

格林美 (002340.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩短期承压，期待青美邦项目放量增利

周期/环保及公用事业
当前股价: 7.03 元

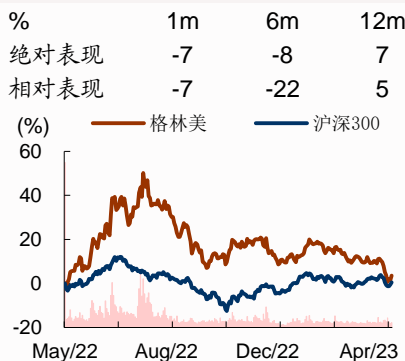
4月29日公司发布2022年报和2023年一季报: 2022年实现营业收入293.9亿元, 同比+52.3%, 实现归母净利润12.96亿元, 同比+40.4%, 实现扣非归母净利润12.09亿元, 同比+67.4%。2023Q1实现营业收入61.3亿元, 同比/环比分别-12.0%和-23.6%, 实现归母净利润1.72亿元, 同比/环比分别-48.0%和-40.5%, 实现扣非归母净利润0.87亿元, 同比/环比分别-72.5%和-69.4%。

基础数据

总股本(万股)	513559
已上市流通股(万股)	507798
总市值(亿元)	361
流通市值(亿元)	357
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	52.2%
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%

- 三元前驱体出货量同比高增且以超高镍为主，四氧化三钴出货量同比下滑。2022年公司三元前驱体出货量15.2万吨, 同比+67.3%, 位居全球第二; 8系及以上产品出货量11.5万吨, 同比+109%, 占比75.3%, 提升15pct, 其中9系产品出货量9.1万吨, 同比+150%, 占比60%, 大幅提升20pct; 新一代梯度核壳前驱体和高电压三元前驱体出货量分别5250和5274吨。四氧化三钴出货量1.5万吨, 同比-7.9%, 全球市占率近20%, 位居全球前三。
- 2022年三元前驱体单吨盈利同比略有下降。2022年三元前驱体单吨毛利1.9万元, 同比-0.2万元, 其中上下半年分别为2.1和1.8万元, 较2021年下半年2.4万元均有下滑, 主要受终端需求增速下行导致产能利用率降低影响。四氧化三钴单吨毛利3.3万元, 同比+0.1万元, 正极材料单吨毛利1.8万元, 同比+0.3万元。
- 产线安全事故和产业链去库存致2023Q1业绩出现较大扰动。Q1公司四氧化三钴出货量1541吨, 同比-70%。2023年1月初, 子公司格林美钴业生产钴产品的辅助工序锰铜综合回收提纯车间失火, 未造成任何人员伤亡, 钴产品制造的核心工序设施没有受到影响, 3月始复工复产, 单月生产超1,540吨。受中国新能源行业产业链去库存的影响, Q1三元前驱体出货量2.4万吨, 同比-22%, Q2开始快速恢复增量, 计划销售4.5万吨以上。
- 印尼青美邦镍资源项目成功完成调试与产能爬坡。全年预计出货2.6万金属吨。Q1实现出货4,500余吨, 实现销售收入8,335万美元, 毛利率超过30%, 全年预计出货超2.6万镍和2200吨钴, 其中Q2-Q4分别计划出货0.6、0.77、0.81万金属吨镍。项目从4月份开始实现规模效益, 预计将贡献良好收益。
- 投资建议: 预计公司2023-2025年实现净利润24/29/31亿元, 对应市盈率分别为15/13/12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、安全事故风险等。

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《格林美 (002340): 与岚图汽车签署框架协议, 动力电池回收业务持续拓展》2023-01-02
- 《格林美 (002340): Q3出货量环比微增, 镍资源项目放量可期》2022-11-01
- 《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

