

公司研究/中报点评

2017年08月24日

金属新材料/合金碳材 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 6.98
合理价格区间(元): 7.85~8.63

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

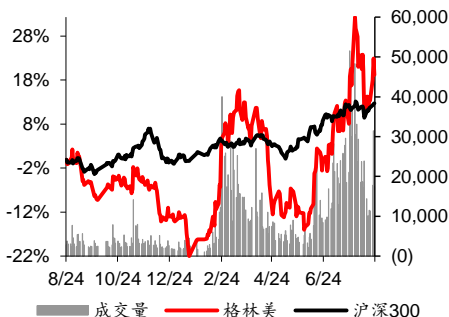
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《格林美(002340,增持):不止于回收,布局新能源多金属材料》2017.07
- 2《格林美(002340):电子废弃物业务显著放量》2014.08
- 3《格林美(002340):投资时机仍需等待》2014.04

股价走势图



资料来源: Wind

钴产品量价齐升,三元材料业务继续拓展 格林美(002340)

发布 17 年半年报, 营收和利润同比实现较大增长

公司发布 17 年半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 42.87 亿元, 较上年同期增加了 10 亿元, 同比增长 30.46%; 实现利润总额 3.55 亿元, 较上年同期增加 1.5 亿元, 同比增长 72.77%; 上半年归属于上市公司股东净利润为 2.73 亿元, 较上年同期增长 58.60%。公司业绩符合此前一季中业绩指引预期。

发挥电池材料产业链优势, 持续拓展业务规模

报告期内, 公司电池材料产品价格提升和产能释放, 为业务发展提供了契机。公司基于自身电池材料业务完整的产业链优势, 加大市场开拓力度, 实现了电池材料板块营收同比增长 147.34%, 毛利率提升 3.56%。电池材料业务毛利率微增, 折扣差价赚取模式保证公司受益于金属价格上涨。公司以荆门为中心, 基于三元前驱体 2 万吨、四氧化三钴 1.2 万吨和正极材料 1.2 万吨的产能, 到 2020 年前预计增加前驱体产能 6 万吨、正极材料产能 3 万吨, 行业竞争力有望持续提升。

调整电子废弃物业务结构, 增强综合利用竞争力

17 年上半年, 公司对钴镍钨生产线实施了智能化改造, 从而实现了产品品质及生产效率的提升, 报告期内钴镍钨板块收入同比增长 79.86%。公司对电子废弃物、废五金、废塑料等业务实施了业务整合, 全面调整电子废弃物拆解结构, 延伸产业链, 继续推行电子废弃物拆解物的深度精细化处理。同时随着环保观念和政策力度的加强, 国内回收行业渐入规范化。16 年内公司共计处理报废车辆 5.8 万余辆; 超细钴粉国际与国内市场占有率分别达 20% 与 50% 以上, 超细镍粉为世界三大镍粉品牌之一

新能源有望长期景气, 后续钴价受益需求拉动

根据 USGS 和我们的初步测算, 17 年钴供需处在偏过剩阶段, 而 2019 年前钴新增产能有限, 且当前 3C 智能化已成趋势, 双电芯和多电芯应用已经启程; 三元动力电池和储能两个产业未来有望长期增长, 3C(电池扩容)、新能源和储能有望保证 17-19 年需求增速 6% 以上。2017-2019 年钴供需格局有望持续改善, 至 2019 年, 全球钴供应短缺有望达到 1 万吨左右, 进而钴的上涨仍可持续。

价量有望继续增长, 维持“增持”评级

公司持续拓展动力电池材料产能, 同时钴和下游三元电池景气有望长期维持。预计 17-19 年公司营收分别为 129.17、142.17、182.07 亿元, 对应归属母公司净利润为 5.99、7.01、9.17 亿元, EPS 为 0.16、0.18、0.24 元, 对应 PE 分别为 44、38、29 倍, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 钴镍等金属价格下跌; 公司产能释放不及预期; 废旧回收市场增长低于预期。

