

## 格林美 (002340.SZ) 环保设备行业

评级：买入维持评级

公司研究

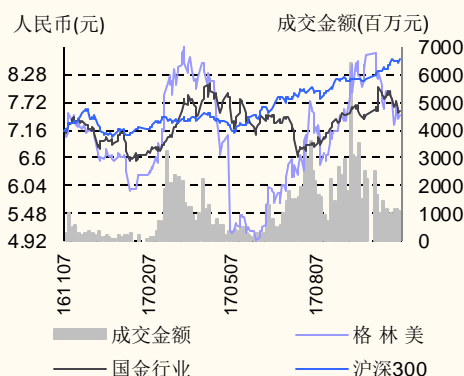
市场价格(人民币)：7.46元

目标价格(人民币)：9.80元

长期竞争力评级：等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,114.25
总市值(百万元)	28,466.69
年内股价最高最低(元)	8.82/4.92
沪深300指数	4020.89
深证成指	11373.74



## 相关报告

- 1.《再生钴龙头，乘锂电东风，扬回收巨帆-格林美公司研究》，2017.11.6

## 设立合营公司，加码三元全产业链

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.106	0.091	0.151	0.278	0.417
每股净资产(元)	4.51	2.36	2.64	3.00	3.55
每股经营性现金流(元)	-0.21	0.04	0.03	0.04	0.09
市盈率(倍)	143.46	72.29	49.34	26.81	17.88
行业优化市盈率(倍)	32.32	32.32	32.32	32.32	32.32
净利润增长率(%)	-26.93%	71.02%	118.46%	84.07%	49.90%
净资产收益率(%)	2.35%	3.83%	7.50%	12.14%	15.39%
总股本(百万股)	1,455.43	2,910.87	3,815.91	3,815.91	3,815.91

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司2017年11月6日发布公告，公司与广东邦普循环科技有限公司、长江晨道(湖北)新能源产业投资合伙企业、宁波梅山保税港区超兴投资合伙企业共同出资成立合营公司。

## 经营分析

- 公司与邦普共同出资设立合营公司，深化合作。公司与广东邦普循环科技有限公司、长江晨道(湖北)新能源产业投资合伙企业、宁波梅山保税港区超兴投资合伙企业共同出资成立合营公司，公司持有合营公司43.35%股权，邦普持有合营公司32%股权，长江晨道与宁波超兴分别持有22.43%、2.22%股权。公司与邦普有着较为紧密的合作，邦普是公司三元前驱体业务重要客户，此次成立合营公司，在原有合作基础上更加深度绑定，强强联合。
- 合营公司加码三元正极材料产能，公司打造三元全产业链。公司目前拥有拥有三元前驱体3.5万吨、四氧化三钴1.2万吨、正极材料1万吨产能，已经形成“原料回收—前驱体制造—正极材料制造—电池包制造—报废整车拆解回收”的全产业链，并且产能仍在扩张，远期目标是形成10万吨三元前驱体与6万吨正极材料的远期产能。此次合营公司年产三元正极材料2万吨，加码三元正极材料环节，助力构建具有世界竞争力的从三元原料到三元材料的全产业链制造体系。
- 公司发展战略路径，符合强者恒强行业发展趋势。三元正极材料公司产能规模、产品质量、认证周期等因素决定下游客户粘性强的特点，行业发展趋势是赢者通吃，路径为做大做强以及与下游核心电池企业产生更深的绑定，未来行业集中度将逐步提高，与下游产业链核心客户深度绑定的三元正极材料企业将持续抢占市场份额。

## 投资建议

- 预计2017年-2019年归属母公司净利润分别为5.76亿、10.61亿、15.90亿，EPS分别为0.15元、0.28元、0.42元，给予目标价9.8元，对应2018年35倍PE。

## 风险提示

- 钴镍价格下跌，新能源汽车需求不及预期，公司产能释放不及预期

李帅华 分析师 SAC 执业编号：S1130517080002  
lishuaihua@gjzq.com.cn

李翔 联系人  
lixiang1@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
<b>主营业务收入</b>	<b>3,909</b>	<b>5,117</b>	<b>7,836</b>	<b>11,990</b>	<b>16,900</b>	<b>22,974</b>	货币资金	1,154	1,590	1,642	2,400	2,600	2,800	
增长率	30.9%	53.1%	53.0%	40.9%	35.9%		应收账款	1,211	1,821	2,878	4,070	5,644	7,673	
主营业务成本	-3,181	-4,241	-6,605	-9,814	-13,607	-18,466	存货	2,244	2,778	3,498	3,764	5,219	7,083	
%销售收入	81.4%	82.9%	84.3%	81.9%	80.5%	80.4%	其他流动资产	411	1,568	1,404	1,541	1,771	2,033	
毛利	728	876	1,231	2,176	3,293	4,508	流动资产	5,020	7,758	9,422	11,776	15,234	19,589	
%销售收入	18.6%	17.1%	15.7%	18.1%	19.5%	19.6%	%总资产	43.3%	48.7%	49.4%	53.9%	59.8%	65.9%	
营业税金及附加	-10	-12	-53	-82	-115	-156	长期投资	33	82	818	905	904	904	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	5,000	6,208	6,632	6,981	7,181	7,084	
营业费用	-38	-54	-58	-89	-125	-170	%总资产	43.2%	38.9%	34.8%	32.0%	28.2%	23.8%	
%销售收入	1.0%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	1,326	1,691	1,723	2,110	2,089	2,069	
管理费用	-273	-337	-460	-813	-1,146	-1,558	非流动资产	6,567	8,182	9,650	10,072	10,251	10,133	
%销售收入	7.0%	6.6%	5.9%	6.8%	6.8%	6.8%	%总资产	56.7%	51.3%	50.6%	46.1%	40.2%	34.1%	
息税前利润 (EBIT)	408	474	661	1,192	1,907	2,624	<b>资产总计</b>	<b>11,587</b>	<b>15,939</b>	<b>19,072</b>	<b>21,848</b>	<b>25,485</b>	<b>29,722</b>	
%销售收入	10.4%	9.3%	8.4%	9.9%	11.3%	11.4%	短期借款	3,272	3,902	5,264	6,899	8,166	9,110	
财务费用	-231	-307	-392	-514	-642	-722	应付款项	1,060	1,853	1,855	2,522	3,506	4,759	
%销售收入	5.9%	6.0%	5.0%	4.3%	3.8%	3.1%	其他流动负债	80	406	701	211	295	479	
资产减值损失	-22	-20	-31	0	0	0	流动负债	4,411	6,161	7,821	9,632	11,967	14,349	
公允价值变动收益	0	0	-1	1	0	0	长期贷款	1,369	1,426	756	856	956	1,056	
投资收益	7	0	89	12	0	0	其他长期负债	1,069	1,569	3,293	3,336	3,437	3,538	
%税前利润	2.6%	n.a	25.0%	1.8%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>6,850</b>	<b>9,156</b>	<b>11,870</b>	<b>13,824</b>	<b>16,361</b>	<b>18,943</b>	
营业利润	162	147	326	692	1,265	1,902	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,289</b>	<b>6,562</b>	<b>6,882</b>	<b>7,678</b>	<b>8,739</b>	<b>10,329</b>	
营业利润率	4.2%	2.9%	4.2%	5.8%	7.5%	8.3%	少数股东权益	448	222	320	345	385	450	
营业外收支	125	102	30	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,587</b>	<b>15,939</b>	<b>19,072</b>	<b>21,848</b>	<b>25,485</b>	<b>29,722</b>	
税前利润	<b>287</b>	<b>249</b>	<b>356</b>	<b>692</b>	<b>1,265</b>	<b>1,902</b>	<b>比率分析</b>		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润率	7.3%	4.9%	4.5%	5.8%	7.5%	8.3%	<b>每股指标</b>							
所得税	-28	-30	-56	-90	-164	-247	每股收益	0.228	0.106	0.091	0.151	0.278	0.417	
所得税率	9.8%	12.1%	15.8%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	4.643	4.508	2.364	2.638	3.002	3.548	
净利润	259	219	300	602	1,101	1,655	每股经营现金净流	0.012	-0.211	0.036	0.030	0.042	0.087	
少数股东损益	48	64	36	25	40	65	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	<b>211</b>	<b>154</b>	<b>264</b>	<b>576</b>	<b>1,061</b>	<b>1,590</b>	<b>回报率</b>							
净利率	5.4%	3.0%	3.4%	4.8%	6.3%	6.9%	净资产收益率	4.92%	2.35%	3.83%	7.50%	12.14%	15.39%	
							总资产收益率	1.82%	0.97%	1.38%	2.64%	4.16%	5.35%	
							投入资本收益率	3.61%	3.10%	3.43%	5.53%	7.78%	9.46%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	12.13%	30.91%	53.13%	53.02%	40.95%	35.94%	
							EBIT增长率	31.35%	16.30%	39.32%	80.52%	59.94%	37.59%	
							净利润增长率	46.44%	-26.93%	71.02%	118.46%	84.07%	49.90%	
							总资产增长率	49.77%	37.56%	19.66%	14.55%	16.65%	16.63%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	61.1	74.4	67.5	82.0	80.0	80.0	
							存货周转天数	221.7	216.1	173.4	140.0	140.0	140.0	
							应付账款周转天数	42.3	39.9	23.6	20.0	20.0	20.0	
							固定资产周转天数	236.2	258.0	232.9	153.6	104.9	72.3	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	90.36%	74.25%	100.78%	103.87%	105.23%	97.84%	
							EBIT利息保障倍数	1.8	1.5	1.7	2.3	3.0	3.6	
							资产负债率	59.11%	57.44%	62.24%	63.27%	64.20%	63.73%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	7	12	17
增持	0	6	6	10	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.46	1.45	1.41

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-11-06	买入	7.38	9.80~9.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH