

公司研究

有色金属/金属非金属新材料/金属新材料

格林美 (002340)

——产业布局日趋完善的新材料循环龙头

主要观点:

◆中国镍钴资源非常稀缺且每年消耗量巨大,国内资源供给无法满足需求,唯一能够迅速增加新供给来源的是对废旧的镍钴资源进行有效的综合回收利用,公司在该领域具备较强的技术、资源和成本竞争优势。

◆我国汽车报废率和回收率相对保有量来说偏低,预计2016年将汽车报废拆解市场有望迎来产能释放的高峰期。公司在天津、江西、武汉等地区的报废汽车产业园区已经基本完成建设,预计2016年开始形成规模,产生效益。

◆从政策上来看,根据增值税优惠目录,对于废旧电池、废旧电器电子产品、报废汽车等循环再造的金属及其化合物和塑料制品等,将享受30%以上的增值税退税优惠,对公司构成利好;此外,针对工信部此次暂停三元动力电池材料在商用客运汽车上的使用,公司预期对于业绩的影响较为有限。

投资建议:

我们预计在三元电池材料产能逐渐释放的前提假设下,公司2015-2017年的EPS分别为0.111元、0.211元、0.334元,对应P/E分别为86.78、45.50、28.82倍。以目前有色金属行业的P/E中位数47.57倍来看,公司目前的估值较为均衡,但考虑到公司在新能源汽车电池方面的布局前景,我们给予其“增持”评级。

风险提示: 镍钴回收速度缓慢;汽车报废拆解业务发展未达预期;三元动力电池材料潜在政策风险等。

投资评级	增持
评级变动	首次评级
总股本	14.55亿股
流通股本	11.67亿股
ROE(加权)	4.35%
每股净资产	3.68元
当前股价	9.62元

注:上述财务数据为2015年
3季度数据

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

研究助理

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

联系电话: 0592-5813105

地址: 厦门市莲前西路2号
莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



目 录

1 公司基本情况	3
1.1 公司主营业务结构	3
1.2 公司主要财务数据概览	4
2 镍钴供应短缺背景下，回收再生的需求迅速增长	4
3 报废汽车拆解业务未来产能释放值得期待	6
4 政策影响分析	7
4.1 增值税退税优惠利好公司发展	7
4.2 工信部暂停三元电池材料在商用客运汽车上的使用影响或有限	7
5 盈利预测	8

1 公司基本情况

1.1 公司主营业务结构

格林美股份有限公司于 2001 年 12 月 28 日在深圳注册成立，公司一直致力于循环技术产业的研究与产业化，通过循环技术将废旧电池等二次资源生产超细钴粉、超细镍粉、先进电池材料、无铅焊接材料等多种高新技术材料，具备较强的技术、资源和成本优势。目前公司已成为中国规模最大的采用废弃资源循环再造超细钴镍粉体的企业。

公司的核心业务分为两块：一块是镍钴粉业务，主要包括钴粉、镍粉、三氧化二钴等；另一块是电子废弃物，主要包括塑木型材、电解铜、玻璃、废钢、铝等。

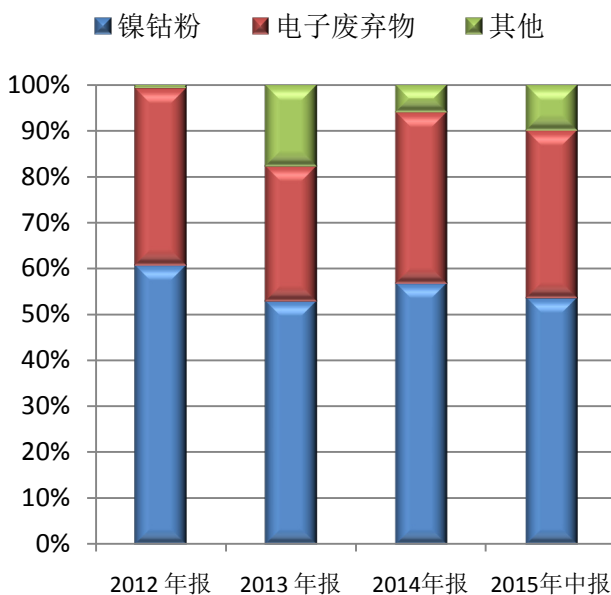
表 1：公司主要产品及用途

主要业务	主要产品	制作来源
镍钴粉业务	钴粉、镍粉、三氧化二钴、钴片、三元材料等	回收锂离子电池废料、镍电池废料、废碳酸钴、废镍合金、镍渣、废硫酸镍、废碳酸镍、废旧电池、废硬质合金工具等进行分解生产。
电子废弃物	塑木材料、电解铜、玻璃、废钢、铝等	回收废旧计算机、手机、电冰箱、电视、洗衣机、空调等进行拆解。

