

2018H1 业绩靓丽, 持续夯实核心业务

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 2018 年上半年实现营业收入 70.3 亿元, 同比增长 63.9%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元, 同比增长 50.83%。
- **Q2 业绩持续走高, 盈利能力好转。** 公司 Q2 营收、归母净利润分别为 39.8 亿元、2.4 亿元, 环比增 30.6%、40.4%。上半年公司销售毛利率同比降 7.7%, 但 Q2 盈利能力有所好转, 销售毛利率由 Q1 的 19.8% 升至 20.1%。
- **新能源材料业务产能继续释放, 支撑公司业绩增厚。** 2018H1, 新能源电池材料板块占营业收入比重 57.54%, 公司电池材料板块产能进一步释放, 带动该业务板块营收同比增 98.7%。公司动力电池用三元材料前驱体主流供应 CATL 供应链、三星 SDI 与 ECOPRO 等国际主流客户, 并获得 LGC、BYD 等国际主流企业认证。另外, NCM 高镍前驱体已通过 LGC 认证, NCA 前驱体已与 ECOPRO 建立稳定供货关系, 并已建成 2 万吨/年三元材料高镍前驱体生产线。
- **强化钴镍钨核心业务与核心目标。** 2018H1, 随着钴镍钨粉末与硬质合金制品产能的增加及产品质量的提升, 公司积极拓展优质战略客户, 钴镍钨板块营收、毛利分别为 15.3、3.6 亿元, 同比增 55.0%、44.1%。
- **调整业务板块结构, 电子废弃物板块业绩下滑。** 公司 H1 调整电子废弃物拆解业务产品结构, 将有限的运营资金投入资金流转更快、市场空间更大的新能源材料业务板块中, 因此公司电子废弃物与报废汽车拆解板块营收同比降 12.7%。
- **荆门基地产能继续扩张, 补齐新能源版图。** 2017 年公司通过非公开发行股票计划新建年产 3 万吨三元正极材料、年产 6 万吨三元前驱体生产线, 该项目目前正逐步建设, 预期 2020 年可完成建设。届时, 公司电池材料总产能将超过 15 万吨, 公司未来业绩可期。
- **盈利预测与评级。** 我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.25 元、0.34 元、0.47 元, 对应 PE 分别为 23 倍、17 倍和 12 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 电池材料项目进度或不及预期, 新能源汽车销量或不及预期的风险。

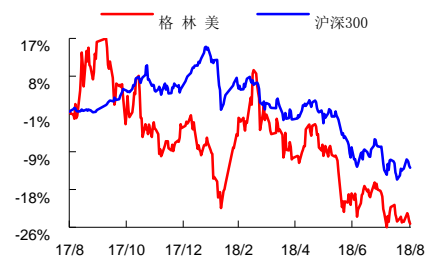
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10752.14	14515.05	18073.49	23190.05
增长率	37.22%	35.00%	24.52%	28.31%
归属母公司净利润(百万元)	610.34	935.97	1288.50	1783.30
增长率	131.42%	53.35%	37.66%	38.40%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.25	0.34	0.47
净资产收益率 ROE	8.26%	11.48%	13.90%	16.50%
PE	35	23	17	12
PB	2.70	2.44	2.15	1.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-57631191
邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

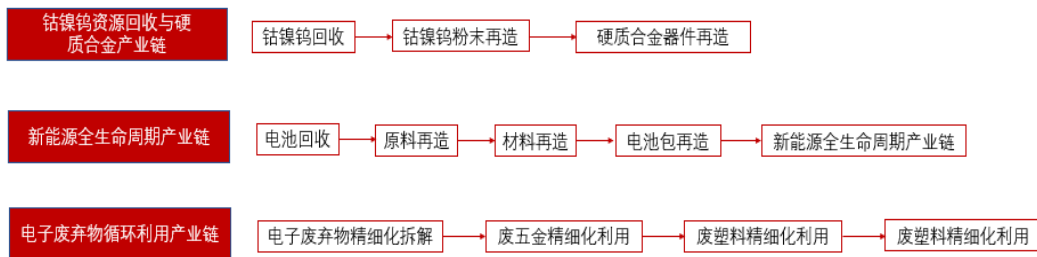
总股本(亿股)	38.16
流通 A 股(亿股)	31.14
52 周内股价区间(元)	5.48-8.72
总市值(亿元)	212.93
总资产(亿元)	234.29
每股净资产(元)	2.05

