

# 格林美 (002340) 点评报告

2017年04月09日

## 钴及三元材料真龙头，打造动力电池闭环产业链

买入 (首次)

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

0512-62938661

zengdh@dwzq.com.cn

### 投资要点:

■ **业绩同比增长7成:** 公司发布2016年报, 实现营业收入78.36亿元, 同比增长53.13%, 归属母公司净利润2.64亿元, 同比增长71.02%, EPS为0.09元。其中4季度实现营业收入26.58亿元, 同比增长39.90%, 归属母公司净利润6537万元, 同比扭亏为盈, EPS为0.02元。同时, 公司预告2017年一季度盈利9,244万元-11225万元, 同比增长40%-70%。

■ **钴产品业务量价齐升:** 2016年钴金属价格有所回升, 公司钴产品及钴片收入7.91亿元, 同比增长了23.02%, 其中钴产品毛利率20.69%, 钴片毛利率7.6%, 同比均小幅提升。因新能源汽车三元电池带动, 上游钴需求明显提升, 据安泰科数据显示, 2016年全球电池行业钴消费量为4.95万吨, 占比达到52.1%, 消耗量同比大幅增长20.73%。

我们认为, 2017年新能源汽车动力电池用钴需求量将持续提升, 目前金属钴价格超过40万元/吨, 自1月以来上涨接近50%, 在量价齐升的趋势下, 公司钴产品业务有望实现大幅增长。

■ **着力布局动力电池材料产业链:** 近年来公司重点打造“电池回收—原料再造—材料再造—电池包再造—新能源汽车服务”新能源全生命周期循环价值链, 2016年电池材料板块实现营业收入为20.70亿元, 同比增长35.37%, 毛利率22.32%, 同比提升3.28个百分点。

1) 成功构造“凯力克—兴友—无锡格林美”动力三元材料产业链, 目前四氧化三钴产能达到1万吨; 正极材料产能达到2万吨 (包括钴酸锂和三元材料), 此前公司已和远东福斯特和天津捷威签过销售合同, 2016年执行金额分别为1.35亿元和0.82亿元, 其他主流电池厂也已开始送样;

2) 以荆门为中心建设世界最大的三元前驱体原料基地, 目前NCA和NCM前驱体产能分别达到0.5万吨和1.5万吨, 除自用外有约1万吨NCM前驱体外售;

3) 以武汉为中心, 设立了电池包开发生产及新能源汽车推广业务, 后续将迅速形成3GWh动力电池包产能, 供应于国内主流东风物流车上。

根据我们的测算, 受益钴价上涨, 钴酸锂和三元前驱体和正极材料的吨盈利均有明显提升, 公司目前在材料端布局产能较大, 预计2017年公司电池材料业务利润将显著增长。

■ **探索动力电池回收利用:** 公司积极开展动力电池梯级利用体系建设, 与比亚迪合资设立的储能电站 (湖北) 有限公司, 先后在荆门、武汉、江西等安装了4个光伏电站, 总容量19MW, 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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	8.34
一年最低价/最高价	9.06/5.71
市净率 (倍)	3.5570
流通A股市值 (百万元)	19464.74

### 基础数据

每股净资产 (元)	2.39
资本负债率 (%)	61.12%
总股本 (百万股)	2,935.3156
流通A股 (百万股)	2,333.9012

### 相关研究

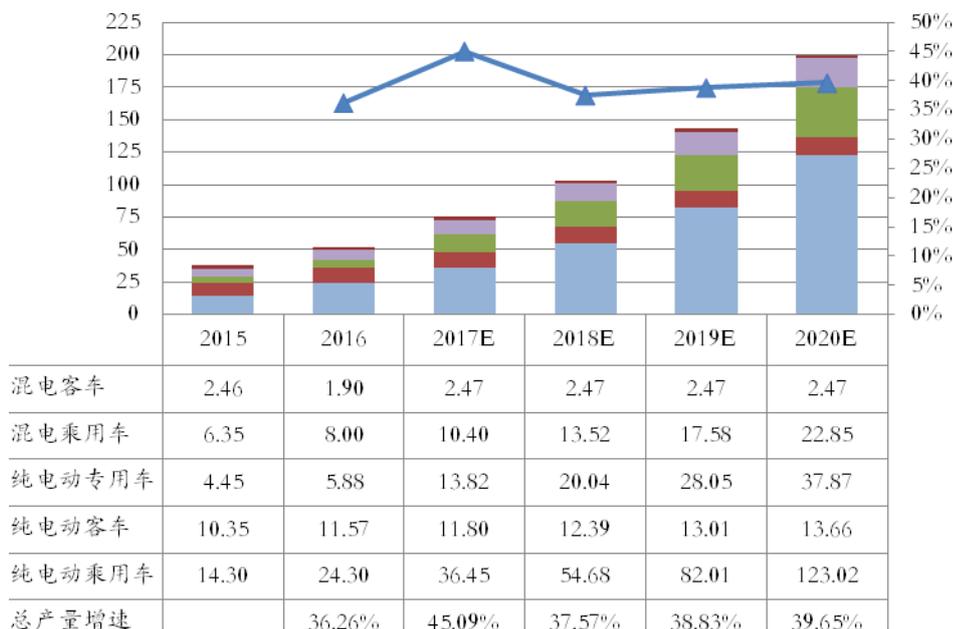
- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 9.19、12.86、16.80 亿元，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.44 元和 0.57 元，业绩增速高达 248.5%、40.0%和 30.6%，对应 PE 分别为 26.64 倍、19.03 倍和 14.57 倍。给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 10.85 元，首次覆盖，给予公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**布局存在试错风险，推进或不达预期。

### 一、钴稀缺性强，涨价已逐步兑现，边际效益大

工信部数据显示，2016 年我国新能源汽车产量达 51.7 万辆，同比增长 36%，与 15 年超过三倍的增长相比增速有所放缓，呈现调整规范发展的态势。2016 年整体销量达到 50.7 万辆，其中纯电动汽车 40.9 万辆，同比增长 65%，混合动力汽车 9.8 万辆，同比增长 17%。

随着新补贴政策的正式实施以及推广目录出台的超预期，我们判断 2017 年放量节奏将提前，二季度明显放量，三四季度销量火爆，预计全年产量 75 万辆，同比增长 45%，未来行业将保持高速发展。

图表 1：新能源汽车产量预测（单位：万辆）



资料来源：工信部，东吴证券研究所

安泰科数据显示 2016 年全球钴需求 9.5 万吨，同比增长 2.37%，可见需求端还尚未爆发，但从 2016 年四季度开始，嘉能可、自由港等巨头均开始减产，刚果（金）央行数据显示钴矿 2016 年产量同比下滑 7.35%，而且刚果（金）自 2017 年开始实施铜钴矿出口禁令，供给端明显收缩。

我们预计到 2020 年全球钴消费量超过 14 万吨，其中动力三元钴需求相比 2015 年增长了 7 倍，需求侧的爆发将带动钴价继续强势。钴的稀缺性强于锂，目前几乎没有新产能，钴属于小金属，全球经济、供需关系、市场预期、投机炒作等因素都将对钴价产生影响，历史上 2008 年钴价最高涨至近 90 万元/吨。

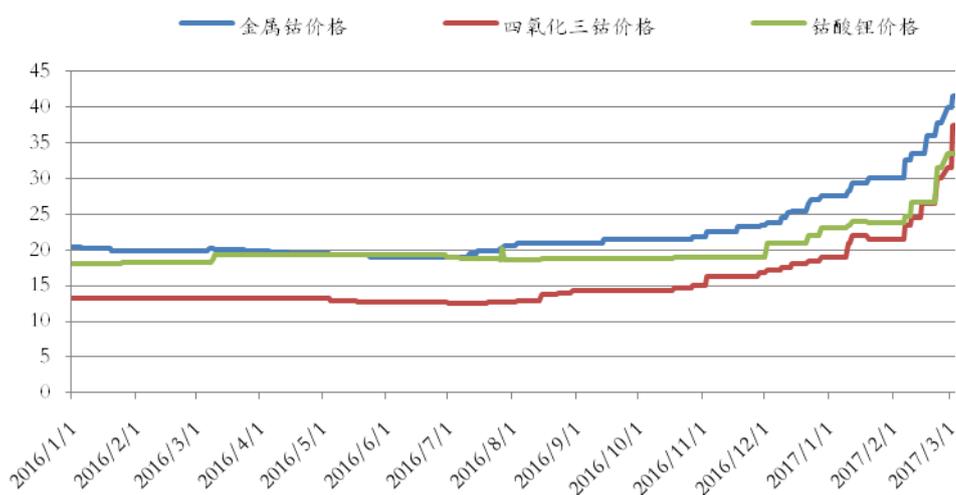
图表 2: 全球钴需求测算

地区	指标测算	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
国内市场	国内新能源车产量 (万辆)	37.90	51.7	74.9	103.1	143.1	199.9
	国内三元动力电池 (GWh)	4.68	6.78	14.72	25.37	41.19	66.45
	国内动力三元钴金属 (万吨)	0.19	0.25	0.50	0.78	1.15	1.69
	国内钴金属总需求 (万吨)	4.18	4.59	5.20	5.88	6.71	7.80
	国内动力三元钴金属占比	4.61%	5.54%	9.58%	13.19%	17.14%	21.66%
全球市场	全球新能源车销量假设 (万辆)	54.90	75.00	108.00	150.00	210.00	300.00
	全球三元动力电池 (GWh)	9.88	15.48	29.16	45.90	76.44	124.02
	全球动力三元钴金属 (万吨)	0.35	0.51	0.90	1.29	1.91	2.85
	全球钴金属总需求 (万吨)	9.28	9.50	10.40	11.35	12.58	14.17
	全球动力三元钴金属占比	3.73%	5.38%	8.70%	11.32%	15.19%	20.13%

资料来源: 东吴证券研究所

钴价上涨回顾: 自 2016 年 7 月以来, 钴价从最低 19 万元/吨涨至目前 40 万元/吨左右, 主要是因为供给端收缩及中间商囤货所致。

图表 3: 钴及钴产品价格走势图 (单位: 万元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

## 二、三元趋势明显，正极材料需求高速增长

在新能源汽车对电池能量密度要求越来越高的趋势下，三元已成为未来增长潜力最大的正极材料。我们看到，在 2017 年第三批新能源汽车推广目录中，乘用车三元车型合计 116 款，占比约为 65.5%，其中，第 3 批有 34 款车型为三元电池路线，占比接近 90%（注：第 2 批占比 64%，第一批占比 55%），已显现出绝对优势；专用车三元车型有 138 款，占比 64.2%，已成为主流路线；客车方面则因为三元路线被限制，故仍以磷酸铁锂车型为主，但预计后续有望解禁三元。

根据高工锂电数据，2016 年国内正极材料产量为 16 万吨，同比增长 44.9%。受动力电池需求拉动，磷酸铁锂和三元产量分别为 5.7 万/5.4 万吨，同比增长 75%和 49%。我们看到，从 2016 年四季度开始磷酸铁锂厂商已开始调整部分生产线，转向三元。

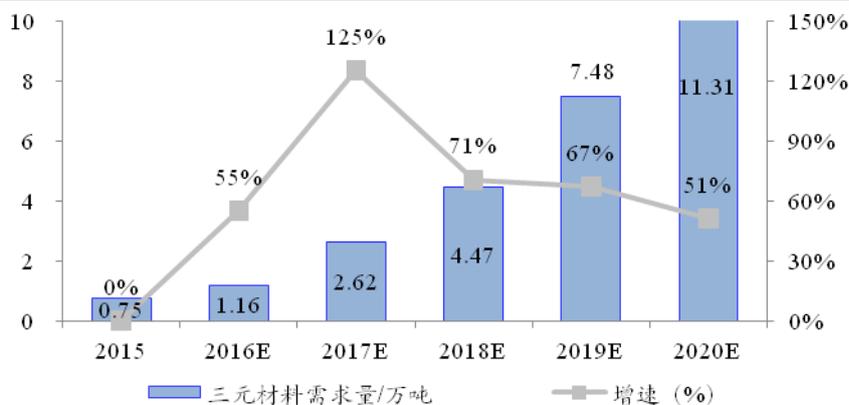
图表 4：2016 年国内正极材料产量及产能情况

	产量(万吨)	同比	产能(万吨)	产能利用率	均价(万/吨)
钴酸锂	3.51	9.9%	7.60	46.2%	18-21
<b>三元 NCM</b>	<b>5.43</b>	<b>48.8%</b>	<b>13.30</b>	<b>40.8%</b>	<b>14.5-16.5</b>
<b>磷酸铁锂</b>	<b>5.67</b>	<b>75.0%</b>	<b>14.60</b>	<b>38.8%</b>	<b>9.5-11</b>
锰酸锂	1.55	55.0%	3.90	39.7%	4.5-5
合计	16.06	44.9%	39.40	40.8%	

