

2016年09月26日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

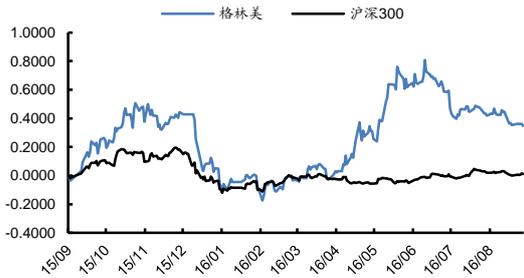
研究所

证券分析师：李帅华 S0350516090001
010-88576597-8103 lish@ghzq.com.cn
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn

格林美：有望成为三元材料龙头

——格林美（002340）深度报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
格林美	-5.0	-17.2	37.8
沪深 300	-1.0	6.5	1.4

市场数据 2016/09/26

当前价格（元）	7.16
52 周价格区间（元）	4.30 - 9.83
总市值（百万）	20841.83
流通市值（百万）	16704.08
总股本（万股）	291086.96
流通股（万股）	233297.21
日均成交额（百万）	632.64
近一月换手（%）	30.67

相关报告

《格林美（002340）事件点评：有望驶入外延式扩张的快车道（买入）*有色金属行业*李会坤》
——2015-03-04

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- 产能释放，带动中报业绩稳步增长。**公司 2016 年上半年实现营业收入 32.86 亿元，同比增长 45.74%，归母净利润为 1.72 亿元，同比增长 30.22%。钴镍钨、电池材料、电子废弃物三大板块业绩稳定增长，钴镍钨板块实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 11.94%；电池材料板块实现营业收入 8.23 亿元，同比增长 18.09%；电子废弃物拆解量突破 470 万台。
- 加速布局三元产业链，打造业内第一。**为推动动力电池材料产业链整合，公司完成了“原料回收——前驱体制造——三元材料制造”的全产业链建设，建成了国内最大的三元电池正极材料产能。原料方面，公司将在已经具备的 1.5 万吨电池材料前驱体生产规模的基础上，全力打造 2.5 万吨 NCA、NCM 三元材料前驱体及氢氧化锂、碳酸锂等电池材料原料的生产规模；材料方面，公司新增车用电池镍钴锰酸锂三元正极材料 1 万吨的生产规模，从而形成中国规模最大、产品体系最完整的车用三元动力电池正极原料与材料制造基地。
- 联手 ECOPRO，打进国外高端市场。**公司与庆尚北道、浦项市及 ECOPRO 公司于 2016 年 8 月 24 日签署了《关于投资协定的谅解备忘录（MOU）》。公司与 ECOPRO 公司拟投资 1500 亿韩元在浦项零部件工业园区建立锂离子二次电池电极原料材料工厂。ECOPRO 是全球最重要的镍钴铝以及镍钴锰等正极材料生产企业之一，也是三星 SDI 唯一的镍钴铝正极材料外部供应商。通过签署本谅解备忘录，公司可以更加直接进入韩国市场与国际市场，大幅提升公司电池材料的盈利能力和全球核心竞争力。
- 传统业务实力不减，未来前景依旧。**电子废弃物与钴镍钨回收板块受国际有色金属价格影响较大，公司在大宗商品价格走低的环境下，毛利水平虽受到挤压，但通过产能释放，公司的业绩依然保持了稳定的增长，凸显了公司作为行业龙头的实力。未来，在金属价格触底回升与行业政策支持的双重利好下，公司的业绩有望进一步提升。汽车拆解板块则是受益于政策东风及巨大的市场空间，有望放量为公司贡献利润。
- 首次覆盖，给予买入评级。**公司起家资源回收，近年来紧抓新能源车发展机遇，快速进入电池材料领域，通过不断扩大产能，有望成为行业龙头；传统回收板块继续保持原有龙头地位，随着政策明朗和金属价格走出低谷，将会为公司明显提升业绩。考虑到新能源汽车以及三

元正极材料的迅猛发展趋势，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.12 元、0.18 元、0.23 元，对应当前股价的 PE 分别为 58 倍、41 倍、31 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**新能源汽车发展速度不及预期风险；回收行业政策落地不及预期风险；钴、钨、镍及铜等金属价格大幅下跌风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	5117	6641	8578	10811
增长率(%)	31%	30%	29%	26%
净利润（百万元）	154	359	513	667
增长率(%)	-27%	133%	43%	30%
摊薄每股收益（元）	0.11	0.12	0.18	0.23
ROE(%)	2.27%	4.93%	6.41%	7.45%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 稳步发展的格林美.....	5
2、 电池材料板块：力争打造行业龙头	6
2.1、 全方位布局电池材料	6
2.2、 锂电材料市场空间广阔.....	9
3、 钴镍钨板块：打造产业链闭环.....	9
4、 电子废弃物板块：市场空间广阔	11
4.1、 完整的电子废弃物回收版图	11
4.2、 资质管理从严，正规企业受益.....	12
5、 汽车拆解板块：政策东风劲吹，业务放量在即	13
6、 盈利预测与评级	14
7、 风险提示	15

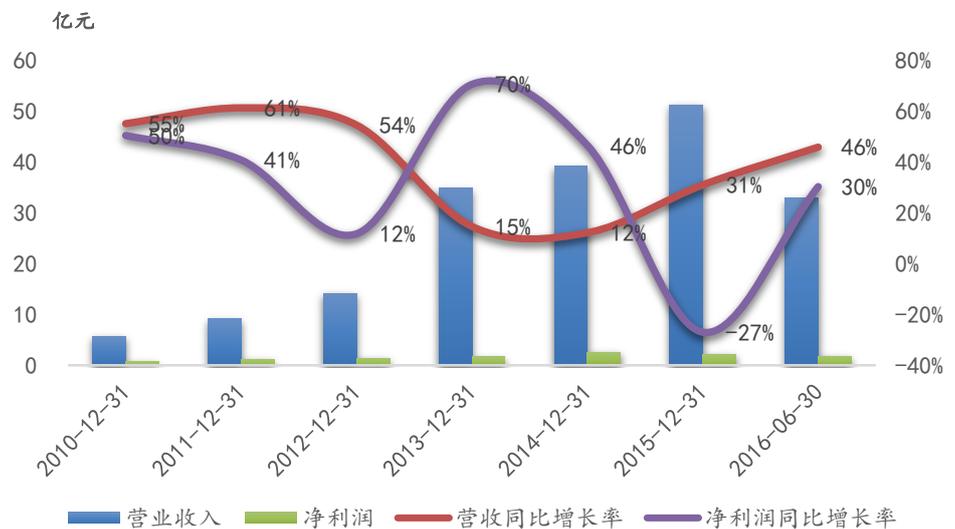
图表目录

图 1: 公司 2010-2016 年营收及业绩增长情况	5
图 2: 公司各业务占比情况 (单位: %)	6
图 3: 公司主要业务板块的毛利率情况	6
图 4: 公司电池材料业务的发展情况 (单位: 亿元)	7
图 5: 国内动力电池年产量 (GWh)	9
图 6: 国内正极材料年产量 (万吨)	9
图 7: 钴镍钨板块的产能利用情况	10
图 7: 钴金属回收来源	10
图 9: 公司电子废弃物拆解量 (单位:万台)	11
图 10: 国内电子废弃物回收量 (单位: 万台)	12
图 11: 废弃电器电子产品处理企业年处理量	13
图 12: 国内汽车保有量 (单位: 万辆)	14
表 1: 公司电池材料的现有产能和未来规划	7
表 2: 公司电池材料业务扩张历程	7
表 3: 公司电子废弃物回收业务发展进程	11
表 4: “四机一脑” 新旧补贴标准	13

1、稳步发展的格林美

公司起家资源回收，稳步发展，逐步扩大产业链。公司成立于 2001 年 12 月 28 日，于 2010 年 1 月在深交所上市。公司最初以回收废钴镍钨起步，是我国再生资源回收行业第一家上市公司。目前公司业务主要包括钴镍钨回收、电池材料、电子废弃物三大板块，同时业务涉及水资源处理，储能电站和硬质合金等领域。公司通过并购，扩充在西北与西南部电子废弃物处理，形成湖北、江西、河南、天津、江苏、山西、内蒙等覆盖八省市的十二大循环产业基地，打造以钴镍钨锆铟稀有金属资源、动力电池材料、电子废弃物、报废汽车资源为主体的城市矿山资源综合利用产业链体系。

图 1：公司 2010-2016 年营收及业绩增长情况

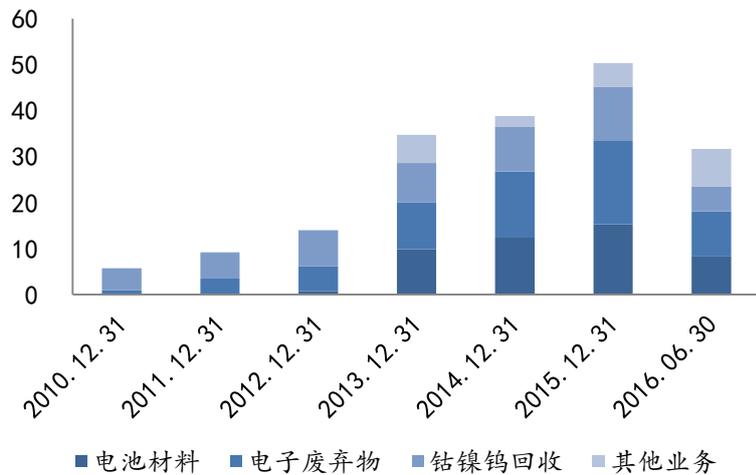


资料来源：wind，国海证券研究所

完善产业链，盈利稳步增长。公司通过完善主营业务范围，成为行业中产业链完整、资源化合理的循环再造的优势企业，奠定了扩大规模、提升综合盈利能力的基础。上市 6 年以来，公司的营业收入复合增长率达到 44.2%，净利润复合增长率 16.9%。2016 年上半年，公司逐步从去年大宗商品市场的拖累中解放出来，积极应对国内外环境的变化，实现营业收入 45.74% 的增长，同时净利润同比增长 30.22%。

