格林美（002340）

证券研究报告
2017 年 08 月 25 日

大力布局新能源，三元材料巨头快速成长

公司发布 2017 年半年度报告：报告期内公司实现营收 42.87 亿元，同比增长 30.46%；实现归母净利润 2.73 亿元，同比增长 58.6%，EPS 为 0.07 元/股，上年同期 EPS 为 0.05 元/股。公司业绩增长主要源于报告期内电池材料板块及钴镍钨板块销售规模扩大。

三元材料产能释放，业绩大涨。

报告期内，公司电池材料板块实现营收 20.35 亿元，同比增长 147.34%，毛利率提升了 3.56%，比上期毛利贡献额增加 3.47 亿元。公司目前有三个前驱体生产基地（泰兴、荆门、余姚），拥有氧化钴产能 10000 吨，NCA 产能 16000 吨，NCM 产能 5000 吨，共计 31000 吨；正极材料方面，拥有钴酸锂产能 2000 吨，镍钴锰酸锂产能 10000 吨。2017 年上半年，我国新能源产业发展态势持续走高，新能源汽车、动力锂电池、正极材料产量分别同比增长 19.7%、42.9%、44%，产业的快速发展有助于公司三元动力电池材料产能全面释放，推动业绩大幅增长。

钴镍钨板块业绩飘红，龙头地位巩固。

报告期内，公司钴镍钨板块实现营业收入 9.89 亿元，同比增长 79.86%，贡献毛利额 2.53 亿元。公司是全球最大钴粉制造企业，超细钴粉国际与国内市场占有率分别达到 20%与 50%以上。上半年，LME 钴结算价涨幅达到 81.82%，国内钨精矿均价比上年同期增长 17.7%，钴钨价格的大幅增长对业绩产生积极影响。报告期内，公司夯实固化钴镍钨与电子废弃物两大核心业务，对钴镍钨生产线实施了智能化改造，提升了产品品质及生产效率；实施电子废弃物、废五金、废塑料的业务整合，调整电子废弃物结构，延伸产业链，增强电子废弃物综合利用的核心竞争力。

定增项目扩产三元材料业务。

报告期内，公司计划通过定增募集资金总额不超过 29.51 亿元，用于绿色拆解循环再造车用动力电池包项目、循环再造动力三元材料用前驱体原料项目（6 万吨/年）、循环再造动力电池用三元材料项目（3 万吨/年）及补充流动资金项目等，目前已收到证监会出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》。定增项目有助于公司继续拓展三元材料业务。

国际合作+拓宽市场+延伸下游，打造新能源全产业链。

公司坚持“城市矿山+新能源材料”战略，打造“电池回收、原料再造、材料再造、电池包再造、新能源汽车服务”新能源全生命周期价值链。报告期内，公司与韩国 ECOPRO Co., Ltd 展开战略合作，共同开展在 NCA 三元动力电池材料用 NC-P 前驱体的研发、生产等合作，推动三元动力电池材料产业链技术水平与国际接轨；钴酸锂及三元动力电池材料出货东莞新能源、 江西福斯特、天津捷威、三星 SDI 等国内外知名电池企业，进一步扩大市场范围；通过与东风汽车股份有限公司合作，公司子公司武汉汉能通全面开展御风新能源汽车销售和租赁业务，为实现动力电池从报废端到消费端的大循环体系建设迈出了成功的第一步。

