



格林美 (002340):

与嘉能可签订钴采购协议, 供求双升推动锂电闭环战略进入收获期

审慎推荐(维持)

电力设备新能源

当前股价: 8.18 元

报告日期: 2018 年 3 月 19 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,836	10,523	15,258	20,598
(+/-)	53.13%	34.29%	45.00%	35.00%
归属母公司净利润	264	603	1,113	1,529
(+/-)	37.04%	128.55%	84.66%	37.36%
EPS (元)	0.07	0.16	0.29	0.40
市盈率	118	52	28	20
市净率	4.54	4.23	3.76	3.26
ROE	3.83%	8.16%	13.39%	15.95%

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	38.16/31.14
流通市值 (亿元)	312.14
每股净资产 (元)	1.92*
资产负债率 (%)	64.06*

注: *该数据为 2017 年三季度值

股价表现 (最近一年)



资料来源: WIND, 华鑫证券研发部

分析师: 潘永乐

执业证书编号: S1050517100001

联系电话: 021-54967705

邮箱: panyl@cfsc.com.cn

相关事件:

2018 年 3 月 15 日公司发布公告, 格林美股份有限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 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。

投资要点:

◆与嘉能可签订氢氧化钴采购协议, 保证公司三元材料产能重要原料供应。以公司现有的三元动力电池材料产能及未来建设规划, 目前公司的钴资源回收体系还不能满足于战略需要。本次公司与嘉能可签订的采购协议约定公司将于 2018 年采购粗制氢氧化钴 13800 吨, 于 2019 年采购粗制氢氧化钴 18000 吨, 于 2020 年采购粗制氢氧化钴 21000 吨。我们认为, 本次重大原材料供应协议的签订可以对公司钴资源回收体系的形成重要补充, 将有效保障公司三元材料生产中对钴资源的战略需求。

◆定增过会, 三元动力电池材料产能继续扩张。截止至 2017 年底, 公司在三元前驱体方面已建成包括约 30000 吨 NCM 前驱体和约 5000 吨 NCA 前驱体在内的大约 3500 吨的产能, 是国内最大规模的三元前驱体制造企业之一。另外公司还具备四氧化三钴产能超过 10000 吨, 正极材料产能 12000 吨左右。2017 年底, 公司三元电池材料前驱体产品和正极材料产品均处于供不应求状态, 因此 2018 年扩大产能势在必行。公司拟通过向特定对象非公开发行股票方式, 募集资金 29.5 亿元用于建设包括年产 60000 吨的三元前驱体原料项目、年产 30000 吨的三元正极材料项目等。2018 年 1-2 月我国新能源车销量持续增加。新能源车行业重大利好促进了三元动力电池材料的增长, 硫酸镍作为锂电池的重要原料其需求量有望进一步增加, 预计到 2020 年, 新能源汽车电池耗镍量将达到 3 万吨。

◆拥有 CATL、湖南邦普(CATL 关联方)、韩国 ECOPRO、江苏天鹏、天津捷威等多家大客户, 公司三元动力电池材料出货量有望稳定增加。目前公司下游订单大客户有湖南邦普(CATL 关联方)、韩国 ECOPRO、江苏天鹏、天津捷威、CATL 等。其中 CATL 与公司签订了 1200 吨大粒径四氧化三钴采购合同, 合同有效



期至 2019 年 1 月 31 日；公司还与湖南邦普、长江晨道和宁波超兴成立合营公司，共同完善三元材料全产业链制造体系。基于目前我国新能源车销量继续同比高增长且动力锂电中三元占比显著上升趋势仍在持续的行业大背景以及与多家下游大客户的良好商业关系，我们认为公司未来三元动力电池材料出货量将继续增长。

◆供给需求双升，锂电产业链闭环战略进入收获期。公司一直以来坚持“电池回收—原料再造—材料再造—电池包再造—新能源汽车服务”的锂电产业链闭环构建。在供给端，我们预计，2009 年至 2012 年新能源汽车共推广 1.7 万辆，装配动力蓄电池约 1.2GWh，这部分动力锂电都将在 2018 年进入更换或维修周期，我国首批动力锂电报废高峰或将在 2018 年到来。预计从目前到 2020 年累计将有接近 20 万吨（约 24.6GWh）的动力锂电有更换需求，如果按 70%可用于梯次利用测算大约有累计 6 万吨电池需要报废处理。2018 年 1 月 26 日七部委联合印发《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》，给予动力锂电回收利用进一步政策指引。在需求端，根据真锂研究统计数据，2017 年全球正极材料总出货量达到 364500 吨，其中，中国正极材料总产量达到 238900 吨，环比增加 25.01%，全球占比已经达到 65.5%；而 2017 年我国锂电池装机电量达到 79.16GWh，测算所需求正极材料 20.61 万吨。截至 2017 年底，公司在全国控股及参股有 7 个电子废弃物循环利用基地，在电子废弃物循环利用方面具有丰富经验。2016 年公司拆解电子废弃物总量超过 1000 万台套。随着动力锂电报废回收高峰到来，以及新能源汽车销量持续增长对三元正极材料的需求不断扩大，公司打造的锂电循环产业链即将进入收获期。

