139			
净利率(%)	3.43%	4.98%	5.23%	5.16%	5.84%	负债和所有者权益	29708	34388	53896	67507	81160			
总资产净利润(%)	1.39%	2.68%	3.36%	3.38%	3.97%	现金流量表						单位:百万		
ROE(%)	3.10%	6.49%	11.28%	12.77%	15.77%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E			
偿债能力					经营活动现金流		854	742	-4037	673	1483			
资产负债率(%)	53%	54%	67%	71%	72%	净利润	427	960	1858	2363	3363			
流动比率	1.22	1.09	1.02	1.03	1.03	折旧摊销	812	916	1281	1764	1998			
速动比率	0.77	0.67	0.64	0.64	0.64	财务费用	516	669	722	1241	1636			
营运能力					应付帐款减少		24	-1579	-3299	-2259	-2419			
总资产周转率	0.44	0.60	0.80	0.75	0.77	预收帐款增加	-181	0	0	0	0			
应收账款周转率	5	6	6	5	5	投资活动现金流	-1483	-2973	-6458	-7273	-6323			
应付帐款周转率	23.02	31.06	33.28	28.94	28.93	公允价值变动收益	0	0	0	0	0			
每股指标(元)					长期股权投资减少		-271	26	73	0	0			
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.19	0.36	0.46	0.65	投资收益	29	187	187	187	187			
每股净现金流(最新摊薄)	0.22	-0.15	0.43	0.19	0.19	筹资活动现金流	1693	1531	12687	7570	5785			
每股净资产(最新摊薄)	2.78	2.97	3.19	3.58	4.15	应付债券增加	-596	-498	0	0	0			
估值比率					长期借款增加		-468	2925	1918	0	0			
P/E	98.11	46.47	24.55	19.29	13.49	普通股增加	634	0	310	0	0			
P/B	3.17	2.97	2.77	2.46	2.13	资本公积增加	1897	74	103	0	0			
EV/EBITDA	25.38	18.04	14.79	11.89	9.84	现金净增加额	1064	-700	2192	971	945			

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上