

新股分析
格林美(002340)

再生钴镍资源的点石成金者

报告关键点：

- 以再生资源生产高端钴镍粉末产品，盈利能力较强；
- 对电子废弃物回收渠道的掌控将是公司的重要长期核心竞争力；
- 每股二级市场合理股价为33.58~34.74元。

报告摘要：

- 格林美以废弃钴镍资源为原料，通过自主开发的循环技术，生产和销售钴镍粉体材料产品。目前，超细钴粉是公司最主要的收入与利润来源；通过产能扩张，超细镍粉和塑木型材有望成为公司业绩增长的主要动力。
- 格林美以电池、硬质合金、冶炼等行业废弃的钴镍等资源为原料，产品性能与质量达到以原矿为原料产品的水准。通过再生资源的利用，格林美有效降低了生产成本。随着未来“再生资源付费”政策的实行，公司原材料成本有望继续下降。
- 以自主研发为基础，格林美攻克了废料分离提纯、失效钴镍元素原生化和超细钴镍粉体制备等关键技术，产品质量达到国际先进水平。通过定位高端产品，格林美能够优先享受高附加值带来的丰厚利润，并降低了金属价格波动对盈利的影响。同时，正在实施的对电子废弃物回收渠道的扩充，将成为公司重要的长期核心竞争力之一。
- 公司拟通过募投等项目扩大产能，并优化产品结构。预计至2010年将形成1,500吨超细钴粉和1,300吨超细镍粉的产能。至2013年，年产30,000吨塑木型材和10,000吨铜合金的电子废弃物循环再造项目将达产。从而使格林美在产能扩张的基础上优化产品结构。
- 我们采用相对估值法进行估值。预计2010年公司EPS为1.16元，参照市场平均29.5倍的动态市盈率，得出格林美每股价值为33.58~34.7元。预计首日上市股价区间为40.3~41.8元。
- 主要风险：1)全球经济复苏缓慢，有色金属消费继续低迷；2)金属价格波动可能对公司短期盈利带来影响；3)电子废弃物收购渠道拓展后，生产成本可能提高。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	219	304	365	623	706
Growth(%)	111.7%	38.7%	20.0%	70.5%	13.4%
净利润	36	41	60	108	116
Growth(%)	201.5%	14.3%	44.6%	79.9%	7.7%
毛利率(%)	28.4%	28.5%	30.0%	27.9%	27.0%
净利润率(%)	16.5%	13.6%	16.4%	17.3%	16.4%
每股收益(元)	0.60	0.59	0.85	1.16	1.25
每股净资产(元)	2.08	3.29	4.15	12.22	12.77
市盈率					
市净率					
净资产收益率(%)	29.9%	18.0%	20.6%	9.4%	9.7%
ROIC(%)	44.5%	23.4%	17.0%	20.3%	20.9%
EV/EBITDA					
股息收益率					

建议询价区间：

33.58 - 34.74 元

上市首日定价区间：

40.30 - 41.69 元

报告日期： 2010-01-07

发行数据

总股本(万股)	6,999
发行数量(万股)	2,333
网下发行(万股)	460
网上发行(万股)	1,873
保荐机构	中德证券有限责任公司
发行日期	2010-01-11
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

深圳市汇丰源投资有限公司	30.43%
广东省科技风险投资有限公司	27.41%
深圳市协讯实业有限公司	13.72%
深圳市鑫源兴新材料有限公司	11.18%
深圳市同创伟业创业投资有限公司	7.14%
盈富泰克创业投资有限公司	4.93%
深圳市殷图科技发展有限公司	2.86%
广东粤财投资有限公司	2.33%
深圳市汇丰源投资有限公司	30.43%
广东省科技风险投资有限公司	27.41%

研究员

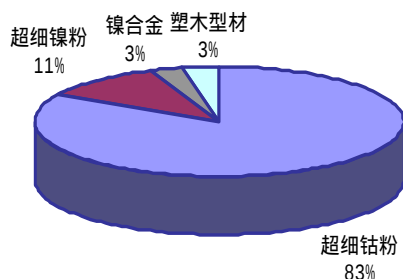
衡昆	首席行业分析师
021-68766182	hengkun@essence.com.cn
章小韩	助理行业分析师
021-68765163	zhangxh2@essence.com.cn

1. 格林美 ---- 超细钴镍粉体材料的再生资源生产商

深圳市格林美高新技术股份有限公司(以下简称“格林美”)是成立于 2001 年的格林美有限公司整体改制而成的股份有限公司。格林美以废弃钴镍资源为原料,通过自主研发的循环技术,生产和销售钴镍粉体材料产品。产品广泛应用于硬质合金、电池材料、粉末冶金等行业。目前,公司是国内规模最大的以再生资源生产超细钴镍粉体的企业。

