

# 格林美 (002340)

证券研究报告

2018年05月09日

## 联手北汽鹏龙，完善动力电池回收体系闭环

**事件：公司公告与北汽集团下属公司北京北汽鹏龙签署退役动力电池回收等领域战略合作框架协议。回收体系完善可期，原材料保障有望持续提升**

战略协议主要包括双方将在共建新能源汽车动力电池回收体系、退役动力电池梯次利用、废旧电池资源化处理、报废汽车回收拆解及再生利用等循环经济领域以及新能源汽车销售及后服务等五大领域展开深度合作。公司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。此次协议有望利用双方优势细化网点渠道，完善溯源管理，真正有效示范建设废旧动力锂电池包的回收体系。一方面可以实现车用动力电池的再造和梯次利用，也可以实现钴、镍的循环再造。伴随第一批爆发新能源汽车逐渐进入报废期，进一步提升中国新能源汽车发展过程中钴镍等资源的自给率。

### 多方位协同合作，打通新能源汽车上下游闭环

公司在武汉、天津、江西、仙桃建设报废汽车处理基地，现有产能30万吨/年汽车拆解产能，形成“回收—拆解—粗级分选—精细化分选—零部件再造”的报废汽车完整资源化产业链模式。公司与北汽鹏龙合作，将打通公司龙头新能源汽车产业集团合作回收动力电池的通道，在汽车资源化利用的技术装备、维护服务、市场回收与运营管控体系实现优势互补，可以有效促进公司“动力电池回收—原料再造—材料再造—动力电池包再造—新能源汽车服务”新能源全生命周期价值链的有效实施，巩固公司在动力电池回收领域龙头地位，在报废新能源汽车、动力电池回收利用与循环经济起到模范作用。

**聚焦三大业务，受益镍钴钨价格上涨。**公司未来将继续聚焦钴镍钨、电池材料与废物回收利用三大核心业务，回收体系的完善有望不断提升公司原料自给率。2017年公司碳酸钴-钴粉全年合计生产超过3000吨钴金属，2018年预计大颗粒氧化钴出货8000吨以上、三元前驱体出货40000吨以上、钴酸锂材料出货5000吨、三元材料出货量8000~10000吨。同时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，根据MB钴报价从年初的36美元/磅达到40.4-41.95美元/磅，根据wind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，盈利能力有望持续攀升。

**盈利预测和投资建议：**我们预测，公司2018-2020年的净利润分别为10.3亿、12.3亿和15.4亿，EPS分别为0.27元/股、0.32元/股和0.4元/股，对应当前股价动态PE分别为25倍、21倍和17倍，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，公司产能释放不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,835.90	10,752.14	13,762.74	16,240.04	19,488.04
增长率(%)	53.13	37.22	28.00	18.00	20.00
EBITDA(百万元)	1,111.18	1,757.78	2,212.28	2,538.38	2,940.94
净利润(百万元)	263.73	610.34	1,028.50	1,234.25	1,535.61
增长率(%)	71.02	131.42	68.51	20.00	24.42
EPS(元/股)	0.07	0.16	0.27	0.32	0.40
市盈率(P/E)	98.68	42.64	25.30	21.09	16.95
市净率(P/B)	3.78	3.46	3.10	2.73	2.37
市销率(P/S)	3.32	2.42	1.89	1.60	1.34
EV/EBITDA	22.99	19.95	15.84	13.20	12.09

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	6.82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)	3,113.82
A股总市值(百万元)	26,024.51
流通A股市值(百万元)	21,236.22
每股净资产(元)	2.00
资产负债率(%)	64.87
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