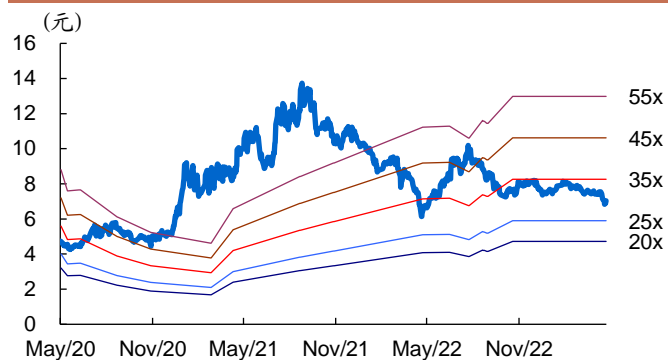
刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn
刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
贾宏坤 S1090522090001
jiahongkun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	19301	29392	37961	47496	56340
同比增长	55%	52%	29%	25%	19%
营业利润(百万元)	1151	1552	3541	4200	4584
同比增长	113%	35%	128%	19%	9%
归母净利润(百万元)	923	1296	2365	2876	3139
同比增长	124%	40%	82%	22%	9%
每股收益(元)	0.18	0.25	0.46	0.56	0.61
PE	39.1	27.9	15.3	12.6	11.5
PB	2.5	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	17008	22045	26127	31630	36755
现金	3683	5354	5000	5000	5000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	515	409	529	662	785
应收款项	4125	5339	6870	8596	10197
其它应收款	263	313	405	506	600
存货	6265	7662	9585	12143	14530
其他	2157	2966	3738	4724	5642
非流动资产	17380	22085	24778	27267	29567
长期股权投资	1105	1278	1278	1278	1278
固定资产	10228	13477	16413	19120	21613
无形资产商誉	2021	2270	2043	1838	1655
其他	4027	5060	5044	5031	5021
资产总计	34388	44130	50905	58898	66321
流动负债	13899	15091	19091	23957	28028
短期借款	5595	4394	10492	13845	16503
应付账款	4273	3932	4924	6238	7465
预收账款	96	176	220	279	333
其他	3935	6589	3455	3595	3726
长期负债	4676	8167	8167	8167	8167
长期借款	3837	7508	7508	7508	7508
其他	839	659	659	659	659
负债合计	18575	23258	27258	32124	36195
股本	4784	5136	5136	5136	5136
资本公积金	5445	8061	8061	8061	8061
留存收益	4000	5287	7395	9803	12372
少数股东权益	1584	2388	3055	3774	4558
归属于母公司所有者权益	14228	18484	20592	23000	25568
负债及权益合计	34388	44130	50905	58898	66321

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	742	(17)	1327	1493	2380
净利润	960	1332	3032	3595	3923
折旧摊销	924	1091	1303	1508	1697
财务费用	699	472	456	550	640
投资收益	(187)	(73)	(173)	(173)	(173)
营运资金变动	(1623)	(2770)	(3302)	(4000)	(3721)
其它	(32)	(70)	11	12	12
投资活动现金流	(2973)	(4307)	(3827)	(3827)	(3827)
资本支出	(3169)	(4133)	(4000)	(4000)	(4000)
其他投资	197	(174)	173	173	173
筹资活动现金流	1531	6217	2146	2334	1448
借款变动	2480	3985	2859	3353	2658
普通股增加	0	352	0	0	0
资本公积增加	74	2616	0	0	0
股利分配	(72)	(139)	(257)	(469)	(570)
其他	(952)	(597)	(456)	(550)	(640)
现金净增加额	(700)	1893	(354)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19301	29392	37961	47496	56340
营业成本	15977	25119	31454	39848	47684
营业税金及附加	90	94	121	152	180
营业费用	70	94	122	152	181
管理费用	663	706	912	1141	1353
研发费用	805	1137	1329	1425	1690
财务费用	669	421	456	550	640
资产减值损失	(174)	(426)	(200)	(200)	(200)
公允价值变动收益	0	(3)	0	0	0
其他收益	111	88	100	100	100
投资收益	187	73	73	73	73
营业利润	1151	1552	3541	4200	4584
营业外收入	7	6	6	6	6
营业外支出	6	11	11	11	11
利润总额	1153	1547	3536	4196	4580
所得税	192	215	504	600	656
少数股东损益	37	37	667	719	785
归属于母公司净利润	923	1296	2365	2876	3139

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	55%	52%	29%	25%	19%
营业利润	113%	35%	128%	19%	9%
归母净利润	124%	40%	82%	22%	9%
获利能力					
毛利率	17.2%	14.5%	17.1%	16.1%	15.4%
净利率	4.8%	4.4%	6.2%	6.1%	5.6%
ROE	6.7%	7.9%	12.1%	13.2%	12.9%
ROIC	5.8%	5.4%	8.8%	9.0%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	54.0%	52.7%	53.5%	54.5%	54.6%
净负债比率	31.5%	34.3%	35.4%	36.3%	36.2%
流动比率	1.2	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.6	3.6	3.6	3.7	3.6
应收账款周转率	5.1	5.7	5.8	5.7	5.6
应付账款周转率	3.9	6.1	7.1	7.1	7.0
每股资料(元)					
EPS	0.18	0.25	0.46	0.56	0.61
每股经营净现金	0.14	-0.00	0.26	0.29	0.46
每股净资产	2.77	3.60	4.01	4.48	4.98
每股股利	0.03	0.05	0.09	0.11	0.12
估值比率					
PE	39.1	27.9	15.3	12.6	11.5
PB	2.5	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	23.4	21.1	11.6	9.8	8.9

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。

贾宏坤：招商证券有色研究员。同济大学硕士，CFA，FRM，曾就职于天风证券。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。