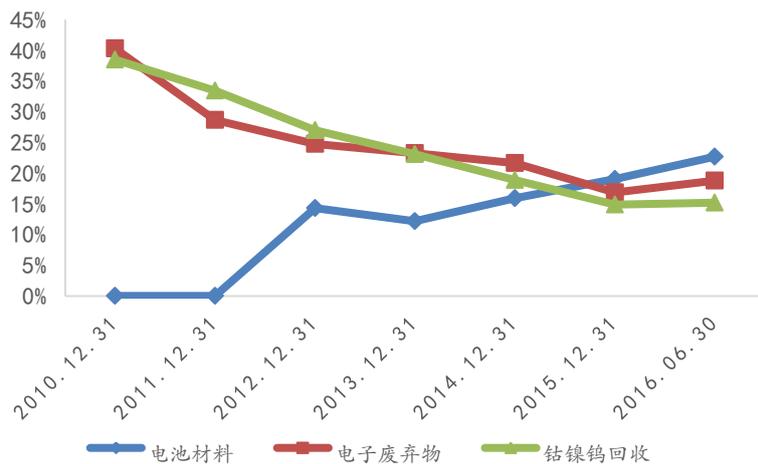
电池材料业务占比上升明显。2016 年上半年，公司钴镍钨铜与电池材料的销量稳步增长，公司钴镍钨板块实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 11.94%，电池材料板块实现营业收入 8.2 亿元，同比增长 18.09%，电子废弃物拆解量突破 470 万台。公司业务通过近年来的调整，电池材料业务收入占比上升至 26%，而钴镍钨回收业务收入占比从上市初的 82.8% 下降至 17.4%，从而形成稀有金属回收与动力电池材料、电子废弃物综合利用与报废汽车综合利用等多轨驱动的核心业务模式，固化了集团主营业务的坚实基础与核心竞争力。

图 2: 公司各业务占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 3: 公司主要业务板块的毛利率情况



资料来源: 国海证券研究所

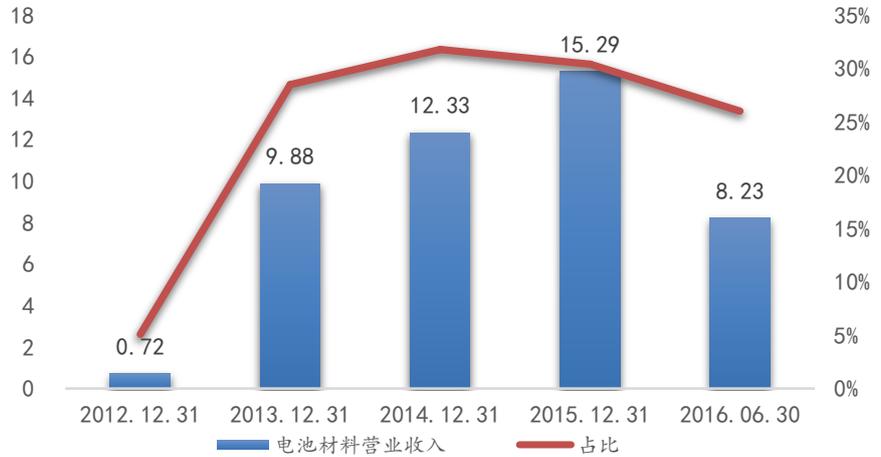
2、 电池材料板块: 力争打造行业龙头

2.1、 全方位布局电池材料

紧抓行业机遇, 布局较早。2012 年, 公司抓住新能源汽车高速发展的机遇, 于 2012 年 5 月, 收购江苏凯力克钴业股份有限公司 51% 的股权, 开始布局电池材料产业。凯力克公司的主营业务是金属钴及新能源锂电池正极材料前驱体的研发, 公司是我国目前最大的四氧化三钴和第二大金属钴生产企业, 凯力克的产品已获得韩国三星、日本清美、杉杉新材料、巴莫科技等国内外知名客户的认可, 综合竞争力处于行业领先地位。随着新能源汽车的快速商用化, 公司电池材料 (包括四氧化三钴和三元材料) 销量大幅增长 39.44% 至 12644.45 吨, 在国内市场占

有率约为 30%，为公司业务规模的扩大形成了有力支撑。目前，电池材料营业收入占比已上升至 26%，成为公司主要的收入来源，且该板块的毛利率达到 22.65%，在行业中保持较高水平。

图 4：公司电池材料业务的发展情况（单位：亿元）



资料来源：国海证券研究所

表 1：公司电池材料的现有产能和未来规划

	已实现产能	未来产能预期
荆门格林美	镍钴锰 NCM: 5000 吨	镍钴铝 NCA 原料: 5000 吨 镍钴锰 NCM: 10000 吨 氢氧化锂: 5000 吨 碳酸锂: 5000 吨 镍钴锰酸锂三元材料: 10000 吨 硫酸镍: 40000 吨
无锡格林美	镍钴锰酸锂三元材料: 5000 吨 高电压钴酸锂 LCO: 1500 吨 镍钴锰 NCM 原料: 8500 吨 球形氢氧化钴: 2000 吨	镍钴锰酸锂三元材料: 15000 吨 高镍材料 (622、811、NCA): 6000 吨 高压钴酸锂 LCO: 4000 吨
江苏凯力克	四氧化三钴: 4000 吨 电积钴: 2000 吨 其他钴盐、钴粉: 500 吨	
兴友金属	镍钴锰 NCM: 4000 吨	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 2：公司电池材料业务扩张历程

时间	内容
2016.08.24	公司与庆尚北道、浦项市及 ECOPRO，就入驻和投资庆尚北道浦项市浦项零部件工业园区的相关事项，签署了《关于投资协定的谅解备忘录 (MOU)》。ECOPRO 是全球第二大镍钴铝的正极材料生产商，是三星 SDI 唯一的镍钴铝正极材料外部供应商。通过签署谅解备忘录，公司可以更加直接进入韩国市场与国际市场。
2016.08.08	孙公司无锡格林美拟投资 2.86 亿元用于建设年产 15000 吨镍钴锰酸锂三元动力电池正极材料生产线 (预计 2018 年达产)。本次投资完成后，无锡格林美预计可新增年产 1.5 万吨车用动力电池材料，年新增销售额 12 亿元以