相关研究

1 公司概况：最完整的稀有金属资源化循环产业链

格林美成立于 2001 年，2010 年于深交所上市。公司在国内率先提出“资源有限、循环无限”的产业理念，积极倡导开采“城市矿山”，突破性解决了中国在废旧电池、电子废弃物与报废汽车等典型废弃资源绿色处理与循环利用的关键技术，在湖北、湖南、江西、河南、天津、江苏、浙江、山西和内蒙古等省市和南非德班市建成十六大循环产业园，建成废旧电池与动力电池大循环产业链，钴镍钨资源回收与硬质合金产业链，电子废弃物循环利用产业链，报废汽车综合利用产业链，废渣、废泥、废水循环利用产业链等五大产业链，年处理废弃物总量三百万吨以上，循环再造钴、镍、铜、钨、金、银、钯、铈、锆、稀土等 25 种稀缺资源以及超细粉末、新能源汽车用动力电池原料和材料、塑木型材等多种高技术产品。

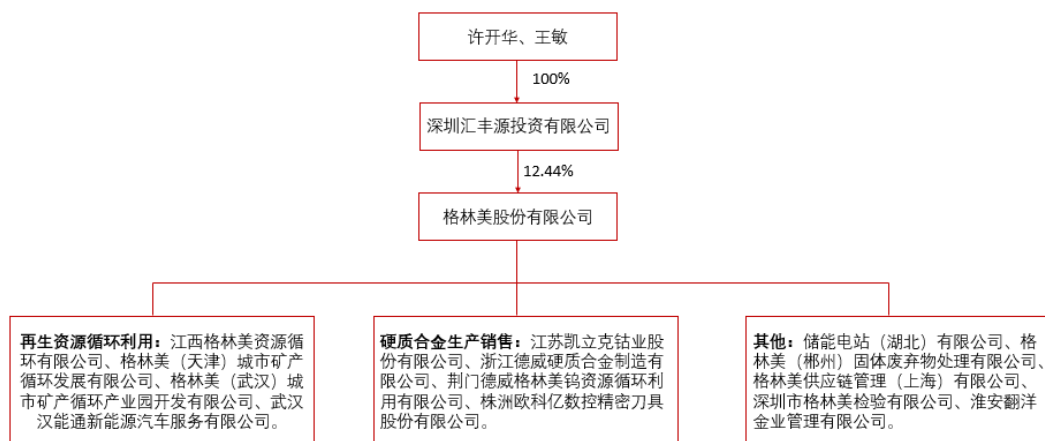
图 1：公司产业链情况



数据来源：Wind，西南证券整理

截至 2018 年第一季度，公司前十大股东共持有 11.63 亿股，占总股本 30.49%。第一大股东为深圳市汇丰源投资有限公司，持 4.75 亿股，占比 12.44%。公司实际控制人为许开华和王敏。

