

锂电材料业绩待释放, 未来还看汽车拆解及动力电池回收

——格林美 (002340) 调研简报

2016年07月11日

推荐/首次

格林美

调研简报

报告摘要:

四项基础业务, 报废汽车拆解业务目前还未实现营收。公司最初以循环利用废钴镍钨业务起家, 逐步拓展到循环利用电子废弃物业务、动力电池材料业务(新能源汽车用)以及报废汽车拆解业务, 而目前报废汽车拆解业务还未实现营业收入。

加速布局锂电池材料产业链。公司在拥有镍钴锰前驱体 5000 吨产能的基础上, 启动建设年产 5000 吨 NCA 前驱体原料、年产 10000 吨动力电池用镍钴锰酸锂三元正极材料以及年产 10000 吨 NCM 三元前驱体原料等项目, 未来随着产能的逐步释放, 锂电材料业务在 2016 年有望贡献营收比重超过 40%, 位列公司四大业务首位, 将为公司贡献超过 5 个亿的毛利额。

电子废弃物处置规模稳步增长。今年处置能力有望超 1100 万台, 废弃电器电子产品目录扩增带来新的业绩增长点, 今年底国际补贴标准有望出台。

布局汽车后市场, 新能源汽车拆解及动力电池回收业务值得期待。

- ◆ 公司目前具备处理废弃物 100 万吨的产能, 与日本三井已经完成 8 个核心报废汽车零部件的再造生产线, 可实现产品深度处理过程及零部件的再制造, 未来随着汽车报废量逐步进入高峰期, 公司的汽车拆解业务和零部件再造业务将为公司释放可观业绩。
- ◆ 公司与比亚迪合作推动构建“材料再造---电池再造---新能源汽车制造---动力电池回收利用”的新能源产业价值链与循环产业链。随着新能源汽车存量逐步提高, 电池更换及维护需求将在未来 2-3 年内爆发, 将成为公司未来新的利润增长点。

公司盈利预测及投资评级。目前公司加速布局锂电池材料产能, 公司电池材料及前驱体产能的逐步释放, 电池材料业务业绩将快速增长。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.2/0.26/0.35 元, 对应 PE 分别为 47/36/26 倍, 给予公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,908.86	5,117.17	6,900.82	8,472.03	10,207.0
增长率(%)	12.13%	30.91%	34.86%	22.77%	20.48%
净利润(百万元)	258.88	218.64	404.71	529.92	724.49
增长率(%)	46.44%	-26.93%	85.10%	30.94%	36.72%
净资产收益率(%)	4.92%	2.35%	3.56%	4.66%	6.37%
每股收益(元)	0.25	0.13	0.20	0.26	0.35
PE	36.72	70.62	46.81	35.75	26.15
PB	1.98	2.04	3.33	3.33	3.33

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

刘岗

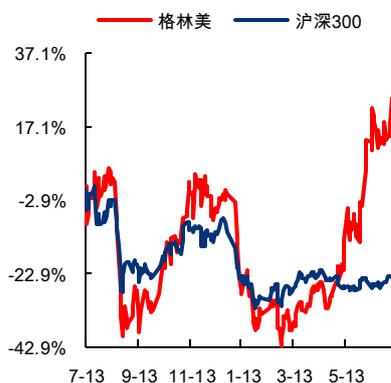
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	9.06-15.38
总市值(亿元)	263.72
流通市值(亿元)	211.37
总股本/流通 A 股(万股)	291087/233297
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	4.06

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 稀有金属资源回收领军企业	3
1.1 以循环回收为基础的多产业发展	3
1.2 大力布局新能源汽车产业链	4
1.3 电子废弃物处置规模稳步增长	5
1.4 布局汽车后市场，新能源汽车拆解及动力电池回收业务值得期待	5
2. 盈利预测及估值	6

