

格林美 (002340.SZ)

新能源材料出货持续增长, “以旧换新” 提振回收业务发展

增持

核心观点

公司2024Q1净利润4.56亿元, 同比+164%。公司2023年实现营收305.29亿元, 同比+4%; 实现归母净利润9.35亿元, 同比-28%; 毛利率为12.24%, 同比-2.3pct。公司2024Q1实现营收为83.54亿元, 同比+36%、环比-19%; 实现归母净利润4.56亿元, 同比+164%、环比+18%; 毛利率为13.29%, 同比+0.4pct、环比+3.8pct。公司2023年公允价值变动收益为12.65亿元, 或主要受到参股公司Ecopro Materials股价变动影响; 2023年因上游原材料和产品价格下降, 计提资产减值损失8.29亿元。

公司三元前驱体出货量快速增长, 全球领先地位稳固。2023年公司三元前驱体销量为18.03万吨、同比+18%; 毛利率为14.61%、同比-3.44pct。2023年公司8系及以上高镍前驱体等高端产品出货量为13.71万吨, 占总出货量76%以上, 高镍产品出货量位居全球第一。2024Q1公司三元前驱体出货量达到5.1万吨、同比+114%、维持快速发展态势。

公司镍项目2023年开始陆续投产, 有望贡献持续利润。2023年公司出货2.71万吨金属镍, 超产率30%以上、镍钴锰回收率达到95%以上。2024Q1公司印尼镍项目出货1.05万吨金属, 实现超产30%。在青美邦一期项目稳定生产以及二期项目陆续落地的推动下, 2024年公司有望出货超过6万吨金属镍。

“以旧换新”政策推出, 有望助推公司废弃资源综合利用业务快速发展。4月26日, 商务部等7部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》。细则明确, 拟申请补贴的个人消费者需提供个人信息、《报废机动车回收证明》、《机动车销售统一发票》等材料。其中, 《报废机动车回收证明》应由有资质的报废机动车回收拆解企业开具。“以旧换新”政策有望带动废旧汽车回收行业快速发展, 并且助推废旧汽车流入合规报废渠道, 推动行业健康规范发展。公司在湖北、湖南、广东等11个省市布局了16个以电子废弃物、报废汽车、退役动力电池为主体的绿色回收与废物循环处理基地, 覆盖中国40%以上国土面积。同时, 公司还具有国家电子废弃物循环利用工程技术中心、国家能源金属重点实验室等多个国家级公共技术研究平台, 资源综合利用能力行业领先, 有望充分受益政策实现快速发展。

风险提示: 金属价格大幅波动; 行业竞争加剧风险; 电动车销量不及预期。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“增持”评级。我们预计公司2024-2026年归母净利润为12.25/16.35/20.03亿元, 同比+31%/34%/23%, EPS分别为0.24/0.32/0.39元, 当前PE为26/20/16倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	29,392	30,529	30,727	36,254	41,076
(+/-%)	52.3%	3.9%	0.7%	18.0%	13.3%
净利润(百万元)	1296	934	1225	1635	2003
(+/-%)	40.4%	-27.9%	31.1%	33.5%	22.5%
每股收益(元)	0.25	0.18	0.24	0.32	0.39
EBIT Margin	7.6%	4.8%	6.7%	6.8%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	7.3%	5.5%	6.9%	8.3%	9.4%
市盈率 (PE)	24.7	34.2	26.1	19.6	16.0
EV/EBITDA	16.7	22.1	14.7	13.5	12.0
市净率 (PB)	1.53	1.47	1.38	1.28	1.18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

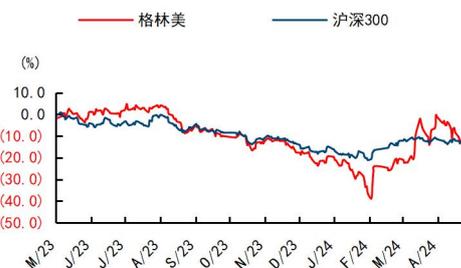
电力设备·电池

证券分析师: 王蔚祺 联系人: 李全
010-88005313 021-60375434
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	6.23元
总市值/流通市值	31995/31692百万元
52周最高价/最低价	7.17/3.95元
近3个月日均成交额	831.20百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

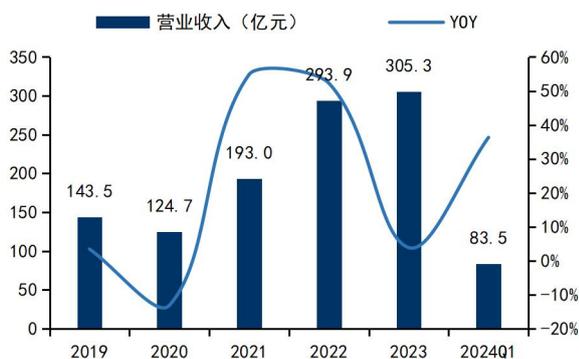
《格林美 (002340.SZ) - 前驱体行业领先企业, 受益以旧换新政策回收业务未来可期》——2024-04-25

公司 2023 年实现营收 305.29 亿元，同比+4%；实现归母净利润 9.35 亿元，同比-28%；实现扣非归母净利润-2.41 亿元；毛利率为 12.24%，同比-2.30pct；净利率为 3.81%，同比-0.72pct。

公司 2023Q4 实现营收 103.00 亿、同比+28%、环比+41%；实现归母净利润 3.87 亿元、同比+33%、环比+188%；实现扣非归母净利润-7.04 亿元；毛利率为 9.48%、同比-5.40pct、环比-6.05pct；净利率为 4.01%，同比+0.51pct、环比+1.34pct。我们估计公司 2023Q4 前驱体销量达到 6 万吨左右，环比增长超 20%，镍资源出货量持续增长 带动公司收入稳步提升。2023Q4 公司公允价值变动收益为 12.65 亿元、主要系受到参股的 Ecopro Materials 股价变化影响。2023Q4 公司计提资产减值损失 7.66 亿元，致使扣非归母净利润显著承压。

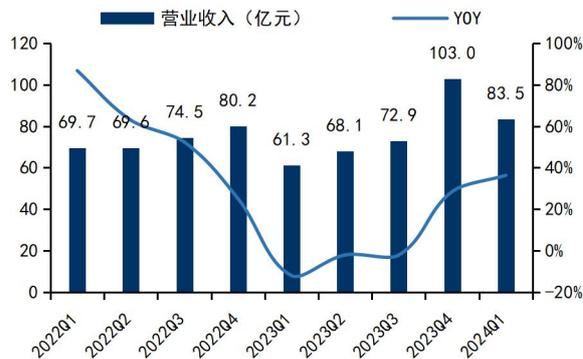
公司 2024Q1 实现营收 83.54 亿元，同比+36%、环比-19%；实现归母净利润 4.56 亿元，同比+164%、环比+18%；实现扣非净利润 3.79 亿元，同比+333%，环比扭亏为盈；毛利率为 13.29%，同比+0.42pct、环比+3.81pct；净利率为 5.60%，同比+1.74pct，环比+1.59pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



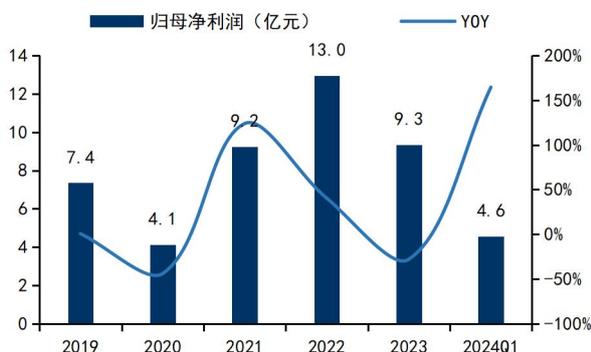
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2023 年期间费用率同比略有增长。公司 2023 年期间费用率为 8.91%，同比+0.89pct；其中销售/管理/研发/财务费率分别为 0.33%/2.84%/3.94%/1.81%，同

比+0.01/+0.44/+0.07/+0.38pct。公司2023年管理费用率同比增加主要系限制性股票激励费用和折旧摊销费用增加影响；财务费用率同比增加或受汇兑收益减少等影响。

