公司研究

业绩拐点向上，聚焦主业，受益行业高景气

——格林美（002340.SZ）2020 年年报与 2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年实现营收 124.66 亿元，同比-13.15%；实现归母净利润 4.13 亿元，同比-43.9%；经营活动产生的现金流量净额 8.54 亿元，同比+15.86%。2020 年单四季度公司实现营收 38.22 亿元，同比-15.46%，归母净利润 0.87 亿元，同比-34%。2021 年一季度实现营收 37.3 亿元，相比 2019 年一季度增长 18.7%，归母净利润 2.76 亿元，相比 2019 年一季度增长 57.7%。

点评：

2020 年：三元前躯体业务结构优化，四氧化三钴高速增长。公司 2020 年业绩下滑主要由于公司 70%的核心产能居于湖北，生产受到疫情影响。核心业务：（1）三元前躯体业务实现营收 30.86 亿元，同比-48%；毛利率 24.03%，同比-2.17pcts。据公司年报，2020 年三元前驱体材料出货量达到 41,450 吨（下滑 30%），位居全球市场前 3 名。截至 2020 年 12 月 31 日，公司三元前驱体产能达到 13 万吨/年，8 系以上高镍产品出货量占比 50%以上，NCA9 系超高镍产品出口量超过 1.8 万吨，同比增长超过 35%。三元前驱体毛利率 24.03%，同比-2.17pcts，通过产品升级维持毛利率相对稳定。（2）四氧化三钴业务实现营收 25.96 亿元，同比+122.58%；毛利率 18.9%，同比-1.42pcts。四氧化三钴 2020 年销售 15,429 吨（同比增长超过 54%），掺杂高电压型四氧化三钴全面量产，出货量占比达 50%以上，截至 2020 年 12 月 31 日，产能扩大到 2.5 万吨以上。

21Q1：产销两旺，钴镍价格上涨，盈利大幅改善。2021 年一季度业绩增长主要由于电池材料板块产能释放，销售规模扩大。21 年 Q1 三元前驱体计划产销 2 万吨，四氧化三钴计划销售 5,000 吨以上。下游需求旺盛，钴镍价格大幅上涨，公司盈利能力提升，21Q1 综合毛利率 21.02%，相比 2019Q1 提高 2.45pcts，环比提升 4.87pcts。公司订单充裕，随着 2021 年公司三元前驱体、四氧化三钴产能释放，将推动公司 2021 年经营业绩增长。

布局钴、镍资源，高镍竞争力提升。2020 年与 21 年一季度，公司与嘉能可签署延长钴原料供应协议，与力勤资源签署供应长单，签署了印尼镍资源项目增加股权至 72%正式协议，保障公司钴、镍资源长期稳定供应。

维持“买入”评级：公司作为三元前驱体全球领先公司，业务整理过后聚焦于“城市矿山+新能源材料”的产业战略，受益高镍化进程。上调 21-22 年净利润预测（上调 10%/2%），新增 2023 年预测，预计 2021-23 年净利润 12.11/15.79/21.59 亿元，对应 PE 33/26/19x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；产业政策变动风险；原材料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	14,354	12,466	17,948	22,509	27,249
营业收入增长率	3.43%	-13.15%	43.97%	25.41%	21.06%
净利润（百万元）	735	413	1,211	1,579	2,159
净利润增长率	0.68%	-43.90%	193.67%	30.37%	36.68%
EPS（元）	0.18	0.09	0.25	0.33	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.01%	3.10%	8.38%	9.99%	12.20%
P/E	48	98	33	26	19
P/B	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-15

买入（维持）

当前价：8.42 元

作者

分析师：殷中枢
执业证书编号：S0930518040004
010-58452063
yinzs@ebscn.com

分析师：马瑞山
执业证书编号：S0930518080001
021-52523850
mars@ebscn.com

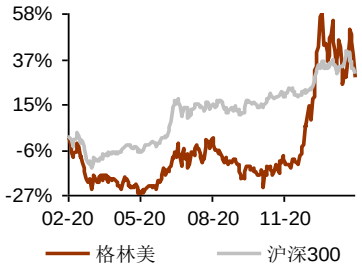
分析师：郝骞
执业证书编号：S0930520050001
021-52523827
haoqian@ebscn.com

联系人：陈无忌
chenwuji@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	47.84
总市值(亿元):	402.77
一年最低/最高(元):	4.27/10.07
近 3 月换手率:	514.76%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.45	11.88	50.40
绝对	-7.16	2.56	80.73

资料来源：Wind

相关研报

动力电池回收：降本与突破锂约束，构成锂电循环闭环——碳中和深度报告（四）（2021-03-24）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**14,354**	**12,466**	**17,948**	**22,509**	**27,249**
营业成本	11,757	10,389	14,583	18,135	21,929
折旧和摊销	672	812	958	1,076	1,160
税金及附加	78	67	90	108	125
销售费用	108	54	78	93	107
管理费用	511	550	792	970	1,147
研发费用	464	489	703	837	959
财务费用	639	516	476	565	623
投资收益	28	29	130	195	228
营业利润	**859**	**541**	**1,609**	**2,100**	**2,845**
利润总额	**867**	**535**	**1,598**	**2,100**	**2,845**
所得税	117	108	322	423	573
净利润	**749**	**427**	**1,276**	**1,677**	**2,272**
少数股东损益	14	15	65	98	114
归属母公司净利润	**735**	**413**	**1,211**	**1,579**	**2,159**
EPS(按最新股本计)	**0.18**	**0.09**	**0.25**	**0.33**	**0.45**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**737**	**854**	**996**	**1,273**	**1,736**
净利润	735	413	1,211	1,579	2,159
折旧摊销	672	812	958	1,076	1,160
净营运资金增加	-983	-768	3,298	2,762	3,039
其他	313	398	171	345	621
投资活动产生现金流	**-1,154**	**-1,483**	**-1,693**	**-825**	**-793**
净资本支出	-1,353	-1,425	-1,520	-1,020	-1,020
长期投资变化	860	1,131	0	0	0
其他资产变化	-660	-1,189	-173	195	228
融资活动现金流	**-120**	**1,693**	**563**	**465**	**4**
股本变化	-1	634	0	0	0
债务净变化	-1,259	-304	1,111	1,244	908
无息负债变化	2,294	154	1,495	1,410	1,470
净现金流	**-533**	**1,040**	**-134**	**913**	**948**

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**26,841**	**29,708**	**33,519**	**37,636**	**42,005**
货币资金	3,309	4,423	3,590	4,502	5,450
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,570	2,546	3,666	4,472	5,414
应收票据	28	324	0	0	0
其他应收款（合计）	85	242	315	371	431
存货	5,732	5,813	8,177	10,179	12,318
其他流动资产	665	629	629	629	629
流动资产合计	**13,589**	**15,132**	**17,995**	**22,168**	**26,677**
其他权益工具	46	44	44	44	44
长期股权投资	860	1,131	1,213	1,213	1,213
固定资产	7,730	9,119	10,364	10,724	10,771
在建工程	1,835	1,673	1,029	652	501
无形资产	1,742	1,764	1,725	1,687	1,651
商誉	191	89	89	89	89
其他非流动资产	617	512	815	815	815
非流动资产合计	**13,252**	**14,577**	**15,524**	**15,468**	**15,328**
总负债	**15,772**	**15,622**	**18,229**	**20,883**	**23,262**
短期借款	6,218	6,643	7,359	7,979	8,352
应付账款	584	499	700	871	1,053
应付票据	2,715	3,349	4,701	5,846	7,069
预收账款	181	0	0	0	0
其他流动负债	43	360	360	360	360
流动负债合计	**12,004**	**13,585**	**15,441**	**17,596**	**19,474**
长期借款	1,380	911	1,661	2,161	2,661
应付债券	1,094	498	498	498	498
其他非流动负债	192	167	167	167	167
非流动负债合计	**3,767**	**2,038**	**2,788**	**3,288**	**3,788**
股东权益	**11,069**	**14,086**	**15,291**	**16,753**	**18,744**
股本	4,150	4,784	4,784	4,784	4,784
公积金	3,535	5,444	5,565	5,723	5,939
未分配利润	2,792	3,049	4,067	5,274	6,935
归属母公司权益	10,485	13,310	14,449	15,814	17,691
少数股东权益	585	776	841	939	1,053

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	18.1%	16.7%	18.7%	19.4%	19.5%
EBITDA 率	17.0%	14.5%	15.6%	16.5%	16.4%
EBIT 率	12.2%	7.9%	10.2%	11.7%	12.1%
税前净利润率	6.0%	4.3%	8.9%	9.3%	10.4%
归母净利润率	5.1%	3.3%	6.7%	7.0%	7.9%
ROA	2.8%	1.4%	3.8%	4.5%	5.4%
ROE（摊薄）	7.0%	3.1%	8.4%	10.0%	12.2%
经营性 ROIC	7.3%	4.5%	5.7%	7.7%	8.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	59%	53%	54%	55%	55%
流动比率	1.13	1.11	1.17	1.26	1.37
速动比率	0.65	0.69	0.64	0.68	0.74
归母权益/有息债务	1.05	1.38	1.34	1.32	1.37
有形资产/有息债务	2.48	2.86	2.93	2.97	3.10

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.75%	0.43%	0.43%	0.41%	0.39%
管理费用率	3.56%	4.41%	4.41%	4.31%	4.21%
财务费用率	4.45%	4.14%	2.65%	2.51%	2.28%
研发费用率	3.23%	3.92%	3.92%	3.72%	3.52%
所得税率	14%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.03	0.02	0.04	0.06	0.08
每股经营现金流	0.18	0.18	0.06	0.27	0.36
每股净资产	2.53	2.78	3.02	3.31	3.70
每股销售收入	3.46	2.61	3.75	4.71	5.70

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	48	98	33	26	19
PB	3.3	3.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	18.5	26.9	18.4	14.3	12.1
股息率	0.4%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　　注：按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE

万得资讯