

评级：买入(维持)

市场价格：6.98

目标价格：8

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

联系人：陈亚琼

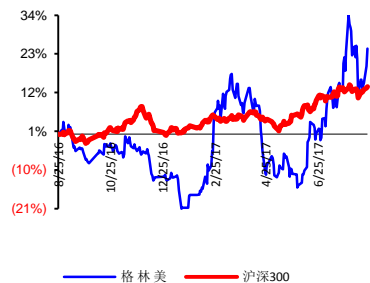
电话：021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,816
流通股本(百万股)	3,116
市价(元)	6.98
市值(百万元)	27,475
流通市值(百万元)	22,438

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 电池材料+城市矿山，回收龙头优势尽显
- 2 原料体系优势尽显，布局完善全面受益

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5117	7836	9669	11832	13614
增长率 yoy%	31%	53%	23%	22%	15%
净利润	154	264	594	761	951
增长率 yoy%	-27%	71%	125%	28%	25%
每股收益(元)	0.04	0.07	0.16	0.20	0.25
净资产收益率	3.2%	4.2%	8.1%	9.5%	10.6%
P/E	173	101	45	35	28
PEG	3.0	1.9	1.2	0.6	0.5
P/B	4	4	3	3	3

备注：

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年中期报告，上半年实现营收 42.87 亿元，同比增长 30.46%；归属于上市公司股东的净利润 2.73 亿元，同比增长 58.6%；扣非净利润 2.61 亿元，同比增长 77.38%；基本每股收益 0.07 元。同时公司预计 1-9 月份将实现 2.98-3.97 亿元，同比增长 50%-100%。
- **现金流大幅好转，加大研发投入。**上半年公司经营性现金流量净额为 1.03 亿元，同比去年的-5.83 亿元大幅好转，主要系电池材料板块及钴镍钨板块销售规模扩大，收到款项增加；投资性现金流量净额-2.69 亿元，同比去年-7.47 亿元增加 63.95%，主要系赎回的理财净额增加及取得子公司支付的现金净额减少影响；筹资活动现金流量净额-0.56 亿元，同比去年 16.39 亿元下降 103.41%，主要系偿还债券及借款的本金及利息增加。现金流好转下公司加大研发投入，本期研发费用达 1.25 亿元，同比大幅增长 160%。
- **电池材料业务大幅增长，已成为主要业务支撑。**上半年公司电池材料业务实现营业收入 20.35 亿元，占总营收近 50%，同比大幅增长 147%，毛利率 26%，同比增长 4 个百分点。上半年公司电池材料产品（三氧化二钴&钴酸锂、三元前驱体&三元正极）量价齐升，价格充分受益钴价上行，量上则成功出货三星 SDI、东莞新能源、江西福斯特、天津捷威等电池厂商。下半年将迎来动力电池需求旺季，钴价有望继续高位稳中有升，公司电池材料业务将在下半年继续实现高增长。
- **报告期内电池材料合同订单执行顺利。**本期三元正极材料业务执行合同订单共 1240 吨，其中远东福斯特 730 吨，出货均价 16 万元/吨；天津捷威执行 510 吨，出货均价 18 万元/吨。三元前驱体业务执行邦普合同共 1750 吨，出货均价 11 万元/吨。（注：此处所述出货量均为已披露的合同订单，不包括所有出货量）
- **钴镍钨板块抓住涨价契机。**上半年公司钴镍钨业务实现营收 9.89 亿元，占总营收 23%，同比大幅增长 80%，毛利率 26%。钴钨等金属价格在上半年大幅上升，公司抓住机会加大钴钨等产品的生产和销售。
- **电子废弃物板块积极应对长补贴周期影响。**上半年电子废弃物业务实现营收 8.40 亿元，占总营收 20%，同比降低 14.44%，毛利率 12%。为积极应对基金补贴回款周期延长的影响，公司通过对电子废弃物板块业务进行结构调整，以及对电子废弃物拆解物进行深度精细化处理，加强电子废弃物板块的资产周转

率，控制应收账款规模。

- **价值创造之路已打通，“变废为宝”的高成长之路刚刚起航。**公司通过多年摸索，已找到一条从报废利用到深加工直到价值创造的发展路径，成长空间已经全面打开。“城市矿山+新能源材料”的布局下，新能源材料将提供中短期的超额收入和利润，城市矿山将是更加稳定和持续的收入和利润来源。未来的动力电池回收一定是整个新能源汽车产业链非常重要的环节，公司在电子废弃物回收、小型电池回收领域已建立起高护城河，拥有成熟的回收利用体系，再加上定增募投的电池包项目，未来公司动力电池回收业务发展空间巨大。
- **投资建议：**预计 2017-2019 年分别实现营业收入 96.69、118.32、136.14 亿元，同比分别增长 23%、22%、15%，EPS 分别为 0.16、0.20、0.25 元，当前股价对应三年 PE 分别为 45、35、28 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**新能源汽车行业发展增速减缓，项目实施及产能投放不及预期。