公司基本资料

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本 (百万股) | 3,816 |
| 流通 A 股 (百万股) | 3,115 |
| 52 周内股价区间 (元) | 4.92-8.82 |
| 总市值 (百万元) | 26,635 |
| 总资产 (百万元) | 18,986 |
| 每股净资产 (元) | 1.85 |

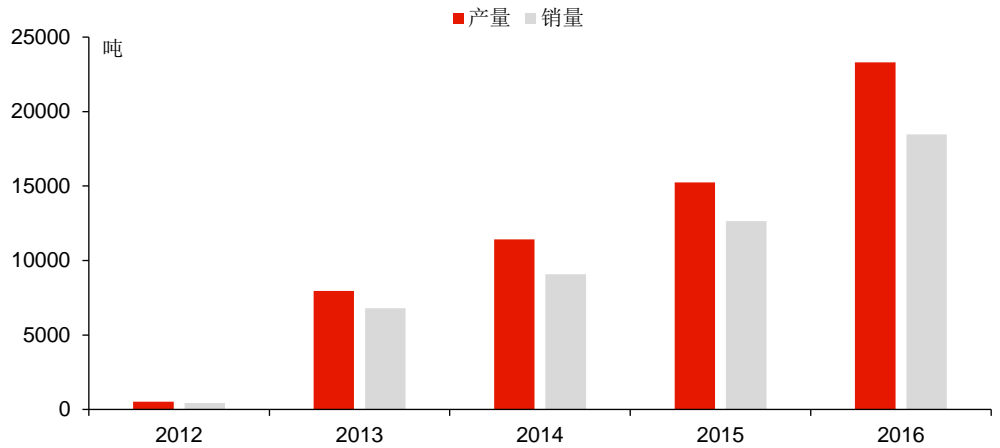
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 5,117 | 7,836 | 12,917 | 14,217 | 18,207 |
| +/-% | 30.91 | 53.13 | 64.85 | 10.06 | 28.06 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 154.21 | 263.73 | 598.88 | 700.57 | 916.70 |
| +/-% | (26.93) | 71.02 | 127.08 | 16.98 | 30.85 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.04 | 0.07 | 0.16 | 0.18 | 0.24 |
| PE (倍) | 172.72 | 100.99 | 44.47 | 38.02 | 29.06 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司电池材料产品产销变化



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

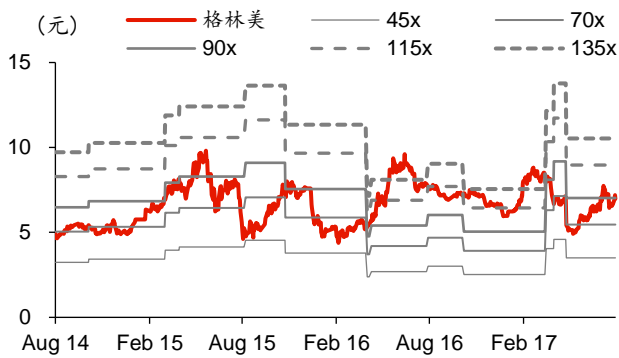
图表2: 公司锂电材料产能释放进度

| 公司 | 产品 | 17年初产能 | 总规划产能 (2020年前) |
|-----------|----------|---------|--------------------------|
| 泰兴凯力克 | 四氧化三钴 | 12000吨 | 12000吨 |
| 荆门格林美余姚兴友 | NCA 前驱体 | 5000吨 | 15000吨 |
| | NCM 前驱体 | 15000吨 | 65000吨 |
| 无锡凯力克 | NCM 正极材料 | 10000吨 | 30000吨 |
| 无锡凯力克 | 钴酸锂正极材料 | 2000吨 | 12000吨 |
| 格林美 | 硫酸镍 | 约30000吨 | 70000吨 |
| 荆门格林美余姚兴友 | 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, 华泰证券研究所

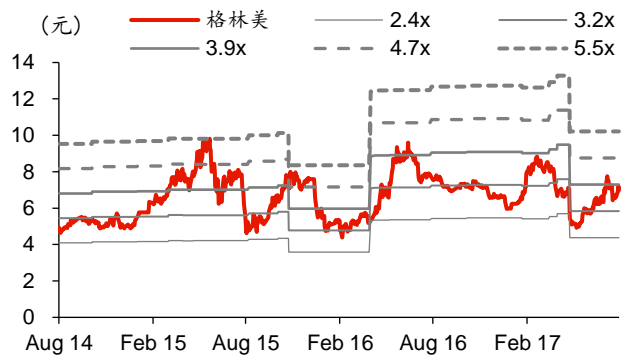
PE/PB - Bands

图表3: 格林美历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 格林美历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 7,758 | 9,422 | 14,369 | 15,383 | 19,068 |
| 现金 | 1,590 | 1,642 | 1,543 | 1,584 | 1,580 |
| 应收账款 | 1,240 | 1,659 | 2,867 | 3,107 | 4,000 |
| 其他应收账款 | 47.71 | 490.28 | 450.10 | 565.75 | 762.32 |
| 预付账款 | 576.84 | 659.22 | 1,120 | 1,251 | 1,577 |
| 存货 | 2,778 | 3,498 | 6,313 | 6,717 | 8,593 |
| 其他流动资产 | 1,525 | 1,474 | 2,077 | 2,158 | 2,555 |
| 非流动资产 | 8,182 | 9,650 | 9,270 | 9,221 | 9,015 |
| 长期投资 | 51.83 | 218.95 | 218.95 | 218.95 | 218.95 |
| 固定投资 | 3,617 | 4,999 | 5,847 | 6,168 | 6,235 |
| 无形资产 | 1,257 | 1,269 | 1,222 | 1,172 | 1,124 |
| 其他非流动资产 | 3,256 | 3,163 | 1,982 | 1,662 | 1,438 |
| 资产总计 | 15,939 | 19,072 | 23,639 | 24,605 | 28,083 |
| 流动负债 | 6,161 | 7,821 | 12,212 | 12,192 | 14,710 |
| 短期借款 | 3,175 | 4,321 | 7,891 | 7,714 | 9,559 |
| 应付账款 | 413.47 | 441.37 | 810.74 | 844.12 | 1,106 |
| 其他流动负债 | 2,573 | 3,058 | 3,511 | 3,635 | 4,045 |
| 非流动负债 | 2,995 | 4,049 | 3,476 | 3,671 | 3,603 |
| 长期借款 | 1,426 | 756.27 | 756.27 | 756.27 | 756.27 |
| 其他非流动负债 | 1,569 | 3,293 | 2,720 | 2,914 | 2,847 |
| 负债合计 | 9,156 | 11,870 | 15,688 | 15,863 | 18,313 |
| 少数股东权益 | 221.63 | 319.92 | 467.62 | 633.30 | 836.97 |
| 股本 | 1,455 | 2,911 | 3,816 | 3,816 | 3,816 |
| 资本公积 | 4,312 | 2,837 | 1,963 | 1,963 | 1,963 |
| 留存公积 | 795.16 | 1,030 | 1,704 | 2,330 | 3,155 |
| 归属母公司股 | 6,562 | 6,882 | 7,483 | 8,109 | 8,933 |
| 负债和股东权益 | 15,939 | 19,072 | 23,639 | 24,605 | 28,083 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | (298.75) | 115.93 | (2,314) | 1,220 | (595.17) |
| 净利润 | 218.64 | 299.63 | 746.58 | 866.24 | 1,120 |
| 折旧摊销 | 308.56 | 403.38 | 463.37 | 540.25 | 590.23 |
| 财务费用 | 307.12 | 391.58 | 523.24 | 651.13 | 712.69 |
| 投资损失 | 0.49 | (88.92) | (5.46) | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (1,131) | (990.72) | (4,235) | (830.85) | (3,052) |
| 其他经营现金 | (2.49) | 100.98 | 193.48 | (6.69) | 33.60 |
| 投资活动现金 | (2,668) | (1,858) | (223.91) | (479.28) | (382.22) |
| 资本支出 | 1,499 | 1,421 | 438.18 | 394.49 | 394.49 |
| 长期投资 | 830.78 | 188.67 | (189.80) | 63.27 | (21.09) |
| 其他投资现金 | (338.39) | (248.64) | 24.47 | (21.52) | (8.82) |
| 筹资活动现金 | 3,205 | 1,894 | 2,439 | (700.10) | 973.48 |
| 短期借款 | 362.77 | 1,147 | 3,569 | (177.13) | 1,846 |
| 长期借款 | 57.33 | (669.98) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 531.59 | 1,455 | 905.04 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 1,646 | (1,475) | (873.26) | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | 607.38 | 1,436 | (1,162) | (522.97) | (872.19) |