**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-公司点评:原料战略落地，钴回收持续发力，巩固领军企业地位》2018-03-16
- 《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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,642.05	2,182.52	1,101.02	1,299.20	1,559.04
应收账款	2,149.22	2,833.80	3,229.21	3,136.54	4,502.37
预付账款	659.22	810.69	1,165.84	1,145.63	1,589.91
存货	3,498.05	4,573.85	6,587.15	5,894.97	9,743.93
其他	1,473.80	970.18	2,221.85	1,455.30	2,449.54
<b>流动资产合计</b>	<b>9,422.35</b>	<b>11,371.04</b>	<b>14,305.07</b>	<b>12,931.64</b>	<b>19,844.78</b>
长期股权投资	218.95	313.27	313.27	313.27	313.27
固定资产	4,999.49	6,899.30	7,026.54	7,013.44	6,903.13
在建工程	1,632.39	932.67	595.60	405.36	273.22
无形资产	1,310.88	1,434.58	1,359.78	1,284.99	1,210.20
其他	1,488.21	1,299.67	1,272.37	1,317.84	1,290.72
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,649.93</b>	<b>10,879.47</b>	<b>10,567.56</b>	<b>10,334.89</b>	<b>9,990.53</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,072.28</b>	<b>22,250.51</b>	<b>24,872.63</b>	<b>23,266.54</b>	<b>29,835.32</b>
短期借款	4,321.48	5,593.37	6,872.45	4,584.56	6,404.04
应付账款	1,087.12	1,312.37	2,596.66	1,647.22	3,328.71
其他	2,411.98	2,982.83	3,308.52	2,791.68	3,923.99
<b>流动负债合计</b>	<b>7,820.58</b>	<b>9,888.56</b>	<b>12,777.64</b>	<b>9,023.47</b>	<b>13,656.74</b>
长期借款	756.27	940.81	389.49	800.00	1,092.38
应付债券	2,879.63	2,889.75	2,355.97	2,708.45	2,651.39
其他	413.57	634.86	439.57	496.00	523.48
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,049.46</b>	<b>4,465.42</b>	<b>3,185.03</b>	<b>4,004.45</b>	<b>4,267.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,870.04</b>	<b>14,353.98</b>	<b>15,962.67</b>	<b>13,027.92</b>	<b>17,923.99</b>
少数股东权益	319.92	374.24	520.24	701.60	925.95
股本	2,910.87	3,815.91	3,815.91	3,815.91	3,815.91
资本公积	2,836.73	2,037.29	2,037.29	2,037.29	2,037.29
留存收益	3,866.58	3,648.17	4,573.81	5,721.11	7,169.47
其他	(2,731.87)	(1,979.09)	(2,037.29)	(2,037.29)	(2,037.29)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,202.24</b>	<b>7,896.53</b>	<b>8,909.96</b>	<b>10,238.62</b>	<b>11,911.33</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>19,072.28</b>	<b>22,250.51</b>	<b>24,872.63</b>	<b>23,266.54</b>	<b>29,835.32</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	299.63	652.48	1,028.50	1,234.25	1,535.61
折旧摊销	403.38	526.59	344.62	358.13	367.24
财务费用	396.61	473.72	521.39	483.96	488.85
投资损失	(88.92)	(3.21)	(30.55)	(30.55)	(30.55)
营运资金变动	(588.21)	(79.25)	(2,516.03)	69.68	(3,773.00)
其它	(306.56)	(1,337.02)	149.66	185.29	230.23
<b>经营活动现金流</b>	<b>115.93</b>	<b>233.32</b>	<b>(502.40)</b>	<b>2,300.76</b>	<b>(1,181.62)</b>
资本支出	862.29	1,724.42	255.29	23.57	22.52
长期投资	167.12	94.32	0.00	0.00	0.00
其他	(2,887.78)	(3,025.31)	(283.07)	(72.38)	(42.96)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,858.37)</b>	<b>(1,206.57)</b>	<b>(27.78)</b>	<b>(48.81)</b>	<b>(20.44)</b>
债权融资	8,900.35	10,341.89	10,480.73	9,000.93	11,044.04
股权融资	(305.64)	(405.29)	(579.60)	(483.96)	(488.85)
其他	(6,700.74)	(8,278.66)	(10,452.44)	(10,570.74)	(9,093.28)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,893.97</b>	<b>1,657.94</b>	<b>(551.32)</b>	<b>(2,053.77)</b>	<b>1,461.90</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>151.54</b>	<b>684.70</b>	<b>(1,081.50)</b>	<b>198.18</b>	<b>259.84</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>7,835.90</b>	<b>10,752.14</b>	<b>13,762.74</b>	<b>16,240.04</b>	<b>19,488.04</b>
营业成本	6,605.02	8,612.88	10,900.09	12,862.11	15,434.53
营业税金及附加	53.08	74.25	57.80	77.95	116.93
营业费用	57.69	80.67	100.47	126.67	147.13
管理费用	459.54	678.60	798.24	973.09	1,188.77
财务费用	391.58	464.22	521.39	483.96	488.85
资产减值损失	30.59	58.52	65.00	51.37	58.30
公允价值变动收益	(1.13)	(5.48)	(4.03)	0.86	0.77
投资净收益	88.92	3.21	30.55	30.55	30.55
其他	(175.59)	(8.28)	(53.04)	(62.81)	(62.63)
<b>营业利润</b>	<b>326.21</b>	<b>793.54</b>	<b>1,346.27</b>	<b>1,696.29</b>	<b>2,084.84</b>
营业外收入	70.56	11.27	61.96	47.93	40.39
营业外支出	40.81	9.36	17.42	22.53	16.43
<b>利润总额</b>	<b>355.96</b>	<b>795.46</b>	<b>1,390.81</b>	<b>1,721.69</b>	<b>2,108.80</b>
所得税	56.33	142.98	208.62	303.02	343.73
<b>净利润</b>	<b>299.63</b>	<b>652.48</b>	<b>1,182.19</b>	<b>1,418.68</b>	<b>1,765.06</b>
少数股东损益	35.90	42.14	153.68	184.43	229.46
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>263.73</b>	<b>610.34</b>	<b>1,028.50</b>	<b>1,234.25</b>	<b>1,535.61</b>
每股收益(元)	0.07	0.16	0.27	0.32	0.40

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	53.13%	37.22%	28.00%	18.00%	20.00%
营业利润	122.23%	143.26%	69.65%	26.00%	22.91%
归属于母公司净利润	71.02%	131.42%	68.51%	20.00%	24.42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.71%	19.90%	20.80%	20.80%	20.80%
净利率	3.37%	5.68%	7.47%	7.60%	7.88%
ROE	3.83%	8.11%	12.26%	12.94%	13.98%
ROIC	5.22%	7.72%	10.48%	10.31%	12.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.24%	64.51%	64.18%	55.99%	60.08%
净负债率	13.04%	16.81%	20.53%	42.79%	22.90%
流动比率	1.20	1.15	1.12	1.43	1.45
速动比率	0.76	0.69	0.60	0.78	0.74
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.56	4.32	4.54	5.10	5.10
存货周转率	2.50	2.66	2.47	2.60	2.49
总资产周转率	0.45	0.52	0.58	0.67	0.73
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.07	0.16	0.27	0.32	0.40
每股经营现金流	0.03	0.06	-0.13	0.60	-0.31
每股净资产	1.80	1.97	2.20	2.50	2.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	98.68	42.64	25.30	21.09	16.95
市净率	3.78	3.46	3.10	2.73	2.37
EV/EBITDA	22.99	19.95	15.84	13.20	12.09
EV/EBIT	35.59	28.17	18.77	15.37	13.81

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com