

格林美(002340)调研报告

推荐

电子废弃物量的释放推动业绩爆发性增长, 50 元以下建议配置
有色金属/镍

维持评级

发布时间: 2011 年 5 月 3 日

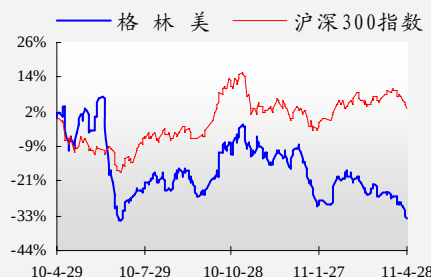
投资要点:

- **钴、镍业务进入产能平稳释放期。**2010 年钴、镍粉对公司营业利润贡献了 86%, 毛利率都在 30% 以上。500 吨超级钴粉项目和 1000 吨镍粉项目年底建成, 2012 年公司将拥有 2500 吨钴粉和 1300 吨镍粉产能。产量方面, 估计钴粉 2011-2013 年产量分别为 1700、2000、2000 吨, 镍粉产量为 900、1300、1300 吨。
- **估计到 2013 年电子废弃物处理量比现在增长 5 倍。**截至 3 月 2 日, 我国以旧换新中回收旧家电 4116.1 万台, 公司规划的回收产能 19 万吨, 占回收量的 0.5%, 不用担心公司没资源可收。按照规划到 2013 年处理能力为 15 万吨, 比着今年上涨 5 倍, 2016 年无锡基地全部投产后达到 19 万吨。目前电子废弃物产成品塑木型材毛利 40%, 属于行内较高水平, 量的增长将给公司带来业绩爆发性增长。
- **渠道建设是电子废弃物产能按时释放的关键因素。**公司已经建立了 30 多个电子废弃物回收超市。未来计划未来在国内 20 个中心城市建立电子废弃物回收体系。渠道的先行布局是其未来业绩充分释放的必要条件。估计未来几年公司都将持续推进回收体系建设, 公司电子废弃物处理能力完全释放需要 2-3 年的时间。
- **涉足汽车回收, 业务上更上一层楼。**公司和河南中钢建立合资公司来开展兰考回收废弃钢铁、拆解汽车、电子废弃物等业务, 公司占 55% 股份, 规模规划为 50 万吨。河南中钢具备回收、拆解废弃汽车资质, 兰考项目打开了公司回收、拆解汽车业务。公司打算当个汽车回收拆解试验田, 开展其他地区的汽车拆解的业务。
- **50 元以下安全边际高, 推荐。**格林美目前估值虽然不算行业最低, 但也不存在显著高估现象。公司未来看点主要在电子废弃物处理业务, 处理量的增长带来业绩上涨。估计 2011、2012、2013 年每股收益分别为 1.02、2.35、3.07 元, 最近股价出现了大幅度回落, 50 元以下安全边际比较大, 投资者可以逢低介入布局, 推荐评级。
- **风险提示。**政策支持低于预期, 公司电子废弃物业务进展低于预期。

● 业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	570	0.05	86	50.61	0.71	22.23	65.72	42.41
2011E	787	37.92	124	44.80	0.73	6.37	45.39	9.76
2012E	1,408	79.03	285	129.68	2.35	8.97	19.76	8.50
2013E	1,734	23.13	372	30.38	3.07	19.65	15.16	6.52

走势图



市场数据

2011-04-29

收盘价:	46.49 元
52 周最高价:	79.90 元
52 周最低价:	44.81 元
平均持仓成本:	56.30 元

基本数据

2011Q1

总股本 (万股):	12,132
流通 A 股 (万股):	12,132
每股收益 (元):	0.13
每股净资产 (元):	8.82
每股经营现金流 (元):	-0.56
市净率:	5.27

分析师: 杨霞辉

执业证书编号: S0550511020003

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: yangxh@nesc.cn

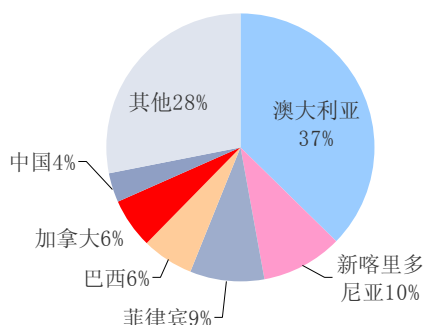
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司在资源回收行业竞争优势显著

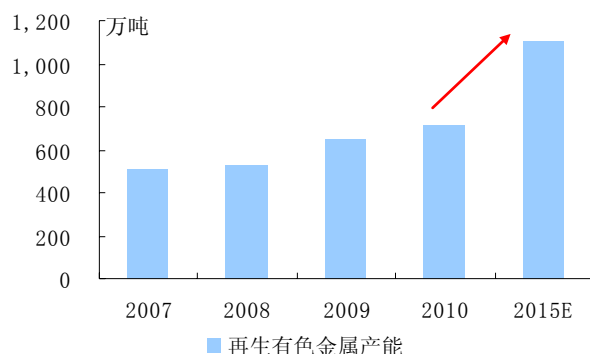
根据中国国土资源部公布的数据显示,中国镍储量为 232 万吨,占全球总量的 3.56%,位居世界第九位。按中国 2010 年 21 万吨左右镍产量计算,国内镍储量仅够开采 10 年左右,未来镍资源将处于紧张的状态。我国基本没有单一的钴矿,钴资源主要伴生在镍矿中。按照中国国土资源部 2005 年全国矿产资源储量通报,中国钴储量基础为 7.33 万吨,但具有开采经济价值的储量仅为 4.09 万吨,占世界可开采量的 1.03%,中国是钴资源贫乏的国家。

图 1、我国原生镍矿占全球比例仅 2%



资料来源：公司公告，东北证券

图 2、按照规划 2015 年再生有色金属产能达到 1100 万吨



资料来源：公司公告，东北证券

我国人口众多，正处在高速发展期，金属的消费也在高速增长，为再生金属行业提供了巨大废旧资源。由于再生金属具有清洁生产优势，按照政府发布的有色金属再生产能规划，到 2015 年我国再生产能要达到 1100 万吨，年复合增长 30%。钴、镍废料主要来源于电池、硬质合金、冶炼、不锈钢等行业的含钴、镍废料，目前我国可利用的再生钴资源量在 1 万吨左右，镍废料方面，国内每年产生的含镍废料为 15 万吨，其中除不锈钢外的其他含镍废料估计为 5 万吨。

表 1、部分政府支持再生资源行业文件

文件	具体内容
十一五资源综合利用指导意见	再生金属加工产业化工程、废旧家电废旧轮胎等再生资源产业化工程、再生资源回收体系建设示范工程被列为重点工程
国家鼓励的资源综合利用认定管理办法和年度资源综合利用目录	符合国家或行业相关标准的产品取得收入，计算应纳税所得额时，减按 90% 计入当年收入总额
再生资源回收管理办法	给行业的长期存在的回收网点混乱，体系不健全提出指导意见
家电以旧换新政策	给公司电子废弃物回收业务提供了原料来源
废弃电器电子产品回收处理管理条例	国家对废弃电子电子产品处理实施资格许可制度，建设多渠道回收和集中处理的体系；建立废弃电子电子产品处理基金，用于废弃电器电子产品回收处理费用的补贴
节能环保产业发展规划	节能环保企业将有望获得更多的税收优惠

资料来源：公司公告，东北证券

从 05 年开始政府就出台了一系列指导性文件和条例来发展节能环保行业。比如在政策会对这类公司有政策补贴、税收优惠、贷款利息优惠、开展业务网点政策支持等。目前从事节能环保的公司基本都是享受高新技术行业所得税 15% 的优惠，国务院已经原则