2024Q1 公司期间费用率为 6.95%，同比-2.63pct、环比-1.82pct。公司 2024Q1 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.29%/2.56%/2.45%/1.65%，同比-0.06/-0.70/-0.39/-1.48pct，环比-0.06/+0.47/-1.83/-0.39pct。

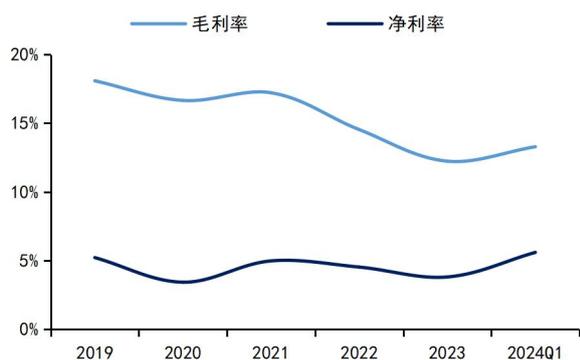
公司 2023 年其他收益为 1.87 亿元。2023Q4/2024Q1 其他收益为 0.76/1.81 亿元，主要为政府补贴、先进制造业企业增值税加计抵减等。

公司 2023 年公允价值变动净收益为 12.65 亿元。2023Q4/2024Q1 公允价值变动净收益分别为 12.65/-0.94 亿元，主要系公司参股 Ecopro Materials 股价波动所致。

公司 2023 年计提资产减值损失 8.29 亿元，2023Q4/2024Q1 分别计提资产减值损失 7.66/0.05 亿元，主要为存货跌价损失与合同履行成本减值损失。

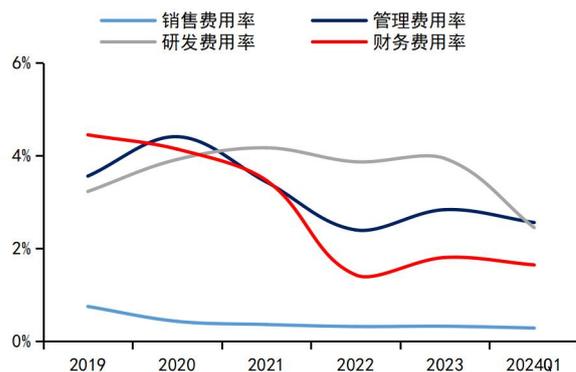
公司 2023 年计提信用减值损失 0.97 亿元，2023Q4/2024Q1 分别计提信用减值损失 0.68/0.33 亿元。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

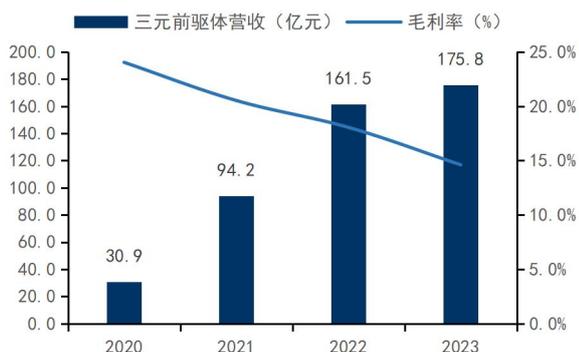
图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

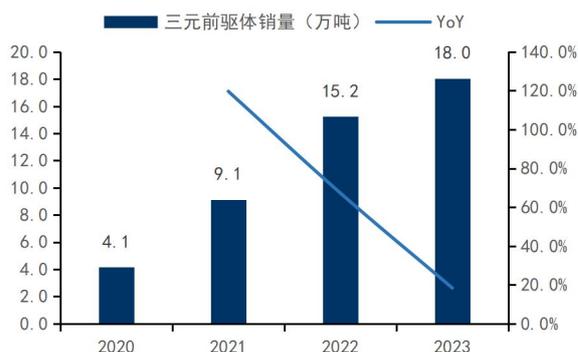
公司三元前驱体出货量快速增长，全球领先地位稳固。2023 年公司三元前驱体业务实现营收 175.82 亿元，同比+9%；销量为 18.03 万吨、同比+18%；毛利率为 14.61%、同比-3.44pct。2023 年公司 8 系及以上高镍前驱体等高端产品出货量为 13.71 万吨，占总出货量 76%以上，高镍产品出货量位居全球第一。2023Q4 公司三元前驱体出货量约为 6 万吨，环比+20%。2024Q1 公司三元前驱体出货量达到 5.1 万吨，同比+114%、环比-15%，依旧维持快速发展态势。

图7：公司三元前驱体营业收入及毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司三元前驱体销量（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司镍项目 2023 年开始陆续投产，有望贡献持续利润。2023 年公司镍资源业务实现营收 20.02 亿元、毛利率为 32.85%。2023 年公司青美邦镍资源一期项目成功完成调试爬坡、达产、稳产、超产四个阶段，全年出货 2.71 万吨金属，超产率 30%以上、镍钴锰回收率达到 95%以上。同时，公司在 2023 年内全面启动印尼镍项目二期建设，经过优化设计镍资源产能从规划总量 12.3 万吨提升到 15 万吨。2024Q1 公司印尼镍项目出货 1.05 万吨金属，实现超产 30%。2024 年在公司青美邦一期项目稳定生产以及二期项目陆续落地的推动下，全年出货量有望超过 6 万吨金属镍。

公司废弃资源综合利用业务布局早，在渠道铺设与客户合作方面处于领先地位。2023 年，公司废弃资源综合利用业务收入为 75.60 亿元，同比基本持平。公司 2023 年动力电池综合利用实现营收 11.31 亿元，同比+82%；动力电池回收拆解量达到 2.75 万吨，同比+57%。公司与比亚迪、梅赛德斯-奔驰中国、广汽集团、亿纬锂能、东风乘用车、山河智能、瑞浦兰钧等全球众多合作伙伴打造定向循环合作模式，积极打造“沟河江海”的全国回收利用网络体系。

公司 2023 年报废汽车回收业务营收为 3.70 亿元、同比-37%；电子废弃物综合利用业务营收 10.27 亿元、同比-52%。格林循环业务升级转型稳步推进，形成电子废弃物拆解、废塑料改性再生、稀贵金属与稀散金属再利用等三项核心业务，跟上当前全球碳减排与战略资源循环利用大趋势。

“以旧换新”政策推出，有望助推公司废弃资源综合利用业务快速发展。2024 年 4 月 12 日，商务部等 14 部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，明确到 2027 年，报废汽车回收量较 2023 年增加约一倍，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%，再生材料在资源供给中的占比进一步提升。

4 月 26 日，商务部等 7 部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，指出对于报废国三及以下标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车的个人消费者，如购买新能源乘用车或燃油乘用车，分别给予 1.0/0.7 万元一次性补贴。细则明确，拟申请补贴的个人消费者在提交补贴申请时，需提交个人身

份信息、报废汽车的车辆识别代号、《报废机动车回收证明》、《机动车销售统一发票》等材料。其中，《报废机动车回收证明》应由有资质的报废机动车回收拆解企业开具。

截至 2023 年末，国三及以下排放标准的乘用车保有量约 1371 万辆、2018 年 4 月及之前新能源乘用车销量约 130 万辆，此次以旧换新政策潜在参与车辆超 1500 万辆。而根据乘联会秘书长崔东树表示，2023 年国内汽车报废量约为 756 万辆，同比+32%。以旧换新政策有望带动废旧汽车回收行业快速发展。同时消费者申请补贴时，需提交正规的《报废机动车回收证明》；此举有望助推废旧汽车流入合规的报废渠道，助推行业健康规范发展。

格林美在湖北、湖南、广东等 11 个省市布局了 16 个以电子废弃物、报废汽车、退役动力电池为主体的绿色回收与废物循环处理基地，覆盖中国 40%以上国土面积。同时，公司还具有国家电子废弃物循环利用工程技术中心、国家能源金属重点实验室等多个国家级公共技术研究平台，资源综合利用能力行业领先，有望充分受益政策实现快速发展。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 12.25/16.35/20.03 亿元，同比+31%/34%/23%，EPS 分别为 0.24/0.32/0.39 元，当前 PE 为 26/20/16 倍。

表1：可比公司估值表（2024 年 4 月 27 日）

代码	公司简称	总市值		EPS			PE			投资评级
		亿元	股价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300919.SZ	中伟股份	341.01	50.91	3.51	4.23	4.98	14.50	12.04	10.22	-
300073.SZ	当升科技	231.67	45.74	2.01	2.36	2.80	22.76	19.38	16.34	买入
002340.SZ	格林美	319.95	6.23	0.24	0.32	0.39	26.12	19.57	15.97	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测；注：中伟股份盈利预测为 Wind 一致预期值

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5354	5544	5400	5400	5400	营业收入	29392	30529	30727	36254	41076
应收款项	5749	7731	5893	6953	7878	营业成本	25119	26792	26073	30898	34996
存货净额	7662	8297	8418	9933	11254	营业税金及附加	94	102	113	130	145
其他流动资产	916	908	913	1081	1225	销售费用	94	100	99	110	125
流动资产合计	22045	24580	22557	25675	28380	管理费用	706	866	1130	1300	1400
固定资产	17129	20415	20245	20731	20678	研发费用	1137	1203	1250	1350	1450
无形资产及其他	2113	2336	2242	2149	2056	财务费用	421	552	486	491	517
其他长期资产	1565	3650	3073	3625	4108	投资收益	73	(6)	47	106	129
长期股权投资	1278	1651	1651	1651	1651	资产减值及公允价值变动	(409)	(926)	(90)	(40)	(40)
资产总计	44130	52632	49767	53831	56873	其他收入	477	2299	410	380	400
短期借款及交易性金融负债	7634	11629	13086	14469	14635	营业利润	1552	1356	1854	2381	2892
应付款项	3932	5429	993	1186	1348	营业外净收支	(4)	5	0	1	2
其他流动负债	3349	4090	3808	4539	5149	利润总额	1547	1361	1854	2382	2894
流动负债合计	15091	22208	17887	20195	21132	所得税费用	215	199	297	381	463
长期借款及应付债券	7508	8161	8161	8161	8161	少数股东损益	37	228	332	366	428
其他长期负债	659	560	560	560	560	归属于母公司净利润	1296	934	1225	1635	2003
长期负债合计	8167	8721	8721	8721	8721	现金流量表 (百万元)					
负债合计	23258	30929	26608	28916	29853	净利润	1296	934	1225	1635	2003
少数股东权益	2388	2942	3274	3639	4067	资产减值准备	(327)	(829)	(50)	0	0
股东权益	18484	18762	19886	21276	22953	折旧摊销	1073	1386	1914	2045	2194
负债和股东权益总计	44130	52632	49767	53831	56873	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	421	552	486	491	517
每股收益	0.25	0.18	0.24	0.32	0.39	营运资本变动	(2823)	776	(3898)	(2194)	(1933)
每股红利	0.05	0.02	0.05	0.06	0.08	其它	764	(103)	821	751	815
每股净资产	4.06	4.23	4.51	4.85	5.26	经营活动现金流	(17)	2164	11	2236	3079
ROIC	7%	4%	4%	5%	6%	资本开支	(4133)	(5395)	(1650)	(2438)	(2048)
ROE	7%	5%	7%	8%	9%	其它投资现金流	(174)	(178)	625	(447)	(353)
毛利率	15%	12%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(4307)	(5573)	(1025)	(2884)	(2401)
EBIT Margin	8%	5%	7%	7%	7%	权益性融资	3101	(139)	0	0	0
EBITDA Margin	11%	9%	13%	12%	13%	负债净变化	3936	4586	1456	1384	166
收入增长	52%	4%	1%	18%	13%	支付股利、利息	(399)	(256)	(101)	(245)	(327)
净利润增长率	40%	-28%	31%	33%	23%	其它融资现金流	265	3932	1456	1384	166
资产负债率	53%	59%	53%	54%	52%	融资活动现金流	6217	3638	870	648	(678)
息率	0.8%	0.3%	0.8%	1.0%	1.3%	现金净变动	1893	229	(144)	0	0
P/E	24.7	34.2	26.1	19.6	16.0	货币资金的期初余额	3683	5354	5544	5400	5400
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	5354	5544	5400	5400	5400
EV/EBITDA	16.7	22.1	14.7	13.5	12.0	企业自由现金流	(3953)	(1982)	(1902)	(516)	699
						权益自由现金流	(379)	1834	(853)	456	430

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032