| 现金净增加额 | 241.87 | 153.26 | (98.71) | 40.71 | (3.90) |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 5,117 | 7,836 | 12,917 | 14,217 | 18,207 |
| 营业成本 | 4,241 | 6,605 | 10,523 | 11,463 | 14,786 |
| 营业税金及附加 | 11.64 | 53.08 | 87.49 | 96.30 | 123.33 |
| 营业费用 | 53.53 | 57.69 | 113.24 | 121.99 | 153.66 |
| 管理费用 | 336.96 | 459.54 | 812.72 | 881.21 | 1,124 |
| 财务费用 | 307.12 | 391.58 | 523.24 | 651.13 | 712.69 |
| 资产减值损失 | 19.76 | 30.59 | 7.86 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | (1.13) | (0.38) | (0.43) | (0.47) |
| 投资净收益 | (0.49) | 88.92 | 5.46 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 146.79 | 326.21 | 855.08 | 1,003 | 1,307 |
| 营业外收入 | 104.04 | 70.56 | 70.56 | 70.56 | 70.56 |
| 营业外支出 | 2.09 | 40.81 | 27.90 | 32.21 | 30.77 |
| 利润总额 | 248.74 | 355.96 | 897.74 | 1,042 | 1,347 |
| 所得税 | 30.10 | 56.33 | 151.16 | 175.38 | 226.84 |
| 净利润 | 218.64 | 299.63 | 746.58 | 866.24 | 1,120 |
| 少数股东损益 | 64.43 | 35.90 | 147.71 | 165.67 | 203.67 |
| 归属母公司净利润 | 154.21 | 263.73 | 598.88 | 700.57 | 916.70 |
| EBITDA | 762.47 | 1,121 | 1,842 | 2,195 | 2,610 |
| EPS (元) | 0.11 | 0.09 | 0.16 | 0.18 | 0.24 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|--------|--------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 30.91 | 53.13 | 64.85 | 10.06 | 28.06 |
| 营业利润 | (9.59) | 122.23 | 162.13 | 17.33 | 30.32 |
| 归属母公司净利润 | (26.93) | 71.02 | 127.08 | 16.98 | 30.85 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 17.12 | 15.71 | 18.54 | 19.37 | 18.79 |
| 净利率 | 3.01 | 3.37 | 4.64 | 4.93 | 5.03 |
| ROE | 2.35 | 3.83 | 8.00 | 8.64 | 10.26 |
| ROIC | 3.41 | 4.50 | 6.54 | 7.55 | 7.99 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 57.44 | 62.24 | 66.36 | 64.47 | 65.21 |
| 净负债比率 (%) | 58.19 | 50.72 | 60.67 | 59.04 | 61.17 |
| 流动比率 | 1.26 | 1.20 | 1.18 | 1.26 | 1.30 |
| 速动比率 | 0.80 | 0.75 | 0.65 | 0.71 | 0.71 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.45 | 0.60 | 0.59 | 0.69 |
| 应收账款周转率 | 4.71 | 5.27 | 5.57 | 4.64 | 5.00 |
| 应付账款周转率 | 9.15 | 15.45 | 16.81 | 13.85 | 15.17 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.04 | 0.07 | 0.16 | 0.18 | 0.24 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | (0.08) | 0.03 | (0.61) | 0.32 | (0.16) |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.72 | 1.80 | 1.96 | 2.12 | 2.34 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 172.72 | 100.99 | 44.47 | 38.02 | 29.06 |
| PB (倍) | 4.06 | 3.87 | 3.56 | 3.28 | 2.98 |
| EV_EBITDA (倍) | 43.23 | 29.40 | 17.90 | 15.02 | 12.63 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com