盈利预测和投资建议：我们预测，公司 2017-2019 年的净利润分别为 5.34 亿、9.70 亿和 11.07 亿，EPS 分别为 0.14 元/股、0.25 元/股和 0.29 元/股，对应 8 月 24 日的收盘价 6.98 元，动态 PE 分别为 50.6 倍、27.9 倍和 24.4 倍，首次给予公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，定增项目进程不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,117.17	7,835.90	10,617.64	12,741.17	16,563.52
增长率(%)	30.91	53.13	35.50	20.00	30.00
EBITDA(百万元)	754.68	1,111.18	1,176.78	1,238.60	1,498.00
净利润(百万元)	154.21	263.73	534.11	969.63	1,106.59
增长率(%)	(26.93)	71.02	102.52	81.54	14.12
EPS(元/股)	0.04	0.07	0.14	0.25	0.29
市盈率(P/E)	175.19	102.44	50.58	27.86	24.41
市净率(P/B)	4.12	3.93	3.33	3.03	2.74
市销率(P/S)	5.28	3.45	2.54	2.12	1.63
EV/EBITDA	35.95	22.99	28.96	26.63	24.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/金属非金属新材料
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.98 元
目标价格	8.12 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,815.91
流通 A 股股本(百万股)	3,114.25
A 股总市值(百万元)	26,635.05
流通 A 股市值(百万元)	21,737.49
每股净资产(元)	1.89
资产负债率(%)	61.29
一年内最高/最低(元)	9.06/4.71

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,590.21	1,642.05	849.41	1,019.29	1,325.08
应收账款	1,287.76	2,149.22	2,096.61	2,538.58	3,487.17
预付账款	576.84	659.22	862.01	1,081.99	1,409.18
存货	2,778.31	3,498.05	6,400.30	5,198.06	10,152.70
其他	1,524.65	1,473.80	1,564.03	1,952.39	2,215.98
流动资产合计	**7,757.78**	**9,422.35**	**11,772.37**	**11,790.32**	**18,590.11**
长期股权投资	51.83	218.95	218.95	218.95	218.95
固定资产	3,617.16	4,999.49	5,461.74	5,663.30	5,695.44
在建工程	2,590.51	1,632.39	1,015.43	657.26	424.36
无形资产	1,313.49	1,310.88	1,260.66	1,210.44	1,160.21
其他	608.55	1,488.21	1,293.28	1,314.70	1,355.90
非流动资产合计	**8,181.54**	**9,649.93**	**9,250.07**	**9,064.65**	**8,854.86**
资产总计	**15,939.32**	**19,072.28**	**21,022.43**	**20,854.96**	**27,444.97**
短期借款	3,174.54	4,321.48	5,519.51	5,031.91	7,884.68
应付账款	1,242.08	1,087.12	2,108.46	2,021.74	3,044.81
其他	1,744.31	2,411.98	2,379.09	2,449.31	3,317.85
流动负债合计	**6,160.94**	**7,820.58**	**10,007.06**	**9,502.96**	**14,247.33**
长期借款	1,426.25	756.27	664.86	0.00	725.16
应付债券	1,298.52	2,879.63	1,657.27	1,945.14	2,160.68
其他	270.28	413.57	319.79	334.55	355.97
非流动负债合计	**2,995.05**	**4,049.46**	**2,641.91**	**2,279.68**	**3,241.81**
负债合计	**9,155.99**	**11,870.04**	**12,648.97**	**11,782.64**	**17,489.14**
少数股东权益	221.63	319.92	260.95	150.14	100.85
股本	1,455.43	2,910.87	3,815.90	3,815.90	3,815.90
资本公积	4,311.56	2,836.73	2,836.73	2,836.73	2,836.73
留存收益	5,106.72	3,866.58	4,296.61	5,106.28	6,039.08
其他	(4,312.02)	(2,731.87)	(2,836.73)	(2,836.73)	(2,836.73)
股东权益合计	**6,783.33**	**7,202.24**	**8,373.46**	**9,072.32**	**9,955.83**
负债和股东权益总	**15,939.32**	**19,072.28**	**21,022.43**	**20,854.96**	**27,444.97**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	218.64	299.63	534.11	969.63	1,106.59
折旧摊销	308.56	403.38	264.93	286.84	300.98
财务费用	290.69	396.61	442.00	16.00	17.00
投资损失	0.49	(88.92)	(31.93)	(31.93)	(31.93)
营运资金变动	(1,588.97)	(588.21)	(1,817.89)	46.03	(4,645.41)
其它	471.84	(306.56)	(62.83)	(112.56)	(50.24)
经营活动现金流	**(298.75)**	**115.93**	**(671.60)**	**1,174.01**	**(3,303.01)**
资本支出	1,936.97	862.29	153.78	65.24	28.58
长期投资	49.27	167.12	0.00	0.00	0.00
其他	(4,654.05)	(2,887.78)	(183.42)	(114.10)	(45.60)
投资活动现金流	**(2,667.81)**	**(1,858.37)**	**(29.64)**	**(48.86)**	**(17.02)**
债权融资	6,626.81	8,900.35	8,551.77	7,770.59	11,586.07
股权融资	1,871.29	(305.64)	358.16	(16.00)	(17.00)
其他	(5,293.09)	(6,700.74)	(9,001.33)	(8,709.85)	(7,943.25)
筹资活动现金流	**3,205.01**	**1,893.97**	**(91.40)**	**(955.26)**	**3,625.82**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**238.45**	**151.54**	**(792.64)**	**169.88**	**305.79**