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

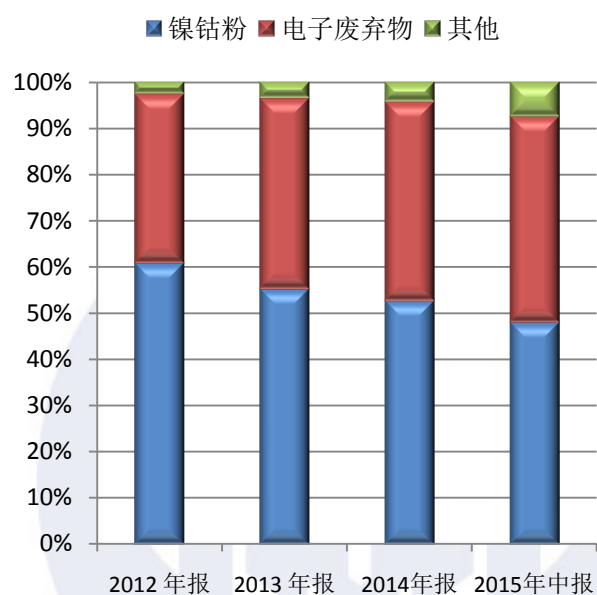
多年来镍钴粉业务占营业收入比重一直保持在 50%以上，但呈现逐年下降的趋势；而电子废弃物业务，虽然营业收入占比仅逐步上升至 35%左右，但毛利占比已达到 43%。

图 1：近 3 年来公司营业收入构成情况



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 2：近 3 年来公司毛利润构成情况



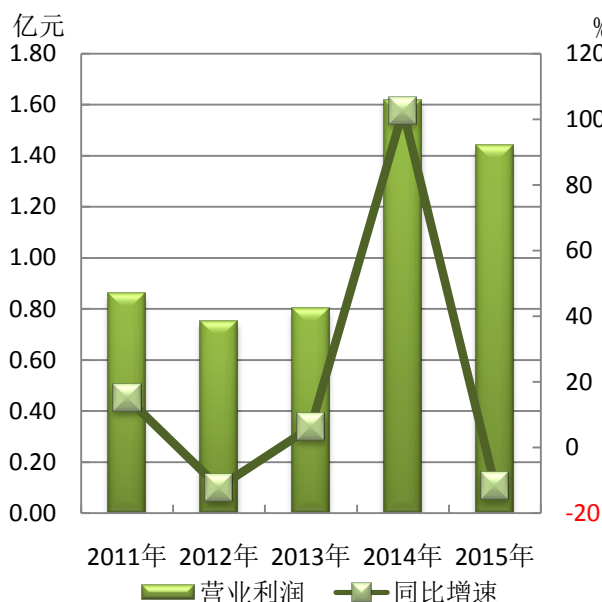
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

1.2 公司主要财务数据概览

据公司公布的业绩快报显示,2015年公司实现营业收入51.70亿元,同比增长32.27%;归属母公司股东的净利润为1.61亿元,同比下降23.56%。公司营业收入同比增长较大,主要原因是2015年公司产能得到释放。2016年一季度归属于上市公司股东的净利润预计为6210.23万元-7540.99万元,同比增长40%-70%,主要原因有以下几点:一是公司在三元动力电池材料方面展开全面战略合作和规模化供应,积极拓展国内外市场,销售规模大幅增长;二是公司电子废弃物处理、稀贵金属等业务也进一步释放产能,提升了公司经营业绩;三是与去年同期相比,江苏凯力克钴业股份有限公司、荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司成为公司全资子公司,股权比例增加,使得本报告期合并利润增加。

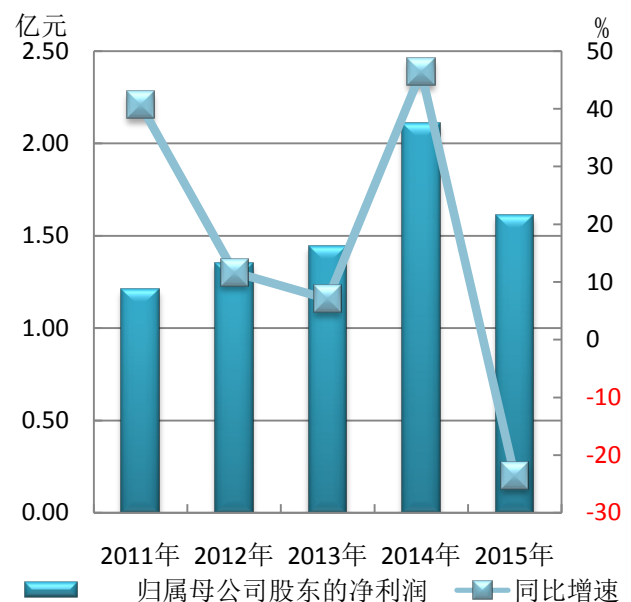
公司近5年主要财务数据如下图所示:

图3:近5年来公司营业利润及同比增速变动



资料来源:公司公告,长城国瑞证券研究所

图4:近5年来归母净利润及同比增速变动



资料来源:公司公告,长城国瑞证券研究所

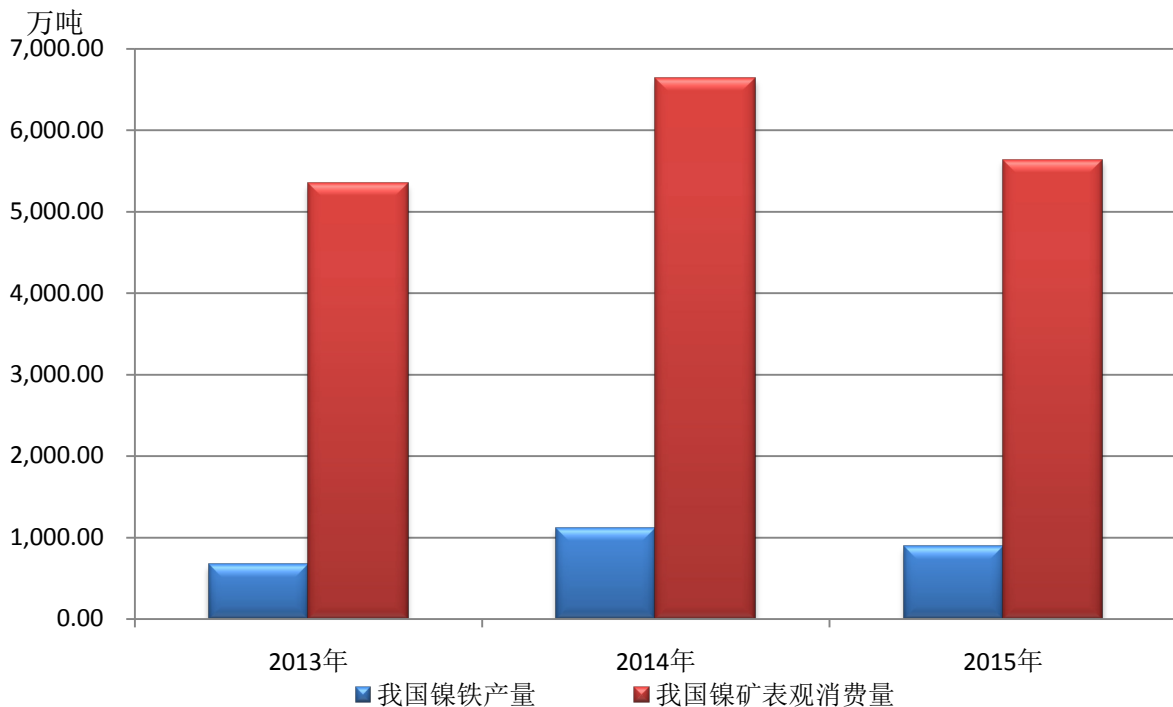
2 镍钴供应短缺背景下,回收再生的需求迅速增长

根据WIND数据统计显示,我国镍矿长期以来供不应求,2015年我国镍矿产量及表观消费量分别为881.37、5634.18万吨。此外,根据中国国土资源部公布的数据显示,中国镍储量仅占全球总量的3.56%,而中国镍产品需求量占全球总需求量的比例已经超过50%。国际镍业研究组织(INSG)10月7日发布报告称,2016年全球镍需求预计将由2015年的190.5万吨增至196.5万吨,2016年全球镍产量有望从2015年的195.4万吨缩小至194.2万吨,这将令明年全球镍市出现23,000吨的供需缺口,而2015年为供应过剩49,000吨。



