

格林美(002340)定价报告

引领中国资源回收的绿色革命

定价区间
34.00-38.00 元

有色金属 / 有色金属压延和加工

2010 年 1 月 21 日

投资要点:

- 公司为国际上采用废弃钴镍资源生产超细钴镍粉体材料的先进企业，是中国规模最大的采用废弃资源循环再造超细钴镍粉体的企业。公司在钴镍金属回收方面具有较强的技术优势，在行业内具有较强的影响力。
- 公司主营业务为回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉体材料等产品。超细钴粉、超细镍粉，占主营收入的 80% 以上，属于钴镍粉体中的高附加值产品。随着下游行业的产品和技术升级，超细钴粉、超细镍粉正在逐步替代普通钴粉和普通镍粉，具有良好的市场前景。
- 公司主要产品的毛利率较高，一方面是由于公司在处理复杂组分的镍钴废旧资源方面具有较明显的技术优势，另一方面公司原料采购模式的变化也有助于公司毛利率的提高。从 2006 年以来，公司原料来自于企业模式和自建社会收集体系的占比逐步提高，由于这两块的原料采购成本比较低，虽然从 2008 年以来镍钴价格出现了大幅下跌，但公司毛利率仍较保持较高水平。
- 有色金属行业中，2010 年的整体市盈率均值在 40 倍左右，由于中金黄金等公司存在资产注入预期有一定的溢价，公司上市后给予 2010 年 40 倍市盈率比较合适，公司 2009-2011 年每股盈利分别为：0.58 元、0.9 元和 1.36 元。
- 预计公司 A 股上市后的合理价格区间应在 34.00-38.00 元之间。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	30,438	38.68	4,133	14.31	0.60	17.96		
2009E	36,751	20.74	5,412	30.95	0.58	6.68		
2010E	56,786	54.52	8,376	54.75	0.89	9.55		
2011E	88,020	55.00	12,705	51.68	1.36	12.98		

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	6,999
发行数量 (万股)	2,333
发行价格 (元)	32.00
发行前 EPS (元)	0.60
发行后 EPS (元)	0.45
发行每股净资产 (元)	3.54
发行日期	2010-1-11
上市日期	2010-1-22
主承销商	中德证券

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

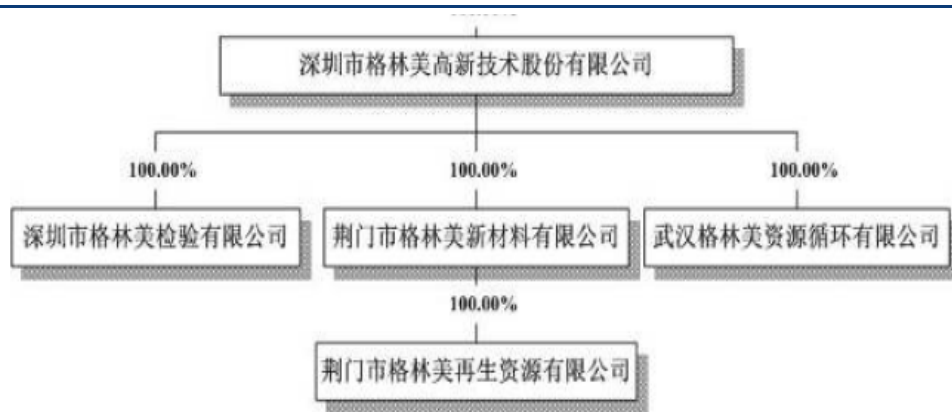
邮 编: 200002

1. 公司简介

公司为国际上采用废弃钴镍资源生产超细钴镍粉体材料的先进企业，是中国规模最大的采用废弃资源循环再造超细钴镍粉体的企业。公司在钴镍金属回收方面具有较强的技术优势，在行业内具有较强的影响力。公司曾牵头和参与制定了废弃钴镍资源回收利用的 12 项国家和行业标准，成为中国废弃钴镍资源循环利用领域制定技术标准的先导企业。公司拥有 40 项专利，被先后确定为国家循环经济试点单位、国家火炬计划重点高新技术企业；承担了国家“863”计划、国家创新基金计划、国家高技术产业化示范工程等国家科技计划项目，为中国废弃钴镍资源循环利用领域的技术领先企业。

