

## 湘财证券研究所

## 有色金属研究小组

刘金钵 分析师

执业编号: S0500511010005

联系人:

叶鑫

Tel: 021-68634510-8708

E-mail: [yx2893@xcsc.com](mailto:yx2893@xcsc.com)

杨诚笑

Tel: 021-68634510-8630

email: [ycx3112@xcsc.com](mailto:ycx3112@xcsc.com)

## 事件:

公司与河南省兰考县人民政府、河南中钢再生资源有限公司于 2011 年 2 月 28 日签署了《城市矿产资源循环利用基地项目投资框架协议书》。兰考县计划建设城市矿产资源循环利用基地项目 (以下简称“该项目”), 该项目现由河南中钢为主体实施, 基本内容包括: 投资 15000 万元, 建设内容为回收废钢铁、拆解报废汽车、回收和拆解废弃电子电器产品 (主要指“四机一脑”) 及回收拆解废旧电线电缆。协议内容主要有: 1、公司与河南中钢协议计划以该项目为基础, 利用河南中钢先进的技术装备建设报废电子电器、报废汽车以及废旧五金等城市矿产资源的循环利用基地, 达到年处理 50 万吨以上。2、公司以河南中钢经审计的净资产值为基准, 以增资扩股的形式参股, 持股比例不超过 50%, 资金来源为自有资金, 具体增资扩股投资协议由河南中钢及其股东与公司另行协商; 3、项目各股东应保障公司注入的资本全部用于该项目的建设, 并按照上市公司规范治理要求组建规范的经营团队、建立规范的管理体系; 4、河南中钢应确保取得项目开展的各种资质及项目批复文件; 5、河南省兰考县人民政府将协助河南中钢取得项目开展的各种资质及项目批复文件, 并依法享受河南省人民政府及省直部门制定和颁发的有关招商引资、促进高新技术与循环经济发展的各项优惠政策。

## 投资要点:

- **异地再扩张——兰考城头插上大王旗。**公司上市以来, 已连续成功签订了江西丰城项目、江苏无锡项目和武汉项目, 彰显了公司异地扩张能力之强和速度之快。在我国电子废弃物处理行业, 普遍存在企业仅限于“地头蛇”式的当地经营, 市场割据造成异地扩张难度之大实难想象。而公司一次次给市场带来惊喜, 本次进军河南兰考县, 逐鹿中原腹地, 又一次显示了公司异地扩张的决心和实力。也再一次印证了我们对于公司电子废弃物 (再生金属资源) 业务“跑马圈地”式的爆发性增长能力。到目前为止, 公司电子废弃物处理业务已覆盖到深圳、江西、无锡、湖北的荆门和武汉等 5 个省市, 主要布局中南和东部地区, 本次又意欲占据中原市场, 布局更加合理。根据公司的规划, 将在全国布局, 形成区域性再生资源回收基地, 公司的异地扩张步伐或许将继续前进。
- **规模成倍增长——50 万吨再生金属处理能力。**根据公司之前在深圳、江西、无锡、湖北的荆门和武汉等 5 个省市的扩张计划, 总的电子废弃物设计处理能力已达 23 万吨左右。按照我们之前报告中测算的每万吨处理能力增厚 EPS0.13-0.15 元 (按除权后股本) 计算, 则 23 万吨处理能力全部达产后将增厚公司业绩 2.99-3.45 元。而本次合作如果成行, 将建成 50 万吨的处理能力, 假设公司参股比例为 40%, 将有 20 万吨的权益处理产能, 这将在原有的 23 万吨处理能力基础上又翻了一倍左右。这符合我们一直以来的判断, 即电子废弃物 (再生资源) 项目将引领公司规模和业绩呈现爆发式增长。
- **业务范围延伸——涉足废钢回收、报废汽车拆解领域。**在再生金属资源回收利用业务上, 公司目前正在进行或已经公告将要实施的业务主要是电子废弃物 (主要是“四机一脑”) 的处理。本次公司与河南中钢以及兰考县的合作, 除上述业务外, 还将涉及回收废钢铁、拆解报废汽车及回收拆解废旧电线电缆等领域, 业务范围进一步拓展。以废旧汽车拆解为例, 产业前景非常广阔。