上通过了《节能环保产业发展规划》，具体文件有望在下半年出台。届时从事节能环保企业有望得到“三免三减半”，即第一年至第三年可免交企业所得税，第四年至第六年减半征收的优惠的基础上，有关部门还在考虑是否可以将 15% 的所得税再减半。

表 2、国内外主要做钴、镍二次资源回收的企业情况

	厂家名称	资源类别	循环再造产品	技术水平
国内	潮州澳佳化工厂	各种钴镍废料	硫酸镍、硫酸钴	初级循环
	佛山市邦普镍钴技术有限公司	废旧电池及电池行业废料	钴镍废料硫酸镍硫酸钴	初级循环
	江西上高县轩恒铜业有限公司	各种镍废料	废粗镍合金	初级循环
	江门方圆科技有限公司	废旧电池及电池行业废料	硫酸镍、硫酸钴、氧化镍"	初级循环
	深圳市危险废物处理站	各种镍废料	硫酸镍	初级循环
	湖南安化县鸿发钨业有限公司	各种钨钴废料	废粗碳酸钴	初级循环
	深圳市衡源泰商贸有限公司	各种钴镍废料	废钴镍料	初级循环
国际	格林美	各种钴镍废料	超细钴粉、超细镍粉、镍合金、镍片、钴片	高级循环，国际先进水平，拥有专利技术
	瑞士 Batrec 公司	各种废旧电池	金属镍板、金属钴片	高级循环，国际先进水平
	法国 AFEVALDI 公司	各种废旧电池	金属铈、镍铁合金、锰铁合金	高级循环
	日本关西触媒	各种钴镍废料	超细镍粉、氧化亚钴、球形亚镍	高级循环，国际先进水平