图 2：公司股权情况

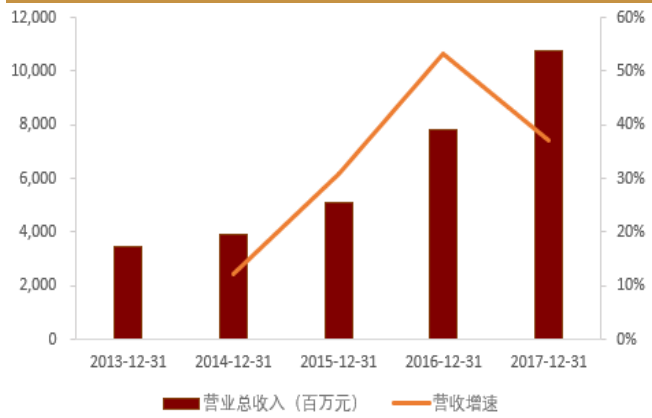


数据来源：Wind，西南证券整理

2 公司业绩：发展迅速，电池材料发展前景广阔

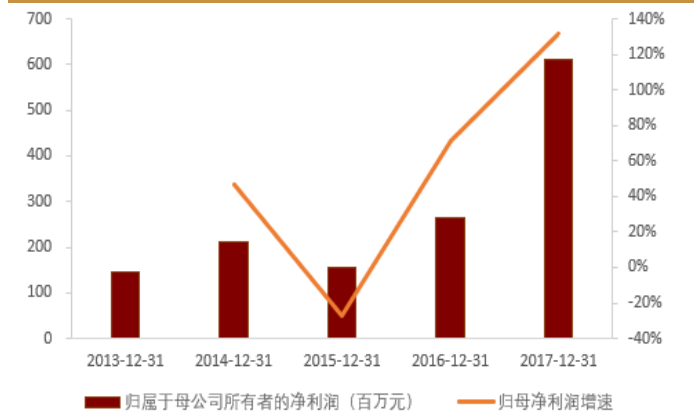
2013-2017 年，公司营业收入与归母净利润整体快速上涨，营收复合增长率达到 32.5%，归母净利润复合增长率达到 43.5%。其中，2015 年归母净利润下降的主要原因是钴镍铜钨废塑料等各种产品价格大幅下滑，虽然公司通过产能释放抵御了一部分由于产品价格下滑对业绩的负面影响，但当年公司归母净利润仍然有所下滑。

图 3：公司 2013-2017 年营收情况



数据来源：WIND，西南证券整理

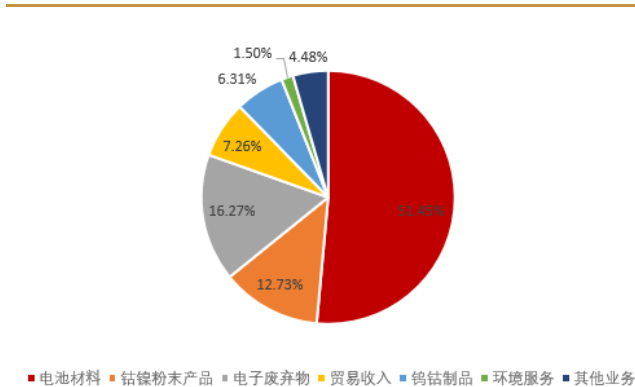
图 4：公司 2013-2017 归母净利润情况



数据来源：WIND，西南证券整理

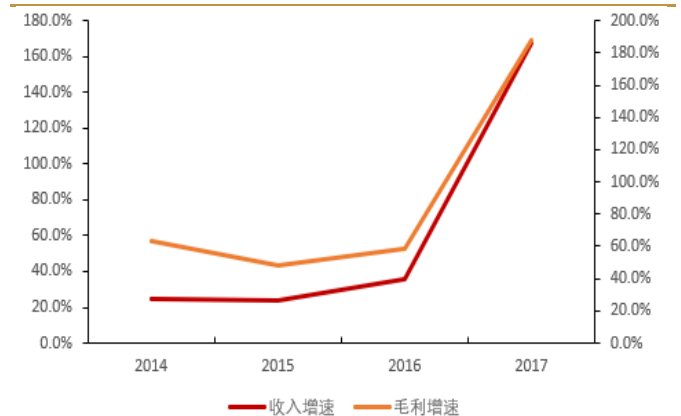
公司营收结构来看，电池材料是公司营收的核心，2017 年，公司电池材料的营收占比已经超过 50%。2013-2017 年间，电池材料营收、毛利快速增长，涨幅在公司六大主营板块中最高、最快。其中，电池材料营收、毛利复合增速分别为 53.4%、82.4%。公司 2017 年电池材料出货量达到 3.9 万吨，其中，三元前驱体出货量超过 2 万吨，正极材料超过 8000 吨，四氧化三钴材料 1.1 万吨，整体出货量同比增 130%。

