



2017年05月10日

证券研究报告/点评报告

增持(维持)

基础数据:

总股本	29.35 亿股
流通股本	23.34 亿股
ROE (2016 年)	3.95%
EPS (2017Q1)	0.03 元
5月10日收盘价	6.71 元

股价表现:



相关报告:

深度报告: 格林美 (002340) —— 城市矿山开拓者, 多轨驱动局面已成
公司研究: 格林美 (002340) —— 尝试构建锂电闭环, 未来发展可期

长城国瑞证券研究所

分析师: 潘永乐
panyongle@gwgsc.com
执业证书编号:
S0200512010001

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号
深田国际大厦 19 楼
长城国瑞证券有限公司

金属新材料/金属非金属新材料/有色金属

格林美 (002340) 一季报点评

——电池材料释放业绩力保高增长

事件:

◆格林美发布 2017 年一季报, 公司 2017 年第一季度实现营业收入 16.93 亿元, 同比增长 37.42%; 实现归母净利润 1.02 亿元, 比上年同期增长 53.94%, 符合快报预期。公司预计 2017 年上半年归母净利润增长幅度为 20-60%, 归母净利润变动区间 2.06-2.75 亿元。

投资要点:

◆三大业务同步增长, 电池材料贡献突出。公司 2017 年一季度及 2016 年全年业绩表现良好, 电池材料、电子废弃物、镍钴钨三大业务业绩同步爆发, 确保公司业绩实现持续增长; 其中电池材料业务增速最快, 已成为公司目前第一大业绩贡献点。2016 年公司电池材料业务实现营业收入 20.70 亿元, 同比增长 35.57%; 实现毛利 4.62 亿元, 同比增长 58.70%, 毛利率达到 22.32%, 较去年同期提升 3.28 个百分点。2016 年公司电子废弃物拆解量突破 1000 万台, 同比增长 20%; 营业收入达 14.00 亿元, 较上年提高 27.70%。2016 年镍钴钨业务实现营业收入 13.32 亿元, 稳步增长 13.16%; 受益于钴价上涨和钨产品生产成本控制, 毛利率水平显著提升。

◆深远布局完善动力锂电闭环, 三元动力电池回暖带动公司电池材料业绩增长。公司的新能源电池材料业务是我们持续关注、最为看好的板块。近年来公司着力打造“电池回收—原料再造—材料再造—电池包再造—新能源汽车服务”全生命周期循环价值链, 通过与三星、东风等电池厂、车厂合作, 构建了新能源绿色供应链; 以江苏凯力克和无锡格林美为中心, 构造“凯力克—兴友—无锡格林美”动力材料产业链; 以荆门为中心, 建设世界最大的三元前驱体原料基地。目前公司四氧化三钴产能突破 10000 吨, 三元前驱体已建成产能 20000 吨左右 (其中 NCM 前驱体产能 15000



吨，NCA 前驱体产能 5000 吨），三元正极材料产能 10000 吨，未来随着在建产能投产，公司新能源电池材料产能仍将继续扩大；公司还以武汉为中心设立电池包开发生产业务，将迅速建成 3GWH 动力电池包产能。目前公司在电池材料领域的循环产业链布局已逐渐完成，同时依托自身多年积累的镍、钴、锰、锂资源回收加工技术优势，电池材料业务的毛利率高于同行业平均水平。我们认为，随着新能源车补贴政策明确以及三元锂电池客车申请新能源推荐目录的资格得到恢复，新能源车市场短期面临的不确定性正逐步消除，三元动力电池出货量有望回升，公司电池材料业务有望从中收益，实现营业收入和利润的高速增长。