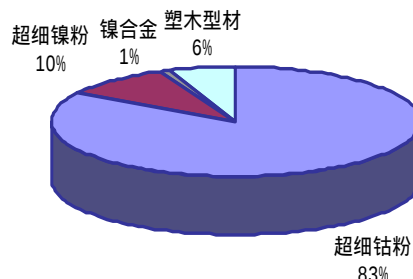
2007 年至今,格林美进入规模化生产与经营阶段。目前,公司主营业务包括超细钴粉、超细镍粉、镍合金和塑木型材等。2009 年上半年,超细钴粉业务收入和利润分别占全部收入和利润的 83.1%和 83.5%,是公司最主要的收入与利润来源。超细镍粉则是格林美另一重要主营业务,虽然目前业务占比不大,但根据未来规划,超细镍粉也将成为公司业绩增长的主要动力。塑木型材是公司电子废弃物规划中的重点产品,2009 年上半年在主营业务收入中仅占 3.3%,但其毛利率达 53.3%。随着 2011 年 30,000 吨塑木型材项目的建成与逐渐投产,公司综合盈利能力将得到显著提升。

图 1：格林美主营业务收入构成(2009 年中期)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：格林美主营业务利润构成(2009 年中期)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：格林美本次发行前后股本结构

	股东名称	发行前		发行后	
		股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
发起人股	深圳市汇丰源投资有限公司	2,130.08	30.4	2,130.08	22.8
	广东省科技风险投资有限公司	1,918.28	27.4	1,703.25	18.3
	深圳市协讯实业有限公司	960.00	13.7	960.00	10.3
	深圳市鑫源兴新材料有限公司	782.81	11.2	782.81	8.4
	深圳市同创伟业创业投资有限公司	500.00	7.1	500.00	5.4
	盈富泰克创业投资有限公司	344.83	4.9	344.83	3.7
	全国社会保障基金理事会			233.30	2.5
	深圳市殷图科技发展有限公司	200.00	2.9	200.00	2.1
	广东粤财投资有限公司	163.00	2.3	144.73	1.6
社会公众股				2,333.00	25.0
	合 计	6,999.00	100.0	9,332.00	100.0

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

格林美的前两大股东深圳市汇丰源投资有限公司与广东省科技风险投资有限公司均属投资型公司，其中控股股东汇丰源目前持有公司 30.4% 的股权，该公司除了投资格林美之外，没有其他实际经营业务。

另外，公司第四大股东鑫源兴主要由格林美和子公司荆门格林美的主要管理人员、业务骨干、核心技术人员出资设立，是管理层实际控制的公司。

格林美的业务主要通过旗下四家全资子公司深圳市格林美检验有限公司(以下简称“格林美检验”)、荆门市格林美新材料有限公司(以下简称“荆门格林美”)、武汉格林美资源循环有限公司(以下简称“武汉格林美”)和荆门市格林美再生资源有限公司(以下简称“再生公司”)展开。其中再生资源公司亦是荆门格林美的全资子公司。格林美深圳本部主要负责指导、管理和监督各子公司的生产业务，同时也负责部分原材料的回收。2008 年，公司将深圳本部钴镍粉生产线搬往荆门格林美，目前荆门格林美是公司的生产制造中心。

表 2：格林美旗下主要子公司

子公司名称	持股比例	主要业务	2009 年中期(元)	
			净资产	净利润
深圳市格林美检验有限公司	100%	原料成份与结构检验。	247,370	-28,723
荆门市格林美新材料有限公司	100%	废弃钴镍等资源的回收，超细钴镍粉材料再生	199,872,024	23,615,812
武汉格林美资源循环有限公司	100%	废弃钴镍原料回收与销售。	7,349,866	1,331,977
荆门市格林美再生资源有限公司	100%	废弃钴镍原料回收与销售。	976,576	-335,839

数据来源：公司公告

2. 再生资源利用有效降低生产成本

与其他企业生产钴镍粉使用原矿为原料不同，格林美的生产原料主要是来自电池、硬质合金、冶炼等行业的废弃钴镍资源。而且，公司以废弃资源生产的产品性能与质量达到了以原矿为原料产品的水准。目前，在国内钴镍粉体材料行业中，其他公司均以原矿为原料，海外也仅有日本川铁采用再生镍为原料。

表 3：全球钴镍粉主要生产企业

(单位：吨)

公司名称	所在地	原料	产品	2008 年产量	特点
钴					
Umicore	比利时	原矿石	钴粉及钴的电池材料	3,000	全球优质品牌
日本关西触媒	日本	进口化工原料/日本废料	钴的电池材料	3,000	全球优质品牌
法国钨业公司	法国	原矿石	钴粉及钴的复合粉体	1,000	欧洲优质品牌
OMG	美国	原矿石	钴粉	2,000	全球优质品牌
南京寒锐	中国	进口原矿、正在刚果投资矿山	钴粉	400	中国优质品牌
格林美	中国	废旧钴资源	钴粉	522	中国优质品牌
金川集团有限公司	中国	原矿石、自有矿山	钴粉	171	自有矿山、资金雄厚
镍					
Inco	加拿大	原矿	羰基镍	80,000	全球最大的镍公司
俄罗斯矿产金属公司	俄罗斯	原矿	羰基镍雾化镍	20,000	自有矿山，资源丰富
斯诺里斯克	俄罗斯	原矿	羰基镍雾化镍	10,000	自有矿山，资源丰富
西澳矿产公司	澳大利亚	原矿	羰基镍雾化镍	10,000	自有矿山，资源丰富
日本川铁采矿公司	日本	原矿、含镍废料	还原镍粉	3,800	世界先进技术

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

格林美主要通过三个渠道回收废弃资源：1). 使用镍钴原料加工镍钴产品的企业；2).

使用镍钴产品的制造业；3)从事钴镍废料收购的企业、个体收购者和广大的消费者。

目前格林美通过钴镍废料采购的原材料占公司原料总采购额的 89.7%，使用的再生钴资源占国内开采钴资源的 26.0%以上。2008 年，格林美钴镍粉销售量在国内包括原矿生产在内的厂商中位居第二。

由于国内钴镍资源紧张，格林美通过再生资源的利用，取得生产所需的充足原料。同时，废弃钴镍原料价格在国际钴镍金属价格的基础打一定折扣(20%~60%)，因此也有效地降低了公司生产成本。另外，对废弃钴镍资源的回收与利用减少了钴镍废弃物的环境污染，符合国家循环经济发展的产业政策，随着未来“再生资源付费”政策的实行，公司原材料成本有望继续下降。

表 4：格林美原料采购结构

(单位：元)

主要原材料来源	2006 年		2007 年		2008 年		2009 中期	
	采购金额	比例	采购金额	比例	采购金额	比例	采购金额	比例
电池行业废料	40,031,200	42.2%	36,614,900	26.5%	23,446,300	11.3%	12,293,300	15.8%
机械行业废料	15,380,500	16.2%	26,785,800	19.4%	44,985,300	21.6%	17,733,700	22.9%
冶炼与电镀行业废料	20,068,000	21.1%	54,369,100	39.4%	61,098,900	29.3%	10,486,400	13.5%
民用消耗品与电子行业废料	14,124,100	14.9%	10,190,200	7.4%	54,524,100	26.2%	16,165,100	20.8%
石油化工行业废料	902,000	0.9%	1,726,900	1.2%	23,367,500	11.2%	12,940,400	16.7%
原矿原料	4,441,700	4.7%	8,467,600	6.1%	788,400	0.4%	7,951,700	10.3%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

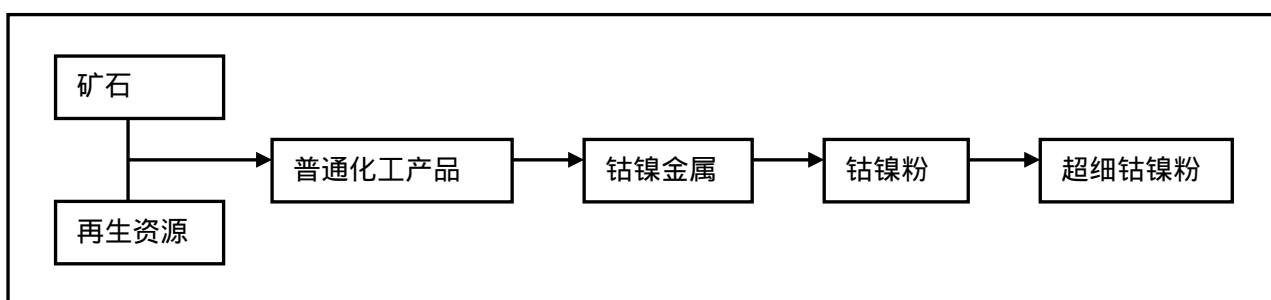
目前，格林美已经在国内钴镍废料较多的地方建立了废品回收点，与相关企业签订协议。公司在深圳和武汉等 12 个城市建立电池回收网络，建立社会回收体系，来自这部分的原料占到公司采购废料的 10%以上，由于电池为免费收购，公司原料成本进一步降低。格林美在荆门产业园建成了年处理 70 万台报废家用电器回收中心，并为目前国内最大。同时，与日本三洋能源公司苏州生产基地和中国主要电池厂商比亚迪与东莞迈科等的合作也开辟了公司原料的新渠道。多种形式的资源获取渠道保证了公司未来原料供应的顺畅与充足。

3. 产品位处产业链高端

从“钴镍原料—化工产品--钴镍金属—钴镍粉--超细钴镍粉材料”的产业链中，格林美主营产品位处产业链中顶端，结合废弃资源利用，公司建立了从废弃钴镍资源到超细钴镍粉末的高端循环再造模式。目前，在钴镍再生资源方面，国内多数企业以废料收集与分类等粗加工为主，为产业链中的初级阶段。国内尚无与格林美类型相似的竞争对手。

钴镍粉体是钴镍产业链中的高附加值与高技术产品，目前钴镍粉体的市场为国外大型企业所主导，国内能够生产的企业较为有限。但近年来，随着国内技术的逐渐成熟，国内产品与海外的质量差距不断缩小。格林美是国内生产超细钴镍粉体材料的优势企业，公司产品主要是微米级的钴镍粉，价格比一般的钴镍金属高 2~10 万元/吨。

图 3：钴镍产业链



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

近年来，随着电池与硬质合金等行业的产品技术升级，下游行业对钴镍粉体材料的质量要求越来越高。目前，普通钴镍粉已经受到超细钴镍粉挑战，并正被逐渐替代。超细钴镍粉材料具有良好的发展前景。格林美通过定位高端产品，不仅能够优先享受高附加值为公司带来的丰厚利润，而且能够避免诸如初级产品过度竞争带来的盈利能力下降。

4. 技术优势提高行业进入门槛

利用再生钴镍资源生产超细钴镍粉具有较高的技术门槛。关键技术包括废料的分离提纯、失效钴镍元素的原生化和超细钴镍粉体的制备。其中原生化为最大技术难关。原生化不仅要求废料中的钴镍恢复性能，而且恢复后的钴镍必须达到原矿金属的性能水平。目前该领域的技术在国际上无法获得借鉴，形成了行业进入的最大壁垒。

格林美以自主开发技术为基础，攻克了以上技术难关，当中多项技术处于国内行业领先与全球先进水平。钴粉方面，公司开发了直接从废旧电池、废旧催化剂、废旧硬质合金等生产超细钴粉的技术，产品质量达到国际先进水平。其中类球状钴粉为国内少有的能与海外产品竞争的高端产品。镍粉方面，格林美开发了化学还原专利技术，直接采用废弃镍资源生产超细镍粉，摆脱了业内盛行的羰基法生产技术。

格林美已牵头并参与了制定废弃钴镍资源回收利用的《钴及钴合金废料》等 9 项国家标准和《还原钴粉》等 3 项行业标准。其中《还原钴粉》行业标准已于 2008 年发布。目前格林美拥有 40 项专利和 5 项科学技术成果，其中 17 项为发明专利，另外还有正在申请的 17 项专利。上述丰盛的科研成果表明格林美在再生资源利用与钴镍粉体材料生产方面的技术领先优势。

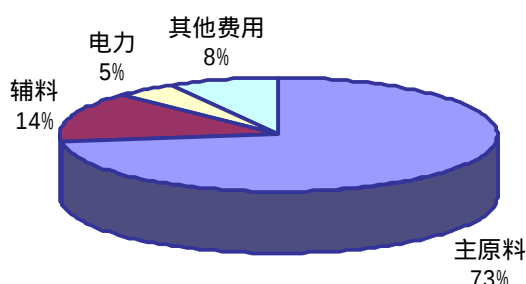
高技术壁垒有效地限制了行业内其他竞争者的进入，使公司能够享受高端产品带来的较高利润。2009 年上半年，公司产品的综合毛利率为 30.5%，其中超细钴粉和超细镍粉的毛利率分别为 30.7% 和 27.6%，塑木型材毛利率更是达到 53.3%。

未来再生钴镍资源回收将朝着专业化、规模化和环保化发展，制备技术将朝超细化、低成本化、特定形貌化方向发展。格林美通过自身优越的技术研究能力与独特的产业技术开发模式，将继续保持行业内领先的技术优势与创新，不断适应下游行业技术产品升级的要求，以高技术壁垒维持公司产品的高回报率。

5. 定价模式降低市场风险

格林美钴镍产品的主要原料包括主原料与辅料，其中主原料为废弃钴镍资源，辅料为碳铵、硫酸等化工产品，另外还需要电力为动力。但在成本构成中，废弃钴镍原料占了 73.0%。

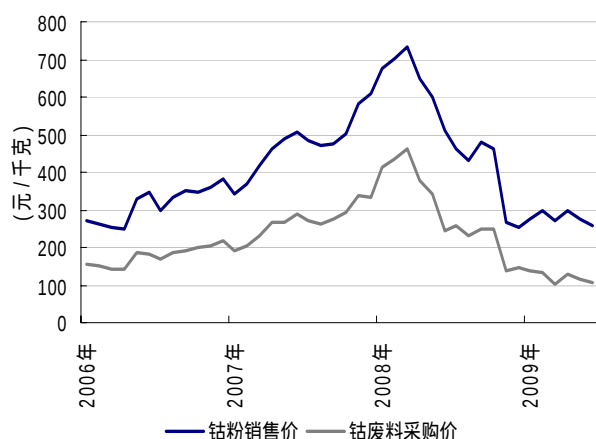
图 4：格林美产品成本构成(2009 年中期)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

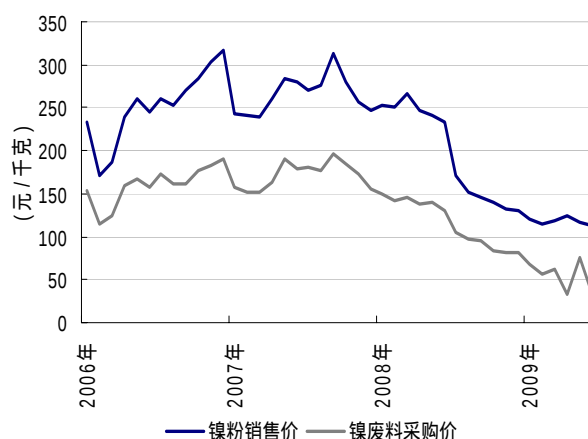
格林美废弃钴镍资源价格为市场定价，即以国际 MB 钴价与 LME 镍价为基准，按照产品成色与复杂程度给予计价系数，按金属含量比例算出相应价格。同时，钴镍粉体材料价格也以国际金属交易市场价格为基础。因此，公司的原料采购价与产品售价在国际金属价格波动的情况下能够保持同向变化，且幅度较为接近，从而使公司产品能够维持稳定的毛利率。2008 年全球经济危机下，公司产品综合毛利率为 28.5%，仅比 2007 年下降 0.2 个百分点。

图 5：格林美钴粉售价 VS 钴废料采购价



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：格林美镍粉售价 VS 镍废料采购价



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 5：格林美细分产品毛利率

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 中期
超细钴粉	25.4%	31.8%	31.3%	30.7%
超细镍粉	25.4%	31.3%	29.2%	27.6%
镍合金		14.0%	11.3%	10.5%
塑木型材				53.3%
其他		9.5%	31.1%	35.6%
合计	25.4%	28.7%	28.5%	30.5%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 产能扩张与结构调整

格林美作为国内第二大的钴镍粉末生产商，2009 年上半年已经具备 1,500 吨超细钴镍粉末、200 吨镍合金和 5,000 吨塑木型材的年生产能力。2008 年，格林美钴粉与镍粉的销量分别为 467 吨和 229 吨，各占全国的 15.5%和 4.5%。由于国内超细钴镍粉体处于供不应求的状况，格林美在 2009 年上半年及时新增了 700 吨超细钴粉产能。考虑到超细钴镍粉体供不应求状况仍将会持续，我们预计格林美仍可能继续扩张产能。

表 6：格林美 IPO 募投项目带来的产能变化（单位：吨）

项目	项目实施前	项目新增	项目实施后
超细钴粉	500	1,000	1,500
超细镍粉	300	1,000	1,300
镍合金	200	600	800
氧化锌	100	400	500
合计	1,100	3,000	4,100

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

此次 IPO 发行募集的资金将用于建设“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”项目，并将为公司新增 3,000 吨的超细镍钴粉体材料和环境友好镍合金产品得生产能力。该项目将在两年内分三期建设，每期将建成 1,000 吨产能。其中第一期已于 2009 年上半年建成并达产。如果募集资金能够顺利到位，则预计至 2010 年，该项目完全建成，并形成年产 1,500 吨超细钴粉和 1,300 吨超细镍粉的产能。

另外，2008 年格林美启动了 50,000 吨/年电子废弃物循环再造项目，包括年产 30,000 吨塑木型材、10,000 吨铜铝合金、5,000 吨铁和 10,000 吨锡镍等项目。预计 2011 年该项目将完全建成，并于 2013 年完全达产。塑木型材产能的增加使格林美在产能扩张的基础上优化公司的产品结构，并使塑木型材成为未来公司业绩增长的重要动力。

表 7：格林美主要产品产量及其预测

(单位：吨)

产品名称	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E
超细钴粉	200	260	522	1,020	1,200	1,200	1,200
超细镍粉	162	205	256	270	780	1,105	1,105
镍合金		147	235	120	480	560	640
塑木型材				2,500	4,250	7,000	14,000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表 8：格林美主要产品价格及其预测

产品名称	单位	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E
超细钴粉	元/千克	317	491	464	291	342	342	342
超细镍粉	元/千克	258	269	210	129	144	149	133
镍合金	元/千克		212	162	107	129	134	120
塑木型材	万元/吨				0.55	0.55	0.55	0.55

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

7. 每股价值为 33.6 ~ 34.7 元/股

我们采用相对估值法对格林美进行估值。根据格林美的生产模式，公司业务性质类似于加工企业。目前国内 A 股上市中，有色金属加工企业包括南山铝业、栋梁新材、海亮股份、高新张铜、鑫科材料和精诚铜业等。其中，高新张铜、鑫科材料和精诚铜业 2008 年或大幅亏损，或仅有微利。因此，我们选择了南山铝业、栋梁新材、海亮股份与精诚铜业为可比公司。

我们预计 2010 年格林美的 EPS 为 1.16 元，参照市场平均 29.5 倍的动态市盈率，我们认为公司合理市盈率为 29.0 ~ 30.0 倍，得出公司每股价值为 33.6 ~ 34.7 元，相当于发行后 2.75 ~ 2.85 倍的 2010 年动态市净率。预计首日上市股价区间为 40.3 ~ 41.8 元。

表 9：主要有色金属加工企业估值比较

	股价(元)	EPS(元)			P/E			P/B		
	(1-6)	2008 年	2009E	2010E	2008 年	2009E	2010E	2008 年	2009E	2010E
南山铝业	13.6	0.48	0.36	0.57	28.4	37.9	23.9	5.1	1.9	1.9
栋梁新材	16.0	0.31	0.44	0.58	51.5	36.3	27.6	9.7	5.0	4.6
海亮股份	14.8	0.44	0.43	0.47	33.6	34.4	31.5	7.5	4.5	4.2
精艺股份	23.4	0.52	0.50	0.67	45.0	46.8	34.9	10.3	4.1	3.9
平 均					39.7	38.9	29.5	8.2	3.9	3.7
格林美	34.2	0.59	0.86	1.16	57.8	39.7	29.5	10.4	8.2	2.8

数据来源：Wind，安信证券研究中心

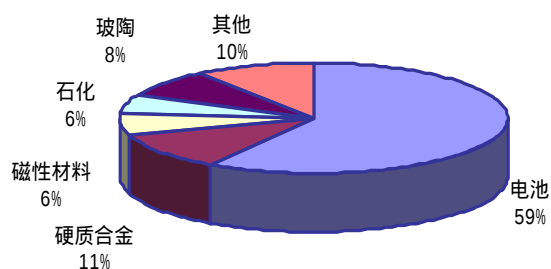
格林美面临的风险包括：

- 1) 全球经济复苏缓慢，有色金属消费继续低迷；
- 2) 金属价格波动可能对公司短期盈利带来影响；
- 3) 电子废弃物收购渠道拓展后，生产成本可能提高。

8. 钴镍再生行业 ---- “城市矿山”的崛起

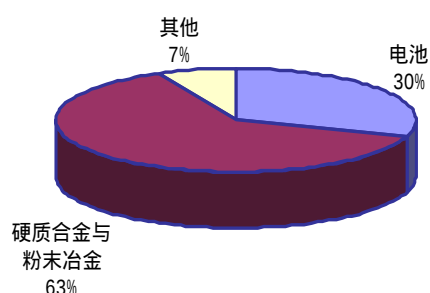
钴镍因具有优异的储能、防腐、耐磨、耐高温和高强度等性能而被广泛应用于不锈钢、充电电池、电镀、汽车配件、关键工具等领域。2008 年，钴在电池行业的消费分别占全球和中国钴消费总量的 27.0%和 59.0%。另外，国内电池行业对镍粉的消耗约占全部镍粉消耗量的 30.0%。

图 7：中国钴消费结构(2008 年)



数据来源：安泰科，安信证券研究中心

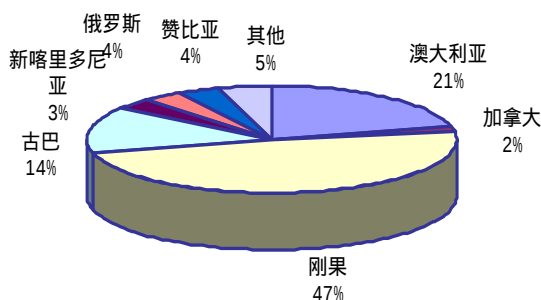
图 8：中国镍粉消费结构(2008 年)



数据来源：安泰科，安信证券研究中心

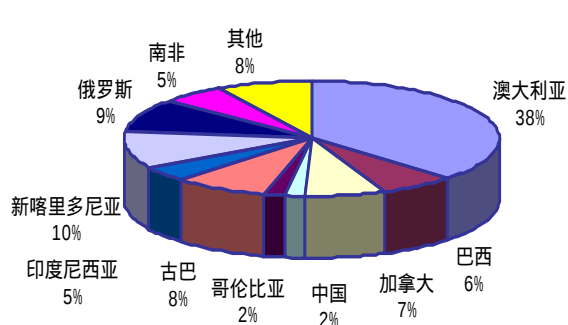
截止 2008 年，全球钴储量为 710 万吨，集中分布在刚果、澳大利亚与古巴等国。其中，中国以 7.2 万吨的储量仅占全球的 1.0%。而且，中国基本没有单一的钴矿，钴资源主要与镍矿伴生而存在。因此，在钴金属方面，中国是个资源贫国。

图 9：全球钴储量分布(2008 年)



数据来源：USGS，安信证券研究中心

图 10：全球镍储量分布(2008 年)



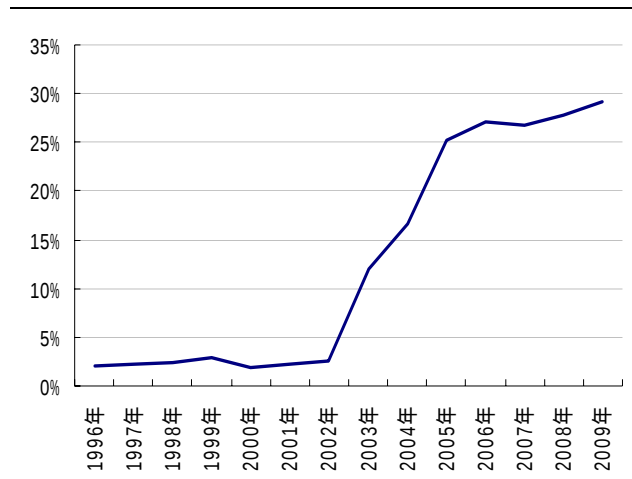
数据来源：USGS，安信证券研究中心

在镍资源方面，全球镍储量主要分布在澳大利亚、新喀里多尼亚、俄罗斯、古巴和加拿大等国。2008 年，全球镍储量为 7,000 万吨，其中，澳大利亚占 38.0%，而中国仅有 110 万吨的镍储量，占全球的 2.0%。因此，中国在镍资源储量方面也没有优势。

但中国在缺钴少镍的同时，却消耗着全球最多的钴镍金属。2008 年，中国钴与镍产量分别为 1.6 万吨与 45.6 万吨，分别占全球钴镍产量的 29.2%与 35.5%。因此，中国钴镍的对外依存程度很高，每年都必须向海外进口大量的钴镍矿。2008 年国内镍粉仅能供应 2,100 吨，存在 3,000 吨的供应缺口。

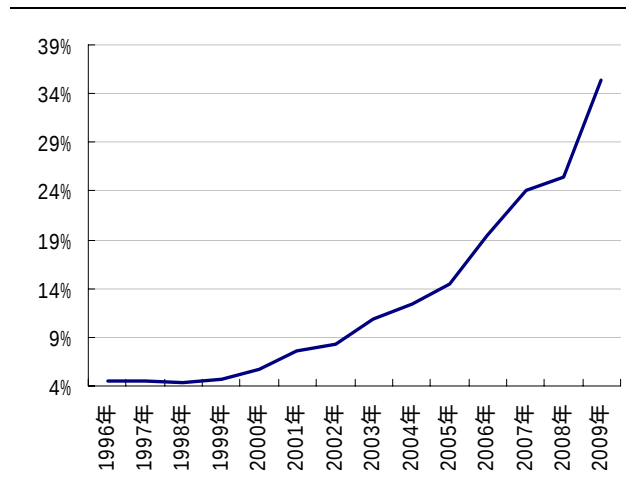
但另一方面，随着钴镍产品的使用与堆积，国内废弃钴镍资源也逐渐积累。目前，国内每年因下游行业产生的再生钴废料与镍废料(不含不锈钢)分别约为 1.0 万吨与 5.0 万吨。而且，与庞大的废弃资源相比，国内的资源回收量还很低，钴和镍的回收量大约为每年 0.2 万吨与 1.0 万吨。随着中国成为全球最大的电池与硬质合金制造中心，中国的钴镍粉消耗将会大大增加。这加剧了国内钴镍资源与需求间的矛盾，同时也推动了国内再生钴镍回收利用行业的迅速发展。

图 11：中国钴产量占全球比重



数据来源：CRU，安信证券研究中心

图 12：中国原镍产量占全球比重



数据来源：CRU，安信证券研究中心

目前，国内再生资源回收体系还不完善，资源回收率不高，回收规模较小。但随着“资源节约型”与“环境友好型”社会建设的展开，以及循环、低碳经济趋势的发展，再生钴镍行业即将迎来黄金发展的时代，并在缓解目前国内原矿资源紧张，稳定原料供应等方面发挥积极地作用。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-1-6		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	219	304	365	623	706	成长性					
减:营业成本	157	218	255	449	516	营业收入增长率	111.7%	38.7%	20.0%	70.5%	13.4%
营业税费	2	2	2	3	4	营业利润增长率	254.7%	0.0%	55.5%	82.4%	7.9%
销售费用	3	6	5	9	11	净利润增长率	201.5%	14.3%	44.6%	79.9%	7.7%
管理费用	13	28	29	44	49	EBITDA 增长率	200.1%	22.7%	36.8%	55.8%	8.3%
财务费用	4	11	10	3	3	EBIT 增长率	233.5%	16.2%	42.1%	61.1%	7.9%
资产减值损失	1	-0	1	1	1	NOPLAT 增长率	187.2%	26.2%	28.9%	63.0%	7.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	139.8%	78.0%	36.0%	120.6%	4.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	68.1%	83.3%	26.1%	292.9%	4.5%
营业利润	40	40	63	114	123	利润率					
加:营业外净收支	1	3	2	2	2	毛利率	28.4%	28.5%	30.0%	27.9%	27.0%
利润总额	41	43	65	116	125	营业利润率	18.4%	13.2%	17.2%	18.4%	17.5%
减:所得税	4	2	5	9	9	净利率	16.5%	13.6%	16.4%	17.3%	16.4%
净利润	36	41	60	108	116	EBITDA/营业收入	22.9%	20.3%	23.1%	21.1%	20.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	20.1%	16.8%	19.9%	18.8%	17.9%
货币资金	23	40	24	412	284	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	139	139	213	214	251
应收帐款	15	11	18	25	28	流动营业资本周转天数	75	89	121	233	312
应收票据	0	6	6	6	6	流动资产周转天数	161	166	185	262	336
预付帐款	20	17	51	67	77	应收帐款周转天数	21	14	14	12	14
存货	64	86	115	180	232	存货周转天数	88	89	99	85	105
其他流动资产	-	0	1	1	1	总资产周转天数	358	459	536	534	648
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	259	367	462	500	620
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	29.9%	18.0%	20.6%	9.4%	9.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.8%	8.6%	9.9%	8.6%	8.9%
固定资产	112	123	308	433	551	ROIC	44.5%	23.4%	17.0%	20.3%	19.9%
在建工程	47	179	60	100	100	费用率					
无形资产	13	21	20	19	18	销售费用率	1.4%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	0	1	1	1	1	管理费用率	6.0%	9.2%	8.0%	7.0%	7.0%
资产总额	294	482	604	1,244	1,299	财务费用率	1.7%	3.6%	2.7%	0.4%	0.4%
短期债务	46	78	100	50	50	三费/营业收入	9.0%	14.6%	12.2%	8.9%	8.9%
应付帐款	13	17	22	21	22	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	57.3%	52.3%	52.0%	8.3%	8.2%
其他流动负债	22	16	24	24	27	负债权益比	134.0%	109.6%	108.2%	9.0%	9.0%
长期借款	71	117	150	-	-	流动比率	1.45	1.29	1.38	7.27	6.35
其他非流动负债	13	12	8	8	8	速动比率	0.69	0.60	0.64	5.38	4.01
负债总额	168	252	314	103	107	利息保障倍数	11.81	4.71	7.27	42.58	42.11
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	60	70	70	93	93	DPS(元)			0.20	0.40	0.50
留存收益	65	160	220	1,047	1,099	分红比率	0.0%	0.0%	23.4%	34.7%	40.3%
股东权益	126	230	290	1,141	1,192	股息收益率					
现金流量表	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	38	41	60	108	116	EPS(元)	0.60	0.59	0.85	1.15	1.24
加:折旧和摊销	7	11	15	25	32	BVPS(元)	2.08	3.29	4.15	12.22	12.77
资产减值准备	1	-0	1	1	1	PE(X)					
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)					
财务费用	2	3	11	10	3	P/FCF					
投资收益	-	-	-	-	-	P/S					
少数股东损益	1	-	-	-	-	EV/EBITDA					
营运资金的变动	-29	-12	-53	-98	-62	CAGR(%)	41.9%	41.0%	34.3%		
经营活动产生现金流量	18	52	33	37	89	PEG					
投资活动产生现金流量	-118	-171	-2	-2	-2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	115	136	25	543	-50	REP					

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034