

布局电池材料产业链正当时

——格林美（002340）调研简报

2016年09月12日

推荐/维持

格林美

调研简报

报告摘要:

电池材料已成公司发展新引擎。

- ◆ 2016年上半年公司三个板块的营业收入与去年同期相比都有所增长，镍钴钨板块和电池材料板块实现营业收入同比增长分别为 11.9%和 18%。
- ◆ **加速布局锂电池材料产业链。**形成由“荆门格林美—泰兴凯力克—格林美（无锡）能源材料”的三级垂直产业链。

公司前驱体/电池材料产能布局趋于完善。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。

- ◆ 荆门格林美拥有 5000 吨的 NCM 产能，还有 10000 吨的 NCM 在建产能和 14000 吨的三元前驱体产能正在建设中；兴友金属材料有限公司拥有年产 4000 吨镍钴锰（NCM）三元动力电池材料生产线，还有 4000 吨的在建产能；江苏凯立克拥有每年 5000 吨钴金属量的产能。无锡凯力克公司致力于钴酸锂以及三元正极材料的研发和生产。公司年产正极材料 8500 吨，三元前驱体材料 5000 吨，另外还有 6000 吨的在建三元电池材料和 400 吨的在建钴酸锂产能。
- ◆ 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，荆门格林美每年回收的钴资源在 2000 吨以上；同时，荆门市格林美材料有限公司拟投资建设年产 4 万吨动力电池原料硫酸镍生产线，公司还有 5000 吨氢氧化锂和 5000 吨碳酸锂以及 2000 吨氢氧化钴的在建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。

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 0.14/0.19/0.24 元，对应 PE 分别为 51/39/30 倍，维持公司“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	6,810.23	8,339.20	10,036.7
增长率(%)	12.13%	30.91%	33.09%	22.45%	20.36%
净利润(百万元)	258.88	218.64	435.69	571.67	756.60
增长率(%)	46.44%	-26.93%	166.19%	31.21%	32.35%
净资产收益率(%)	4.92%	2.35%	4.99%	6.34%	8.06%
每股收益(元)	0.25	0.13	0.14	0.19	0.24
PE	29.00	55.77	51.41	39.18	29.60
PB	1.56	1.61	2.57	2.49	2.38

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)	7.25-10
总市值(亿元)	211.04
流通市值(亿元)	169.14
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	3.79

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《格林美（002340）：锂电材料业绩待释放，未来还看汽车拆解及动力电池回收》
2016-07-11

目 录

1. 电池材料已成公司发展新引擎.....	3
1.1 形成原材料-前驱体-电池材料三级垂直产业链.....	3
1.2 前驱体、电池材料产能布局趋于完善.....	4
2. 盈利预测及估值.....	5