图 5：公司 2017 年营收结构



数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：公司 2014-2017 电池材料收入、毛利增速情况



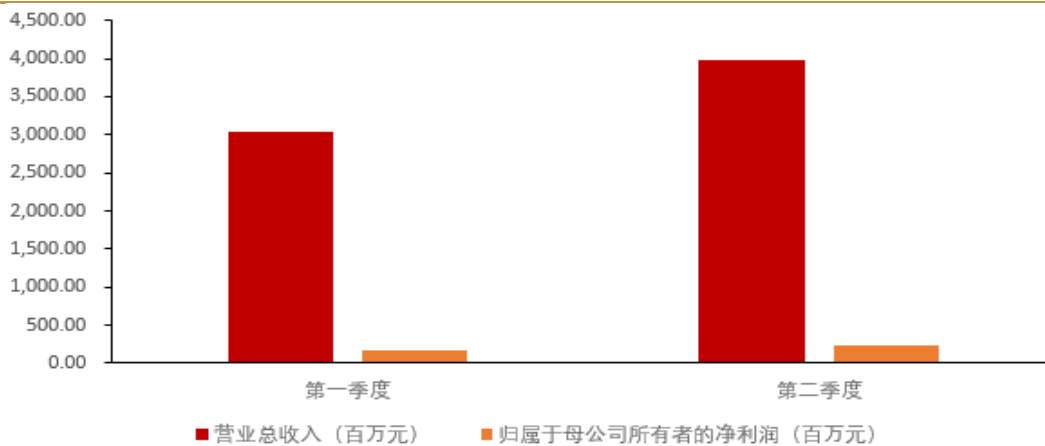
数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：业绩靓丽，夯实核心业务板块

2018 年上半年公司实现营业收入 70.3 亿元，同比增长 63.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元，同比增长 50.83%。

公司 Q2 营收、归母净利润分别为 39.8 亿元、2.4 亿元，环比增 30.6%、40.4%。上半年公司销售毛利率同比降 7.7%，但 Q2 盈利能力有所好转，销售毛利率由 Q1 的 19.8% 升至 20.1%。

图 7：公司 2018Q1、Q2 业绩情况



数据来源：WIND，西南证券整理

新能源电池材料板块方面，电池材料板块业务营收占总营收比重 57.54%，公司电池材料板块产能进一步释放，带动该业务板块营收同比增 98.7%。公司动力电池用三元材料前驱体主流供应 CATL 供应链、三星 SDI 与 ECOPRO 等国际主流客户，并获得 LGC、BYD 等国际主流企业认证。另外，NCM 高镍前驱体已通过 LGC 认证，NCA 前驱体已与 ECOPRO 建立稳定供货关系，并已建成 2 万吨/年三元材料高镍前驱体生产线。

钴镍钨业务板块方面，2018H1，随着钴镍钨粉末与硬质合金制品产能的增加及产品质量的提升，公司积极拓展优质战略客户，钴镍钨板块营收、毛利分别为 15.3、3.6 亿元，同比增 55.0%、44.1%。

电子废弃物板块方面，公司上半年调整业务板块结构，导致电子废弃物板块业绩下滑。公司 H1 调整电子废弃物拆解业务产品结构，将有限的运营资金投入到了资金流转更快、市场空间更大的新能源材料业务板块中，因此公司电子废弃物与报废汽车拆解板块营收同比下降 12.7%。

2017 年公司通过非公开发行股票计划新建年产 3 万吨三元正极材料、年产 6 万吨三元前驱体生产线，该项目目前正逐步建设，预期 2020 年可完成建设。届时，公司电池材料总产能将超过 15 万吨，公司未来业绩可期。