表格目录

表 1: 公司锂电材料产能布局	4
表 2: 公司盈利预测表	7

插图目录

图 1: 公司四大产业布局	3
图 2: 2015 年公司主营业务构成情况	3
图 3: 2015 年公司毛利润构成情况	3

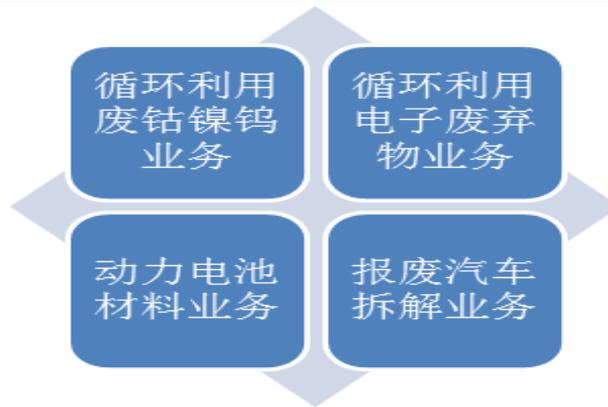
1. 稀有金属资源回收领军企业

公司在国内率先提出“资源有限、循环无限”的产业理念, 积极倡导开采“城市矿山”, 年处理废弃物总量在两百万吨以上, 形成中国最完整的稀有金属资源化循环产业链。

1.1 以循环回收为基础的多产业发展

锂电材料、电子废弃物处置业务和镍钴钨三轨驱动的再生资源龙头企业。公司最初以循环利用废钴镍钨业务起家, 逐步拓展到循环利用电子废弃物业务、动力电池材料业务(新能源汽车用)以及报废汽车拆解业务, 而目前报废汽车拆解目前还未实现营业收入。

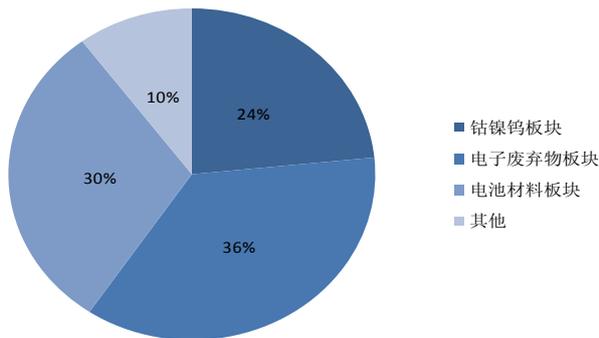
图 1: 公司四大产业布局



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

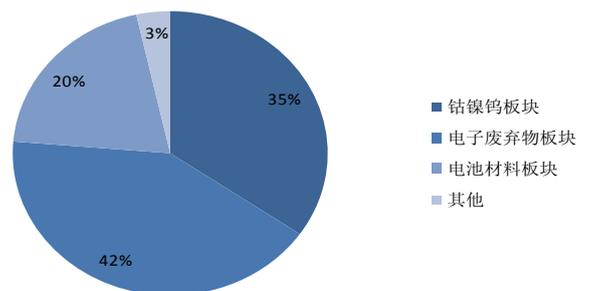
公司 2015 年三项核心业务——电子废弃物、锂电材料和钴镍钨, 营业收入分别为 18.13 亿元、15.29 亿元和 11.77 亿元, 占营业总收入的 36%、30%和 24%, 为公司带来毛利 3.05 亿元、2.91 亿元和 1.75 亿元。

图 2: 2015 年公司主营业务构成情况



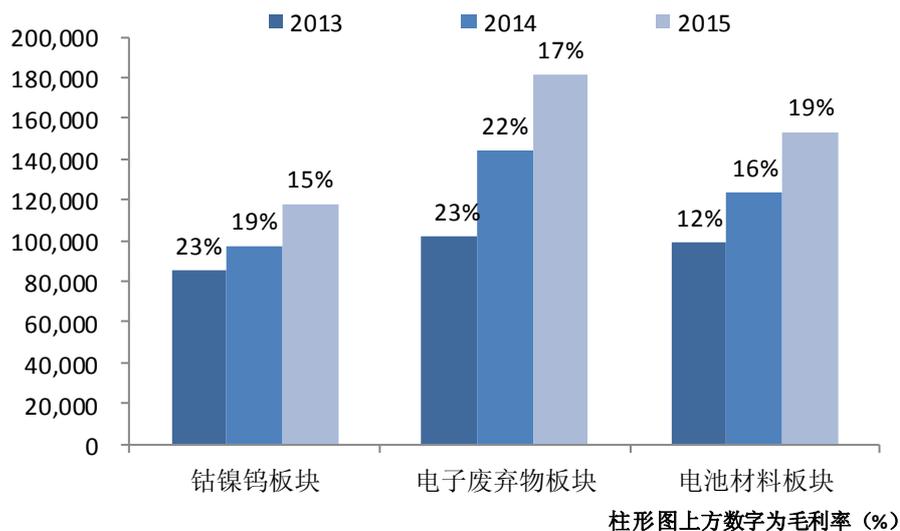
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 3: 2015 年公司毛利润构成情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 2: 2013-2015 年格林美主营业务构成