表格目录

表 1: 格林美电池相关材料布局情况.....	5
表 2: 公司盈利预测表.....	6

插图目录

图 1:2014-2016 上半年格林美主营业务构成.....	3
图 2:格林美电池材料体系.....	4

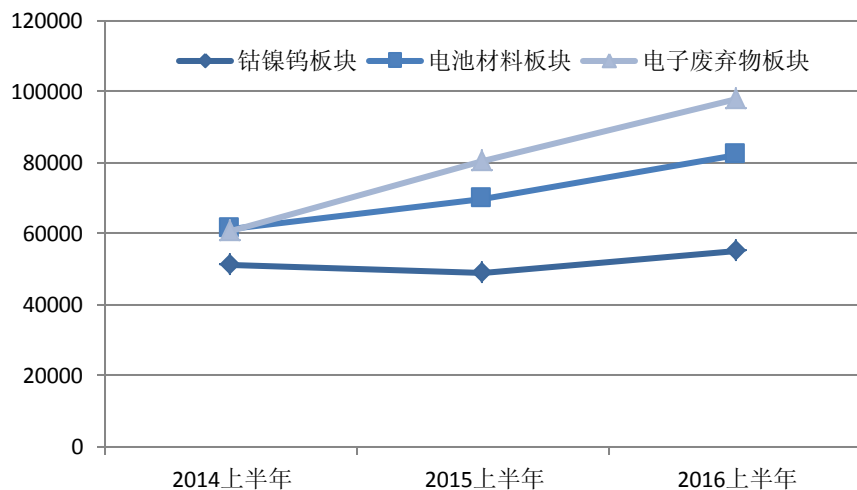
1. 电池材料已成公司发展新引擎

公司 2016 年上半年, 实现营业收入 32.8 亿元, 同比增长 45.7%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.7 亿元, 同比增长 30%。可以看到, 2016 年上半年公司三个板块的营业收入与去年同期相比都有所增长, 镍钴钨板块和电池材料板块实现营业收入同比增长分别为 11.9% 和 18%。

电池材料方面, 公司完成“原料回收—前驱体制造—三元材料制造”的动力电池正极材料核心产业链, 快速扩大生产规模, 提升公司行业地位。公司在报告期内与远东福斯特、捷威动力签订共计 **12 亿元** 的动力电池材料大单, 锁定业绩增长;

电子废弃物方面, 公司与雷曼迪斯 (REMONDIS) 的下属公司 TSR-KAT GmbH 签署了关于汽车尾气催化器回收利用技术转让合同, 实现废催化剂中贵金属的资源化利用, 延伸报废汽车后端处理产业链, 极大提升了公司报废汽车处理业务的盈利能力和核心竞争力, 公司还与东风襄阳及三星环新共建新能源汽车供应价值链联盟, 打造“材料、电池、新能源整车制造、供应链金融及动力电池回收”全产业链闭环循环系统。