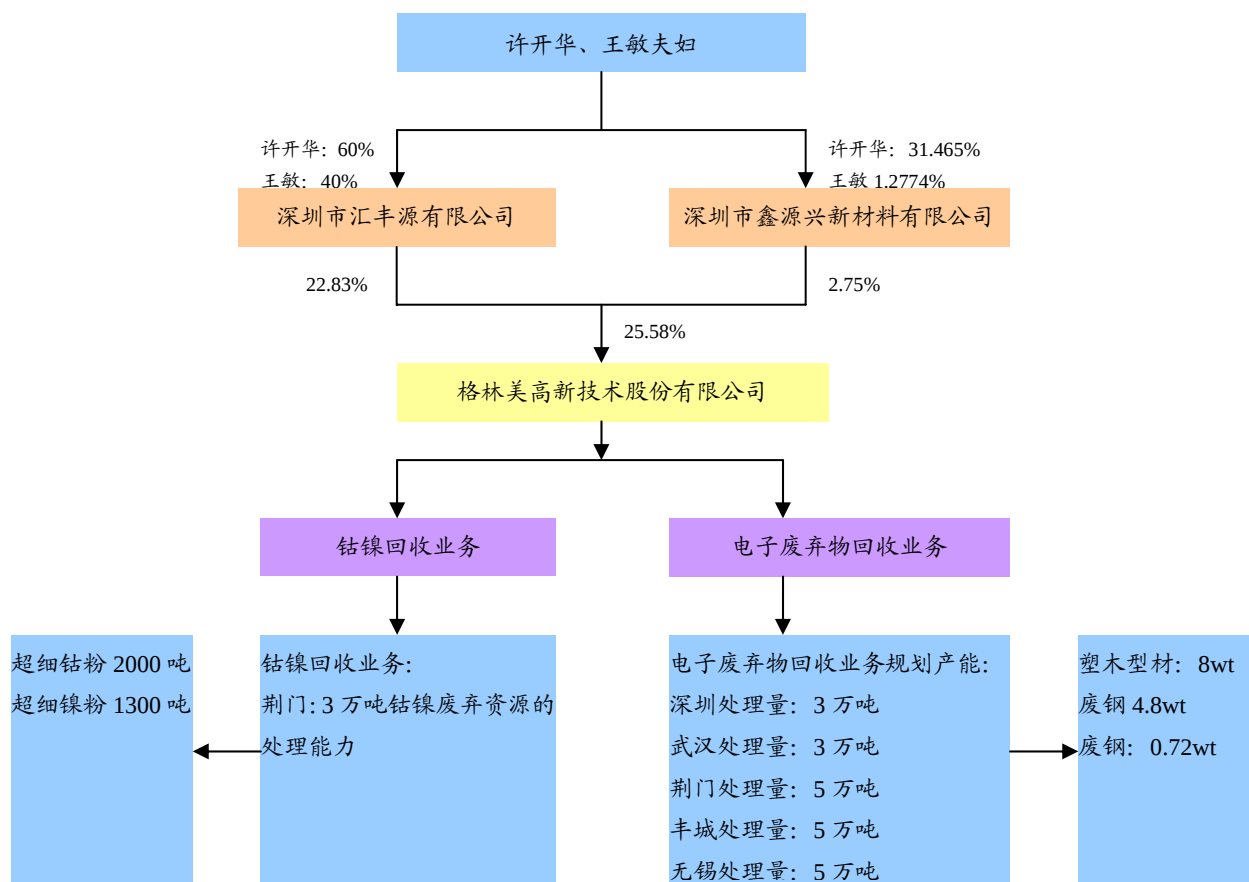
资料来源：公司公告，东北证券

目前，在河北清河、广东清远、江苏太仓、山东临朐、湖南安化等地形成了全国性钴镍废料集散地，在广东、浙江一带集中了一些回收旧电池并进行拆解分类的企业，如佛山市邦普镍钴技术有限公司、深圳市衡源泰商贸有限公司、潮州澳佳化工厂等。但国内从事再生资源利用的许多企业、个人，绝大部分以废料收集、分类等粗加工为目的，没有对钴镍再生资源进行深度处理。格林美属于国内具有技术优势的少数公司之一，有能力在未来市场竞争中保持优势。

二、格林美：钴镍、电子废弃物业务集一身高端企业

公司业务分两块，一是回收锂离子电池废料、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，分解并生产超细钴粉、超细镍粉等高技术产品，主要用于硬质合金、电池材料、粉末冶金等领域。另一块是电子废弃物回收业务，就是从 4 机中回收塑料、废钢、有色金属、玻璃等，要产品为塑木型材、铜合金、玻璃、废钢、铝等。

图 3、公司组织结构图和主要产能分布



资源来源：公司公告，东北证券

公司钴镍二次资源回收业务技术比较成熟，主要是通过湿法合金生产钴、镍超细粉末、镍合金、氧化锌、电解铜等产品。目前募投项目 1000 吨钴粉项目已经建成投产，超募 500 吨钴粉估计年底建成投产，1000 吨镍粉项目年底建成，2011-2012 年逐步释放产能。到 2011 年底形成具有 2000 吨钴粉、1300 吨镍粉的产能，2012 年全部达产。

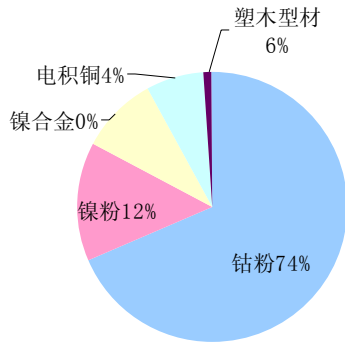
电子废弃物回收项目主要分布在深圳、武汉、荆门、江西丰城和无锡，目前具有湖北、荆门两个生产基地具有回收、拆解资质；江西丰城生产基地只有拆解资质，没回收资质；深圳生产基地只有回收资质，没有拆解资质；其他生产基地目前还没申请到资质，由于只能拿一个资质，公司倾向于申请拆解资质。