资料来源：东吴证券研究所

**三元正极材料需求保持高速增长。**我们预测 2017 年新能源汽车对三元电池的需求量将达到 14.99GWh，相应的三元正极材料需求量将达到 2.62 万吨，同比增长 125%，且 2018-2020 年增长速度均保持在 50%以上。

图表 5：国内新能源汽车三元正极材料需求量



资料来源：东吴证券研究所

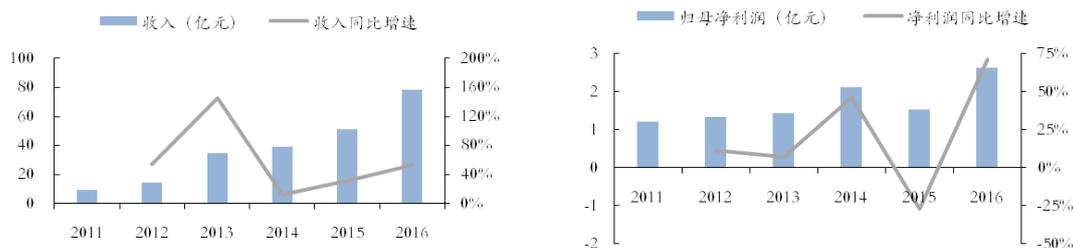
### 三、钴及三元材料真龙头，打造动力电池闭环产业链

格林美于 2001 年 12 月 28 日在深圳注册成立，2010 年 1 月上市，公司开创性地提出“开采城市矿山”思想以及“资源有限、循环无限”的产业理念，积极探索“城市矿山”的开采模式，致力于废旧电池、电子废弃物、报废汽车与钴镍钨稀有金属废弃物等“城市矿产”资源的循环利用与循环再造产品的研究与产业化。

公司一直专注建设废弃资源的循环再造工厂，已在全国建成湖北荆门循环产业园、湖北武汉循环产业园、江西循环产业园、河南循环产业园、天津循环产业园、江苏泰兴电池材料产业园、江苏无锡能源材料产业园、江苏扬州循环产业园、山西循环产业园、内蒙古循环产业园、浙江温州硬质合金产业园、浙江宁波能源材料产业园等十二大循环再造产业基地，形成覆盖中国东西南北、对接世界的城市矿山产业群。

公司 2016 年实现营业收入 78.36 亿元，同比增长 53.13%，五年复合增速达到 53.5%，归属母公司净利润 2.64 亿元，同比增长 71.02%，五年复合增速达到 16.9%。

图表 6：2011-2016 年公司收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来公司重点发展锂电相关业务，着力打造“电池回收—原料再造—材料再造—电池包再造—新能源汽车服务”新能源全生命周期循环价值链，该业务布局在行业中具有独特性，其原料（钴）、材料（前驱体及正极）等产品产能在国内位列前茅。公司主要有以下基地：

1) 成功构造“凯力克—兴友—无锡格林美”动力三元材料产业链，目前四氧化三钴产能达到 1 万吨；正极材料产能达到 2 万吨（包括钴酸锂和三元材料）；

2) 以荆门为中心建设世界最大的三元前驱体原料基地，目前 NCA 和 NCM 前驱体产能分别达到 0.5 万吨和 1.5 万吨，除自用外有约 1 万吨 NCM 前驱体外售；

3) 以武汉为中心，设立了电池包开发生产及新能源汽车推广业务，后续将迅速形成 3GWh 动力电池包产能，供应于国内主流东风物流车上。

公司 2017 年 1 月 24 日发布了定增预案:拟 29.5 亿元加码动力电池,募集资金净额将用于 (1) 绿色拆解循环再造车用动力电池包项目; (2) 循环再造动力三元材料用前驱体原料项目 (6 万吨/年); (3) 循环再造动力电池用三元材料项目 (3 万吨/年); (4) 补充流动资金项目。

图表 7: 公司锂电业务产能及规划

公司	产品	目前产能	总规划产能
泰兴凯力克	四氧化三钴	10000 吨	10000 吨
荆门格林美	NCA 前驱体	5000 吨	15000 吨
余姚兴友	NCM 前驱体	15000 吨	65000 吨
无锡凯力克	NCM 正极材料	20000 吨	50000 吨
荆门格林美	动力电池包		50000 组车用及 50000 组梯次利用 PACK 线

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 8：格林美三大财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>				
现金	1,642	1,686	1,846	2,324	营业收入	7,836	12,966	16,778	21,125
应收账款	1,659	2,080	2,423	2,824	营业成本	6,605	10,480	13,665	17,344
其他应收款	490	490	490	490	营业税金及附加	53	58	75	95
预付账款	659	861	1,011	1,188	销售费用	58	84	106	133
存货	3,498	4,274	4,834	5,669	管理费用	460	622	772	951
其他流动资产	1,474	2,428	2,306	2,710	财务费用	392	597	568	506
<b>非流动资产</b>	<b>9,650</b>	<b>9,399</b>	<b>9,461</b>	<b>9,638</b>	资产减值损失	31	11	8	10
长期投资	219	219	219	219	公允价值变动	-1	0	0	0
固定资产	4,999	5,201	5,317	5,349	投资净收益	89	40	45	50
无形资产	1,311	1,261	1,309	1,255	<b>营业利润</b>	<b>326</b>	<b>1,153</b>	<b>1,628</b>	<b>2,137</b>
其他非流动资产	3,121	2,719	2,617	2,815	营业外收入	71	80	85	90
<b>资产总计</b>	<b>19,072</b>	<b>21,219</b>	<b>22,370</b>	<b>24,844</b>	营业外支出	41	45	50	55
<b>流动负债</b>	<b>7,821</b>	<b>9,222</b>	<b>12,186</b>	<b>13,267</b>	<b>利润总额</b>	<b>356</b>	<b>1,188</b>	<b>1,663</b>	<b>2,172</b>
短期借款	5,264	6,880	9,546	10,276	所得税	56	178	249	326
应付账款	441	517	599	713	<b>净利润</b>	<b>300</b>	<b>1,010</b>	<b>1,413</b>	<b>1,846</b>
其他流动负债	2,115	1,825	2,042	2,279	少数股东损益	36	91	127	166
<b>非流动负债</b>	<b>4,049</b>	<b>4,049</b>	<b>1,170</b>	<b>1,170</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>264</b>	<b>919</b>	<b>1,286</b>	<b>1,680</b>
长期借款	756	756	756	756	EBITDA	1,121	2,200	2,685	3,166
其他非流动负债	3,293	3,293	414	414	EPS (元)	0.09	0.31	0.44	0.57
<b>负债合计</b>	<b>11,870</b>	<b>13,272</b>	<b>13,356</b>	<b>14,437</b>	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	320	411	538	704	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	2,911	2,935	2,935	2,935	<b>成长能力</b>				
资本公积	2,837	2,901	2,901	2,901	营业收入	53.1%	65.5%	29.4%	25.9%
留存收益	1,030	1,701	2,640	3,866	营业利润	122.2%	253.5%	41.2%	31.3%
归属母公司股东权益	6,882	7,537	8,476	9,702	归属于母公司净	71.0%	248.5%	40.0%	30.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,072</b>	<b>21,219</b>	<b>22,370</b>	<b>24,844</b>	<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率 (%)	15.7%	19.2%	18.6%	17.9%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	净利率 (%)	3.8%	7.8%	8.4%	8.7%
<b>经营活动现金流</b>	<b>116</b>	<b>-551</b>	<b>1,795</b>	<b>1,358</b>	ROE (%)	3.8%	12.2%	15.2%	17.3%
净利润	300	1,010	1,413	1,846	ROIC (%)	4.1%	8.3%	10.0%	10.8%
折旧摊销	403	450	488	523	<b>偿债能力</b>				
财务费用	397	597	568	506	资产负债率 (%)	62.2%	62.5%	59.7%	58.1%
投资损失	-89	-40	-45	-50	净负债比率	50.7%	57.5%	77.1%	76.4%
营运资金变动	-926	-2,579	-638	-1,478	流动比率	1.20	1.28	1.06	1.15
其他经营现金流	32	11	8	10	速动比率	0.76	0.82	0.66	0.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,858</b>	<b>-160</b>	<b>-505</b>	<b>-650</b>	<b>营运能力</b>				
资本支出	1,420	200	550	700	总资产周转率	0.41	0.61	0.61	0.75
长期投资	0	0	0	0	应收账款周转率	5	6	7	7
其他投资现金流	-438	40	45	50	应付账款周转率	14.96	20.28	22.81	24.33
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,894</b>	<b>755</b>	<b>-1,130</b>	<b>-229</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	0	1,616	2,665	731	每股收益 (最新摊薄)	0.09	0.31	0.44	0.57
长期借款	-670	0	0	0	每股经营现金流 (最新)	0.04	-0.19	0.61	0.46
普通股增加	7	88	0	0	每股净资产 (最新)	2.36	2.57	2.89	3.31
资本公积金增长	-1,475	64	0	0	<b>估值比率</b>				
其他筹资现金流	2,557	-950	-3,795	-960	P/E	92.82	26.64	19.03	14.57
<b>现金净增加额</b>	<b>152</b>	<b>44</b>	<b>160</b>	<b>478</b>	P/B	3.56	3.25	2.89	2.52
					EV/EBITDA	30	15	13	11

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