图 1:2014-2016 上半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

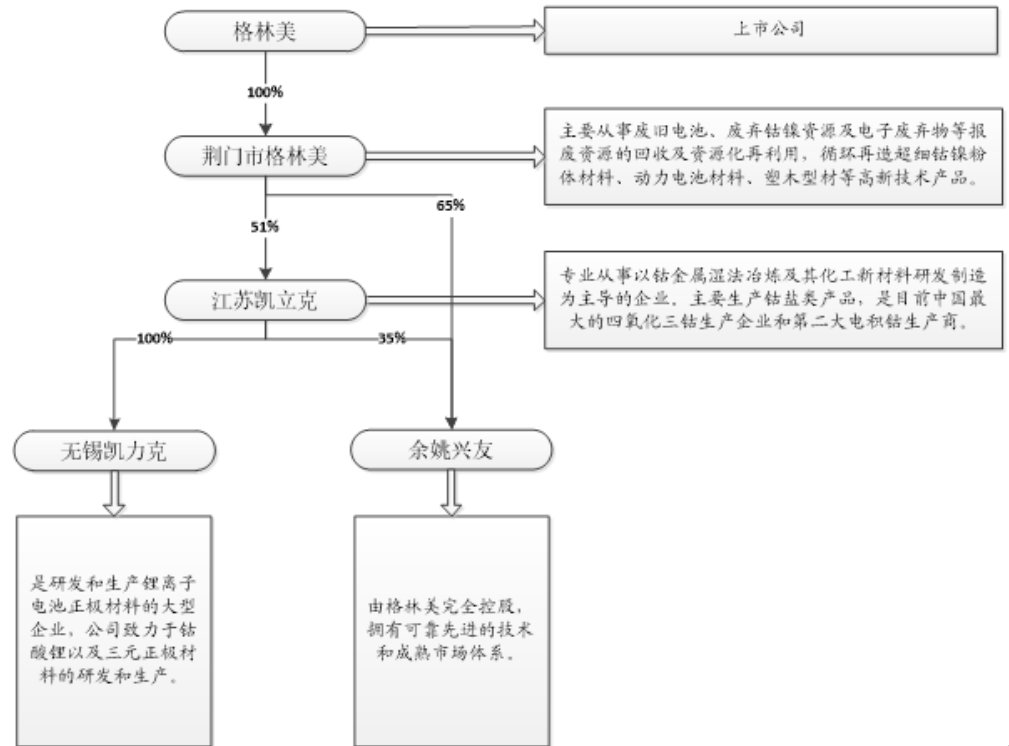
1.1 形成原材料-前驱体-电池材料三级垂直产业链

加速布局锂电池材料产业链。2015 年, 格林美公司全资子公司 (100% 控股) 荆门格林美以现金对余姚兴友增资, 成为目标公司股东 (持股比例 65%), 余姚兴友的剩余 35% 的股份于 2016 年 7 月被江苏凯力克 (格林美的子公司) 收购。此次股权转让完成后, 格林美公司实现对余姚兴友公司的完全控股。

江苏凯力克钴业股份有限公司 (格林美持股比例 51%) 是于 2012 年被格林美收购的, 无锡凯力克能源材料有限公司是江苏凯力克 100% 控股的子公司, 16 年上半年, 公

司将原由公司持有的凯力克 51%股权转让给荆门格林美，形成由“荆门格林美—泰兴凯力克—格林美（无锡）能源材料”的三级垂直产业链。

图 2:格林美电池材料体系



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

通过几次整合，促进电池材料业务板块内部充分发挥管理协同效应，有利于公司相关业务未来经营的稳定发展。

1.2 前驱体、电池材料产能布局趋于完善

公司前驱体/电池材料产能布局趋于完善。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。

荆门格林美拥有 5000 吨的 NCM 产能，还有 10000 吨的 NCM 在建产能和 14000 吨的三元前驱体产能正在建设中；兴友金属材料有限公司拥有年产 4000 吨镍钴锰（NCM）三元动力电池材料生产线，还有 4000 吨的在建产能；江苏凯立克拥有每年 5000 吨钴金属量的产能。其中：电积钴 2000 吨、四氧化三钴 4000 吨、其它钴盐、钴粉 500 吨钴金属量；无锡凯力克公司致力于钴酸锂以及三元正极材料的研发和生产。公司年产正极材料 8500 吨，三元前驱体材料 5000 吨，另外还有 6000 吨的在建三元电池材料和 400 吨的在建钴酸锂产能。

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，荆门格林美每年回收的钴资源在 2000 吨以上；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, 公司还有 5000 吨氢氧化锂和 5000 吨碳酸锂以及 2000 吨氢氧化钴的在建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。

表 1: 格林美电池相关材料布局情况

负责公司	项目名称	建设情况
余姚市兴友金属材料有限公司	4000 吨镍钴锰 NCM 材料	建成
	5000 吨镍钴锰 NCM 材料	建成
	5000 吨镍钴铝 NCA 原料	在建-2016.11
	5000 吨氢氧化锂	在建-2016.11
荆门市格林美新材料有限公司	5000 吨碳酸锂	在建-2016.11
	10000 吨镍钴锰锂 LNCM 正极材料	在建-2017.05
	10000 吨镍钴锰 NCM 原料	在建-2017.11
	40000 吨硫酸镍动力电池原料	在建-2018.06
无锡凯力克新能源材料有限公司	5000 吨镍钴锰锂 LNCM 正极材料	建成
	1500 吨高电压钴酸锂 LCO	建成
	8500 吨镍钴锰 NCM 原料	建成
	2000 吨球形氢氧化钴	建成
	6000 吨高镍材料 (622、811、NCA)	在建-2017
	4000 吨高电压钴酸锂 LCO	在建-2017

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 盈利预测及估值

公司作为城市矿山循环的领军企业, 在稀有金属回收、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, 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 0.14/0.19/0.24 元, 对应 PE 分别为 51/39/30 倍, 维持公司“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	8571	10345	12305	营业收入	3909	5117	6810	8339	10037
货币资金	1154	1590	2043	2502	3011	营业成本	3181	4241	5609	6813	8133
应收账款	846	1240	933	1142	1375	营业税金及附加	10	12	16	19	23
其他应收款	13	48	63	78	94	营业费用	38	54	61	75	90
预付款项	213	577	577	577	577	管理费用	273	337	443	542	652
存货	2244	2778	3074	3733	4457	财务费用	231	307	263	318	355
其他流动资产	197	983	1322	1628	1967	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	7596	7263	6913	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	3	3	3	投资净收益	7.36	-0.49	0.00	0.00	0.00
固定资产	2529.84	3617.16	4656.41	5048.03	5094.79	营业利润	162	147	398	553	763
无形资产	1041	1257	1194	1131	1068	营业外收入	128.59	104.04	100.00	100.00	100.00
其他非流动资产	180	166	60	55	50	营业外支出	3.81	2.09	3.00	3.00	3.00
资产总计	11587	15939	16168	17607	19218	利润总额	287	249	495	650	860
流动负债合计	4411	6161	6112	7249	8459	所得税	28	30	59	78	103
短期借款	2812	3175	4893	5800	6757	净利润	259	219	436	572	757
应付账款	513	413	461	560	668	少数股东损益	48	64	25	33	44
预收款项	74	89	89	89	89	归属母公司净利润	211	154	410	539	713
一年内到期的非	460	728	0	0	0	EBITDA	631	755	980	1189	1457
非流动负债合计	2438	2995	1439	1439	1439	BPS (元)	0.25	0.13	0.14	0.19	0.24
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	7551	8688	9898	成长能力					
少数股东权益	448	222	247	280	324	营业收入增长	-23.6%	30.9%	33.09%	22.45%	20.36%
实收资本(或股	924	1455	2911	2911	2911	营业利润增长	15.4%	385.7%	171.20%	38.82%	38.03%
资本公积	2666	4312	4312	4312	4312	归属于母公司净利润	166.2%	244.7%	166.19%	31.21%	32.35%
未分配利润	672	766	971	1240	1596	获利能力					
归属母公司股东	4289	6562	8223	8492	8849	毛利率(%)	18.63%	17.12%	17.63%	18.31%	18.96%
负债和所有者权	11587	15939	16168	17607	19218	净利率(%)	6.62%	4.27%	6.40%	6.86%	7.54%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)						
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力						
经营活动现金流	23	-299	-362	154	278	资产负债率(%)	59.11%	57.44%	46.71%	49.34%	51.51%
净利润	259	219	436	572	757	流动比率	1.14	1.26	1.40	1.43	1.45
折旧摊销	238.26	300.77	318.86	318.86	339.91	速动比率	0.63	0.81	0.90	0.91	0.93
财务费用	231	307	263	318	355	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	48	99	109	总资产周转率	0.40	0.37	0.42	0.49	0.55
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	应收账款周转率	6	5	6	8	8
投资活动现金流	-2028	-2668	230	-15	-15	应付账款周转率	10.60	11.04	15.57	16.34	16.34
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	3	52	3	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.13	0.14	0.19	0.24
投资收益	7	0	0	0	0	每股净现金流(最新	0.39	0.16	0.16	0.16	0.17
筹资活动现金流	2369	3205	585	319	246	每股净资产(最新摊	4.64	4.51	2.82	2.92	3.04
短期借款	2812	3175	4893	5800	6757	估值比率					
长期借款	1369	1426	1426	1426	1426	P/E	29.00	55.77	51.41	39.18	29.60
普通股增加	170	532	1455	0	0	P/B	1.56	1.61	2.57	2.49	2.38
资本公积增加	1569	1646	0	0	0	EV/EBITDA	17.39	20.66	25.89	21.72	18.03
现金净增加额	364	238	453	459	509						

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。