图表 1：公司新能源电池材料已建/在建/拟建产能汇总表

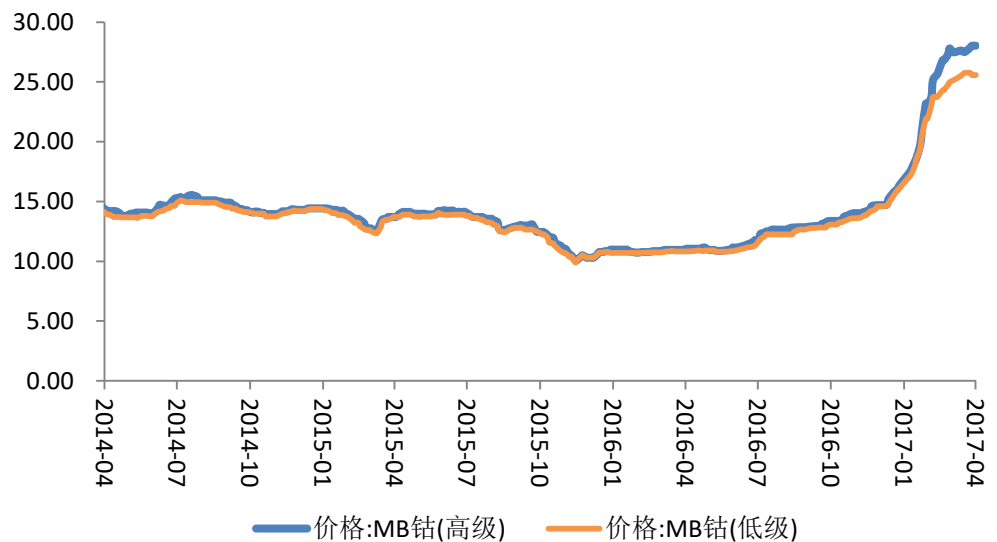
项目进度	项目名称	子公司
建成	5000 吨/年 NCM 前驱体	荆门格林美
建成	4000 吨/年 NCM 前驱体	余姚兴友
建成	5000 吨/年 NCM 三元动力电池材料	凯力克
建成	10000 吨/年四氧化三钴	凯力克
建成，2015.12 完工	5000 吨/年 NCM 三元动力电池材料	荆门格林美
建成，2015.12 完工	2000 吨/年电池级球形氢氧化钴	荆门格林美
建成，2016.11 完工	5000 吨/年 NCA 前驱体	荆门格林美
在建，预计 2017.11 完工	10000 吨/年 NCM 前驱体	荆门格林美
在建，预计 2017.5 完工	10000 吨/年 NCM 三元动力电池材料	荆门格林美
在建，预计 2018.6 完工	40000 吨/年动力电池原料硫酸镍生产线	荆门格林美
在建，2016.7 投建，预计 2018.7 投产	5000 吨/年 NCA 前驱体	荆门格林美
在建，2016.7 投建，预计 2019.7 投产	5000 吨/年电池级单水氢氧化锂，5000 吨/年电池级碳酸锂，100 吨/年硫酸钴，50 吨/年硫酸镍	荆门格林美
在建，2016.7 投建，预计 2018.7 投产	15000 吨/年 NCM 三元动力电池材料	荆门格林美
新增，预计 2018.8 建成	15000 吨/年 NCM 三元动力电池材料	无锡格林美
拟建，建设期 3 年，投产期 2 年	循环再造动力三元材料用前驱体原料项目（60000 吨/年，其中，NCM 前驱体 50000 吨/年，NCA 前驱体 10000 吨/年）	荆门格林美
拟建，建设期 3 年，投产期 2 年	循环再造动力电池用三元材料项目（30000 吨/年，其中，NCM 材料 20000 吨/年，NCA 材料 10000 吨/年）	荆门格林美

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



◆深耕稀有金属循环再利用，受益金属钴量价齐升。公司在钴、镍等稀有金属回收领域深耕多年，积累了丰富的经验和显著的技术优势。其中，钴片、钴粉营收占比约为 10.10%。目前钴的需求因新能源汽车的高速发展而急剧上升，钴价持续上涨，且仍有延续涨势的空间。公司一方面可受益于钴的需求和价格上涨，实现钴产品销售收入增长，另一方面公司通过回收金属产出的钴产品为自身钴酸锂、三元材料等电池正极材料提供了原材料。随着钴原料的自给率提高，公司能够有效地抵御上游钴价波动对公司业绩造成的影响，在正极材料领域具有较强的成本控制能力和优势。

图表 2：MB 钴价格趋势（美元/磅）



资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

◆基于电子废弃物与报废汽车回收领域技术优势与经验积累，探索动力电池回收利用。公司是电子废弃物综合利用行业的领军企业，在报废汽车处理方面也已形成“回收—拆解—粗级分选—精细化分选—零部件再造”的完整资源化产业链模式，具有一定的技术和经验优势。同时由于锂电回收的技术路线相对复杂，而电池材料生产企业在电池回收的技术路线上具有较大相似性，因而公司在动力电池回收利用方面的优势地位得以进一步凸显。按照新能源乘用车动力电池的技术及寿命计算，2018-2019 年我国将步入新能源汽车动力电池大规模报废期，届时公司在动力电池回收利用领域的业绩增长潜力将有较大想象空间。目前公司已与比亚迪等新能源汽车公司正式拉开战略合作，并在天津静海区取得土地用于建造动力电池再

利用基地,推动“材料再造—电池再造—新能源汽车制造—动力电池回收利用”循环产业链的构建与完善。

◆**控股股东、实际控制人及关联方计划增持,体现对公司未来发展的信心。**5月9日公司公告控股股东、实际控制人及关联方计划6个月内(2017年5月10日—2017年11月9日)增持不超过总股本2%的股份,体现其对公司“城市矿山+新能源材料”的核心竞争力与发展前景的信心。

投资建议:

基于公司2017年受益于三元动力电池材料出货量增加的前提假设,我们预计2017、2018年公司EPS分别为0.14元、0.21元,对应目前PE分别为47.93倍、31.95倍。以目前锂电池指数(884039.WI)的P/E水平42.89倍来看,公司目前的估值已较为均衡,考虑到公司在新能源车动力电池材料全产业链的布局前景,我们继续维持其“增持”的投资评级。

风险提示:

国家新能源汽车产业政策发生重大变化;三元锂电池发展不及预期;公司与重点新能源车企合作关系出现重大变化等。

主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3908.86	5117.17	7835.90	11650.41	15774.66
增长率(%)	12.13%	30.91%	53.13%	48.68%	35.40%
归母净利润(百万元)	211.05	154.21	263.73	417.30	622.51
增长率(%)	46.44%	-26.93%	71.02%	58.23%	49.18%
EPS(元)	0.072	0.053	0.090	0.142	0.212
毛利率	18.63%	17.12%	15.71%	15.56%	14.86%
净资产收益率	4.92%	2.35%	3.83%	5.77%	8.03%

资料来源:公司公告,长城国瑞证券研究所



预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	3908.8	5117.1	7835.9	11650	15774
减：营业成本	3180.8	4240.8	6605.0	9837.6	13430
营业税金及附加	9.72	11.64	53.08	78.91	106.85
营业费用	37.50	53.53	57.69	81.55	110.42
管理费用	273.12	336.96	459.54	640.77	788.73
财务费用	230.53	307.12	391.58	453.80	506.05
资产减值损失	22.15	19.76	30.59	0.00	0.00
加：投资收益	7.36	-0.49	88.92	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-1.13	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	162.36	146.79	326.21	557.77	832.06
加：其他非经营损益	124.77	101.95	29.75	0.00	0.00
利润总额	287.13	248.74	355.96	557.77	832.06
减：所得税	28.26	30.10	56.33	83.67	124.81
净利润	258.88	218.64	299.63	474.10	707.25
减：少数股东损益	47.83	64.43	35.90	56.81	84.74
归母净利润	211.05	154.21	263.73	417.30	622.51

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	33.13	-258.96	140.93	-1826.0	331.68
投资性现金净流量	-2028.0	-2667.8	-1858.3	-1.13	0.00
筹资性现金净流量	2369.33	3205.01	1893.97	639.75	-290.44
现金流量净额	374.95	281.65	178.26	-1187.3	41.24

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	961.40	1360.60	1303.90	116.50	157.75
应收和预付款项	1423.44	2397.91	3537.51	5001.65	6579.00
存货	2244.49	2778.31	3498.05	7352.77	7461.04
其他流动资产	198.59	990.74	744.73	744.73	744.73
长期股权投资	2.56	51.83	218.95	218.95	218.95
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4999.83	6207.72	6631.88	5838.62	5045.37
无形资产和开发支出	1307.19	1681.02	1701.92	1555.04	1408.16
其他非流动资产	228.61	206.75	1057.13	1046.66	1036.18
资产总计	11366.1	15674.8	18694.0	21874.9	22651.1
短期借款	2811.78	3174.54	4321.48	5484.51	5803.78
应付和预收款项	1060.20	1853.29	1855.11	3469.45	3322.84
长期借款	2162.57	2724.77	3635.89	3635.89	3635.89
其他负债	594.26	1138.94	1679.35	1678.22	1678.22
负债合计	6628.80	8891.54	11491.8	14268.0	14440.7
股本	923.84	1455.43	2910.87	2910.87	2910.87
资本公积	2665.62	4311.56	2836.73	2836.73	2836.73
留存收益	699.68	794.70	1134.71	1482.52	2001.37
归属母公司股东权益	4289.14	6561.70	6882.32	7230.13	7748.98
少数股东权益	448.18	221.63	319.92	376.72	461.47
股东权益合计	4737.31	6783.33	7202.24	7606.85	8210.44
负债和股东权益合计	11366.1	15674.8	18694.0	21874.9	22651.1

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。