◆盈利预测：我们在前期 2017 年 10 月 26 日的报告中预测公司 2017 年 EPS 为 0.156 元，实际公司 17 年业绩快报中披露的 17 年 EPS 为 0.16 元，与我们的预期一致。基于公司 2018 年三元动力电池材料下游大客户继续导入、出货量继续增加，动力电池报废量快速增长的前提假设，我们分别调整 2017、2018、2019 年公司 EPS 预估值至 0.16、0.292、0.401 元，考虑到公司在新能源车动力电池材料全产业链的布局前景，我们继续维持公司“审慎推荐”的投资评级，以 FCF 模型为估值参照给予其目标价 11.11 元。

◆风险提示：动力锂电新增装机电量不及预期、三元电池材料价格大幅下跌、公司三元电池材料出货量不及预期、动力锂电回收不及预期、新能源汽车产业政策变化等。



预测财务报表（单位：百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1303.90	105.23	488.75	3005.54	营业收入	7835.90	10522.83	15258.10	20598.44
应收和预付款项	3537.51	3600.00	3820.00	4000.00	减：营业成本	6605.02	8628.72	12435.35	16890.72
存货	3498.05	4000.00	4200.00	4300.00	营业税金及附加	53.08	71.28	103.35	139.52
其他流动资产	744.73	744.73	744.73	744.73	营业费用	57.69	105.23	152.58	205.98
长期股权投资	218.95	218.95	218.95	218.95	管理费用	459.54	620.85	900.23	1215.31
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	391.58	351.18	245.61	170.12
固定资产和在建工程	6631.88	5814.46	4997.04	4179.61	资产减值损失	30.59	24.17	24.17	24.17
无形资产和开发支出	1701.92	1555.04	1408.16	1261.28	加：投资收益	88.92	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1057.13	1046.66	1036.18	1036.18	公允价值变动损益	-1.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	18694.07	17085.06	16913.81	18746.29	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	4321.48	1614.63	0.00	0.00	营业利润	326.21	721.41	1396.81	1952.62
应付和预收款项	1855.11	2369.63	2733.75	3083.78	加：其他非经营损益	29.75	84.26	90.96	90.96
长期借款	3635.89	3635.89	3635.89	3635.89	利润总额	355.96	805.68	1487.77	2043.58
其他负债	1679.35	1678.22	1678.22	1678.22	减：所得税	56.33	120.85	223.17	306.54
负债合计	11491.84	9298.37	8047.86	8397.90	净利润	299.63	684.82	1264.61	1737.05
股本	2910.87	2910.87	2910.87	2910.87	减：少数股东损益	35.90	82.05	151.52	208.13
资本公积	2836.73	2836.73	2836.73	2836.73	归属母公司股东净利润	263.73	602.77	1113.08	1528.92
留存收益	1134.71	1637.11	2564.84	3839.17					
归属母公司股东权益	6882.32	7384.71	8312.45	9586.77	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	319.92	401.97	553.49	761.62	收益率				
股东权益合计	7202.24	7786.69	8865.94	10348.39	毛利率	15.71%	18.00%	18.50%	18.00%
负债和股东权益合计	18694.07	17085.06	16913.81	18746.29	三费/销售收入	11.60%	10.24%	8.51%	7.73%
					EBIT/销售收入	9.22%	10.99%	11.36%	10.75%
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	EBITDA/销售收入	14.37%	20.03%	17.59%	15.31%
经营性现金净流量	140.93	1889.24	2351.80	2864.18	销售净利率	3.82%	6.51%	8.29%	8.43%
投资性现金净流量	-1858.37	70.50	77.32	77.32	资产获利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
筹资性现金净流量	1893.97	-3158.40	-2045.59	-424.71	ROE	3.83%	8.16%	13.39%	15.95%
现金流量净额	178.26	-1198.67	383.52	2516.79	ROA	3.87%	6.77%	10.25%	11.81%
					ROIC	5.18%	6.84%	11.22%	15.60%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	增长率				
EBIT	722.54	1156.85	1733.39	2213.70	销售收入增长率	53.13%	34.29%	45.00%	35.00%
EBITDA	1125.92	2107.47	2684.00	3153.83	净利润增长率	37.04%	128.55%	84.66%	37.36%
NOPLAT	587.06	911.70	1396.06	1804.33	总资产增长率	19.26%	-8.61%	-1.00%	10.83%
净利润	263.73	602.77	1113.08	1528.92	资本结构				
EPS	0.07	0.16	0.29	0.40	资产负债率	61.47%	54.42%	47.58%	44.80%
BPS	1.80	1.94	2.18	2.51	投资资本/总资产	71.34%	72.80%	68.38%	56.47%
PE	118.36	51.78	28.04	20.42	带息债务/总负债	69.24%	56.47%	45.18%	43.30%
PB	4.54	4.23	3.76	3.26	流动比率	1.19	1.55	2.20	2.64
PS	3.98	2.97	2.05	1.52	速动比率	0.63	0.68	1.02	1.53
POF	221.48	16.52	13.27	10.90	股利支付率	11.02%	16.65%	16.65%	16.65%
EV/EBIT	41.89	24.95	15.61	11.21	收益留存率	88.98%	83.35%	83.35%	83.35%
EV/EBITDA	26.88	13.70	10.08	7.87	资产管理效率				
EV/NOPLAT	51.55	31.66	19.39	13.75	总资产周转率	0.42	0.62	0.90	1.10
EV/IC	2.27	2.32	2.34	2.34	固定资产周转率	1.57	1.81	3.05	4.93
ROIC-WACC	-6.02%	-2.61%	0.71%	5.37%	应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.001	0.003	0.006	0.008	存货周转率	3.28	4.38	6.10	7.92

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，九年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>