

钴产品毛利率显著提升, 电池材料空间打开

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 报告期内实现营业收入 42.9 亿元, 同比增长 30.5%, 归母净利润 2.7 亿元, 同比增长 58.6%, 扣非后归母净利润 2.6 亿元, 同比增长 77.4%, 整体毛利率同比提升 6.1 个百分点。其中, 第 2 季度实现归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 61.5%。
- **扣除拆解基金补助后, 公司经营性应收账款相对较少:** 公司应收账款 21.8 亿元, 较初期增加 5.18 亿元, 但其中 10.7 亿元属于拆解基金补助; 其余 11.1 亿元属于经营性应收账款, 并且经营性应收账款 92.3% 账期在 1 年以内, 发生坏账的概率较小。
- **镍钴钨业务受益于产品量价齐升:** 报告期内, 钨钴金属的价格均大幅提升, 根据长江有色市场金属的数据, 目前钴价在 43 万元/吨, 从 2016 年 11 月本轮上行周期启动以来, 钴价涨幅已超过 90%, 接近 7 年历史新高。受此利好, 公司上半年钴镍钨板块收入同比增长 80.0%, 钴镍钨产品毛利率同比分别提升 8.4、6.1 和 3.8 个百分点。
- **电池材料板块产能逐步释放, 打入国际市场:** 上半年国内正极材料产量 9.4 万吨, 同比增长 44%, 同时上半年公司电池材料板块产能逐步释放, 因此公司电池材料板块营收同比增长 147.3%, 同时毛利率提升 3.6 个百分点。公司的钴酸锂及三元材料出货东莞新能源、江西福斯特、天津捷威, 并正式打入国际市场, 出货三星 SDI, 未来增长可期。
- **“循环经济”先行者, 具备“渠道+技术”双重护城河:** 公司的五大业务体系均是在回收利用+循环再造的基础上发展延伸的, 公司已在全国各地建立起 16 座循环产业园, 并解决了废旧电池、电子产品、汽车等绿色处理和循环利用的关键技术, 具有“渠道+技术”的双重护城河。
- **盈利预测与投资建议。** 由于八月份钴价还处于上升通道, 我们上调了公司盈利预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.18 元、0.23 元、0.29 元, 对应 PE 分别为 39 倍、31 倍和 24 倍, 未来三年归母净利润将保持 62.1% 的复合增长率。SW 金属材料行业估值中位数为 30 倍, 鉴于公司营收及净利润增速高于行业平均水平, 给予公司 17 年 43 倍估值, 对应目标价 7.7 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险, 产能建设或不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7835.90 | 10901.53 | 14866.68 | 19422.72 |
| 增长率 | 53.13% | 39.12% | 36.37% | 30.65% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 263.73 | 677.83 | 860.24 | 1123.00 |
| 增长率 | 71.02% | 157.01% | 26.91% | 30.55% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.07 | 0.18 | 0.23 | 0.29 |
| 净资产收益率 ROE | 4.16% | 8.86% | 10.27% | 12.04% |
| PE | 101 | 39 | 31 | 24 |
| PB | 3.87 | 3.60 | 3.28 | 2.93 |

数据来源: Wind, 西南证券

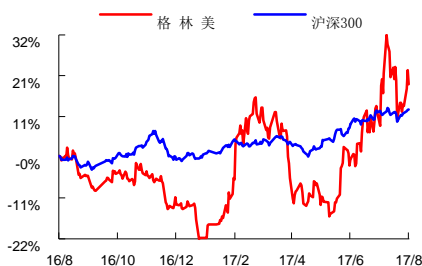
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 刘岗
电话: 010-57631191
邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 38.16 |
| 流通 A 股(亿股) | 31.16 |
| 52 周内股价区间(元) | 4.92-8.82 |
| 总市值(亿元) | 266.35 |
| 总资产(亿元) | 195.59 |
| 每股净资产(元) | 1.89 |

相关研究

1. 格林美(002340): 钴价上涨利好业绩, 打造新能源材料循环体系 (2017-07-20)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 7835.90 | 10901.53 | 14866.68 | 19422.72 | 净利润 | 299.63 | 684.68 | 868.93 | 1134.34 |
| 营业成本 | 6605.02 | 8858.08 | 12291.21 | 16128.86 | 折旧与摊销 | 403.38 | 515.25 | 515.25 | 515.25 |
| 营业税金及附加 | 53.08 | 49.71 | 73.10 | 134.02 | 财务费用 | 391.58 | 523.63 | 555.68 | 602.43 |
| 销售费用 | 57.69 | 81.76 | 111.50 | 145.67 | 资产减值损失 | 30.59 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 管理费用 | 459.54 | 632.29 | 862.27 | 1126.52 | 经营营运资本变动 | -1327.08 | -1510.61 | -2653.22 | -2972.26 |
| 财务费用 | 391.58 | 523.63 | 555.68 | 602.43 | 其他 | 317.83 | -57.85 | -82.21 | -39.79 |
| 资产减值损失 | 30.59 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 经营活动现金流净额 | 115.93 | 160.10 | -790.57 | -755.02 |
| 投资收益 | 88.92 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 资本支出 | -698.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -1.13 | -0.56 | -0.66 | -0.70 | 其他 | -1159.51 | 51.48 | 49.34 | 49.30 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1858.37 | 51.48 | 49.34 | 49.30 |
| 营业利润 | 326.21 | 800.50 | 1017.27 | 1329.52 | 短期借款 | 1146.94 | 860.75 | 1828.99 | 1935.81 |
| 其他非经营损益 | 29.75 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 长期借款 | -669.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 355.96 | 805.50 | 1022.27 | 1334.52 | 股权融资 | -19.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 56.33 | 120.83 | 153.34 | 200.18 | 支付股利 | -29.05 | -52.75 | -135.57 | -172.05 |
| 净利润 | 299.63 | 684.68 | 868.93 | 1134.34 | 其他 | 1465.47 | -1571.48 | -555.68 | -602.43 |
| 少数股东损益 | 35.90 | 6.85 | 8.69 | 11.34 | 筹资活动现金流净额 | 1893.97 | -763.47 | 1137.75 | 1161.33 |
| 归属母公司股东净利润 | 263.73 | 677.83 | 860.24 | 1123.00 | 现金流量净额 | 153.26 | -551.90 | 396.52 | 455.60 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 1642.05 | 1090.15 | 1486.67 | 1942.27 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 3537.51 | 4814.17 | 6606.89 | 8670.62 | 销售收入增长率 | 53.13% | 39.12% | 36.37% | 30.65% |
| 存货 | 3498.05 | 4706.05 | 6569.43 | 8606.70 | 营业利润增长率 | 122.23% | 145.40% | 27.08% | 30.70% |
| 其他流动资产 | 744.73 | 1033.25 | 1409.07 | 1840.90 | 净利润增长率 | 37.04% | 128.50% | 26.91% | 30.55% |
| 长期股权投资 | 218.95 | 218.95 | 218.95 | 218.95 | EBITDA 增长率 | 47.04% | 64.06% | 13.53% | 17.19% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 6631.88 | 6254.26 | 5876.63 | 5499.01 | 毛利率 | 15.71% | 18.74% | 17.32% | 16.96% |
| 无形资产和开发支出 | 1701.92 | 1566.38 | 1430.84 | 1295.31 | 三费率 | 11.60% | 11.35% | 10.29% | 9.65% |
| 其他非流动资产 | 1097.18 | 1095.09 | 1092.99 | 1090.90 | 净利率 | 3.82% | 6.28% | 5.84% | 5.84% |
| 资产总计 | 19072.28 | 20778.31 | 24691.47 | 29164.66 | ROE | 4.16% | 8.86% | 10.27% | 12.04% |
| 短期借款 | 4321.48 | 5182.23 | 7011.23 | 8947.03 | ROA | 1.57% | 3.30% | 3.52% | 3.89% |
| 应付和预收款项 | 1335.18 | 2179.90 | 2896.10 | 3761.79 | ROIC | 4.65% | 7.71% | 8.09% | 8.52% |
| 长期借款 | 756.27 | 756.27 | 756.27 | 756.27 | EBITDA/销售收入 | 14.31% | 16.87% | 14.05% | 12.60% |
| 其他负债 | 5457.12 | 4930.61 | 5565.23 | 6274.62 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 11870.04 | 13049.01 | 16228.82 | 19739.71 | 总资产周转率 | 0.45 | 0.55 | 0.65 | 0.72 |
| 股本 | 2910.87 | 3815.91 | 3815.91 | 3815.91 | 固定资产周转率 | 1.82 | 2.27 | 3.35 | 4.79 |
| 资本公积 | 2836.73 | 1931.69 | 1931.69 | 1931.69 | 应收账款周转率 | 5.41 | 5.34 | 5.19 | 5.12 |
| 留存收益 | 1029.84 | 1654.93 | 2379.60 | 3330.55 | 存货周转率 | 2.08 | 2.14 | 2.17 | 2.12 |
| 归属母公司股东权益 | 6882.32 | 7402.53 | 8127.20 | 9078.15 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.03% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 319.92 | 326.77 | 335.45 | 346.80 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 7202.24 | 7729.30 | 8462.66 | 9424.95 | 资产负债率 | 62.24% | 62.80% | 65.73% | 67.68% |
| 负债和股东权益合计 | 19072.28 | 20778.31 | 24691.47 | 29164.66 | 带息债务/总负债 | 67.04% | 67.58% | 65.61% | 63.74% |
| | | | | | 流动比率 | 1.20 | 1.29 | 1.32 | 1.34 |
| | | | | | 速动比率 | 0.76 | 0.77 | 0.78 | 0.79 |
| | | | | | 股利支付率 | 11.02% | 7.78% | 15.76% | 15.32% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.07 | 0.18 | 0.23 | 0.29 |
| | | | | | 每股净资产 | 1.80 | 1.94 | 2.13 | 2.38 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.03 | 0.04 | -0.21 | -0.20 |
| | | | | | 每股股利 | 0.01 | 0.01 | 0.04 | 0.05 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 1121.17 | 1839.38 | 2088.20 | 2447.21 | | | | | |
| PE | 100.99 | 39.29 | 30.96 | 23.72 | | | | | |
| PB | 3.87 | 3.60 | 3.28 | 2.93 | | | | | |
| PS | 3.40 | 2.44 | 1.79 | 1.37 | | | | | |
| EV/EBITDA | 23.64 | 18.10 | 16.63 | 14.79 | | | | | |
| 股息率 | 0.11% | 0.20% | 0.51% | 0.65% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| | 程建雄 | 机构销售 | 021-68415020 | 13638326111 | cjx@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 机构销售 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |