



## 准确把握市场，下游领域再下一城

——格林美（002340）投资三元材料前驱体点评

2013年2月27日

强烈推荐/维持

格林美

事件点评

弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn

010-66554081

事件：

2013年2月27日，公司发布公告，在现有钴镍生产线的基础上进一步拓展钴镍产品产业链，以荆门格林美为主体，拟投资9500万元建设年产3000吨动力电池用镍钴锰前驱体材料生产线。

主要观点如下：

## 1. 下游拓展再发力，废弃资源循环利用综合体再添新领域。

2012年公司收购国内锂电池正极材料前驱体行业龙头凯力克，在技术上对公司三元材料前驱体项目能够给予明显的支撑。另外，凯力克作为国内锂电池正极材料前驱体领域的龙头企业，与北大先行、盟固利、杉杉股份、巴莫科技等国内锂电池正极材料龙头企业保持着良好的合作关系，这也为公司三元材料前驱体产品提供了天然的下游客户渠道。

该项目主要产品为动力电池用三元正极材料前驱体，其为生产三元正极材料所必须的原料之一，而且其性能的优劣对最终三元正极材料产品品质至关重要。以目前主流的镍钴锰三元材料为例，镍、钴、锰三种金属为其构成的主要元素，而这三种元素恰恰是公司目前电池循环利用的三种主要产品，使得公司在原材料方面具备明显优势。

该项目建设期1年，项目建成投产后年销售收入约为2.6亿元，税后净利润2220万元，折合年贡献EPS约0.4元，将成为公司业绩增长的新一极。相比该项目对公司业绩的贡献，我们更加看重公司作为国内循环经济领域龙头，依托自身资源优势不断开拓新行业、新领域的的能力。未来，大型化、综合利用的循环经济园区将是国内循环经济行业发展的主流方向，公司旗下荆门矿产资源循环利用产业园作为公司循环经济业务的主体，在技术水品、综合程度等方面已经成为国内众多循环经济产业园区中的佼佼者，发展前景不可限量。

## 2. 动力电池正极材料群雄逐鹿，三元材料有望后发先至。

新能源汽车和储能电站等动力电池应用领域作为锂电池最具潜力的下游市场，其市场容量远超目前消费电子产品用锂电池。但是，动力电池由于其对安全性、充放电次数、成本等因素更为敏感，所以目前在消费电子领域广泛应用的钴酸锂正极材料很难满足动力电池方面的应用。对于动力电池正极材料，主要以磷酸铁锂、三元材料体系和锰酸锂为主。在动力电池正极材料技术路线方面，日韩企业主要以三元材料和锰酸锂正极材料为其动力电池主要技术选择，美国和我国则偏向于安全性优良、成本相对低廉的磷酸铁锂为主要技术路线。这也造就了前些年国内磷酸铁锂行业的野蛮式生长。我国之所以选择磷酸铁锂为动力电池的正极材料，其安全性较高，而三元材料安全性相对较差是造成该选择的原因之一。

经过多年的发展，三元材料的安全问题已经得到了明显的改善和解决，三元材料在比容量上的优势已经开始逐步显现。2012年国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020年)》中明确提出电池模块的能量密度要大于150Wh/kg，从技术角度来看目前磷酸铁锂正极材料很难满足这一要求。以在美国销量较多的新能源车型中，磷酸铁锂电池和三元材料电池基本上平分秋色。预计未来国内在新能源汽车电池技术路线选择方面将更加市场化。从目前国内情况来看，相比前阶段整车企业在选择动力电池时倾向于选择磷酸铁锂，现在很多整车企业已经开始将目光投向三元材料。公司此时切入三元材料前驱体生产领域，在时机选择上恰到好处，有望搭上国内三元材料在动力电池领域“逆袭”的顺风车。

表 1：主要锂电池正极材料性能

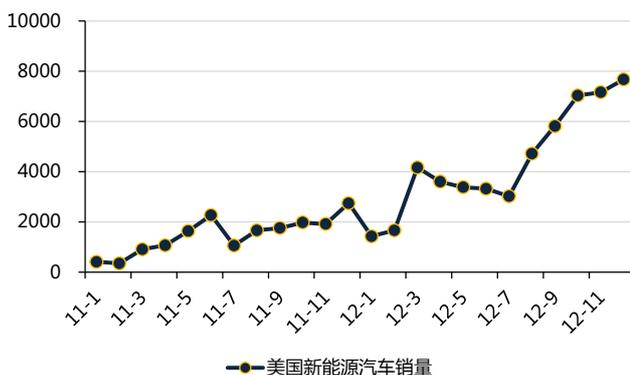
正极材料	钴酸锂	三元材料	锰酸锂	磷酸铁锂
容量密度 (mAh/g)	140-160	160-180	100-120	130-150
电压 (V)	3.6	3.5-3.7	3.8-3.9	3.2
振实密度 (g/CM <sup>3</sup> )	2.8-3.0	2.0-2.3	2.2-2.4	1.0-1.4

资料来源：东兴证券

### 3. 空气质量问题频现，成为推动新能源汽车发展的又一重要动力。

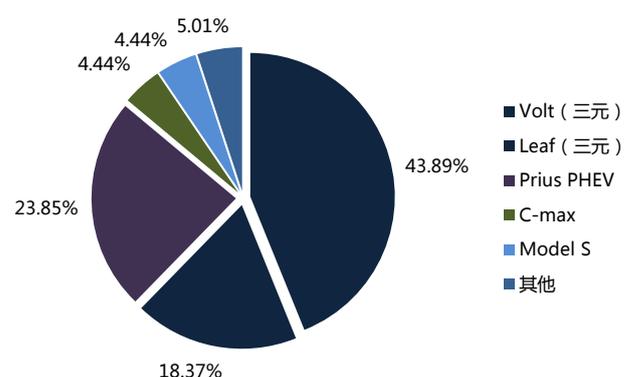
近期，国内空气质量恶化事件频发，汽车作为重要空气污染源之一也成为了众矢之的。新能源汽车以电为驱动力，能够在行驶过程中的零排放，对大型城市空气质量改善能够起到非常积极地作用。以美国为例，自2011年1月份起，插电式新能源汽车和纯电动汽车累计销量已经达到了7.5万辆。国内新能源汽车行业经过多年来的发展，总体保有量仍然偏少。在空气质量恶化和居民出行改善需求的双重压力下，新能源汽车将是最优的选择，从而带动对三元材料前驱体的巨大市场需求。

图 1：美国新能源汽车销量



资料来源：东兴证券研究所

图 2：各品牌占比



资料来源：东兴证券研究所

### 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.26 元、0.47 元、0.69 元，对应 PE49.04 倍、27.13 倍和 18.48 倍。维持对公司强烈推荐的投资评级。

**投资风险：** 1、新建项目进度低于预期。2、大宗商品价格出现大幅波动。

## 分析师简介

### 弓永峰

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

## 电力设备与新能源团队简介

### 弓永峰 首席分析师，组长

清华清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的优质股票标的。

### 李根 研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 陈鹏 研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、循环经济、节能环保）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

### 侯建峰 研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。