

格林美 (002340.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q3 出货量环比微增，镍资源项目放量可期

10月30日公司发布2022年三季报，前三季度公司实现营业收入214亿元，同比+65.8%，实现归母净利润10.06亿元，同比+40.4%，扣非归母净利润9.23亿元，同比+39.0%。2022Q3实现营业收入74.5亿元，同比/环比分别+52.3%/+7.1%，实现归母净利润3.25亿元，同比/环比分别+81.3%/-7.11%，扣非归母净利润2.98亿元，同比/环比分别+77.8%/-2.6%。

□ 三元前驱体出货量环比小幅增长，略低于预期。公司前三季度三元前驱体销量超10.5万吨，Q3出货约3.9万吨，环比+8%，全年出货指引为15-16万吨，略低于预期，我们认为主要受欧洲需求疲弱影响，而公司海外出口比例较高。Q3公司毛利率12.3%，环比-2.4pct，或主要因产能利用率较低所致。公司最新一代浓度梯度超高镍低钴（8系）核壳三元前驱体实现量产，高电压三元前驱体在行业首次批量商用化。

□ 动力电池回收业务同比增幅明显。1-9月累计回收动力电池逾1.2万吨（1.50GWh），同比+130%，实现销售收入4.6亿元，同比+298%，其中三季度回收动力电池约3500吨（0.42GWh）。预计全年回收退役动力电池包（不含废料）2万吨以上，预计市场占有率将达到10%以上。

□ 镍冶炼项目有望明年贡献利润，150万吨供货协议保障镍矿来源。QMB一期3万吨9月底竣工投产，目前正处于产能爬坡期，预计明年实现达产，二期4.3万吨正式启动；9月公司与伟明环保签署布局年产高冰镍含镍金属5万吨（印尼）新合作项目；9月公司与Nickle Industries签署150万吨镍金属的红土镍矿长期的绿色原料供应协议（20年期限）。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司2022-2024归母净利润分别为14.6、22.5、31.5亿元，对应PE分别为26、17、12倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：新能源车销量不及预期、技术路线变动风险、钴镍价格大幅波动、新项目建设不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12466	19301	31264	42084	55249
同比增长	-13%	55%	62%	35%	31%
营业利润(百万元)	541	1151	1880	2917	4079
同比增长	-37%	113%	63%	55%	40%
归母净利润(百万元)	413	923	1455	2253	3148
同比增长	-44%	124%	58%	55%	40%
每股收益(元)	0.08	0.18	0.28	0.44	0.61
PE	92.6	41.4	26.3	17.0	12.1
PB	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

周期/环保及公用事业
当前股价：7.44元

基础数据

总股本(万股)	513559
已上市流通股(万股)	476476
总市值(亿元)	382
流通市值(亿元)	354
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	6.7
资产负债率	53.3%
主要股东	深圳市汇丰源投资有限公司
主要股东持股比例	8.43%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《格林美(002340): 中报业绩符合预期，锂电材料业务高速增长》2022-08-25
- 《格林美(002340): 被低估的三元前驱体龙头》2022-07-13
- 《格林美(002340)-2021年报和2022一季报点评: 高端产品&镍钴资源提升盈利能力》2022-04-28

刘文平 S1090517030002

liuwenping@cmschina.com.cn

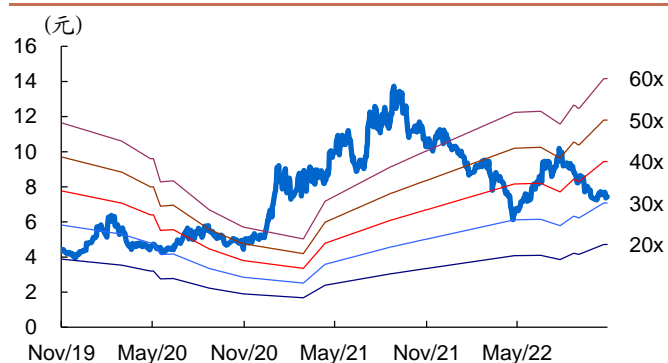
刘伟洁 S1090519040002

liuwei jie@cmschina.com.cn

赖如川 研究助理

lairuchuan@cmschina.com.cn

图 1: 格林美历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 格林美历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《格林美 (002340): 中报业绩符合预期, 锂电材料业务高速增长》2022-08-25
- 2、《格林美 (002340): 被低估的三元前驱体龙头》2022-07-13
- 3、《格林美 (002340) -2021 年报和 2022 一季报点评: 高端产品&镍钴资源提升盈利能力》2022-04-28
- 4、《格林美 (002340) —2021 年三季报点评: 业绩基本符合预期, 国内外订单助力产能释放》