报告称，市场将转为供需缺口，这背后的原因在于中国的镍消费量将增加。

图 5：2013-2015 年我国镍矿产量及表观消费量



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

根据 USGS 数据，全球钴储量为 750 万吨，储采比 68 年，世界上钴储量最丰富的国家依次为刚果金（47%）、澳大利亚（15%）、古巴（7%）等。而我国钴矿资源不多，累计探明储量 7.2 万吨，仅占世界 1%，相当贫乏。随着新能源汽车迅猛增长以及高端装备制造业的加速发展，国内用钴需求强劲，预计 2016 年我国钴原料将出现供应短缺。

综上所述，中国镍钴资源非常稀缺且每年消耗量巨大，国内资源供给无法满足需求，供需矛盾迫使国内寻求新的资源供给来源，而唯一能够迅速增加新供给来源的是对废旧的镍钴资源进行有效的综合回收利用。目前公司每年钴的用量 30—40% 是通过循环再造获得，回收利用比例还在逐年提高，而镍、锰、铝等材料完全通过回收利用获得，为公司长远的发展提供了安全、稳定、可靠的原料保障。

尽管目前国内钴镍价格在低价位徘徊，但随着国家对其收储量的加大，以及新能源汽车产业特别是乘用车的蓬勃发展，将会大力拉动钴镍的需求，进而带动钴镍价格的上涨。公司在 1 月份与远东福斯特和天津捷威签订了全年度供货协议，将公司今年正极材料的产能提前锁定了一半，为公司业绩的增长提供了可靠的保障。

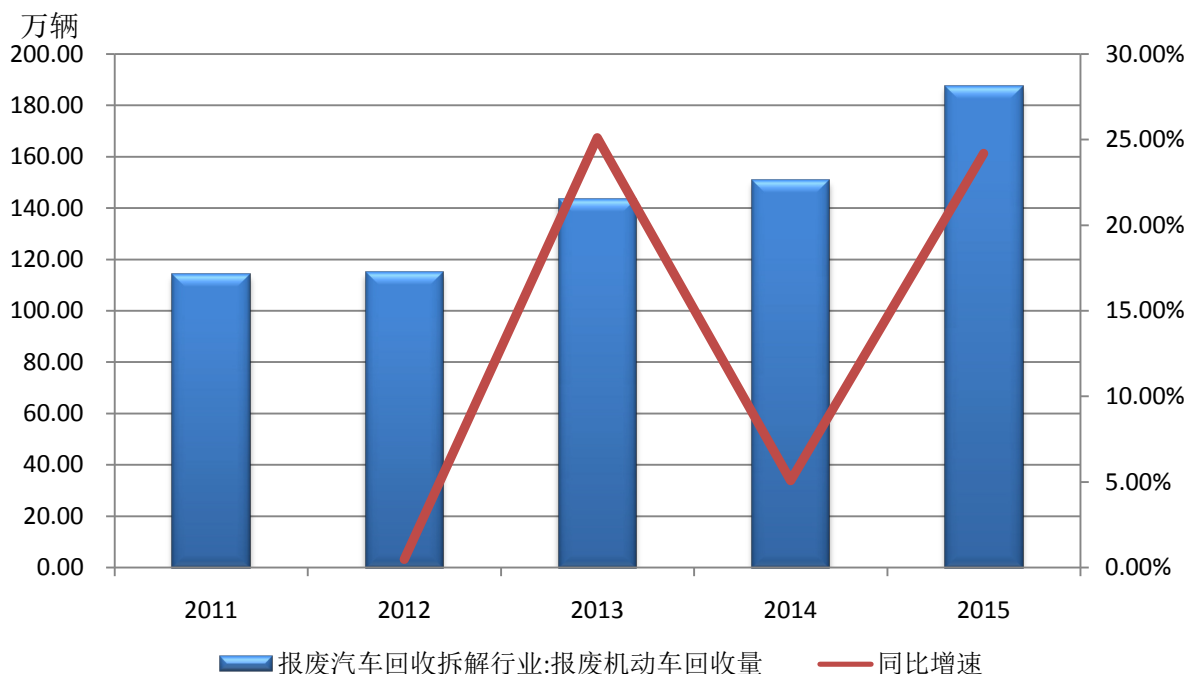


3 报废汽车拆解业务未来产能释放值得期待

据公安部交管局统计，截至 2015 年底，全国机动车保有量达 2.79 亿辆，其中汽车 1.72 亿辆。从汽车销售情况来看，2000 年之后我国汽车行业进入需求爆发式增长阶段，新车销售量迅速增长。通常来说，汽车报废期限通常为 10-15 年，因此我们预计我国将在 2016 年后进入汽车报废高峰期。

从回收情况来看，我国报废汽车回收率只有保有量的 0.5%-1%，远低于发达国家 5%-7% 的水平。2015 年我国报废机动车回收量仅为 187.40 万辆，同比增长 24.20%，汽车拆解业务未来市场发展空间巨大。

图 6：2011-2015 年我国报废机动车回收量变动情况



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

公司为了战略布局报废汽车拆解业务，用募集资金及自筹资金新增及追加投资几大报废汽车处理园区，包括武汉、天津、荆门、江西等几大报废汽车园区。其中天津、江西、武汉的报废汽车产业园区已经基本完成建设，进入商业模式探索和试生产阶段，预计 2016 年开始形成规模，产生效益。

由于现行的报废汽车产业政策是不支持报废汽车跨区域流转，因此公司采取“1+N”模式，即一个大城市为中心带动周边若干的小城市。以武汉报废汽车基地为例，公司将武汉基地作为综合处理中心，通过在周边城市建立初级拆解基地，将经过拆解的原料打包压



块送到武汉综合处理中心进行后端破碎、有色金属分选等综合处理。预计未来地区行政壁垒将逐步被打破，报废汽车拆解业务有望迎来爆发式增长。公司目前正在探索和稳步推进商业模式的打造，目前废旧零部件再造产线已经正式投产，后续还将针对废旧轮胎、尾气催化剂综合利用进行产业链的延伸。

4 政策影响分析

4.1 增值税退税优惠利好公司发展

国家财政部、国家税务总局联合发布了《关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》，自 2015 年 7 月 1 日起实施。根据增值税优惠目录，对于废旧电池、废旧电器电子产品、报废汽车、废旧线路板、废塑料等循环再造的金属及其化合物和塑料制品等，将享受 30%以上的增值税退税优惠。本次增值税优惠目录的出台，是国家对再生资源综合利用行业的结构性减税，有利于进一步推动再生资源行业往资源化方向转型，给公司带来积极的深远影响。

4.2 工信部暂停三元电池材料在商用客运汽车上的使用影响或有限

针对工信部此次暂停三元动力电池材料在商用客运汽车上的使用，公司预期对于业绩的影响较为有限，主要有以下几点理由：

首先，三元动力电池材料的主要市场是乘用车市场。因此，暂停三元动力电池材料在商用客车上的使用对三元动力电池材料的销售影响不大。

其次，电池的安全性能是整个电池系统决定的，单说哪一种材料安全或者不安全并不科学的。因此，工信部只是暂停使用却没有禁止使用三元动力电池材料。接下来，工信部要组织开展对三元锂电池客车等车型在现行安全标准体系下的风险评估，需要等待其科学客观的评估结果。

最后，未来公司不仅要立足快速发展的国内新能源汽车市场，还要进一步打开海外市场。三元锂电池相比于铁锂电池在国内是一种新生事物，虽然在国外已经比较成熟但是在国内发展还面临诸多挑战。格林美在发展三元电池材料的初期就坚持高标准、严要求，因此得到了海外公司的认可，公司先后与三星 SDI、韩国 ECOPRO 公司签署了合作协议。



5 盈利预测

表 8：盈利预测

单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1418.42	3486.03	3908.86	5170.08	6791.31	8980.15
增长率(%)	54.41%	145.77%	12.13%	32.27%	31.36%	32.23%
归属母公司股东净利润	134.64	144.12	211.05	161.35	307.74	485.87
增长率(%)	11.69%	7.04%	46.44%	-23.55%	90.73%	57.89%
每股收益 (EPS)	0.093	0.099	0.145	0.111	0.211	0.334
销售毛利率	25.82%	16.57%	18.63%	14.55%	15.43%	16.86%
销售净利率	10.17%	4.83%	6.62%	4.91%	5.66%	6.76%
市盈率 (P/E)	103.99	97.15	66.34	86.78	45.50	28.82
市净率 (P/B)	6.30	5.99	3.26	3.17	3.00	2.78

资料来源：公司公告，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。