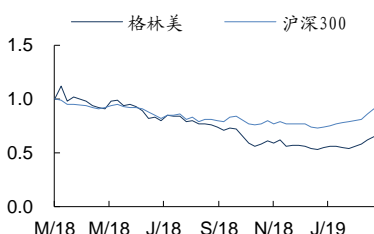


**证券研究报告—动态报告**
**公用事业**
**环保 II**
**格林美(002340)**
**买入**
**2018 年年报快评**

(首次覆盖)

2019 年 03 月 04 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,151/3,784
总市值/流通(百万元)	19,592/17,859
上证综指/深圳成指	2,994/9,168
12 个月最高/最低(元)	8.26/3.79

**相关研究报告:**

 《格林美: 2010 年中国循环经济第一股》—  
 —2010-01-06

**证券分析师: 姚健**

电话: 010-88005301

E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080006

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 卡位电池回收资源通道的三元电池材料龙头, 产能快速释放

**● 2018 年业绩承压, 2019 产能放量有望带动业绩快速增长**

公司 2018 年实现营收 138.77 亿元, 同比+29.06%; 实现归母净利润 7.06 亿元, 同比+15.66%。受国际钴价大幅下行影响, 全年业绩承压。

**● 三元前驱体产能持续扩张, 下游需求被龙头客户提前锁定**

截至 2018 年底, 公司拥有三元前驱体产能已从 2017 年的 2 万吨提升到 6 万吨/年, 包括 5.5 万吨镍钴锰 NCM 前驱体和 0.5 万吨镍钴铝 NCA 前驱体, 已成为国内最大的三元前驱体生产商。2018 年 9 月份完成定增, 以 5.46 元/股价格募集资金 18.4 亿元, 继续扩大产能, 预计在 2020 年实现 10 万吨产能。随着产能的不断攀升, 公司三元前驱体出货量与营收也快速提升。

公司三元前驱体材料打入海外主流电池供应链, 产能已被下游龙头厂商提前锁定, 下游客户包括宁德时代、三星 SDI 与 ECOPRO 等国际主流客户。其中, ECOPRO 计划 5 年从公司总计采购 17 万吨高镍 NCA 前驱体, 其中 2019-2021 年分别为 1.6/2.4/4 万吨, 而 2019 年公司对于宁德时代的供货也有望达到 3 万吨。

**● 卡位动力电池回收通道, 保障钴镍原料供应**

新能源车电池通常使用 4 年左右, 容量衰退到 80% 以下就要回收利用。以 2015 年作为新能源汽车大规模推广的起点, 2019 年后动力电池的回收市场将逐步释放。公司入选首批 5 家动力蓄电池回收利用试点企业之一。公司积极构建“1+N”废旧电池回收利用网络, 先后与 60 多家车企、电池企业签订了电池回收处理协议, 凭借长期贵金属资源回收的经验优势卡位动力电池回收通道, 保障钴镍原料供应。

**● 风险提示: 钴价持续下行, 新能源车增速放缓, 补贴到位不及预期**
**● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。**

公司三元电池材料产能快速释放, 驱动未来两年业绩快速增长。动力电池回收市场逐渐打开, 公司卡位该重要资源通道。公司的废弃资源利用业务稳健增长, 调整电子废弃物拆解业务。我们预计公司 2018-2020 年业绩分别为 7.06/10.38/13.68 亿元, 对应 PE28/19/15X。参考同类公司的估值水平, 我们给予公司 19 年 25-30 倍的估值, 合理价格区间分别为 6.25-7.5 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,836	10,752	13,877	18,734	24,354
(+/-%)	53.1%	37.2%	29.1%	35.0%	30.0%
净利润(百万元)	264	610	705.87	1037.05	1368.61
(+/-%)	71.0%	131.4%	15.7%	46.9%	32.0%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.15	0.17	0.25	0.33
EBIT Margin	8.4%	12.1%	10.2%	10.2%	10.2%
净资产收益率(ROE)	3.8%	8.1%	7.4%	10.6%	13.6%
市盈率(PE)	53.0	32.6	28.2	19.2	14.6
EV/EBITDA	24.5	18.8	16.2	14.4	13.0
市净率(PB)	2.03	2.65	2.09	2.04	1.98

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 三元前驱体产能持续扩张，产量与收入快速攀升，新能源电池材料已成为公司收入主要来源

公司 2015 年 100% 收购无锡格林美，做为三元正极材料和钴酸锂的生产基地，成为了三星 SDI 合格供应商，三元前驱体材料成功打入 CATL 供应体系。截至 2018 年底，公司拥有三元前驱体产能 6 万吨/年，包括 5.5 万吨镍钴锰 NCM 前驱体和 0.5 万吨镍钴铝 NCA 前驱体，其中高镍三元前驱体 2 万吨。2017 年公司全资子公司荆门格林美与宁德时代控股的邦普公司签署建设年产 2 万吨三元正极材料产线的合资协议，进一步巩固公司与世界最大动力电池企业 CATL 上下游三元材料战略产业链的合作关系，保障了公司三元电池材料发展的战略市场。

公司于 2018 年 9 月完成非公开发行，以 5.46 元/股价格募集资金 18.4 亿元（原计划募集 29.5 亿元），主要用于建设包括年产 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以及绿色拆解循环再造车用动力电池包项目。相关生产线之前已由公司以自有资金开始建设，随着募集资金的到位，公司产能有望加速投产。预计在 2020 年实现 10 万吨产能，公司已成为国内最大的三元前驱体生产商。

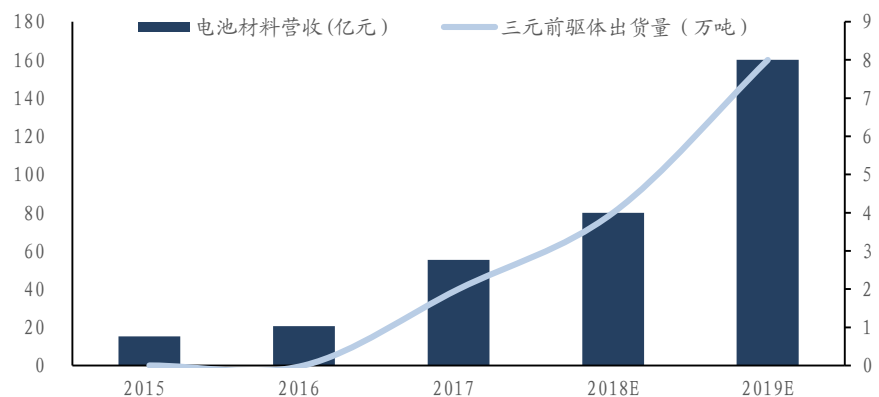
表 1: 2018 年国内部分厂商动力电池三元前驱体产能

生产商	2018 年三元前驱体产能 (万吨)
格林美	6
湖南邦普	3
中伟新材料	3
湖南瑞翔	3
芳源环保	2.5
华友钴业	2.1

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着产能的不断攀升，公司三元前驱体销售也快速提升。2017 年公司三元前驱体出货量近 2 万吨，电池级氧化钴销售量 1.1 万吨，正极材料销售量 8000 吨。到了 2018 年，公司仅三元前驱体出货量近 4 万余吨，位居全球第一。2019 年，公司更是制定了 8 万吨销售目标。随着产能的提升，公司电池材料业务营收也呈现出高速增长的态势。

图 1: 公司近年电池材料收入 (左轴) 与三元前驱体出货量 (右轴) 情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司三元前驱体材料打入海外主流电池供应链，产能已被下游龙头厂商提前锁定。公司动力电池用三元材料前驱体打入主流供应 CATL 供应链，下游客户包

括宁德时代、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。2018 年 4 万吨三元前驱体出货量中，宁德时代、三星、ECOPRO 三家即瓜分超过 70% 的份额。ECOPRO 是全球第二大 NCA 正极材料生产商，ECOPRO 计划 2019 年-2023 年从公司总计采购 17 万吨高镍 NCA 前驱体，其中 2019 年 1.6 万吨，2020 年 2.4 万吨，2021 年 4 万吨，2022-2023 年采购量另行协商。2019-2021 三年预计为公司带来新增营收 100 亿元，大幅增厚公司业绩。而 2019 年公司对宁德时代的供货也有望达到 3 万吨。

### 卡位动力电池回收通道，保障钴镍原料供应

新能源车电池通常使用 4 年左右，容量衰退到 80% 以下就要回收利用。以 2015 年作为新能源汽车大规范推广的起点，2019 年后动力电池的回收市场将逐步释放。而随着新能源汽车产销量持续高增长，电池报废量也将逐步进入爆发式高速增长阶段。

2018 年 7 月 25 日，工信部等七部委印发了《关于做好新能源汽车动力蓄电池回收利用试点工作的通知》；2018 年 7 月 27 日，工信部就《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单（第一批）开始征求意见，公司全资子公司荆门市格林美材料有限公司入选首批 5 家企业。

公司与国外矿产巨头建立了长期的战略合作关系，与嘉能可、中冶瑞木、托克等国际巨头建立长期的供货关系。在此基础上，公司积极构建“1+N”废旧电池回收利用网络，先后与 60 多家车企、电池企业签订了电池回收处理协议，以格林美武汉园为动力电池梯级利用中心，以荆门格林美为废旧电池整体资源化综合利用处置中心开展的新能源全生命周期价值链初步成型，建成武汉与无锡两大动力电池拆解中心，夯实了“电池回收—原料再造—材料再造—电池包再造—新能源汽车服务”新能源全生命周期循环价值链。

### 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

公司三元电池材料产能快速释放，驱动未来两年业绩快速增长。动力电池回收市场逐渐打开，虽然可能仍然需要 1-2 年时间才能建立起完善的动力电池回收产业链，但公司提前卡位该重要资源通道，为公司下一步发展奠定了重要基础。公司的废弃资源利用业务稳健增长，精准发力钴镍钨核心业务，通过拓展产品种类与品质质量，大幅提升钴镍钨核心业务的盈利能力与全球竞争力；同时调整电子废弃物拆解业务，扭转公司经营性现金流的不平衡局面。我们预计公司 2018-2020 年业绩分别为 7.06/10.38/13.68 亿元，对应 PE28/19/16X。

**相对估值：**公司业务涉及资源回收、动力电池正极材料前驱体制造和电池回收等业务。我们分别选取了各业务的可比公司比较估值，综合来看，市场给予动力电池正极材料制造较高的估值，可比公司 19/20 年 PE 平均在 25/20 倍左右，而格林美 19/20 年对应 PE 为 19/16 倍，考虑到公司正极材料前驱体产能释放已显现出龙头态势，且卡位了重要的电池回收环节。我们给予公司 19 年 25-30 倍的估值，合理价格区间分别为 6.25-7.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**钴价下行，新能源车增速放缓，补贴退坡，电池回收推进低于预期

**表 2: 同类公司估值比较**

行业	代码	简称	股价		EPS (元)				PE			总市值 (亿元)
			(2.28)	2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E	
	002340.SZ	格林美	4.72	0.16	0.21	0.25	0.30	29.50	22.58	18.69	15.74	195.92
	可比公司:											
资源回收	600217.SH	中再资环	4.90	0.16	0.22	0.28	0.34	30.74	22.58	17.48	14.29	68.04
正极先驱体	600884.SH	杉杉股份	15.15	0.80	1.05	1.03	1.25	18.98	14.46	14.67	12.12	170.10
正极材料	300073.SZ	当升科技	30.91	0.68	0.69	0.95	1.26	45.23	45.08	32.67	24.45	134.99
电池	002594.SZ	比亚迪	54.51	1.40	1.12	1.49	1.87	38.94	48.82	36.49	29.10	1,379.84
	300750.SZ	宁德时代	87.70	2.01	1.65	2.06	2.56	43.67	53.31	42.63	34.24	1,925.03
电池回收	002741.SZ	光华科技	14.88	0.25	0.41	0.58	0.84	60.12	36.19	25.58	17.68	55.69
	002009.SZ	天奇股份	10.51	0.23	0.50	0.71	0.89	45.70	20.99	14.85	11.77	38.94
均值								36.23	32.69	25.22	19.89	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2183	2500	2500	2394	营业收入	10752	13877	18734	24354
应收款项	3411	4372	5902	7673	营业成本	8613	11379	15362	19970
存货净额	4574	5921	8065	10566	营业税金及附加	74	96	129	168
其他流动资产	1196	1665	2248	2922	销售费用	81	132	178	231
<b>流动资产合计</b>	<b>11371</b>	<b>14463</b>	<b>18720</b>	<b>23562</b>	管理费用	679	861	1162	1493
固定资产	7832	8824	9868	10783	财务费用	464	448	562	746
无形资产及其他	1406	1350	1294	1237	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	1328	1328	1328	1328	资产减值及公允价值变动	(64)	(80)	(80)	(80)
长期股权投资	313	363	413	463	其他收入	13	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22251</b>	<b>26329</b>	<b>31623</b>	<b>37374</b>	营业利润	794	881	1262	1665
短期借款及交易性金融负债	6511	7027	10151	14005	营业外净收支	2	(22)	0	0
应付款项	969	1260	1597	2092	<b>利润总额</b>	<b>795</b>	<b>859</b>	<b>1262</b>	<b>1665</b>
其他流动负债	2408	2560	3488	4567	所得税费用	143	107	158	208
<b>流动负债合计</b>	<b>9889</b>	<b>10847</b>	<b>15236</b>	<b>20665</b>	少数股东损益	42	45	67	88
长期借款及应付债券	3831	4831	5331	5331	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>610</b>	<b>706</b>	<b>1037</b>	<b>1369</b>
其他长期负债	635	755	916	918					
<b>长期负债合计</b>	<b>4465</b>	<b>5585</b>	<b>6247</b>	<b>6248</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>14354</b>	<b>16432</b>	<b>21483</b>	<b>26913</b>	净利润	610	706	1037	1369
少数股东权益	374	381	391	404	资产减值准备	28	13	7	7
股东权益	7522	9516	9749	10057	折旧摊销	513	833	975	1102
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22251</b>	<b>26329</b>	<b>31623</b>	<b>37374</b>	公允价值变动损失	64	80	80	80
					财务费用	464	448	562	746
关键财务与估值指标					营运资本变动	(130)	(2201)	(2824)	(3363)
每股收益	0.15	0.17	0.25	0.33	其它	(23)	(6)	3	6
每股红利	0.13	0.13	0.19	0.26	<b>经营活动现金流</b>	<b>1061</b>	<b>(575)</b>	<b>(722)</b>	<b>(800)</b>
每股净资产	1.81	2.29	2.35	2.42	资本开支	(1605)	(1862)	(2048)	(2048)
ROIC	7%	7%	7%	8%	其它投资现金流	(5)	2	1	(1)
ROE	8%	7%	11%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1705)</b>	<b>(1911)</b>	<b>(2098)</b>	<b>(2099)</b>
毛利率	20%	18%	18%	18%	权益性融资	88	1835	0	0
EBIT Margin	12%	10%	10%	10%	负债净变化	185	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	15%	15%	支付股利、利息	(541)	(547)	(804)	(1061)
收入增长	37%	29%	35%	30%	其它融资现金流	1809	516	3124	3854
净利润增长率	131%	16%	47%	32%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1184</b>	<b>2803</b>	<b>2820</b>	<b>2794</b>
资产负债率	66%	64%	69%	73%	<b>现金净变动</b>	<b>540</b>	<b>317</b>	<b>0</b>	<b>(106)</b>
息率	2.7%	2.7%	4.0%	5.3%	货币资金的期初余额	1642	2183	2500	2500
P/E	32.6	28.2	19.2	14.6	货币资金的期末余额	2183	2500	2500	2394
P/B	2.6	2.1	2.0	2.0	企业自由现金流	(152)	(1997)	(2232)	(2131)
EV/EBITDA	18.8	16.2	14.4	13.0	权益自由现金流	1842	(1874)	400	1071

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032