据中国汽车工业协会统计数据，2010 年全年我国汽车产销量双双超过 1800 万辆，成为全球汽车产销量第一大国。而截止到 2010 年三季度，我国汽车保有量达到 8500 万辆，此外，摩托车保有量达到 1.14 亿辆。假设按照每年 7% 的报废量，每年报废汽车达到 595 万辆，保守估计每台汽车含各类金属重量 1.5 吨，仅报废汽车的金属含量就达到 900 万吨。汽车上，钢铁、有色金属等零部件的回收利用率超过 90%，静态计算，每年从报废汽车上可回收的金属量达到 800 万吨。港股齐合天地的业务以回收废钢铁和汽车拆解为主，目前的处理能力大约为 60-70 万吨。根据齐合天地 2010 年的中期报告，公司的主营业务收入为 24.44 亿港元，毛利 2.76 亿港元，净利润 1.57 亿港元，毛利率和净利率分别为 11.3%、6.4%。如果按照公司 20 万吨权益处理能力来计算，大约是齐合天地目前处理能力的 1/3，我们假设公司此项目的营业收入、毛利率和净利率水平与齐合天地相似，则项目全部建成后有望每年增加公司净利润约 1 亿港元，折合人民币约 8400 万元，按公司股本 1.21 亿股计算，增厚每股收益 0.69 元。

**盈利预测与估值** 公司未公告项目的盈利前景等情况，我们从同类公司的业务作出简单估计，发生很大偏差的可能性较大。且本次仅是框架性协议，具体投资计划还需董事会和股东大会审议后方可实施，故存在较大不确定性。我们暂时仅根据公司 2010 年业绩快报对 2010 年业绩做出向下调整，其余年份业绩预测保持不变，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.73 元、1.52 元、2.07 元，我们维持公司“买入”评级。

表 1 主要财务指标

| 主要财务指标    | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 368    | 570   | 1152  | 1419  |
| 收入同比(%)   | 21%    | 55%   | 102%  | 23%   |
| 归属母公司净利润  | 57     | 89    | 184   | 251   |
| 净利润同比(%)  | 38%    | 56%   | 107%  | 36%   |
| 毛利率(%)    | 34.0%  | 35.4% | 34.8% | 35.0% |
| ROE(%)    | 20.1%  | 8.3%  | 14.7% | 16.7% |
| 每股收益(元)   | 0.47   | 0.73  | 1.52  | 2.07  |
| P/E       | 130.79 | 83.96 | 40.46 | 29.71 |
| P/B       | 26.31  | 6.98  | 5.96  | 4.96  |
| EV/EBITDA | 77     | 51    | 28    | 22    |

来源： 湘财证券研究所

表 2 盈利估值表

资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 264  | 738   | 1009  | 1332  | <b>营业收入</b>     | 368         | 570          | 1152         | 1419         |
| 现金             | 77   | 510   | 590   | 845   | 营业成本            | 243         | 368          | 751          | 922          |
| 应收账款           | 12   | 25    | 46    | 44    | 营业税金及附加         | 2           | 3            | 6            | 7            |
| 其他应收款          | 1    | 2     | 4     | 5     | 营业费用            | 6           | 17           | 35           | 28           |
| 预付账款           | 75   | 49    | 60    | 60    | 管理费用            | 39          | 63           | 127          | 149          |
| 存货             | 92   | 145   | 293   | 358   | 财务费用            | 19          | 24           | 21           | 21           |
| 其他流动资产         | 6    | 7     | 18    | 20    | 资产减值损失          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 519  | 711   | 681   | 651   | 公允价值变动收         |             |              |              |              |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 益               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 323  | 578   | 574   | 549   | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产           | 37   | 53    | 66    | 81    | <b>营业利润</b>     | 58          | 95           | 213          | 291          |
| 其他非流动资产        | 159  | 80    | 41    | 21    | 营业外收入           | 4           | 4            | 4            | 4            |
| <b>资产总计</b>    | 783  | 1449  | 1691  | 1983  | 营业外支出           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债</b>    | 277  | 168   | 223   | 265   | <b>利润总额</b>     | 62          | 99           | 217          | 295          |
| 短期借款           | 214  | 100   | 100   | 100   | 所得税             | 5           | 10           | 33           | 44           |
| 应付账款           | 13   | 11    | 26    | 37    | <b>净利润</b>      | 57          | 89           | 184          | 251          |
| 其他流动负债         | 50   | 57    | 96    | 129   | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动负债</b>   | 222  | 215   | 217   | 215   | <b>归属母公司净利润</b> | 57          | 89           | 184          | 251          |
| 长期借款           | 205  | 205   | 205   | 205   | EBITDA          | 101         | 152          | 278          | 358          |
| 其他非流动负债        | 17   | 10    | 12    | 10    | EPS (元)         | 0.81        | 0.73         | 1.52         | 2.07         |
| <b>负债合计</b>    | 500  | 382   | 439   | 481   | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 70   | 121   | 121   | 121   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 82   | 747   | 747   | 747   | 营业收入            | 20.8%       | 55.0%        | 102.1%       | 23.2%        |
| 留存收益           | 131  | 199   | 383   | 634   | 营业利润            | 45.0%       | 62.1%        | 124.6%       | 36.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 283  | 1067  | 1251  | 1502  | 归属于母公司净利润       | 37.8%       | 55.8%        | 107.5%       | 36.2%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 783  | 1449  | 1691  | 1983  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 34.0%       | 35.4%        | 34.8%        | 35.0%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 15.5%       | 15.6%        | 16.0%        | 17.7%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 20.1%       | 8.3%         | 14.7%        | 16.7%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 11.1%       | 12.3%        | 20.3%        | 27.2%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 63.8%       | 26.4%        | 26.0%        | 24.3%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 86.23%      | 82.93%       | 72.18%       | 65.92%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 0.95        | 4.40         | 4.54         | 5.02         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.62        | 3.54         | 3.22         | 3.67         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.58        | 0.51         | 0.73         | 0.77         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 33          | 29           | 31           | 30           |

|                |     |      |     |     |                 |        |       |       |       |
|----------------|-----|------|-----|-----|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 长期投资           | 0   | 0    | 0   | 0   | 应付账款周转率         | 27.25  | 30.47 | 39.94 | 29.21 |
| 其他投资现金流        | 0   | -17  | -14 | -16 | <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b> | 190 | 557  | -21 | -21 | 每股收益(最新摊薄)      | 0.47   | 0.73  | 1.52  | 2.07  |
|                |     |      |     |     | 每股经营现金流(最新摊薄)   |        |       |       |       |
| 短期借款           | 136 | -114 | 0   | 0   | 每股净资产(最新摊薄)     | 0.61   | 0.83  | 0.95  | 2.41  |
| 长期借款           | 88  | 0    | 0   | 0   | <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |
| 普通股增加          | 0   | 51   | 0   | 0   | P/E             | 130.79 | 83.96 | 40.46 | 29.71 |
| 资本公积增加         | 3   | 665  | 0   | 0   | P/B             | 26.31  | 6.98  | 5.96  | 4.96  |
| 其他筹资现金流        | -37 | -45  | -21 | -21 | EV/EBITDA       | 77     | 51    | 28    | 22    |
| <b>现金净增加额</b>  | 37  | 433  | 80  | 255 |                 |        |       |       |       |

来源： 湘财证券研究所

**分析师声明:**

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**湘财证券投资评级体系**

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

**重要声明**

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。