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

1.2 大力布局新能源汽车产业链

加速布局锂电池材料产业链。2012 年, 公司通过收购江苏凯力克钴业进入锂电池材料行业。从 15 年开始, 公司开始大力向新能源汽车动力电池产业发展, 在拥有镍钴锰前驱体 5000 吨产能的基础上, 启动建设年产 5000 吨 NCA 前驱体原料、年产 10000 吨动力电池用镍钴锰酸锂三元正极材料以及年产 10000 吨 NCM 三元前驱体原料等项目, 计划建设年产 5000 吨氢氧化锂、年产 5000 吨碳酸锂项目, 结合此次拟建设硫酸镍项目, 公司将形成四氧化三钴、NCM、NCA 前驱体、镍钴锰酸锂正极材料、氢氧化锂、硫酸镍等品种齐全的锂电池材料体系。未来随着产能的逐步释放, 锂电材料业务在 2016 年有望贡献营收比重超过 40%, 位列公司四大业务首位, 将为公司贡献超过 5 个亿的毛利额。

表 1: 公司锂电材料产能布局

电池材料种类	产能	状态	完成时间
镍钴锰前驱体	5000 吨	已获产能	
NCA 前驱体	5000 吨	启动	2016 年内
NCM 前驱体	10000 吨	启动	2016 年内
镍钴锰酸锂三元材料	10000 吨	启动	2016 年内
氢氧化锂	5000 吨	计划	
碳酸锂	5000 吨	计划	

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

原材料方面, 一方面公司通过自身完整的回收体系, 回收的钴、镍、锰等全部可以用于三元材料的生产; 同时 16 年 5 月, 公司全资子公司荆门市格林美材料有限公司拟投资 3.58 亿元, 用于建设年产 4 万吨动力电池原料硫酸镍生产线, 以满足公司镍钴

锰（NCM）和镍钴铝（NCA）材料战略发展需求原料以及未来动力电池材料市场的需求。

成功进入三星 SDI 与 ECOPRO 等世界巨头供应体系。公司与韩国 ECORPO 公司签署了 NCA 车用动力电池材料战略合作备忘录。ECOPRO 是全球第二大 NCA 材料供应商，且是三星 SDI 正极材料 NCA 唯一的外部供应商。ECOPRO 同意将三星 SDI 公司的锂离子电池前驱体制造项目委托与格林美，格林美因此进入三星 SDI 三元锂电池生产产业链，其在三元锂电材料市场的核心竞争力和影响力得到进一步提高。

1.3 电子废弃物处置规模稳步增长

扩展电子废弃物收购版图，今年处置能力有望超 1100 万台。公司 2015 年完成山西洪洋的收购以及贵阳电子废弃物、内蒙古电子废弃物等项目的签约，扩充了公司电子废弃物处理业务的版图，成功占领西北与西南地区电子废弃物处理市场，国家定点报废电器电子处置资质达到八家企业（截至年报披露之日，内蒙古电子废弃物项目已完成收购；贵阳电子废弃物项目尚未完成收购），真正形成了连接南北、覆盖东西的循环产业格局，夯实了公司电子废弃物处理业务的核心地位。

废弃电器电子产品目录扩增带来新的业绩增长点，今年底国际补贴标准有望出台。2015 年 2 月，国家发改委等六部委发布的《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》中新增的电热水器、燃气热水器、打印机、复印机、传真机、吸油烟机、监视器、移动通信手持机、电话单机等 9 类电子废弃物，大大扩大了电子废弃物收费处置的范围。

1.4 布局汽车后市场，新能源汽车拆解及动力电池回收业务值得期待

布局汽车拆解业务。公司已在天津、江西、武汉建设了 5 个报废汽车处理基地，处理包括报废汽车拆解、综合破碎、有色金属废料综合分选、零部件再造等。目前具备处理废弃物 100 万吨的产能，2015 年处理量突破 8.3 万吨（达 4 万余辆报废汽车车身）。

布局汽车后市场-零部件再造业务。公司与日本三井已经完成日系汽车发动机、启动马达、涡轮增压机等 8 个核心报废汽车零部件的再造生产线，可实现报废汽车拆解处理过程流程化与机械化、实施报废汽车从粗拆精拆到产品深度处理过程及零部件的再制造，未来随着汽车报废量逐步进入高峰期，公司的汽车拆解业务和零部件再造业务将为公司释放可观业绩。

布局新能源汽车拆解与动力电池回收业务值得期待。公司在原有优势的废旧电池回收体系与报废汽车回收处置体系基础上，积极拓展动力电池回收的模式，开展动力电池梯级利用体系建设，与比亚迪公司合资设立储能电站（湖北）有限公司，推动构建“材料再造---电池再造---新能源汽车制造---动力电池回收利用”的新能源产业价值链与循环产业链。随着新能源汽车存量逐步提高，电池更换及维护需求将在未来 2-3 年内爆发，将成为公司未来新的利润增长点。

