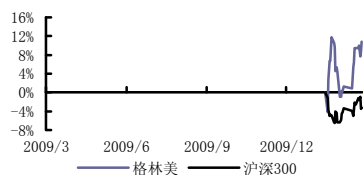


原材料 - 有色

2010 年 3 月 8 日

市场数据	2010 年 3 月 5 日
当前价格 (元)	62.83
52 周价格区间 (元)	54.30-63.40
总市值 (百万)	5863.30
流通市值 (百万)	1176.81
总股本 (百万股)	93.32
流通股 (百万股)	18.73
日均成交额 (百万)	171.54
近一月换手 (%)	227.28%
Beta (2 年)	-
第一大股东	深圳市汇丰源投资有限公司
公司网址	HTTP://WWW.GEMHI-TECH.

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
格林美	5.93%	0.00%	0.00%
沪深 300	3.38%	-10.53%	41.43%

相关报告

《格林美新设定价报告——挖掘城市矿山的钴镍超细粉生产商》，2010.1

周宪

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，周宪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

增长可能会不断超预期

—格林美 (002340) 调研报告

评级: 买入

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	304.38	366.72	607.00	862.00
净利润 (百万元)	41.34	55.60	136.59	182.60
每股收益 (元)	0.44	0.60	1.46	1.96
净利润增长率%	14.31%	34.51%	145.67%	33.68%
每股净资产 (元)	3.29	3.89	5.35	7.31
市盈率	140.72	105.45	42.93	32.11
市净率	19.10	16.15	11.74	8.61
EV/EBITDA	96.96	84.78	34.84	25.9

资料来源: 世纪证券研究所

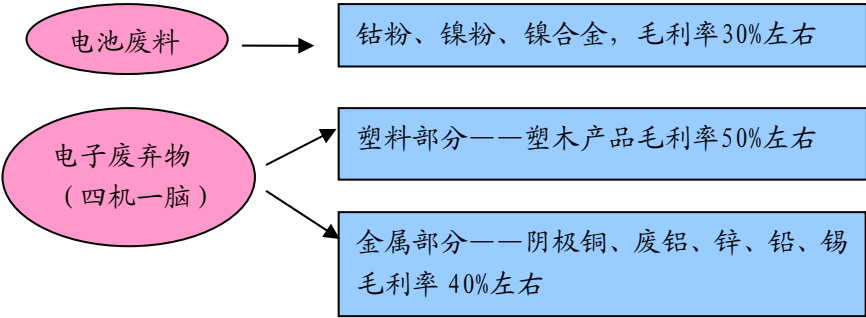
- **业绩增长点之一，规模的增长。**2010 年底，钴镍粉体产能由 800 吨上涨到 2800 吨。
- **业绩增长点之二，价格上涨。**镍价每变动 1 万元，影响 EPS0.01 元，或者说，镍价每变动 10%，业绩变动 0.015 元。钴价每变动 1 万元，影响 EPS0.03 元，或者说每变动 10%，业绩变动 0.12 元。
- **业绩增长点之三，毛利率的提升。**电子废弃物回收带来的高毛利率塑木产品 (毛利率 50%) 以及阴性铜 (毛利率 40%以上)。塑木产品每增加 1000 吨，影响 EPS0.025 元。
- **业绩增长点之四，“我付费请你处理我家电子垃圾”成为未来的趋势。**2011 年，《废弃电器电子产品回收处理管理条例》、《废弃电器电子产品回收处理目录》以及电子废弃物处理基金将正式执行，将为公司电子废弃物项目提供巨大的发展空间。
- **我们对公司的判断：**从未来公司成长的角度，我们认为电子废弃物的回收以及自建回收体系是公司重点发展方向，也是公司利润增长的源泉。对公司最大的疑虑是——格林美是否总是能拿到便宜的废家电、废电池？
- **给与高估值的理由。**从市值的角度——电子废弃物回收的市场在国内刚刚起步，意味着龙头企业面临着巨大的发展空间。从增长模式的角度——“复制式”增长模式想象空间巨大。
- **基于未来两三年高的增长确定性，给与公司“买入”评级。**预计公司 2009-2012 年摊薄后每股收益为 0.6、1.46、1.96 和 2.53 元，考虑到公司的稀缺性、循环经济和低碳经济模式、未来两三年高的增长确定性，应享有一定的估值溢价，按 2011 年的业绩，给 40 倍的 PE，股价应在 80 元左右，给与公司买入评级。

由于公司为 1 月底上市的新股，行业、公司信息较为充分，在《20100106 格林美新股报告——挖掘城市矿山的超细钴镍粉生产商》中有较详尽的阐述，本文只是针对投资者感兴趣的业绩增长点以及未来风险几个问题说明观点。

公司主要原材料采购价格和销售价格同向变动，因此毛利率相对稳定，过去几年稳定在 30%左右。未来毛利的增长来源于两方面，一方面是销量的增长，一方面是毛利率的提升（高毛利率的塑木以及铜占比不断增加）。不否认，金属价格的波动会使业绩阶段性的波动，并有放大的效益。然而从未来公司成长的角度，我们认为电子废弃物的回收以及自建回收体系是公司重点发展方向，也是公司利润增长的源泉。对公司最大的疑虑是——格林美是否总是能拿到便宜的废家电、废电池？

公司产品的两条主线如下图所示，一是由电池废料制备超细钴镍粉，生产基地在荆门，二是电子废弃物的处理，生产基地在深圳和荆门，深圳方面电子废弃物项目主要做废弃电路板的破碎、分选等物理过程以及塑木型材，荆门方面做所有涉及化学反应的过程包括废铜的湿法冶金。

Figure 1 公司产品的两条主线



资料来源：世纪证券

业绩增长点之一——规模的增长

目前，公司主导产品超细钴粉、超细镍粉的生产能力分别为 500 吨和 300 吨，随着公司募集资金投资项目投产，公司超细钴粉、超细镍粉的生产能力将分别逐步增加到 1500 吨和 1300 吨，生产能力显著扩大，另外，还新增 600 吨镍合金和 400 吨氧化锌的生产能力和 2000 吨无铅焊料的生产能力。

Figure 2 产量的增长

项目	项目实施前 设计产能 (吨)	项目新增 设计产能 (吨)	项目实施后 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

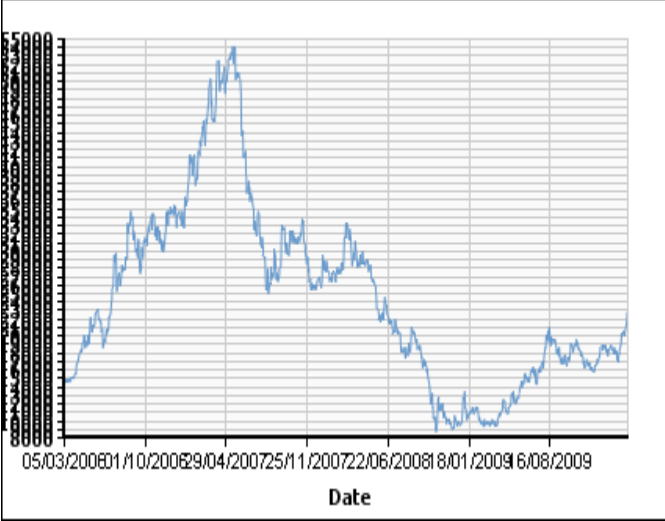
资料来源：世纪证券

从调研情况看，公司认为未来 3-5 年内，钴粉最终产能达到 3000 吨，而镍粉的目标，则“赶超国外一流企业”，据了解，国外最大的镍粉生产能力达到几万吨的水平。不过，国外企业均是以原矿来生产粉体，以回收旧料的形式，格林美还是目前最为上规模的一家。

业绩增长点之二——钴镍价格的可能上涨

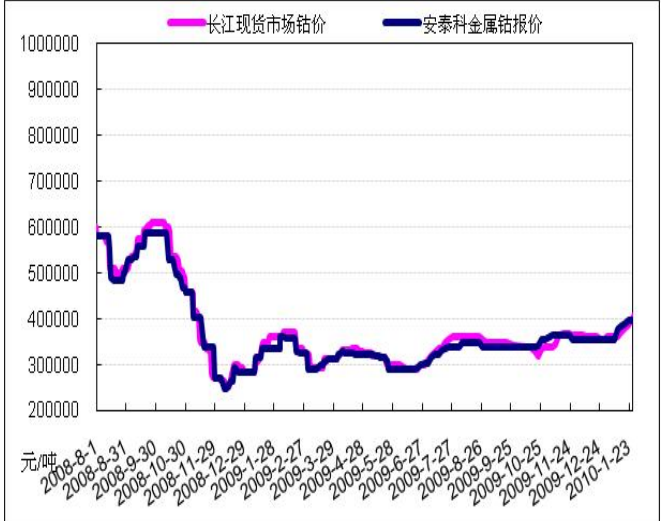
我们认为，2010 年价格向上的可能性大于下跌的可能性。目前镍价在 16 万元/吨，钴价在 40 万元/吨的水平，与历史数据相比，仍处于低位，我们判断，价格向上的可能性大于下跌的可能性，在我们的预测中，2010 年镍价是按 13 万元/吨计算，钴价是按 32 万元/吨计算，数据较为保守。根据我们的模型，镍价每变动 1 万元，影响 EPS0.01 元，或者说，镍价每变动 10%，业绩变动 0.015 元。钴价每变动 1 万元，影响 EPS0.03 元，或者说每变动 10%，业绩变动 0.12 元。

Figure 3 LME 镍价走势



资料来源：LME

Figure 4 长江现货钴市场价格



资料来源：安泰科

业绩增长之三——电子废弃物项目带来的金属与塑木提升综合毛利率

电子废弃物项目的高毛利率来自于“以塑料价格买入，以金属价格卖出”。提升毛利率的塑木型材以及阴极铜，都是来源于废家电的回收，回收价格按每公斤2—3元回收，实质是原材料“按塑料的价格回收，而没有按家电中的金属量回收”，公司回收这些家电后，塑料部分制成塑木型材，以一吨5000元左右卖出，家电中的金属如铜的回收，几乎是可能算作是没有成本的，销售价格可以达到5万元/吨。

然而，这样的好事情，我们需要考虑的是可以持续多久？一是家电以旧换新的政策何时结束，二是可以回收的量的天花板在哪里？最终这个问题变成，格林美是否总是可以拿到便宜的废家电？目前，我国家用电器进入了淘汰、报废高峰期，每年除报废500万台电视机、400万台冰箱、500万台洗衣机外，还有500万台电脑、1000多万部手机，产生的“电子垃圾”高达820多万吨。按权威部门估算，2010年，我国城镇电子产品报废总量将达到13亿台。我们预计未来国家仍会以刺激消费、刺激内需为主，至少一两年内，格林美拿到便宜的废家电是可以期望的。而一旦自建体系的回收系统建好，持续的增长是值得期待的。

业绩增长之四——未来付费的趋势使成本进一步下降

“我付费请你处理我家电子垃圾”成为未来的趋势。目前中国尚未形成以消费者、生产者付费为主导的再生资源处理的计费体系，公司必须付费购买废料，而钴镍废料多数以其中所含金属量定价，从目前我国消费层次来看，为环保买单，并没有得到多数消费者的认可，然而不可否认，这是未来的趋势。

2011年《废弃电器电子产品回收处理管理条例》、《废弃电器电子产品回收处理目录》以及电子废弃物处理基金将正式执行。虽然实际执行效果有待观察，但是在二级市场上，该条例的“将出台”将成为股价的刺激因素。

给高 PB 的理由——“复制式”增长模式想象空间巨大

从市值的角度——电子废弃物回收的市场在国内刚刚起步，意味着龙头企业面临着巨大的发展空间。由于家电市场竞争日益激烈，企业大都将精力集中在了生产、销售领域，而对废旧家电的回收处理基本上还处于空白。格林美目前的市值约 60 亿，据了解，国内电子废弃物的市场空间有几千亿人民币，给投资者以巨大的想象空间。

从增长模式的角度——“复制式”增长模式想象空间巨大。公司目前在武汉、深圳等地得到了政府部门的支持，自建了回收网络。从调研情况看，由于公司目前的龙头地位，有多个地方政府主动与公司接洽，希望公司承接当地的废弃电子的回收处理。公司目前与江西、四川、湖南等省洽谈建设废旧电池与电子废弃物回收网络，并已与江西省丰城市政府达成初步意向，从江西丰城市开始建设遍布江西的废旧电池与电子废弃物回收网络，随着回收网络的建设，想象空间也就打开。

我们对公司的判断——自建回收体系是重中之重

我们认为对于公司而言，自建回收体系是重中之重，也是未来业绩增长的源泉。公司原材料主要来自锂离子电池废料、镍电池废料、废碳酸钴、废镍合金、镍渣、废硫酸镍、废碳酸镍、废旧电池、废硬质合金工具等。来源渠道有两条，一是企业采购、社会收购，回收成本是钴镍粉销售均价的 44% - 63% 和 49% - 67%。另一重要渠道是公司自建的回收体系，回收成本仅为人工、运输等。公司已先后在深圳、武汉城市圈等 12 个城市建立了废弃电池的回收体系，目前公司自建体系的原料占 10%，我们按这一数据推算，2009 年钴镍金属处理量约 1000 吨，10% 为 100 吨，公司目前的回收点主要集中在武汉及周边、深圳，假设能在一两年内能够扩展 10 个省市，按武汉圈、深圳 100 吨推算，10 个点，自建体系大约能够得到 500 - 1000 吨废电池，从回收电池的数量上来看，增长的速度是有限的。另外，公司产能的扩张还要受到钴镍粉体市场需求的制约，从安泰科的数据来看，未来几年的缺口在 3000 吨左右，公司目前项目达产后的产能已达到 1500 吨，因此，公司处理钴镍量上的增长也是有限的。然而，从毛利率的提升上来看，如果全部都是自有渠道回收的电子垃圾，成本只是人工、运输、加工，材料成本几乎可以不计，预计毛利率可以由目前的 30% 上升到 80%。因此，我们认为自建回收体系是公司发展的重中之重。

Figure 5 近几年钴粉的缺口在 2000-3000 吨

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
中国钴粉消耗	3,020	2,800	3,080	3,450	3,865	4,330
中国自有矿山钴粉产量	600	1,000	1,100	1,100	1,200	1,200
中国钴粉缺口	2,400	1,800	1,980	2,350	2,665	3,130

资料来源：安泰科

Figure 6 近几年镍粉的缺口在 3000-4000 吨

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
中国镍粉需求	5,100	5,500	6,050	6,655	7,320	8,050
中国自有矿山镍粉产量	2,100	2,500	3,000	3,500	3,800	4,000
中国镍粉缺口	3,000	3,000	3,050	3,155	3,520	4,050

资料来源：安泰科

盈利预测

假设：

- 1、由于锌、铁、铅、锡等金属的单价较低，对收入及利润的影响较小，因此，在以下的预测中，忽略了这些产品。
- 2、公司超募资金 7 亿左右，项目所需 3 亿左右，假设 4 亿存入银行，假设带来利息收入 1000 万元。
- 3、公司业绩快报中，09 年整体毛利率达到 33%，而上半年仅为 20%，由此推算，下半年的整体毛利率约在 35%以上，保守假设，主要产品钴的毛利率为 33%。
- 4、所得税按 10%计算。

Figure 7 主要变量的假设

		2006	2007	2008	2009 上半年	2009E	2010E	2011E	2012E
销量(吨)	钴粉	195	256	467	464	900	1200	1500	2000
	镍粉	162	200	229	171	250	700	1000	1500
	镍合金		147	235	47	200	200	600	800
	塑木型材				917	3000	8000	10000	15000
	铜					300	1000	2000	3000
价格(万元/吨)	钴粉	31.7	49.05	46.4	27.58	32	32	32	32
	镍粉	25.8	26.94	21.02	11.82	13	15	15	15
	镍合金		21.1	16.2	9.1	10	10	10	10
	塑木型材				0.56	0.56	0.6	0.6	0.6

铜						4.5	5	5	5
毛利率	钴粉	25.39%	31.84%	31.32%	30.67%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
	镍粉	25.36%	31.33%	29.20%	27.62%	30.00%	28.00%	28.00%	28.00%
	镍合金		14.02%	11.32%	10.52%	12.00%	11.00%	11.00%	11.00%
	塑木型材				53.31%	53.00%	53.00%	53.00%	53.00%
	铜				35.63%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：世纪证券

Figure 8 盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	21949	30438	36672	67000	85000	118500
营业成本(万元)	15720	21769	24380	44620	57120	79430
营业税金及附加(万元)	157	210	254	463	588	819
销售费用(万元)	306	575	693	1266	1607	2240
管理费用(万元)	1307	2789	3360	6139	7788	10857
财务费用(万元)	373	1086	0	-1000	-1000	-1000
资产减值损失(万元)	56	-22	50	50	50	50
营业利润(万元)	4030	4030	5634	15925	19435	39020
加：营业外收入(万元)	84	337	351	350	350	351
利润总额(万元)	4113	4350	5985	15177	20289	26274
减：所得税(万元)	352	216	425	1518	2029	2627
净利润(万元)	3761	4134	5560	13659	18260	23646
减：少数股东损益(万元)	145					
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3616	4134	5560	13659	18260	23646
每股收益(元)	0.63	0.6	0.60	1.46	1.96	2.53
总股本	9332	9332	9332	9332	9332	9332

资料来源：世纪证券

盈利预测中，产品销量的变化，也存在着不确定，由我们的模型计算，钴粉每增加 100 吨，影响 EPS0.03 元，镍粉每增加 100 吨，影响 EPS0.07 元，塑木每增加 1000 吨，影响 EPS0.03 元。

风险因素

- 1、原料的供应。招股书中“2001-2005 年国内消费的二次电池量 77.3 亿只，按三年使用寿命和每个镍镉、镍氢及锂离子电池平均重量为 25 克计算，则所有废旧二次电池的总重量约为 19.3 万吨，其中含镍约 3.28 万吨、含钴约为 1.28 万吨”，数量上来看，足够公司用的，但是细想一下，这些数量是分几年回收？有多大比例能够回收？回

收之中的又有多大比例能到格林美的手中？

- 2、人才的储备跟不上企业的发展速度。我们认为，公司重中之重是自建回收体系，在原在体系的基础上，快速扩大回收网络，所需要的人才和管理，是否能够跟上？

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.