	上, 年新增税收 2000 万元以上。
2016.07.18	子公司武汉格林美签署车用动力电池包项目增资合营协议, 子公司计划 3 至 5 年完成年配置不低于 10 万辆新能源汽车的电池组, 从而实现“材料、电池、新能源整车制造、供应链金融及动力电池回收”全产业链闭环系统。
2016.05.30	子公司荆门格林美拟投资 3.58 亿元, 用于建设年产 4 万吨车用动力电池原料硫酸镍生产线(预计 2018 年达产)。本次投资完成后, 荆门格林美预计可新增年产 4 万吨车用动力电池原料, 年新增销售额 9.7 亿元, 年新增税后净利润约为 6,119 万元
2016.04.25	公司与东风襄旅及三星环新签订了新能源汽车绿色供应链战略合作协议。三方将以湖北省为基地, 打造: 动力电池材料(格林美)——动力电池(三星环新)——新能源整车(东风襄旅)——供应链金融租赁(格林美)——村村通、城乡通与物流通——新能源汽车运行维护——报废汽车与动力电池回收利用(格林美)的新能源汽车供应价值链。
2016.01.13	公司与远东福斯特新能源有限公司、天津市捷威动力工业有限公司签订共计 12 亿元的动力电池材料大单。
2015.10.31	子公司荆门格林美拟投资 6.57 亿元建设投资动力电池材料项目, 用于年产 5000 吨镍钴铝(NCA)三元动力电池材料前驱体原料(2016 年 11 月完工)、年产 10000 吨动力电池用镍钴锰酸锂三元正极材料(2017 年 5 月完工)以及年产 10000 吨镍钴锰(NCM)三元前驱体原料的动力电池材料(2017 年 11 月完工)项目。
2015.10.29	公司收购江苏凯力克剩余 49% 的股权, 交易完成后, 凯力克成为公司的全资子公司, 全面释放凯力克已有的镍钴锰酸锂三元动力电池材料(年产 5000 吨)以及锂离子电池前驱体材料(年产 7000 吨)(四氧化三钴、镍钴锰三元前驱体材料)产能。
2015.10.08	公司以现金 2971.43 万元对余姚市兴友金属材料有限公司增资扩股, 持有 65% 股权。目标公司拥有年产 4000 吨镍钴锰(NCM)三元动力电池材料生产线, 拥有可靠先进的技术和成熟市场体系。
2015.09.10	公司与比亚迪股份有限公司签署储能电站和光伏电站项目合作框架协议书的议案。比亚迪是国内动力电池、储能电站和光伏电站领域的领先企业, 公司将携手比亚迪, 打通公司废旧材料——新型电池材料——储能电站的大产业链。
2015.07.09	公司与深圳市动力创新科技企业、深圳市安利豪实业有限公司签署了《合资经营协议书》: 合营公司成立后即重点开发运营产品石墨烯相关材料与产品的产业化应用开发, 力争材料产品在三年内达到年度产值人民币 3000 万元或以上, 且年度净利润达到人民币 1000 万元或以上
2014.06.10	公司拟用 49,160 万元对荆门格林美增资, 由荆门格林美实施“动力电池用高性能镍钴锰三元电池材料项目”、“城市矿产资源公共技术、检测平台和技术孵化器基地项目”。
2014.05.29	公司通过定增募集 17.58 亿元, 其中 2.9 亿元用于动力电池用高性能镍钴锰三元电池材料项目, 项目规划建设年生产镍钴锰三元动力电池材料 5,000 吨、电池级球形氢氧化钴 2,000 吨生产规模及其配套措施。
2014.04.03	子公司江苏凯力克、荆门市格林美、参股公司清美通达锂电, 与湖南杉杉新材料有限公司签订了四氧化三钴的销售合同, 合同涉及金额约为 3.6 亿元, 合同期限为 12 个月。
2013.04.11	子公司江苏凯力克与湖南杉杉签订了四氧化三钴的销售合同, 合同涉及金额约为 3 亿元, 合同期限为 14 个月。
2013.02.27	子公司荆门格林美拟投资 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。
2012.12.01	公司拟以现金方式江苏凯力克 51% 的股权, 交易完成后, 凯力克将成为本公司的控股子公司, 实现钴产品产业链与产品市场的战略整合, 公司开始进入锂电池材料行业

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

四方面打造车用电池材料核心竞争力。回收方面: 公司完成了从小型废旧电池回收到车用报废电池回收的全覆盖, 回收体系完整, 回收的金属品类齐全, 公司回收的钴、镍、锰等全部可以用于三元材料的生产, 废弃资源的高比例回收为电池材料的生产提供了稳定、可靠、经济的原料来源; **原料方面:** 公司将在已经具备的 1.5 万吨电池材料前驱体生产规模的基础上, 全力打造 2.5 万吨 NCA、NCM 三元材料前驱体及氢氧化锂、碳酸锂等电池材料原料的生产规模; **材料方面:** 公司新增车用电池镍钴锰酸锂三元正极材料 1 万吨的生产规模, 从而形成中国规模

最大、产品体系最完整的车用三元动力电池正极原料与材料制造基地；**市场开发方面**：公司与以三星 SDI、韩国 ECOPRO 为代表的全球最顶级的车用电池生产企业开展了全方位的合作，循环再造动力电池材料打入国际供应链，市场得以全球化推广，占领国内外电池材料市场。

