

格林美(002340)/新能源汽车

原料体系优势尽显，布局完善全面受益

评级：买入(首次)

市场价格：8.35

目标价格：11

分析师：邵晶鑫

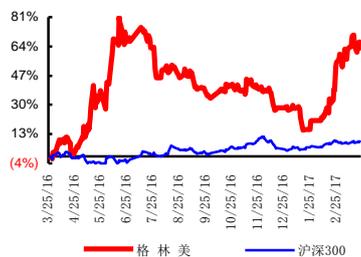
执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,935
流通股本(百万股)	2,334
市价(元)	8.35
市值(百万元)	24,510
流通市值(百万元)	19,488

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,908.86	5,117.17	6,693.89	11,367.53	13,301.18
增长率 yoy%	12.13%	30.91%	30.81%	69.82%	17.01%
净利润	211.05	154.21	251.46	942.63	1,109.49
增长率 yoy%	46.44%	-26.93%	63.07%	274.86%	17.70%
每股收益(元)	0.23	0.11	0.09	0.32	0.38
每股现金流量	0.02	-0.21	0.02	-0.07	0.46
净资产收益率	4.77%	2.30%	3.94%	12.88%	13.16%
P/E	56.56	143.46	96.66	25.79	21.91
PEG	1.22	—	1.53	0.09	1.24

投资要点

- 事件：**公司发布 2016 年度业绩快报，全年实现营收 78.35 亿元，同比增长 53%，归属于上市公司股东的净利润 2.60 亿元，同比增长 69%，基本每股收益 0.09 元，同比增长 50%。
- 前驱体与正极材料全年量价齐升，公司全产业链布局大幅受益。**2016 年下半年开启的钴 MB 价格上行通道直接带动国内钴产品价格全线上涨，全年 NCM 523 前驱体和正极材料分别上涨 10%和 13%。公司已全面布局正极材料产业链(钴矿-钴盐-前驱体-正极材料)，钴价格上行通道中将享受所有环节的毛利溢价，盈利能力大幅提升。同时公司前驱体与正极材料产能也得到进一步释放，下游优质客户资源保障销量稳步提升。
- 积极布局高端 NCA，进军国际前景可期。**公司不仅拥有三元 NCM 前驱体和正极材料产能，还在积极布局高端三元 NCA 前驱体与正极材料。2015 年公司已开始建设 5000 吨 NCA 前驱体生产线，最新定增预案中拟再建 1 万吨 NCA 前驱体以及 1 万吨 NCA 正极材料生产线。此外，公司还将与全球 NCA 主流供应商 ECOPRO 设立 NCA 三元材料合资公司，这表明公司 NCA 技术领先，未来有望打造具备全球竞争力的 NCA 产业链。
- 战略布局循环产业链，静待回收风口到来。**公司是“变废为宝”的回收龙头，业务涵盖钴镍钨回收、电子废弃物综合利用、汽车拆解制造与动力电池回收。通过回收与成品制造的全方位布局，公司已打通“废物资源—替代原矿资源—中国品牌—世界优质产品”的循环产业链，具体分为“废物回收—原料再造—三元材料制造”以及“电池回收—材料再造—电池包再造”两条细分循环产业链。未来 3-5 年内将迎来动力电池报废高峰期，公司已建设覆盖湖北、中原、长三角、西部与天津等九省市的报废汽车、电子废弃物与动力电池回收网络，具备绝对优势与能力迎接动力电池回收风口到来。
- 投资建议：**预计 2016-2018 年分别实现净利 2.51、9.43 和 11.09 亿元，同比分别增长 63%、275%、18%，当前股价对应三年 PE 分别为 97、26、22 倍，给予目标价 11 元，“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：公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,486	3,909	5,117	6,694	11,368	13,301
增长率	145.77%	12.1%	30.9%	30.8%	69.8%	17.0%
营业成本	-2,908	-3,181	-4,241	-5,606	-8,865	-10,363
% 销售收入	83.4%	81.4%	82.9%	83.7%	78.0%	77.9%
毛利	578	728	876	1,088	2,502	2,938
% 销售收入	16.6%	18.6%	17.1%	16.3%	22.0%	22.1%
营业税金及附加	-9	-10	-12	-16	-28	-32
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
营业费用	-32	-38	-54	-80	-136	-160
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-226	-273	-337	-502	-853	-998
% 销售收入	6.5%	7.0%	6.6%	7.5%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	310	408	474	489	1,485	1,749
% 销售收入	8.9%	10.4%	9.3%	7.3%	13.1%	13.2%
财务费用	-201	-231	-307	-204	-259	-284
% 销售收入	5.8%	5.9%	6.0%	3.0%	2.3%	2.1%
资产减值损失	-20	-22	-20	-53	-27	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-10	7	0	40	50	60
% 税前利润	—	2.6%	—	10.7%	3.7%	3.7%
营业利润	80	162	147	273	1,249	1,509
营业利润率	2.3%	4.2%	2.9%	4.1%	11.0%	11.3%
营业外收支	101	125	102	100	100	120
税前利润	181	287	249	373	1,349	1,629
利润率	5.2%	7.3%	4.9%	5.6%	11.9%	12.2%
所得税	-13	-28	-30	-47	-136	-194
所得税率	7.0%	9.8%	12.1%	12.6%	10.1%	11.9%
净利润	168	259	219	326	1,212	1,435
少数股东损益	24	48	64	75	270	326
归属于母公司的净利润	144	211	154	251	943	1,109
净利率	4.1%	5.4%	3.0%	3.8%	8.3%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	168	259	219	326	1,212	1,435
少数股东损益	0	0	0	75	270	326
非现金支出	243	272	328	420	412	422
非经营收益	198	218	285	88	137	142
营运资金变动	-587	-727	-1,131	-769	-1,967	-662
经营活动现金净流	23	23	-299	140	64	1,663
资本开支	950	1,653	1,498	542	149	150
投资	-11	-385	-1,170	-469	-5	-1
其他	0	10	0	40	50	60
投资活动现金净流	-961	-2,028	-2,668	-971	-104	-91
股权募资	3	1,775	2,363	0	0	0
债权募资	750	882	1,482	1,244	1,518	104
其他	-266	-288	-636	-228	-869	-322
筹资活动现金净流	486	2,370	3,208	1,015	649	-218
现金净流量	-452	364	242	184	609	1,354