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	15132	17008	25806	33304	42447
现金	4423	3683	4000	4000	4000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	324	515	834	1122	1474
应收款项	2546	4125	6650	8951	11751
其它应收款	242	263	427	574	754
存货	5813	6265	10352	13894	18222
其他	1783	2157	3545	4762	6247
非流动资产	14577	17380	18234	19022	19747
长期股权投资	1131	1105	1105	1105	1105
固定资产	9119	10228	11290	12263	13156
无形资产商誉	1984	2021	1819	1637	1473
其他	2343	4027	4021	4017	4014
资产总计	29708	34388	44041	52326	62195
流动负债	13585	13899	21765	27853	34595
短期借款	6643	5595	11646	14962	18317
应付账款	3848	4273	7069	9489	12444
预收账款	73	96	160	214	281
其他	3021	3935	2890	3189	3553
长期负债	2038	4676	4676	4676	4676
长期借款	911	3837	3837	3837	3837
其他	1126	839	839	839	839
负债合计	15622	18575	26441	32529	39271
股本	4784	4784	5094	5094	5094
资本公积金	5371	5445	5548	5548	5548
留存收益	3155	4000	5316	7422	10422
少数股东权益	776	1584	1643	1734	1860
归属于母公司所有者权益	13310	14228	15958	18063	21063
负债及权益合计	29708	34388	44041	52326	62195

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	854	742	(2219)	(383)	(296)
净利润	427	960	1513	2344	3275
折旧摊销	817	924	1057	1124	1186
财务费用	546	699	627	1014	1140
投资收益	(29)	(187)	(141)	(141)	(141)
营运资金变动	(922)	(1623)	(5294)	(4741)	(5776)
其它	15	(32)	19	17	21
投资活动现金流	(1483)	(2973)	(1772)	(1772)	(1772)
资本支出	(1426)	(3169)	(1913)	(1913)	(1913)
其他投资	(58)	197	141	141	141
筹资活动现金流	1693	1531	4308	2155	2067
借款变动	1032	2480	4661	3316	3355
普通股增加	634	0	310	0	0
资本公积增加	1929	74	103	0	0
股利分配	(124)	(72)	(139)	(148)	(148)
其他	(1778)	(952)	(627)	(1014)	(1140)
现金净增加额	1064	(700)	317	(0)	(0)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12466	19301	31264	42084	55249
营业成本	10389	15977	26433	35479	46529
营业税金及附加	67	90	146	197	258
营业费用	54	70	97	130	171
管理费用	550	663	797	1052	1381
研发费用	489	805	1251	1263	1657
财务费用	516	669	627	1014	1140
资产减值损失	(40)	(174)	(174)	(174)	(174)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	151	111	111	111	111
投资收益	29	187	30	30	30
营业利润	541	1151	1880	2917	4079
营业外收入	3	7	7	7	7
营业外支出	10	6	6	6	6
利润总额	535	1153	1882	2919	4081
所得税	108	192	368	575	806
少数股东损益	15	37	59	91	127
归属于母公司净利润	413	923	1455	2253	3148

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-13%	55%	62%	35%	31%
营业利润	-37%	113%	63%	55%	40%
归母净利润	-44%	124%	58%	55%	40%
获利能力					
毛利率	16.7%	17.2%	15.5%	15.7%	15.8%
净利率	3.3%	4.8%	4.7%	5.4%	5.7%
ROE	3.5%	6.7%	9.6%	13.2%	16.1%
ROIC	3.9%	5.8%	6.7%	8.8%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	52.6%	54.0%	60.0%	62.2%	63.1%
净负债比率	30.8%	31.5%	35.2%	35.9%	35.6%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0
存货周转率	1.8	2.6	3.2	2.9	2.9
应收账款周转率	4.6	5.1	5.2	4.8	4.7
应付账款周转率	2.9	3.9	4.7	4.3	4.2
每股资料(元)					
EPS	0.08	0.18	0.28	0.44	0.61
每股经营净现金	0.17	0.14	-0.43	-0.07	-0.06
每股净资产	2.59	2.77	3.11	3.52	4.10
每股股利	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
估值比率					
PE	92.6	41.4	26.3	17.0	12.1
PB	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	35.2	23.6	17.4	12.3	9.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。10年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，11年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士、理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券。

杜开欣：招商证券有色研究员。香港中文大学会计理学硕士，吉林大学本科。2021年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。