2.2、锂电材料市场空间广阔

新能源前景依然向好，带动锂电材料高速发展。2015 年全球新能源汽车累计销量 95 万辆（未含中国），据中国汽车工业协会统计数据，2015 年中国新能源汽车生产 340471 辆，销售 331092 辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍，行业的快速发展给公司动力电池产业带来良好的发展机遇。未来 5 年新能源汽车仍是锂离子动力电池需求迅猛增长的最大引擎，根据行业统计，2016 年上半年国内动力电池产量为 12.72GWh，同比增长 201%，库存占比增加至 20.6%。正极材料是锂电池电化学性能的决定性因素，决定了锂电池的能力密度、循环性能、安全性等指标，占锂电池成本的近 30%。正极材料产业主要分布在日本、韩国和中国。据行业统计，2015 年全球正极材料产量为 22.34 万吨，其中中国正极材料产量为 10.65 万吨，占比高达 48%。

图 5：国内动力电池年产量（GWh）

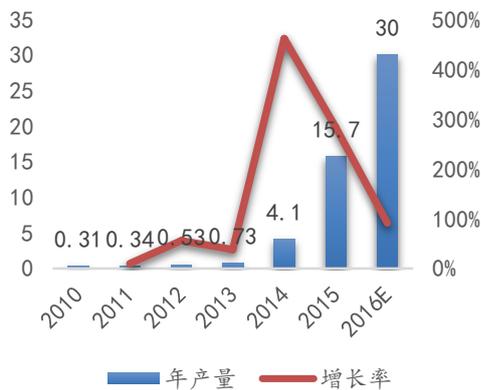
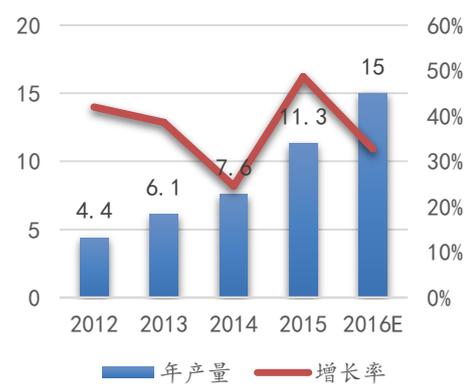


图 6：国内正极材料年产量（万吨）



资料来源：高工锂电，国海证券研究所

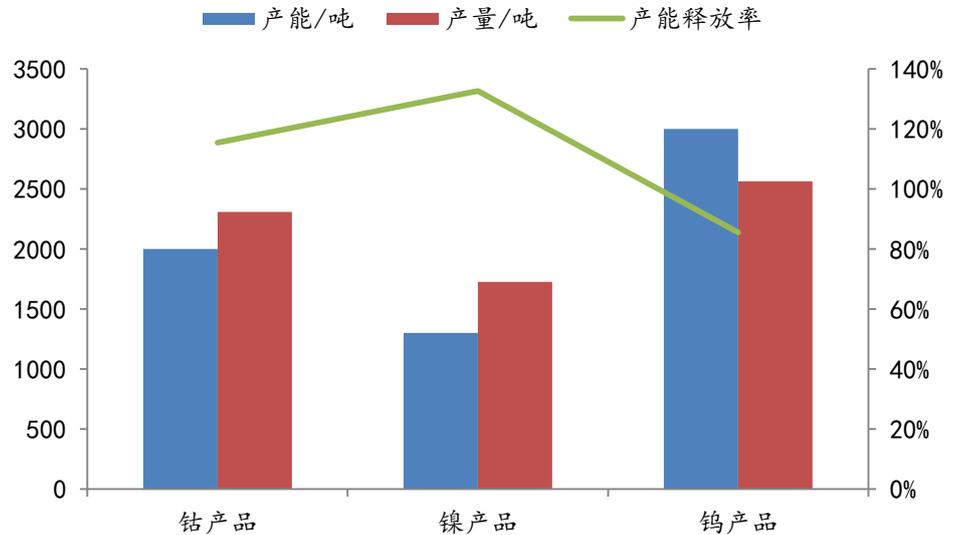
资料来源：高工锂电，国海证券研究所

3、钴镍钨板块：打造产业链闭环

公司起家金属回收，产能初具规模。钴镍钨金属回收业务是格林美最早开展的主营业务，主要采用废弃钴镍钨资源、废旧电池等循环再造高技术含量的钴镍钨材料，生产超细钴粉和超细镍粉。超细钴粉国内市场占有率达到 50% 以上，超细镍粉成为世界三大镍粉品牌之一。同时，公司还拥有金、银、钨、铈、锆、稀土等多种稀缺资源的分离提纯技术和规模化生产线，形成中国最完整的稀有金属资源化循环产业链。经过 IPO 募集项目和使用超募资金，公司投资的钴粉 1500 吨/年和镍粉 1000 吨/年的项目顺利投产完工。目前，钴镍钨板块业务模式趋于稳定，2015 年亦无大规模产能扩建工程，公司已经具备钴产品 2000 吨/年，镍产

品 1300 吨/年，钨产品 3000 吨/年的生产能力。2015 年钴产品、镍产品和钨产品实际产量分别为 2309 吨、1725 吨和 2565 吨，钴、镍、钨产品产能释放率分别为 115.46%、132.70%和 85.49%，产能利用程度高。

