

强烈推荐-A (首次)

格林美 002340.SZ

目标估值: 10.00-12.00 元

当前股价: 8.8 元

2017年03月20日

格林美的钴价弹性有多大?

基础数据

上证综指	3242
总股本(万股)	293532
已上市流通股(万股)	233390
总市值(亿元)	258
流通市值(亿元)	205
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	2.4
资产负债率	61.3%
主要股东	深圳市汇丰源投资有
主要股东持股比例	12.54%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《格林美(002340)——先人一步, 丰收之年》2015-03-31

朱纯阳

010-57601855  
zhucy3@cmschina.com.cn  
S1090515060001

研究助理

黄昱颖  
huangyuying@cmschina.com.cn

研究助理

陈颖  
chenying12@cmschina.com.cn

本文仅考虑格林美在钴价格上涨背景下, 其业绩对于钴价格上涨的敏感性。

- 国内钴资源回收利用龙头。格林美是废弃钴镍资源循环利用领域的技术领先企业, 每年通过回收循环再造的钴金属量约 3000-4000 吨之间, 占公司钴产品原料 30%, 其余约 70%通过贸易商进口(为保障原料供应, 日前与嘉能可达成五年战略合作关系, 钴原料年供给折合金属量达 1 万吨以上, 周转期约半年)。
- 公司以含钴废弃物和钴原矿为原料, 向下游延伸至钴粉及电积钴、钴电池材料等, 实现了“钴冶炼-前驱体制造-三元材料制造-钴原料回收”动力电池正极材料完整的产业链布局。目前, 公司已建成主要钴产品产能: 钴粉 3000 吨、四氧化三钴 7000 吨、镍钴锰前驱体材料 19000 吨、镍钴铝前驱体材料 5000 吨、镍钴锰酸锂正极材料 10000 吨, 预计折合钴金属量约 1.5 万吨。
- 钴价上行通道中, 外购原料部分享受周转期溢价, 回收部分随加工费提升, 部分受益价格上涨。不考虑回收和原矿生产差异, 基于钴金属量 1.5 万吨, 折算系数 0.78, 同时考虑库存约 6000 吨影响, 并以钴价 40 万元/吨进行测算, 1) 仅考虑钴价变动影响, 折算系数为 0.78 时, 钴价每上涨 10 万元/吨, 预计可增加净利润 5.1 亿元; 2) 同时考虑钴价变动和钴矿折价系数变动影响, 如, 折价系数从 0.78 变化到 0.80 时, 钴价上涨 10 万元/吨至 50 万元/吨, 预计可增加净利润 4.5 亿元。
- 风险提示: 钴价大幅下跌

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3909	5117	7164	10173	13530
同比增长	12%	31%	40%	42%	33%
营业利润(百万元)	162	147	656	1371	1788
同比增长	103%	-10%	347%	109%	30%
净利润(百万元)	211	154	545	1061	1362
同比增长	46%	-27%	253%	95%	28%
每股收益(元)	0.23	0.11	0.19	0.36	0.46
PE	38.5	83.1	47.0	24.3	19.0
PB	1.9	2.0	3.7	3.3	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

附表：

表 1：格林美对钴价的业绩弹性测算—仅考虑钴价变动

钴金属量(万吨)	1.5												
钴价(万元/吨)	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80
价格变动(万元/吨)	-20	-15	-10	-5	0	5	10	15	20	25	30	35	40
业绩弹性(亿元):0.78	-10.2	-7.7	-5.1	-2.6	0	2.6	5.1	7.7	10.2	12.8	15.3	17.9	20.5
业绩弹性(亿元):0.80	-10.0	-7.5	-5.0	-2.5	0	2.5	5.0	7.5	10.0	12.5	15.0	17.5	20.0
业绩弹性(亿元):0.82	-9.8	-7.3	-4.9	-2.4	0	2.4	4.9	7.3	9.8	12.2	14.7	17.1	19.5
业绩弹性(亿元):0.84	-9.5	-7.2	-4.8	-2.4	0	2.4	4.8	7.2	9.5	11.9	14.3	16.7	19.1
业绩弹性(亿元):0.86	-9.3	-7.0	-4.7	-2.3	0	2.3	4.7	7.0	9.3	11.6	14.0	16.3	18.6
业绩弹性(亿元):0.88	-9.1	-6.8	-4.5	-2.3	0	2.3	4.5	6.8	9.1	11.3	13.6	15.9	18.2
业绩弹性(亿元):0.90	-8.8	-6.6	-4.4	-2.2	0	2.2	4.4	6.6	8.8	11.1	13.3	15.5	17.7

资料来源：招行证券（基于钴价 40 万元/吨进行测算）

表 2：表 2 格林美对钴价的业绩弹性测算—同时考虑钴价和折算系数变动

钴金属量(万吨)	1.5												
钴价(万元/吨)	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80
价格变动(万元/吨)	-20	-15	-10	-5	0	5	10	15	20	25	30	35	40
业绩弹性(亿元):0.78	-10.2	-7.7	-5.1	-2.6	0	2.6	5.1	7.7	10.2	12.8	15.3	17.9	20.5
业绩弹性(亿元):0.80	-10.5	-8.0	-5.5	-3.0	-0.5	2.0	4.5	7.0	9.5	12.0	14.5	17.0	19.5
业绩弹性(亿元):0.82	-10.7	-8.3	-5.8	-3.4	-0.9	1.5	4.0	6.4	8.8	11.3	13.7	16.2	18.6
业绩弹性(亿元):0.84	-10.9	-8.5	-6.2	-3.8	-1.4	1.0	3.4	5.8	8.2	10.5	12.9	15.3	17.7
业绩弹性(亿元):0.86	-11.2	-8.8	-6.5	-4.2	-1.8	0.5	2.8	5.1	7.5	9.8	12.1	14.4	16.8
业绩弹性(亿元):0.88	-11.4	-9.1	-6.8	-4.6	-2.3	0.0	2.2	4.5	6.8	9.0	11.3	13.6	15.8
业绩弹性(亿元):0.90	-11.6	-9.4	-7.2	-5.0	-2.8	-0.6	1.7	3.9	6.1	8.3	10.5	12.7	14.9