图表 1: 公司盈利预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5117	7836	9669	11832	13614	成长性					
减: 营业成本	4241	6605	7706	9464	11004	营业收入增长率	31%	53%	23%	22%	15%
营业税费	12	53	68	59	68	营业利润增长率	-10%	122%	137%	28%	26%
销售费用	54	58	77	95	109	净利润增长率	-27%	71%	125%	28%	25%
管理费用	337	460	677	947	1089	EBITDA增长率	20%	47%	40%	12%	5%
财务费用	307	392	369	290	114	EBIT增长率	16%	58%	59%	12%	6%
资产减值损失	20	31	30	20	20	NOPLAT增长率	13%	51%	59%	13%	6%
加: 公允价值变动收益	0	(1)	(0)	(0)	0	投资资本增长率	32%	15%	-14%	17%	-24%
投资和汇兑收益	(0)	89	30	30	30	净资产增长率	43%	6%	16%	9%	12%
营业利润	147	326	773	987	1241	利润率					
加: 营业外净收支	102	30	30	30	30	毛利率	17%	16%	20%	20%	19%
利润总额	249	356	803	1017	1271	营业利润率	3%	4%	8%	8%	9%
减: 所得税	30	56	128	153	191	净利率	3%	3%	6%	6%	7%
净利润	154	264	594	761	951	EBITDA/营业收入	15%	14%	16%	15%	13%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	9%	9%	12%	11%	10%
货币资金	1590	1642	1450	1183	2267	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	216	198	196	173	151
应收帐款	1288	2149	1342	2602	1558	流动营业资本周转天数	233	210	166	149	125
应收票据	533	729	614	898	615	流动资产周转天数	449	395	318	271	241
预付帐款	577	659	625	847	742	应收帐款周转天数	76	79	65	60	55
存货	2778	3498	2923	3912	2201	存货周转天数	177	144	120	104	81
其他流动资产	991	745	704	704	703	总资产周转天数	968	804	665	536	459
可供出售金融资产	30	599	300	200	200	投资资本周转天数	715	573	463	380	314
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	52	219	219	219	219	ROE	3.2%	4.2%	8.1%	9.5%	10.6%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	1.4%	1.6%	4.1%	4.7%	6.7%
固定资产	3617	4999	5536	5813	5587	ROIC	4.6%	5.2%	7.2%	9.4%	8.5%
在建工程	2591	1632	806	160	0	费用率					
无形资产	1313	1311	1260	1208	1157	销售费用率	1.0%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产						管理费用率	6.6%	5.9%	7.0%	8.0%	8.0%
资产总额	15939	19072	16629	18588	16092	财务费用率	6.0%	5.0%	3.8%	2.5%	0.8%
短期债务	3175	4321	2995	3223	20	三费/营业收入	13.6%	11.6%	11.6%	11.3%	9.6%
应付帐款	1242	1087	1267	1256	1189	偿债能力					
应付票据	522	570	500	709	514	资产负债率	57.4%	62.2%	49.6%	50.8%	36.5%
其他流动负债						负债权益比	135.0%	164.8%	98.5%	103.3%	57.4%
长期借款	1426	756	0	210	0	流动比率	1.26	1.20	1.24	1.47	2.44
其他非流动负债						速动比率	0.81	0.76	0.76	0.90	1.78
负债总额	9156	11870	8252	9446	5870	利息保障倍数	1.48	1.83	3.10	4.41	11.93
少数股东权益	222	320	401	505	634	分红指标					
股本	1455	2911	3816	3816	3816	DPS(元)	0.01	0.01	-	-	-
留存收益	5107	3867	4161	4822	5772	分红比率	18.9%	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6783	7202	8377	9142	10222	股息收益率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	219	300	594	761	951	EPS(元)	0.04	0.07	0.16	0.20	0.25
加: 折旧和摊销	309	403	410	465	481	BVPS(元)	1.72	1.80	2.09	2.26	2.51
资产减值准备	20	31	0	0	0	PE(X)	173	101	45	35	28
公允价值变动损失	0	1	(0)	(0)	0	PB(X)	4	4	3	3	3
财务费用	291	397	369	290	114	P/FCF	-18.2	35.6	-24.0	-70.5	27.9
投资收益	0	(89)	(30)	(30)	(30)	P/S	5.2	3.4	2.8	2.3	2.0
少数股东损益	64	36	81	104	130	EV/EBITDA	36.0	23.0	19.5	18.1	14.9
营运资金的变动	(1589)	(588)	1533	(2361)	2741	CAGR(%)	58.1%	53.3%	37.6%	58.1%	53.3%
经营活动产生现金	(299)	116	2955	(772)	4386	PEG	3.0	1.9	1.2	0.6	0.5
投资活动产生现金	(2668)	(1858)	259	85	(13)	ROIC/WACC	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7
融资活动产生现金	3205	1894	(3406)	419	(3289)	REP	6.5	4.7	4.6	3.2	4.0

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。