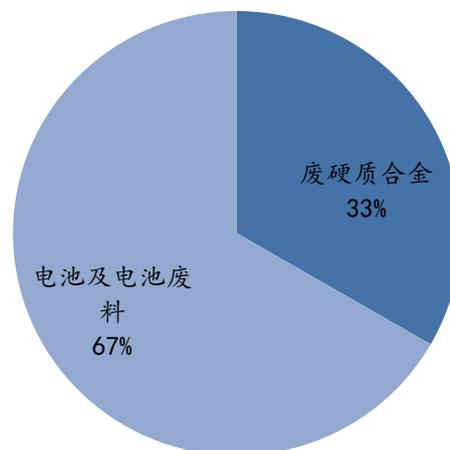
图 7: 钴镍钨板块的产能利用情况



资料来源：国海证券研究所

钴回收使得公司原材料达到部分自给。公司 2015 年钴资源的回收量（按金属量算）大约有 3000 吨，占公司总用钴量的 20%，其中从废硬质合金中回收了 1/3，从电池及电池废料中回收了 2/3。国内钴废料的回收渠道给公司的发展提供了绿色、安全、稳定可靠的原料来源。未来三至五年，新能源汽车将迎来报废高峰期，大量的装载着动力电池的新能源汽车将会进入公司的报废汽车拆解工厂，将会给公司带来大量的含钴、镍等金属的废料，钴和镍的回收来源将会是大量的报废动力电池。

图 8: 钴金属回收来源



资料来源：公司年报，国海证券研究所

打造新能源汽车回收体系。针对新能源汽车的快速商用化，新能源汽车与动力电池的回收即将成为焦点问题，公司在原有优势的废旧电池回收体系与报废汽车回收处置体系基础上，积极拓展动力电池回收的模式，开展动力电池梯级利用体系建设，与比亚迪公司合资设立储能电站（湖北）有限公司，推动构建“材料再造---电池再造---新能源汽车制造---动力电池回收利用”的新能源产业价值链与循环产业链。

公司致力打造产业链闭环。公司通过并购整合产业链，全面打通公司在废弃钨资源回收、钴资源回收与硬质合金制造业务的全产业链，实现公司由循环再造超细钴粉、超细镍粉与碳化钨粉等材料到硬质合金器件的再造，实现钨钴与硬质合金器件制造全产业链供应商、客户群等渠道资源的共享，强化钨钴资源回收利用的全产业链核心竞争力与盈利能力，为公司进一步涉足硬质合金器件产品的高端循环和做强做大钨钴资源回收产业链打下坚实的产业链、市场链基础。

4、电子废弃物板块：市场空间广阔

4.1、完整的电子废弃物回收版图

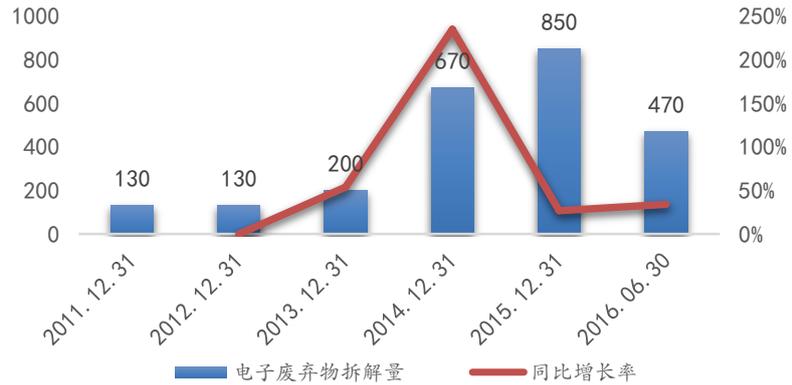
公司两方面打造电子废弃物回收的版图。格林美自 2009 年开始推行电子废弃物回收与利用的新业务。一方面，在武汉等五个城市建设了电子废弃物回收超市，开辟了电子废弃物回收的新型模式，在深圳成为家电以旧换新的中标企业，参与了深圳市家电以旧换新的活动，成功地实现了由废旧电池向电子废弃物回收的战略转移，为公司构建“城市矿山”资源开采体系奠定坚实基础。另一方面，公司开展了电子废弃物综合利用生产线建设，继钴镍金属回收业务之后，成为公司新的利润增长点。

表 3：公司电子废弃物回收业务发展进程

时间	具体动作
2009	2009 年起，公司先后在湖北、江西、河南建立了四个电子废弃物产业基地。
2011	格林美在湖北、江西的三大电子废弃物产业基地全面运行，废旧家电的拆解总量达 130 余万台，成为湖北、江西废旧家电拆解的主力企业。
2012	荆门格林美、江西格林美入选国家第一批废弃电器电子产品基金补贴名单
2013.12	河南格林美、武汉城市矿产公司同时入选国家第三批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单。至此，格林美四个电子废弃物处理基地全部入选国家废弃电器电子产品处理基金补贴企业。
2015	公司完成山西洪洋的收购以及贵阳电子废弃物、内蒙古电子废弃物等项目的签约，扩充了公司电子废弃物处理业务的版图，成功占领西北与西南地区电子废弃物处理市场，国家定点报废电器电子处置资质达到八家企业（截至 2015 年报披露之日，内蒙古电子废弃物项目已完成收购；贵阳电子废弃物项目尚未完成收购），资质处理数量达到 1500 万台以上，真正形成了连接南北、覆盖东西的循环产业格局，夯实了公司电子废弃物处理业务的核心地位。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 9：公司电子废弃物拆解量（单位：万台）



资料来源：国海证券研究所

国内电器电子报废进入高峰期，回收业务空间广阔。随着人民生活水平的提高，越来越多的电器电子产品进入报废的高峰期。每年将有一亿台以上的废弃家电需要回收处理，且随着家用电器种类的增加，报废量还在逐年上升。2015年，废弃电器电子产品处理量约7500万台，较2014年处理量增加6.84%，近三年处理数量持续上涨，废弃电器电子产品处理总重量达到165万吨，处理行业的资源效益和环境效益日益显现。