资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
货币资金	719	1,154	1,590	1,700	2,039	3,068	
应收款项	639	1,211	1,821	2,430	4,095	4,792	
存货	1,620	2,244	2,778	3,230	4,378	5,117	
其他流动资产	345	411	1,568	2,673	3,208	2,753	
流动资产	3,323	5,020	7,758	10,033	13,720	15,730	
% 总资产	43.0%	43.3%	48.7%	52.9%	61.0%	64.5%	
长期投资	85	33	82	547	548	545	
固定资产	3,643	5,000	6,208	6,383	6,191	6,080	
% 总资产	47.1%	43.2%	38.9%	33.7%	27.5%	24.9%	
无形资产	487	1,326	1,691	1,791	1,846	1,821	
非流动资产	4,413	6,567	8,182	8,921	8,786	8,647	
% 总资产	57.0%	56.7%	51.3%	47.1%	39.0%	35.5%	
资产总计	7,737	11,587	15,939	18,955	22,506	24,377	
短期借款	2,347	3,272	3,902	5,146	6,664	6,768	
应付款项	611	1,060	1,853	3,234	4,539	4,820	
其他流动负债	51	80	406	1,053	569	619	
流动负债	3,010	4,411	6,161	9,432	11,772	12,207	
长期贷款	1,148	1,369	1,426	1,426	1,426	1,426	
其他长期负债	810	935	1,421	1,421	1,421	1,421	
负债	4,968	6,715	9,009	12,280	14,619	15,054	
普通股股东权益	2,455	4,423	6,709	6,378	7,321	8,431	
少数股东权益	314	448	222	296	566	892	
负债股东权益合计	7,737	11,587	15,939	18,955	22,506	24,377	

比率分析							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
每股指标							
每股收益 (元)	0.191	0.228	0.106	0.086	0.324	0.381	
每股净资产 (元)	3.258	4.788	4.610	2.191	2.515	2.896	
每股经营现金净流 (元)	0.030	0.025	-0.205	0.022	-0.071	0.459	
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.020	0.200	0.000	0.000	
回报率							
净资产收益率	5.87%	4.77%	2.30%	3.94%	12.88%	13.16%	
总资产收益率	1.86%	1.82%	0.97%	1.33%	4.19%	4.55%	
投入资本收益率	4.60%	4.02%	3.50%	3.47%	9.07%	10.12%	
增长率							
营业总收入增长率	145.77%	12.13%	30.91%	30.81%	69.82%	17.01%	
EBIT增长率	80.91%	31.35%	16.30%	3.23%	203.38%	17.80%	
净利润增长率	7.04%	46.44%	-26.93%	63.07%	274.86%	17.70%	
总资产增长率	21.83%	49.77%	37.56%	18.92%	18.74%	8.31%	
资产管理能力							
应收账款周转天数	36.0	61.1	74.4	90.0	90.0	90.0	
存货周转天数	177.5	221.7	216.1	210.0	180.0	180.0	
应付账款周转天数	22.9	42.3	39.9	41.0	40.0	40.0	
固定资产周转天数	226.6	222.9	219.2	196.6	113.1	93.8	
偿债能力							
净负债/股东权益	128.88%	87.87%	72.67%	92.45%	93.18%	68.92%	
EBIT利息保障倍数	1.5	1.8	1.5	2.4	5.7	6.2	
资产负债率	64.21%	57.96%	56.52%	64.79%	64.96%	61.76%	

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。