表 1：格林美三元产能统计

格林美三元产能统计	
已建成产能	30000 吨 NCM 前驱体产能和 5000 吨 NCA 前驱体产能，占全国产能约 18%
	15000 吨正极材料产能，占全国产能约 6%

格林美三元产能统计	
	20000 吨/年三元材料高镍前驱体生产线
在建产能	年产 30000 吨三元正极材料、年产 60000 万吨三元前驱体生产线已逐步建设
	绿色拆解循环再造车用动力电池包项目

数据来源：公司公告、西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2020 年底前，公司电池材料方面产能超 15 万吨/年。

假设 2：电池材料毛利率 2018-2020 年小幅下跌，分别为 22.5%、22.0%、21.5%。

假设 3：电子废弃物业务板块毛利率 2018-2020 年保持稳定，为 10.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
电池材料	收入	5,531.6	8850.6	12036.8	16851.6
	增速	167.3%	60.0%	36.0%	40.0%
	毛利率	24.1%	22.5%	22.0%	21.5%
钴镍粉末产品	收入	1,369.12	1779.9	1957.8	2055.7
	增速		30.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	24.8%	23.0%	22.5%	22.0%
电子废弃物	收入	1,749.1	1399.2	1469.2	1542.7
	增速	25.0%	-20.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.9%	10.0%	10.0%	10.0%
贸易收入	收入	780.70	843.2	885.3	929.6
	增速	-46.8%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
钨钴制品	收入	678.5	814.2	854.9	897.6
	增速		20.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	22.2%	20.5%	20.5%	20.5%
环境服务	收入	161.7	202.2	212.3	222.9
	增速		25.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	24.9%	24.0%	24.0%	24.0%
其他业务	收入	481.4	625.8	657.1	690.0
	增速	1.2%	30.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
合计	收入	10752.1	14515.1	18073.5	23190.1
	增速	37.2%	35.0%	24.5%	28.3%
	毛利率	19.9%	19.5%	19.6%	19.7%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设,我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 145.2 亿元、180.7 亿元和 231.9 亿元,归母净利润分别为 9.4 亿元、12.9 亿元和 17.8 亿元, EPS 分别为 0.25 元、0.34 元、0.47 元,对应 PE 分别为 23 倍、17 倍和 12 倍。首次覆盖,给予公司“增持”评级。

表 3: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600884.SH	杉杉股份	16.47	0.87	1.03	1.26	18.93	15.96	13.08
603799.SH	华友钴业	49.90	3.77	4.49	5.15	13.24	11.11	9.70
600549.SH	厦门钨业	13.62	0.52	0.67	0.86	26.26	20.38	15.84
平均值						19.48	15.82	12.87
002340.SZ	格林美	5.54	0.25	0.34	0.47	23	17	12