图 10：国内电子废弃物回收量（单位：万台）

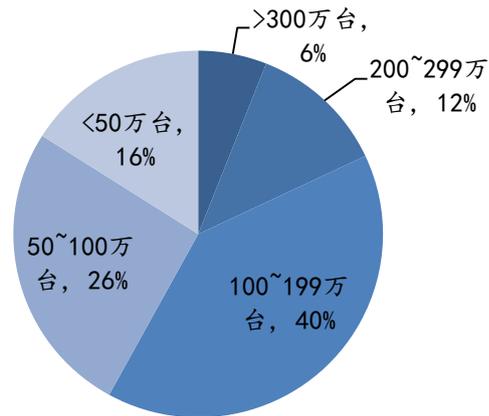


资料来源：中国家用电器研究院，国海证券研究所

4.2、资质管理从严，正规企业受益

废旧资源回收行业门槛趋严。当前，废旧资源回收领域一大半从业企业以私人作坊的形式存在，不但拆解效率不高，环保标准执行不严，而且严重影响了整个回收利用的体系和秩序。根据财政部发布的《关于完善废旧电器电子产品处理基金政策的通知》不但明确了纳入补贴范围的企业标准，同时明确了基金补贴企业的退出规定。拆解量连年不达标，不规范拆解量占比高，环保实施能力弱的企业将被淘汰，市场竞争也将大大下降。

图 11: 废弃电器电子产品处理企业年处理量



资料来源: 中国家用电器研究院, 国海证券研究所

表 4: “四机一脑” 新旧补贴标准

产品名称	新补贴标准	旧补贴标准	回收价格区间
电视机	60	85	10~100
电冰箱	80	80	50~130
洗衣机	45	35	50~100
空调	130	35	80~400
电脑	70	85	20~50

资料来源: 《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》, 国海证券研究所

政策频出, 公司将显著受益。2015 年 1 月, 商务部等五部委发布《再生资源回收体系建设中长期规划 (2015-2020 年)》, 要求到 2020 年, 大中城市再生资源主要品种平均回收率达到 75% 以上, 实现 85% 以上回收人员纳入规范化管理、85% 以上社区及乡村实现回收功能的覆盖、85% 以上的再生资源进行规范化的交易和集中处理。2015 年 2 月, 国家发改委等六部委发布《废弃电器电子产品处理目录 (2014 年版)》, 纳入国家废弃电器电子产品处理基金目录的产品增加到十四类产品。在电子废弃物拆解名录扩容, 以及拆解规范和补贴金额政策的出台等政策的影响下, 格林美未来的拆解量有望大幅增加, 将会进一步巩固行业中的地位。

5、汽车拆解板块: 政策东风劲吹, 业务放量在即

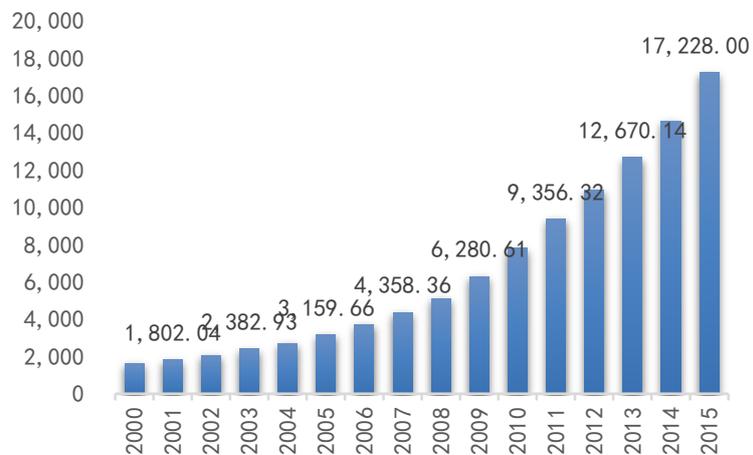
公司已在全国多地完成拆解板块布局。公司位于天津、江西和武汉的报废汽车产业园区已初步建成, 江西园区报废汽车已投产, 武汉园区和天津园区报废汽车项目也将逐步按计划达到预定可使用状态。各产业园区的年设计处理能力均为 30 万吨报废汽车及其他有色金属复杂废料。汽车拆解市场目前各地壁垒严重, 格林美在武汉、江西和天津已取得的拆解资质将对公司业务产生积极影响。2015 年 4 月, 格林美天津公司已经正式获得老旧汽车报废更新信息管理系统登录账号和密钥。这表明, 公司可以在天津地区开展老旧汽车的报废核销、回收拆解业务。此资格的认定为格林美天津公司开展报废汽车回收拆解业务以及进一步推动公

司报废汽车循环利用项目提供了有力支撑。2015年7月，公司与湖北省供销合作总社签署“互联网+分类回收”框架协议书，该框架协议的签订，将促进公司与湖北省政府的进一步合作，对公司获得湖北市场的汽车拆解资质具有积极作用。

政策红利逐步释放，提高行业附加值。国务院近期公布《国务院关于修改〈报废汽车回收管理办法〉的决定(征求意见稿)》，规定拆解的报废汽车“五大总成”可交给零部件再制造企业。此次“五大总成”再制造政策的放开，汽车拆解企业将实现“五大总成”再制造，大幅提升拆解企业盈利能力；同时通过汽车回收市场化定价，提升报废汽车终端回收价格，将有力推动报废汽车流向正规汽车拆解企业，推动行业健康有序发展，为汽车拆解行业发展扫除政策障碍。发达国家汽车可用零部件再制造利用率达到35%左右，而我国拆解的可用零部件再制造利用率目前仅为10%左右，且基本上是销售废金属。一般汽车零部件“再制造”创造的价值是废金属价值的6-8倍，利润更加丰厚。

报废高峰即将来临，行业空间巨大。我国汽车保有量持续增长，从2007年的0.57亿辆增长至2015年的1.72亿辆，年复合增长率达到14.80%，预计2020年我国汽车保有量将突破2亿辆。随着汽车保有量的持续增长，废旧汽车报废量相应增加。根据既有汽车产销量和保有量的数据，2015年我国迎来第一次汽车报废高峰。汽车报废量的增加给汽车拆解行业带来了巨大的市场空间，有利于具有汽车拆解资质企业的运营。

图 12: 国内汽车保有量(单位: 万辆)



资料来源: wind, 国海证券研究所

6、盈利预测与评级

首次覆盖，给予买入评级。公司起家资源回收，近年来紧抓新能源车发展机遇，快速进入电池材料领域，通过不断扩大产能，有望成为行业龙头；传统回收板块继续保持原有龙头地位，随着政策明朗和金属价格走出低谷，将会为公司明显提升业绩。考虑到新能源汽车以及三元正极材料的迅猛发展趋势，我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.12元、0.18元、0.23元，对应当前股价的PE分

别为 58 倍、41 倍、31 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险提示

- 1) 新能源汽车发展速度不及预期风险;
- 2) 回收行业政策落地不及预期风险;
- 3) 钴、钨、镍及铜等金属价格大幅下跌风险;

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	5117	6641	8578	10811
增长率(%)	31%	30%	29%	26%
净利润(百万元)	154	359	513	667
增长率(%)	-27%	133%	43%	30%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.12	0.18	0.23
ROE(%)	2.27%	4.93%	6.41%	7.45%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

单击此处输入文字。

表 5: 格林美盈利预测表

证券代码:	002340.SZ				股价:	7.16	投资评级:	买入	日期:	2016/09/26
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	2%	5%	6%	7%	EPS	0.11	0.12	0.18	0.23	
毛利率	17%	19%	19%	19%	BVPS	4.51	2.37	2.55	2.77	
期间费率	14%	12%	11%	10%	估值					
销售净利率	3%	5%	6%	6%	P/E	67.58	57.99	40.60	31.25	
成长能力					P/B	1.59	3.01	2.81	2.58	
收入增长率	31%	30%	29%	26%	P/S	2.04	3.14	2.43	1.93	
利润增长率	-27%	133%	43%	30%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.32	0.41	0.48	0.55	营业收入	5117	6641	8578	10811	
应收账款周转率	2.81	2.81	3.04	3.32	营业成本	4241	5367	6914	8737	
存货周转率	1.53	1.62	1.74	1.78	营业税金及附加	12	15	20	25	
偿债能力					销售费用	54	66	86	108	
资产负债率	57%	55%	55%	54%	管理费用	337	398	515	649	
流动比	1.26	1.34	1.38	1.42	财务费用	307	310	310	310	
速动比	0.81	0.78	0.79	0.77	其他费用 / (-收入)	(20)	0	0	0	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	147	484	733	983	
现金及现金等价物	1590	1583	1603	1557	营业外净收支	102	100	100	100	
应收款项	1821	2365	2820	3258	利润总额	249	584	833	1083	
存货净额	2778	3318	3989	4921	所得税费用	30	70	100	130	
其他流动资产	1568	672	865	1089	净利润	219	514	733	953	
流动资产合计	7758	7930	9271	10817	少数股东损益	64	154	220	286	
固定资产	3617	3505	3505	3654	归属于母公司净利润	154	359	513	667	
在建工程	2591	2791	3091	3391						
无形资产及其他	1257	1257	1131	1006	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
长期股权投资	52	52	52	52	经营活动现金流	(299)	722	900	1040	
资产总计	15939	16200	17714	19584	净利润	219	514	733	953	
短期借款	3175	3175	3175	3175	少数股东权益	64	154	220	286	
应付款项	936	1188	1530	1933	折旧摊销	301	487	476	464	
预收帐款	89	91	118	148	公允价值变动	0	0	0	0	
其他流动负债	1962	1462	1884	2379	营运资金变动	(883)	59	(2111)	(2522)	
流动负债合计	6161	5915	6706	7635	投资活动现金流	(2668)	(88)	(299)	(450)	
长期借款及应付债券	2725	2725	2725	2725	资本支出	(1208)	(88)	(299)	(450)	
其他长期负债	270	270	270	270	长期投资	(49)	0	0	0	
长期负债合计	2995	2995	2995	2995	其他	(1410)	0	0	0	
负债合计	9156	8910	9701	10631	筹资活动现金流	2959	(7)	(10)	(13)	
股本	1455	2911	2911	2911	债务融资	925	0	0	0	
股东权益	6783	7290	8013	8953	权益融资	2363	0	0	0	
负债和股东权益总计	15939	16200	17714	19584	其它	(328)	(7)	(10)	(13)	
					现金净增加额	(7)	627	591	577	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【有色金属研究团队介绍】

李帅华，工学硕士，CIIA，三年央企实业工作经历，四年有色行业研究经历，目前负责有色金属行业研究。
代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

【分析师承诺】

李帅华，代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。