公司目前拥有深圳市格林美检验有限公司、荆门市格林美新材料有限公司和武汉格林美资源循环有限公司等 3 家全资子公司，其中荆门格林美拥有荆门市格林美再生资源有限公司 1 家全资子公司。

图 1. 公司组织结构图



数据来源：公司招股说明书

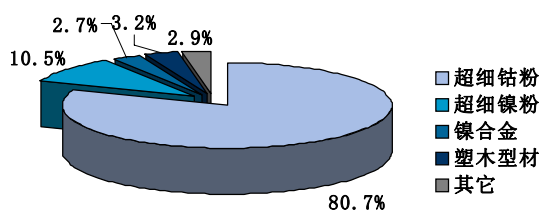
公司总部和废料资源监测部门设在深圳，废弃物回收工厂坐落在交通便利的湖北荆门市，以武汉为中心 1000 公里的范围，覆盖了全国 70% 左右的人口，逐步构建起辐射全国的废旧资源回收网络。

公司目前的控股股东为汇丰源，现持有公司股份 2,130 万股，占发行前公司股本总额的 30.43%，为发行前公司第一大股东。公司实际控制人为许开华、王敏夫妇，现分别持有汇丰源 60% 和 40% 的股权，此外许开华先生还持有鑫源兴 31.4650% 的股权，为鑫源兴第一大股东，王敏女士还持有鑫源兴 1.2774% 的股权。鑫源兴现持有公司股份 782.81 万股，占发行前公司股本总额的 11.18%，为发行前公司第四大股东。公司董事长和总经理为徐开华，徐先生拥有冶金材料专业研究生学历，为中南大学兼职教授，具有 15 年科技开发和成果转化的经历，在资源循环利用方面具有很深的造诣。

2. 主营业务情况

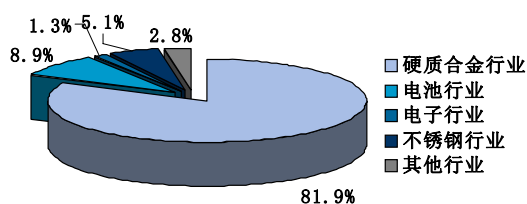
公司主营业务为回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉体材料等产品。公司以含钴镍的再生资源为原料，通过完全自主知识产权的循环技术，生产超细钴粉、超细镍粉等高技术产品，在性能上能够替代以原生矿为原料的产品，产品主要用于硬质合金、电池材料、粉末冶金等领域。

图 2.公司各业务板块 2009 年上半年分布



数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

图 3.公司产品下游行业分布



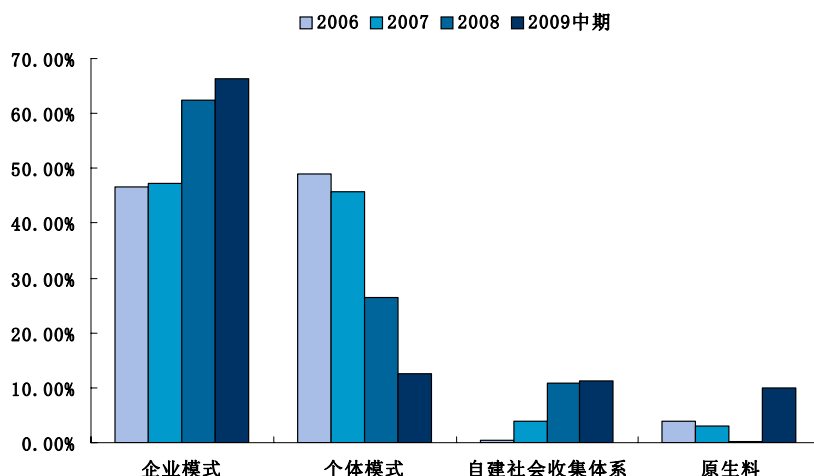
数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司的主要产品为超细钴粉、超细镍粉，占主营收入的 80%以上，属于钴镍粉体中的高附加值产品。超细钴镍粉具有很强的表面效应和体积效应，在磁性、内压、热阻、光吸收、化学性等方面显示出独特的物理化学性质。目前，随着下游行业的产品和技术升级，超细钴粉、超细镍粉正在逐步替代普通钴粉和普通镍粉，具有良好的市场前景。

塑木型材为公司 2009 年开发的新型环保产品，可以作为木材的替代物，广泛的用于室外装饰以及园林建设。该业务销售收入约占公司上半年总营业收入的 3%左右，随着下半年塑木型材产能的进一步释放，该业务在总营业收入中的比重有望进一步上升。

公司产品的最大下游行业为硬质合金行业，约占销量的 81.9%，其次为电池行业 and 不锈钢行业，分别占 8.9%和 5.1%左右。由于国内钴资源比较缺乏，公司在超细镍钴粉方面具有一定的优势，且相对于整个市场的容量，目前公司的产量仍然较小，未来销量有望保持较快增长。

图 4.公司原料采购模式



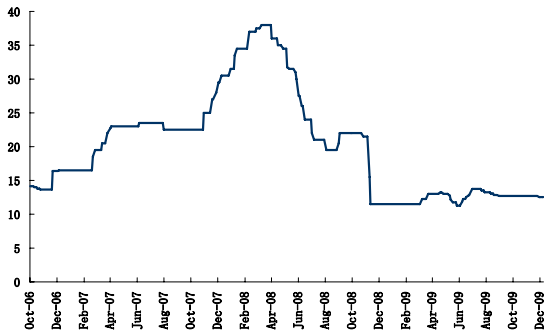
数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

公司主要产品的毛利率较高，一方面是由于公司在处理复杂组分的镍钴废旧资源方面具有较明显的技术优势，另一方面公司原料采购模式的变化也有助于公司毛利率的提

高。

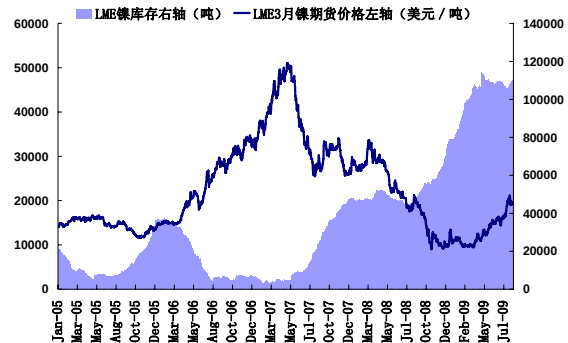
从 2006 年以来，公司原料来自于企业模式和自建社会收集体系的占比逐步提高，由于这两块的原料采购成本比较低，虽然从 2008 年以来镍钴价格出现了大幅下跌，但公司毛利率仍保持较高水平。

图 5.MB 钴价格变化情况 (china min 10% \$/lb)



数据来源: Bloomberg 东北证券金融与产业研究所

图 6.LME3 月期镍价格变化情况



数据来源: Bloomberg, 东北证券金融与产业研究所

中国镍钴资源紧缺，随着中国对镍钴等资源消耗的增加，镍钴价格也逐步提升，另一方面随着中国镍钴金属消耗量的增加，中国镍钴二次资源的量也在提升，城市矿山正逐步形成，随着中国国民素质的提高，中国废旧资源的回收比率也将逐步提高。

面对资源紧缺、环境恶化的现实，公司作为资源循环利用企业，始终秉承“消除污染，再造资源”的产业理念，利用自主开发的专利技术，采用废弃钴镍资源循环再造超细钴粉、超细镍粉等高附加值产品，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，摆脱了传统企业依赖有限的钴镍矿产资源作为最终资源来源的制造模式，形成了以废弃资源无限的“城市矿山”为资源和高端循环再造的盈利模式，具有持续的竞争力和广阔发展前景；公司循环再造钴镍产品，将废弃钴镍资源变废为宝，减少了废弃钴镍资源带来的环境污染问题。随着公司募集项目的逐步投产，公司的产能有望得到快速提升，国家未来对于这些环保低碳经济的扶植力度也有望进一步加大。对于镍钴价格，随着全球经济的逐步回暖，镍钴价格不会一直处在低位，镍钴价格有望稳步回升。

目前，公司已经和下游行业的主要企业建立了稳定的合作关系，特别是与硬质合金行业前十名中的八名制造商建立了合作关系，这些客户对钴镍粉的质量要求极为严格，为国内的高端客户，公司循环再造的产品质量已经获得了这些客户的认可。目前，公司主导产品钴粉销往前十大制造商的比例占公司销售额的 30%以上，成为了行业内的优质品牌。此外公司目前的产量占整个市场的比重仍然比较小，因此我们有理由相信，随着公司产量的快速提升，对于公司销售的压力并不会太大。

最后毛利率方面，由于公司成本的 70%以上来自于原料采购，随着公司采购模式的进一步优化，公司整体毛利率在较长的一段时间内将维持在高位。

表 1. 公司主营收入和毛利率情况预测

主要产品	2006	2007	2008	2009 中期	2009E	2010E	2011E	2012E
产量 (吨)								
超细钴粉	200	260	522	522	1096.2	1300	1800	1900
超细镍粉	162	205	256	144	302.4	375	600	600

镍合金		147	235	47	140	300	500	800
塑木型材				914	2200	3000	4000	4500
产能 (吨)								
超细钴粉	250	550	500	1200	1200	1500	1800	1900
超细镍粉	150	250	300	300	300	450	800	1300
镍合金		200	200	200	200	500	800	800
塑木型材				5000	5000	5000	5000	5000
销售价格 (元/公斤)								
超细钴粉	317.02	490.52	463.97	275.82	300	350	380	380
超细镍粉	258.03	269.37	210.23	118.23	130	150	200	210
镍合金		211.5	162.16	91.17	100.1	115.5	154	161.7
塑木型材				5.6	6	6.5	6.5	6.5
主营收入 (万元)								
超细钴粉	6182	12557	21667	12798	30000	45500	68400	72200
超细镍粉	4180	5387	4814	1667	3900	5625	9000	12600
镍合金		3109	3811	428	1401	3465	7700	12936
塑木型材				512	1260	1950	2600	2925
总计	10362	21054	30292	15405	36561	56540	87700	100661
毛利率								
超细钴粉	25.4%	31.8%	31.3%	30.7%	31.0%	30.0%	29.0%	29.0%
超细镍粉	25.4%	31.3%	29.2%	27.6%	28.0%	28.5%	29.0%	29.0%
镍合金		14.0%	11.3%	10.5%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%
塑木型材				53.3%	50.0%	49.0%	49.0%	49.0%
总计	25.4%	28.4%	28.5%	30.7%	30.6%	29.4%	28.1%	27.4%

数据来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所

3. 募投项目情况

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股A股2,333万股,募集资金将全部投资于“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”项目,项目总投资27,250万元。

项目投产后,公司超细钴镍粉体材料的生产能力为2,800吨,较目前增加产能2,000吨,其中超细钴粉的产能由500吨增长到1500吨,超细镍粉的产能由300吨增长到1300吨,生产规模有较大增长。募集资金项目生产能力利用率达41.51%时就可保本,具有较强的抗风险能力。

募投项目的实施有望进一步增强公司在镍钴资源循环利用方面的竞争力。

表 2. 本项目实施后产能增加情况

项目	项目实施前	项目新增	项目实施后
	设计产能 (吨)	设计产能 (吨)	产能 (吨)
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 东北证券金融与产业研究所

4. 盈利预测和估值

表 3. 有色类和公司业务相似公司估值情况

简称	最新日期	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
中金岭南	2010-01-04	28.20	0.3900	0.3836	0.8221	1.2576	72.11	73.52	34.30	22.42
焦作万方	2010-01-04	28.25	0.6930	0.4779	0.9748	1.1597	40.77	59.11	28.98	24.36
铜陵有色	2010-01-04	21.96	0.4900	0.5157	0.6195	0.6704	44.61	42.58	35.45	32.76
中色股份	2010-01-04	15.65	0.1890	0.1389	0.4026	0.6520	91.09	112.68	38.87	24.00
云铝股份	2010-01-04	13.61	0.0700	0.0616	0.2752	0.5591	230.89	220.80	49.45	24.34
云南铜业	2010-01-04	30.28	-2.2200	0.2377	0.6509	0.9591	-13.63	127.39	46.52	31.57
锡业股份	2010-01-04	30.26	0.0397	0.2879	0.5733	0.8748	768.98	105.12	52.79	34.59
辰州矿业	2010-01-04	25.18	0.1282	0.2815	0.5679	0.8676	196.45	89.46	44.34	29.02
南山铝业	2010-01-04	13.09	0.4800	0.3702	0.5381	0.6877	34.36	35.36	24.33	19.03
宏达股份	2010-01-04	18.02	-0.5710	0.2429	0.5455	0.8400	-31.56	74.18	33.03	21.45
江西铜业	2010-01-04	40.20	0.7600	0.8637	1.2900	1.6363	53.18	46.54	31.16	24.57
吉恩镍业	2010-01-04	29.16	0.4600	0.1967	0.5033	0.8602	95.35	148.21	57.94	33.90
宝钛股份	2010-01-04	22.67	0.7000	0.1585	0.4236	0.7088	32.44	143.02	53.52	31.99
贵研铂业	2010-01-04	26.74	-0.7600	0.2921	0.5031	0.6577	-34.98	91.53	53.15	40.65
中金黄金	2010-01-04	57.41	1.3500	0.5349	0.8708	1.1795	94.77	107.33	65.93	48.67
驰宏锌锗	2010-01-04	26.47	0.2000	0.2879	0.5707	0.8005	174.75	91.94	46.38	33.07
豫光金铅	2010-01-04	20.87	0.2700	0.4190	0.4980	0.6356	77.77	49.80	41.91	32.83
山东黄金	2010-01-04	79.17	1.8051	1.2803	1.7139	1.9607	88.46	61.84	46.19	40.38
厦门钨业	2010-01-04	19.04	0.2971	0.2727	0.4347	0.6049	64.09	69.81	43.80	31.48
中孚实业	2010-01-04	26.51	0.3000	0.4580	0.7287	1.0289	89.54	57.88	36.38	25.76
西部矿业	2010-01-04	14.56	0.2400	0.1524	0.3626	0.6503	60.86	95.54	40.15	22.39
紫金矿业	2010-01-04	9.62	0.2200	0.2818	0.3682	0.4483	45.62	34.14	26.13	21.46
金钼股份	2010-01-04	18.81	1.1200	0.2437	0.5077	0.8311	21.61	77.17	37.05	22.63
均值	2009-12-31						95.73	83.96	40.32	28.06
中值	2009-12-31						64.09	77.17	41.91	29.02

数据来源：wind

有色金属行业中，2010 年的整体市盈率均值在 40 倍左右，公司上市后给予 2010 年 40 倍市盈率比较合适，公司 2009-2011 年每股盈利分别为：0.58 元、0.9 元和 1.36 元，因此公司上市后合理价位在 34.00-38.00 元之间。

盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	30,438.46	36,751.24	56,786.80	88,020.83
营业成本	21,769.37	25,517.06	40,089.81	63,286.68
营业费用	575.33	661.52	1,022.16	1,320.31
管理费用	2,788.90	3,307.61	4,826.88	6,601.56
财务费用	1,085.87	859.81	600.53	1,255.67
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,030.12	6,151.09	9,854.72	14,947.91
利润总额	4,349.99	6,151.09	9,854.72	14,947.91
所得税	216.39	738.13	1,478.21	2,242.19
净利润	4,133.60	5,412.96	8,376.51	12,705.72
归属母公司所有者的净利润	4,133.60	5,412.96	8,376.51	12,705.72
NOPLAT	4,861.49	6,169.59	8,886.96	13,773.04

资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	4,016.71	34,620.93	9,073.03	11,442.71
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	978.88	1,409.64	2,178.12	3,376.14
预付款项	1,699.68	1,699.68	1,699.68	1,699.68
存货	8,574.14	10,136.91	15,926.09	25,141.28
流动资产合计	15,911.06	48,565.83	29,954.66	43,328.50
非流动资产	32,332.40	49,684.39	75,796.36	90,506.94
资产总计	48,243.47	98,250.22	105,751.02	133,835.44
短期借款	7,800.00	0.00	0.00	17,974.97
应付帐款	476.20	489.37	768.85	1,213.72
预收款项	1,076.85	1,076.85	1,076.85	1,076.85
流动负债合计	12,290.71	4,308.10	4,607.69	23,027.53
非流动负债	12,932.00	12,512.00	13,012.00	12,512.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	23,020.75	81,010.12	87,711.33	97,875.90
净营运资本	3,620.35	44,257.73	25,346.97	20,300.96
投入资本 IC	39,704.04	59,289.19	91,538.30	117,308.16

现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	4,133.60	5,412.96	8,376.51	12,705.72
折旧摊销	2,737.38	0.00	3,888.03	5,289.42
净营运资金增加	(199.94)	40,637.38	(18,910.76)	(5,046.00)
经营活动产生现金流	5,191.74	6,687.62	6,727.93	8,191.53
投资活动产生现金流	(17,094.82)	(20,000.00)	(30,000.00)	(20,000.00)
融资活动产生现金流	13,628.34	43,916.60	(2,275.83)	14,178.15
现金净增 (减)	1,725.26	30,604.22	(25,547.90)	2,369.68

数据来源: wind 东北证券金融与产业研究所

价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
P / E	38.33	39.65	25.62	16.89
EV / 收入	5.84	5.25	3.85	2.66
EV / EBITDA	22.62	20.10	15.23	10.89
EV / EBIT	34.73	27.52	20.90	14.45
EV / NOPLAT	36.54	31.27	24.58	16.99
EV / IC	4.47	3.25	2.39	2.00
P / B	6.99	2.65	2.45	2.19
Dividend Yield (%)	0.00%	0.50%	0.78%	1.18%

每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
基本 EPS	0.60	0.58	0.90	1.36
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	0.74	0.72	0.72	0.88
每股净现金流	0.25	3.28	(2.74)	0.25
每股净资产	3.29	8.68	9.40	10.49

流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
净负债 / 权益	0.67	(0.28)	0.03	0.19
总负债 / 总资产	52.28%	17.12%	16.66%	26.55%
流动比率	1.29	11.27	6.50	1.88
速动比率	0.60	8.92	3.04	0.79

财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
盈利能力				
毛利率	28.48%	30.57%	29.40%	28.10%
营业利润率	13.24%	16.74%	17.35%	16.98%
净利率	13.58%	14.73%	14.75%	14.43%
净资产收益率	17.96%	6.68%	9.55%	12.98%

偿债能力	2008A	2009E	2010E	2011E
流动比率	1.29	11.27	6.50	1.88
速动比率	0.60	8.92	3.04	0.79
资产负债率	52.28%	17.19%	16.73%	26.64%

成长能力	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	38.68%	20.74%	54.52%	55.00%
营业利润增长率	0.00%	52.63%	60.21%	51.68%
净利润增长率	14.31%	30.95%	54.75%	51.68%
净资产增长率	83.29%	251.90%	8.27%	11.59%

营运能力	2008A	2009E	2010E	2011E
应收帐款周转率	25.82	30.77	31.66	31.69
存货周转率	2.90	2.73	3.08	3.08
总资产周转率	0.78	0.50	0.56	0.73

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归我公司所有。