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10752.14	14515.05	18073.49	23190.05	净利润	652.48	1000.60	1377.46	1906.43
营业成本	8612.88	11677.46	14526.19	18633.09	折旧与摊销	526.59	541.05	541.05	541.05
营业税金及附加	74.25	99.59	124.27	159.34	财务费用	464.22	624.33	653.96	701.84
销售费用	80.67	72.58	90.37	115.95	资产减值损失	58.52	50.00	50.00	50.00
管理费用	678.60	769.30	957.89	1229.07	经营营运资本变动	-569.83	-1758.88	-1992.38	-2707.55
财务费用	464.22	624.33	653.96	701.84	其他	-898.67	-13.93	-46.40	-2.84
资产减值损失	58.52	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	233.32	443.17	583.70	488.93
投资收益	3.21	-30.00	-30.00	-30.00	资本支出	-1252.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-5.48	-2.53	-2.88	-3.12	其他	45.59	-25.22	-32.88	-33.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1206.57	-25.22	-32.88	-33.12
营业利润	793.54	1189.27	1637.92	2267.64	短期借款	1271.89	573.60	646.18	1015.39
其他非经营损益	1.91	1.91	1.91	1.91	长期借款	184.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	795.46	1191.19	1639.83	2269.56	股权融资	105.60	0.00	0.00	0.00
所得税	142.98	190.59	262.37	363.13	支付股利	-29.30	-122.07	-187.19	-257.70
净利润	652.48	1000.60	1377.46	1906.43	其他	125.22	-1600.50	-653.96	-701.84
少数股东损益	42.14	64.62	88.96	123.13	筹资活动现金流净额	1657.94	-1148.96	-194.98	55.85
归属母公司股东净利润	610.34	935.97	1288.50	1783.30	现金流量净额	670.98	-731.01	355.84	511.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2182.52	1451.51	1807.35	2319.01	成长能力				
应收和预付款项	4222.04	5749.56	7166.49	9181.07	销售收入增长率	37.22%	35.00%	24.52%	28.31%
存货	4573.85	6207.61	7758.87	9939.01	营业利润增长率	143.26%	49.87%	37.72%	38.45%
其他流动资产	392.63	520.18	647.70	831.06	净利润增长率	117.76%	53.35%	37.66%	38.40%
长期股权投资	313.27	313.27	313.27	313.27	EBITDA 增长率	59.15%	31.96%	20.31%	23.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7831.96	7447.59	7063.21	6678.83	毛利率	19.90%	19.55%	19.63%	19.65%
无形资产和开发支出	1840.40	1685.18	1529.96	1374.74	三费率	11.38%	10.10%	9.42%	8.83%
其他非流动资产	893.84	892.39	890.94	889.49	净利率	6.07%	6.89%	7.62%	8.22%
资产总计	22250.51	24267.28	27177.79	31526.48	ROE	8.26%	11.48%	13.90%	16.50%
短期借款	5593.37	6166.97	6813.16	7828.54	ROA	2.93%	4.12%	5.07%	6.05%
应付和预收款项	1513.32	2390.92	2848.49	3644.29	ROIC	6.91%	9.11%	10.44%	12.05%
长期借款	940.81	940.81	940.81	940.81	EBITDA/销售收入	16.60%	16.22%	15.67%	15.14%
其他负债	6306.49	6051.73	6668.22	7556.99	营运能力				
负债合计	14353.98	15550.42	17270.67	19970.63	总资产周转率	0.52	0.62	0.70	0.79
股本	3815.91	3815.91	3815.91	3815.91	固定资产周转率	1.81	2.16	2.86	3.91
资本公积	2037.29	2037.29	2037.29	2037.29	应收账款周转率	5.38	5.26	5.08	5.16
留存收益	1610.88	2424.79	3526.09	5051.69	存货周转率	2.12	2.15	2.08	2.10
归属母公司股东权益	7522.29	8277.99	9379.29	10904.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.50%	—	—	—
少数股东权益	374.24	438.87	527.83	650.96	资本结构				
股东权益合计	7896.53	8716.85	9907.12	11555.85	资产负债率	64.51%	64.08%	63.55%	63.35%
负债和股东权益合计	22250.51	24267.28	27177.79	31526.48	带息债务/总负债	65.65%	64.29%	61.63%	58.38%
					流动比率	1.15	1.26	1.36	1.44
					速动比率	0.69	0.70	0.75	0.80
					股利支付率	4.80%	13.04%	14.53%	14.45%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.25	0.34	0.47
					每股净资产	2.07	2.28	2.60	3.03
					每股经营现金	0.06	0.12	0.15	0.13
					每股股利	0.01	0.03	0.05	0.07
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1784.36	2354.65	2832.93	3510.53					
PE	34.89	22.75	16.53	11.94					
PB	2.70	2.44	2.15	1.84					
PS	1.98	1.47	1.18	0.92					
EV/EBITDA	16.01	12.30	10.32	8.48					
股息率	0.14%	0.57%	0.88%	1.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn