

格林美 (002340)

证券研究报告

2018年03月16日

原料战略落地，钴回收持续发力，巩固领军企业地位

事件：公司及全资子公司荆门市格林美新材料有限公司、格林美（江苏）钴业股份有限公司、香港凯力克有限公司近日与 Glencore International AG（“嘉能可”）就动力电池原料粗制氢氧化钴中间品的采购和双方中长期合作等相关事宜签订了战略采购协议。2018-2020 年钴资源（粗制氢氧化钴）的战略采购数量分别为 1.38 万吨，1.8 万吨，2.1 万吨。

锁定原料，保障电池材料产销进展顺利：公司前驱体生产拥有超过 3 万吨产能，正极材料拥有钴酸锂产能 2000 吨，镍钴锰酸锂产能 10000 吨。公司 2017 年非公开发行人用于新建 6 万吨/年三元前驱体原料项目和 3 万吨/年三元材料项目。照此测算，公司 2018 年需求钴原料折合金属量近 1.8 万吨，随着新能源汽车对三元正极材料和前驱体需求量不断扩大，公司销售规模不断增长，原料需求不断提升。多年与钴行业巨头嘉能可的良好合作关系也有望帮助公司在钴供给紧张，价格上涨的过程中，原料得到比较充分的保障，稳步提升盈利能力。

政策红利下，巩固公司废旧电池与钴镍资源化回收利用的领军企业地位：公司现已有或正在构建的共有六大再生资源回收体系，日前工信部等 7 部委联合发布《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》有望促进国内回收体系的完善。建设废旧动力锂电池包的回收和再造一方面可以实现车用动力电池的再造和梯次利用，也可以通过对废旧电池包的拆解利用实现钴、镍的循环再造，为三元正极材料生产提供原料，从而建立中国钴镍资源战略需求的“城市矿山”供应通道，能有效缓解中国新能源汽车发展对钴镍资源进口的依赖。

受益镍钴钨价格上涨，业绩有望不断攀升：公司快报 2017 年实现营业收入 105.2 亿元，同比增长 34%，主要源于公司电池材料板块、钴镍钨板块销售规模增长。实现归母净利润 6.03 亿元，同比增长 128.6%，主要受益于产品价格上涨。2017 年 MB 高级钴均价近 25 美元/磅，2018 年以来钴价持续快速上涨，MB 钴报价从年初的 36 美元/磅达到 40.4-41.95 美元/磅，国内电钴价格超过 62 万元/吨，公司回收原料体量和电池材料销售规模有望继续爬坡，受益量价齐升，业绩不断攀升。

盈利预测：参考年报业绩快报公司电池材料销售规模和产品价格上涨（MB 钴 Q4 环比涨幅约 15%），2017 年业绩由 5.8 亿元上调为 6.03 亿元，我们预测 2017-2019 年的净利润分别为 6.03 亿、10.31 亿和 12.4 亿，对应转增后股本 EPS 分别为 0.16 元/股、0.27 元/股和 0.32 元/股，对应当前收盘价 8.12 元，动态 PE 分别为 51.36 倍、30.06 倍和 25 倍，维持公司“增持”评级。
风险提示：钴原料进口的政策风险，刚果政治或政策带来战略协议量价执行受阻风险，钴价格大幅下跌的风险，前驱体产能过剩风险，

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	10,500.10	12,810.13	15,372.15
增长率(%)	30.91	53.13	34.00	22.00	20.00
EBITDA(百万元)	754.68	1,111.18	1,437.26	1,624.23	1,931.68
净利润(百万元)	154.21	263.73	603.30	1,030.71	1,239.59
增长率(%)	(26.93)	71.02	128.75	70.85	20.27
EPS(元/股)	0.04	0.07	0.16	0.27	0.32
市盈率(P/E)	200.93	117.49	51.36	30.06	25.00
市净率(P/B)	4.72	4.50	3.79	3.43	3.08
市销率(P/S)	6.06	3.95	2.95	2.42	2.02
EV/EBITDA	35.95	22.99	26.11	22.76	19.79

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（维持评级）
当前价格	8.12 元
目标价格	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)	30,985.19
流通 A 股市值(百万元)	25,287.74
每股净资产(元)	1.92
资产负债率(%)	64.06
一年内最高/最低(元)	9.03/4.71

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

- 《格林美-季报点评:业绩符合预期，乘新能源东风夯实电池材料产业链》2017-10-27
- 《格林美-半年报点评:大力布局新能源，三元材料巨头快速成长》2017-08-25



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	840.01	1,024.81	1,229.77
应收账款	1,287.76	2,149.22	2,049.61	2,610.66	2,981.67
预付账款	576.84	659.22	769.50	1,073.33	1,119.59
存货	2,778.31	3,498.05	5,798.35	5,196.43	8,316.54
其他	1,524.65	1,473.80	1,545.79	1,981.89	1,996.10
流动资产合计	7,757.78	9,422.35	11,003.26	11,887.12	15,643.67
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	20,253.33	20,951.77	24,498.53
短期借款	3,174.54	4,321.48	5,510.47	4,633.63	5,511.25
应付账款	1,242.08	1,087.12	1,914.13	2,001.13	2,458.84
其他	1,744.31	2,411.98	2,277.90	2,451.44	2,975.04
流动负债合计	6,160.94	7,820.58	9,702.50	9,086.20	10,945.13
长期借款	1,426.25	756.27	0.00	0.00	224.85
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	1,977.05	2,279.68	2,741.49
负债合计	9,155.99	11,870.04	11,679.55	11,365.88	13,686.61
少数股东权益	221.63	319.92	405.56	557.01	738.12
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	4,352.31	5,212.98	6,257.90
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	8,573.77	9,585.89	10,811.91
负债和股东权益总	15,939.32	19,072.28	20,253.33	20,951.77	24,498.53

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	218.64	299.63	603.30	1,030.71	1,239.59
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)	(1,353.70)	(527.92)	(2,613.28)
其它	471.84	(306.56)	89.40	154.14	185.39
经营活动现金流	(298.75)	115.93	13.99	927.84	(902.25)
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	7,877.87	7,372.30	8,712.32
股权融资	1,871.29	(305.64)	358.16	(16.00)	(17.00)
其他	(5,293.09)	(6,700.74)	(9,022.42)	(8,050.47)	(7,571.09)
筹资活动现金流	3,205.01	1,893.97	(786.40)	(694.17)	1,124.23
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	(802.05)	184.80	204.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,117.17	7,835.90	10,500.10	12,810.13	15,372.15
营业成本	4,240.88	6,605.02	8,326.58	10,145.62	12,174.74
营业税金及附加	11.64	53.08	44.10	61.49	92.23
营业费用	53.53	57.69	99.75	129.38	190.61
管理费用	336.96	459.54	823.52	1,129.85	1,271.28
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	730.33	1,321.39	1,613.70
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	815.82	1,393.79	1,676.25
所得税	30.10	56.33	122.37	209.07	251.44
净利润	218.64	299.63	693.45	1,184.72	1,424.81
少数股东损益	64.43	35.90	90.15	154.01	185.23
归属于母公司净利润	154.21	263.73	603.30	1,030.71	1,239.59
每股收益(元)	0.04	0.07	0.16	0.27	0.32

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.91%	53.13%	34.00%	22.00%	20.00%
营业利润	-9.59%	122.23%	123.88%	80.93%	22.12%
归属于母公司净利润	-26.93%	71.02%	128.75%	70.85%	20.27%
获利能力					
毛利率	17.12%	15.71%	20.70%	20.80%	20.80%
净利率	3.01%	3.37%	5.75%	8.05%	8.06%
ROE	2.35%	3.83%	7.39%	11.42%	12.31%
ROIC	4.55%	5.22%	7.46%	7.73%	9.24%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	57.44%	62.24%	57.67%	54.25%	55.87%
净负债率	3.86%	13.04%	15.48%	30.90%	27.46%
流动比率	1.26	1.20	1.13	1.31	1.43
速动比率	0.81	0.76	0.54	0.74	0.67
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	2.26	2.33	2.28
总资产周转率	0.37	0.45	0.53	0.62	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.04	0.07	0.16	0.27	0.32
每股经营现金流	-0.08	0.03	0.00	0.24	-0.24
每股净资产	1.72	1.80	2.14	2.37	2.64
估值比率					
市盈率	200.93	117.49	51.36	30.06	25.00
市净率	4.72	4.50	3.79	3.43	3.08
EV/EBITDA	35.95	22.99	26.11	22.76	19.79
EV/EBIT	59.78	35.59	32.01	27.64	23.45

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