2. 盈利预测及估值

公司作为城市矿山循环的领军企业, 在钴镍钨回收、电子废弃物回收等业务稳步增长的情况下, 我们更看好公司目前电池材料的高业绩回报以及未来新能源汽车等汽车拆解及动力电池回收业务的广阔前景。目前公司加速布局锂电池材料产能, 随着公司电池材料及前驱体产能的逐步释放, 电池材料板块业务将为公司带来可观业绩。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.2/0.26/0.35 元, 对应 PE 分别为 47/36/26 倍, 给予公司“推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	5020	7758	9855	11693	13714	营业收入	3909	5117	6901	8472	10207
货币资金	1154	1590	2145	2633	3172	营业成本	3181	4241	5640	6847	8168
应收账款	846	1240	1672	2053	2473	营业税金及附加	10	12	16	19	23
其他应收款	13	48	64	79	95	营业费用	38	54	72	89	107
预付款项	213	577	577	577	577	管理费用	273	337	454	557	672
存货	2244	2778	3695	4486	5351	财务费用	231	307	346	447	509
其他流动资产	197	983	983	983	983	资产减值损失	22.15	19.76	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	6567	8182	7573	7242	6890	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	52	10	10	10	投资净收益	7.36	-0.49	0.00	0.00	0.00
固定资产	2529.84	3617.16	4599.14	4933.49	4922.97	营业利润	162	147	353	492	708
无形资产	1041	1257	1239	1221	1203	营业外收入	128.59	104.04	100.00	100.00	100.00
其他非流动资产	180	166	27	27	27	营业外支出	3.81	2.09	3.00	3.00	3.00
资产总计	11587	15939	17428	18935	20604	利润总额	287	249	450	589	805
流动负债合计	4411	6161	7496	8847	10303	所得税	28	30	45	59	80
短期借款	2812	3175	5652	6728	7884	净利润	259	219	405	530	724
应付账款	513	413	542	658	785	少数股东损益	48	64	119	156	213
预收款项	74	89	89	89	89	归属母公司净利润	211	154	285	374	511
一年内到期的非	460	728	350	350	350	EBITDA	631	755	1030	1270	1569
非流动负债合计	2438	2995	1426	1426	1426	BPS (元)	0.25	0.13	0.20	0.26	0.35
长期借款	1369	1426	1426	1426	1426	主要财务比率					
应付债券	794	1299	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	6850	9156	8922	10273	11729	成长能力					
少数股东权益	448	222	341	497	711	营业收入增长	-23.6%	30.9%	34.86%	22.77%	20.48%
实收资本(或股	924	1455	2911	2911	2911	营业利润增长	15.4%	385.7%	140.26%	39.45%	43.96%
资本公积	2666	4312	4312	4312	4312	归属于母公司净利润	85.1%	244.7%	85.10%	30.94%	36.72%
未分配利润	672	766	766	766	765	获利能力					
归属母公司股东	4289	6562	8018	8018	8018	毛利率(%)	18.63%	17.12%	18.27%	19.18%	19.98%
负债和所有者权	11587	15939	17428	18935	20604	净利率(%)	6.62%	4.27%	5.86%	6.25%	7.10%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					
经营活动现金流	23	-299	-1216	254	423	偿债能力					
净利润	259	219	405	530	724	资产负债率(%)	59.11%	57.44%	51.20%	54.25%	56.93%
折旧摊销	238.26	300.77	0.00	331.24	352.28	流动比率	1.14	1.26	1.31	1.32	1.33
财务费用	231	307	346	447	509	速动比率	0.63	0.81	0.82	0.81	0.81
应付帐款的变化	0	0	129	116	127	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.40	0.37	0.41	0.47	0.52
投资活动现金流	-2028	-2668	243	-20	-20	应收账款周转率	6	5	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.60	11.04	14.44	14.11	14.14
长期投资	3	52	10	10	10	每股指标(元)					
投资收益	7	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.13	0.20	0.26	0.35
筹资活动现金流	2369	3205	1528	255	136	每股净现金流(最新	0.39	0.16	0.19	0.17	0.19
短期借款	2812	3175	5652	6728	7884	每股净资产(最新摊	4.64	4.51	2.75	2.75	2.75
长期借款	1369	1426	1426	1426	1426	估值比率					
普通股增加	170	532	1455	0	0	P/E	36.72	70.62	46.81	35.75	26.15
资本公积增加	1569	1646	0	0	0	P/B	1.98	2.04	3.33	3.33	3.33
现金净增加额	364	238	555	488	539	EV/EBITDA	20.22	24.38	31.08	25.66	21.16

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

刘岗

刘岗, 材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验, 对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所, 主要负责有色金属板块的行业研究工作。

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研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。