资料来源：招行证券（基于钴价 40 万元/吨进行测算）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	5020	7758	8808	10575	13110
现金	1154	1590	1686	1375	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	352	533	716	814	1082
应收款项	846	1240	1390	1579	2100
其它应收款	13	48	67	95	126
存货	2244	2778	2792	3814	5139
其他	411	1568	2158	2899	3663
<b>非流动资产</b>	6567	8182	8387	8476	8459
长期股权投资	3	52	52	52	52
固定资产	2530	3617	3929	4116	4189
无形资产	1041	1257	1152	1056	968
其他	2994	3256	3253	3252	3251
<b>资产总计</b>	<b>11587</b>	<b>15939</b>	<b>17195</b>	<b>19051</b>	<b>21570</b>
<b>流动负债</b>	4411	6161	6897	7623	8799
短期借款	2812	3175	4000	4000	4236
应付账款	513	413	679	928	1250
预收账款	74	89	141	193	260
其他	1012	2484	2077	2502	3053
<b>长期负债</b>	2438	2995	2995	2995	2995
长期借款	1369	1426	1426	1426	1426
其他	1069	1569	1569	1569	1569
<b>负债合计</b>	<b>6850</b>	<b>9156</b>	<b>9892</b>	<b>10618</b>	<b>11794</b>
股本	924	1455	2910	2935	2935
资本公积金	2664	4311	2856	2832	2832
留存收益	701	795	1195	2092	3136
少数股东权益	448	222	341	574	873
归属于母公司所有者权益	4289	6562	6961	7859	8902
<b>负债及权益合计</b>	<b>11587</b>	<b>15939</b>	<b>17195</b>	<b>19051</b>	<b>21570</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	23	(299)	1074	688	454
净利润	211	154	545	1061	1362
折旧摊销	250	309	395	410	417
财务费用	226	291	341	345	356
投资收益	(21)	0	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(679)	(1150)	(338)	(1372)	(2004)
其它	35	98	141	253	333
<b>投资活动现金流</b>	(2028)	(2668)	(600)	(500)	(400)
资本支出	(1654)	(1499)	(600)	(500)	(400)
其他投资	(374)	(1169)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2369	3205	(378)	(498)	(429)
借款变动	252	229	98	0	236
普通股增加	170	532	1455	24	0
资本公积增加	1567	1647	(1455)	(24)	0
股利分配	0	0	(146)	(163)	(318)
其他	379	798	(331)	(335)	(346)
<b>现金净增加额</b>	<b>364</b>	<b>238</b>	<b>95</b>	<b>(311)</b>	<b>(375)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	3909	5117	7164	10173	13530
营业成本	3181	4241	5660	7731	10418
营业税金及附加	10	12	16	23	31
营业费用	38	54	72	102	135
管理费用	273	337	430	610	812
财务费用	231	307	341	345	356
资产减值损失	22	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	(0)	10	10	10
<b>营业利润</b>	162	147	656	1371	1788
营业外收入	129	104	100	100	100
营业外支出	4	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	287	249	754	1469	1886
所得税	28	30	89	175	225
<b>净利润</b>	259	219	665	1294	1661
少数股东损益	48	64	120	233	299
<b>归属于母公司净利润</b>	211	154	545	1061	1362
<b>EPS (元)</b>	0.23	0.11	0.19	0.36	0.46

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	12%	31%	40%	42%	33%
营业利润	103%	-10%	347%	109%	30%
净利润	46%	-27%	253%	95%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.6%	17.1%	21.0%	24.0%	23.0%
净利率	5.4%	3.0%	7.6%	10.4%	10.1%
ROE	4.9%	2.4%	7.8%	13.5%	15.3%
ROIC	3.8%	3.3%	6.9%	10.9%	12.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.1%	57.4%	57.5%	55.7%	54.7%
净负债比率	40.1%	33.4%	31.6%	28.5%	26.2%
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	1.6	1.7	2.0	2.3	2.3
应收帐款周转率	6.0	4.9	5.4	6.9	7.4
应付帐款周转率	8.6	9.2	10.4	9.6	9.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.23	0.11	0.19	0.36	0.46
每股经营现金	0.02	-0.21	0.37	0.23	0.15
每股净资产	4.64	4.51	2.39	2.68	3.03
每股股利	0.00	0.10	0.06	0.11	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	164.5	354.6	200.7	103.9	81.0
PB	8.1	8.3	15.7	14.0	12.4
EV/EBITDA	27.4	24.1	12.1	7.9	6.6

## 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。

**黄昱颖：**清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

**陈颖：**厦门大学会计系学士、硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 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。