

格林美：坐拥“镍钴隐形矿山”

——电池材料系列调研报告

核心观点

- ❖ **结论：**公司建立非常完善的废旧电池回收体系，通过利用废旧电池残值提炼镍钴资源，相当于掌握一座“镍钴隐形矿山”，制造电池材料具有资源和成本方面的优势；废旧电子废弃物的回收仍旧会保持稳定的增长，汽车拆解市场空间广大，值得市场期待。
- ❖ **关注理由：**公司目前具备非常完善的再生资源利用体系：原料方面：15000吨/年的钴、10000吨/年的镍、3000吨/年的锰；前驱体材料方面：总共具有35000吨/年的前驱体，包括10000吨/年的 Co_3O_4 、25000吨/年的三元前驱材料（20000吨/年NCM、5000吨/年NCA）。
- ❖ **产业趋势：**钴资源属于稀缺资源，伴随新能源汽车行业的快速发展，镍钴价格会呈现上升趋势。具备镍钴资源的企业在未来制备三元电池材料方面具有更强的竞争力。
- ❖ **近期催化因素：**新能源汽车补贴目录的公布；特斯拉的销售业绩。
- ❖ **产业链格局分析：**上游主要是矿产资源，包括锂矿、钴矿等；中游主要是电池材料（正极、负极、电解液和隔膜）以及电芯、PACK、动力总成；下游主要是新能源汽车以及配套的充电桩和营运平台。当前我们比较看好具备矿产资源的电池材料厂商和产能规模较大的厂商。
- ❖ **相关上市公司情况：**锂矿（天齐锂业、赣锋锂业）、钴矿（华友钴业、洛阳钼业、格林美）；正极材料（当升科技、众和股份、厦门钨业、北大先行、杉杉股份、格林美）；负极材料（杉杉股份、贝特瑞）；电解液（新宙邦、天赐材料）；隔膜材料（星源材质、沧州明珠）；PACK（欣旺达、德赛电池、国轩高科）；整车（比亚迪等）。
- ❖ **风险提示：**新能源汽车发展不达预期；技术迭代过快；铜钴矿开采超预期。

冯钦远 执业证书编号：S1100513040002
研究员 8621-68416988
fengqinyuan@cczq.com

朱杨林 执业证书编号：S1100116080007
联系人 8621-68595153
zhuyanglin@cczq.com

川财证券研究所

成都
高新区交子大道177号中海国际
中心B座17楼，610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

1. 请介绍下公司当前主营业务的发展情况？

公司是目前国内 A 股市场上唯一从事电子废弃物回收行业的纯正标的，目前在国内多个地区已经获得回收资质，目前建立起比较完善的回收渠道；通过利用废旧电池的残值回收钴镍资源制造超细钴镍粉，三元电池材料等，并且具有资源和成本优势；汽车拆解业务布局非常顺利，目前等待国家补贴政策落实；木塑行业及其他表现比较平稳。

2. 公司目前钴镍材料的大概产能有多少？

原料方面：15000 吨/年的钴、10000 吨/年的镍、3000 吨/年的锰；前驱体材料方面：总共具有 35000 吨/年的前驱体，包括 10000 吨/年的 Co_3O_4 、25000 吨/年的三元前驱材料（20000 吨/年 NCM、5000 吨/年 NCA）。

3. 请介绍下公司具体业务的占比情况？

根据 2015 年财报数据：电池材料（四氧化三钴）产生 15.29 亿营收，电子废弃物产生 10.96 亿营收，镍钴钨大概产生 11.77 亿营收，木塑型材产生 1.35 亿营收。

4. 请问现在电子废弃物回收这块的盈利情况怎么样？

政府环保政策执行力度加大，民众环保意识逐步加强。比如深圳市政府在垃圾回收方面做了比较多的努力，积极推动大家去认识垃圾分类回收的重要性，建立回收体系。现在有 1000 万台电子废弃物，60% 依靠社会的方式回收，电视机回收成本 60 元左右/台，拆解物综合利用为 30 元/台，国家补贴 60 元/台，国家补贴可以覆盖回收成本，其他的电子废弃物回收盈利情况也基本如此。

5. 公司目前的三元正极材料是以哪种类型为主？

国内的三元正极材料生产商都是从磷酸铁锂材料转型过来，333 材料更加接近于磷酸铁锂材料，811 体系更加接近于 NCA 体系，目前市场上主要采用 523，622 体系，当前格林美主要还是 523 体系。

6. 当前国内三元正极材料生产商比较多，预计今年毛利率下降 15%，目前公司情况如何？

公司属于全产业链竞争，目前国内的钴镍资源都集中少数几家公司手中。公司因为产业链覆盖，可以大概节约 500-1000 元/吨；同时公司具有在销售策略上比较灵活。

7. 公司电池材料目前自给率情况如何？

国内的钴镍大概 30% 满足自给，其他都需要从国外进口。但是公司现有的钴镍回收量可以满足电池材料制造的需求，同时每年大概需要卖出 2 万吨的硫酸镍材料。

8. 钴涨价是否对公司的三元材料制造成本有一定的帮助?

这个不是一定的，钴涨价，对于公司的回收成本有一定的影响，公司主要是在加工费方面，但是可能会存一段时间内产生额外的利润，但是不会持续存在。

9. 公司电池正极材料产能利用率情况?

正极材料产能利用率基本达到 100%。

10. 如何看到三元电池材料的安全性问题?

磷酸铁锂从技术上来说已经属于过时的技术，国际上已经将三元材料作为乘用车的主流技术。同时不能单单从正极材料就否定三元材料的安全性，这需要从电池整体来考虑。

11. 公司未来可能在三元材料方面的产能扩展问题?

公司目前已经应国外电池厂商要求，考虑建立三元前驱体材料生产专线。

12. 公司是否会考虑在国外收购电子废弃物产品?

国家对于收购国外废弃物电子产品方面需要进行资质审核。同时国家出台绿篱政策，对于国外废弃物进入国内限制比较严格，加上现在环保政策执行问题，公司目前对于国外废弃物收购问题还没有很多打算。

13. 公司不考虑做电芯的原因是什么?

电芯太复杂，温度、PH 值、材料不稳定，各种因素影响太多。目前公司还不打算考虑做电芯业务。

分析师承诺

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

联系方式

川财证券有限责任公司 研究所

机构业务部

上海陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼

李 沫 13611881751 limo@cczq.com

吴 健 18616814608 wujian@cczq.com

胡 芳 18621972006 hufang@cczq.com

闵歆琰 13482123232 minxinyan@cczq.com

袁梓芳 15502154117 yuanzifang@cczq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼

刘珣华 13910309345 liuxunhua@cczq.com

马 昊 13581897385 mahao@cczq.com

黄 薇 15901115104 huangwei@cczq.com

深圳福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层

彭维熙 13723778798 pengweixi@cczq.com

陈 晨 15986679987 chenchen@cczq.com

王 楚 18620362172 wangchu@cczq.com

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000