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**5,117.17**	**7,835.90**	**10,617.64**	**12,741.17**	**16,563.52**
营业成本	4,240.88	6,605.02	8,865.73	10,702.58	13,830.54
营业税金及附加	11.64	53.08	40.83	54.76	82.36
营业费用	53.53	57.69	77.51	133.78	198.76
管理费用	336.96	459.54	687.90	891.88	1,242.26
财务费用	307.12	391.58	442.00	16.00	17.00
资产减值损失	19.76	30.59	65.00	38.45	44.68
公允价值变动收益	0.00	(1.13)	(0.75)	0.13	0.17
投资净收益	(0.49)	88.92	31.93	31.93	31.93
其他	0.98	(175.59)	(62.36)	(64.11)	(64.20)
营业利润	**146.79**	**326.21**	**469.85**	**935.77**	**1,180.01**
营业外收入	104.04	70.56	101.06	91.89	87.84
营业外支出	2.09	40.81	15.57	19.49	25.29
利润总额	**248.74**	**355.96**	**555.34**	**1,008.17**	**1,242.56**
所得税	30.10	56.33	83.30	151.22	186.38
净利润	**218.64**	**299.63**	**472.04**	**856.94**	**1,056.18**
少数股东损益	64.43	35.90	(62.07)	(112.69)	(50.41)
归属于母公司净利润	**154.21**	**263.73**	**534.11**	**969.63**	**1,106.59**
每股收益（元）	0.04	0.07	0.14	0.25	0.29

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.91%	53.13%	35.50%	20.00%	30.00%
营业利润	-9.59%	122.23%	44.03%	99.16%	26.10%
归属于母公司净利润	-26.93%	71.02%	102.52%	81.54%	14.12%
获利能力					
毛利率	17.12%	15.71%	16.50%	16.00%	16.50%
净利率	3.01%	3.37%	5.03%	7.61%	6.68%
ROE	2.35%	3.83%	6.58%	10.87%	11.23%
ROIC	4.55%	5.22%	5.80%	5.33%	6.83%
偿债能力					
资产负债率	57.44%	62.24%	60.17%	56.50%	63.72%
净负债率	3.86%	13.04%	15.86%	35.80%	30.06%
流动比率	1.26	1.20	1.18	1.24	1.30
速动比率	0.81	0.76	0.54	0.69	0.59
营运能力					
应收账款周转率	4.77	4.56	5.00	5.50	5.50
存货周转率	2.04	2.50	2.15	2.20	2.16
总资产周转率	0.37	0.45	0.53	0.61	0.69
每股指标（元）					
每股收益	0.04	0.07	0.14	0.25	0.29
每股经营现金流	-0.08	0.03	-0.18	0.31	-0.87
每股净资产	1.72	1.80	2.13	2.34	2.58
估值比率					
市盈率	175.19	102.44	50.58	27.86	24.41
市净率	4.12	3.93	3.33	3.03	2.74
EV/EBITDA	35.95	22.99	28.96	26.63	24.31
EV/EBIT	59.78	35.59	37.37	34.66	30.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com