三、公司钴镍业务进入产能平稳释放期

公司在废弃钴镍资源和电子废弃物的循环利用领域具有很大竞争优势，在技术上公司拥有专利 40 项，并且牵头起草了废弃钴镍资源和钴镍粉体制备方面的 9 项国家标准和 3 项行业标准，是废弃钴镍资源循环利用领域制定技术标准的先导企业。从公司二次资源钴镍回收业务的技术工序上就可以看出公司清洁生产的优势。每年新增回收各种含镍、钴废弃物近 20,000 余吨（其中处理废旧电池近 5000 吨），大约回收处理重金属 3,000 吨左右，避免 30 亿立方米水源免遭污染，或者使 220 平方公里土壤免遭污染，减排温室气

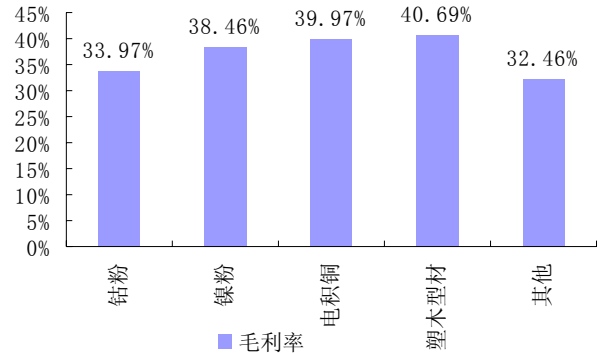
体 4,700 余吨, 节能 1 万余吨标准煤, 循环利用废水 80 万立方米。目前钴镍是公司主要的盈利来源, 2010 年财务数据显示钴、镍粉对公司营业利润贡献了 86%, 毛利率都在 30% 以上。

图 4、目前钴、镍粉对公司营业利润贡献率 86%



资料来源：公司公告，东北证券

图 5、公司大部分产品毛利率都高于 30%



资料来源：公司公告，东北证券

据了解募投项目 1000 吨超细钴粉都已经建设完成,另外超募资金建设的 500 吨超级钴粉项目年底建成,2012 年公司将拥有 2500 吨钴粉产能。1000 吨镍粉项目年底将建成,2012 年拥有 1300 吨左右产能。到 2012 年底公司钴、镍粉产能比 09 年产能分别增长 1.08 和 3.33 倍。产量方面,按照项目投产规划估计钴粉 2011-2013 年产量分别为 1700、2000、2000 吨,超细镍粉产量为 900、1300、1300 吨。

表 3、公司在钴镍资源回收项目每年新增产量

单位：吨

钴镍在建项目		产能	每年新增产量		
			2011E	2012E	2013E
募投项目	二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品项	钴粉	1,000	300	-
		镍粉	1,000	500	400
		镍铁合金	600	-	-
		氧化锌	400	-	-
超募项目	500 吨超细钴粉扩建项目	-	200	300	-

资源来源：公司公告，东北证券

表 4、公司有色金属业务产能和产量情况

单位：吨

分类产品	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能								
超细钴粉	250	550	500	1,200	1,500	2,000	2,000	2,000
超细镍粉	150	250	300	300	400	1,300	1,300	1,300
镍合金		200	200	200	500	800	800	800
氧化锌				300	500	500	500	500
电解铜					1,200	1,500	1,500	1,500
产量								
超细钴粉	200	260	522	1,100	1,200	1,700	2,000	2,000
超细镍粉	162	205	256	300	400	900	1,300	1,300
镍合金		147	235	200	300	500	800	800

资源来源：公司公告，东北证券

在原材料回收方面，公司已经建立比较完善的渠道，目前向企业回收废钴镍合金、钴镍化合物、镍渣等占公司渠道的 66%，个体模式占 13%，自建社会收集体系占 11%左右。因为公司回收废料的计价和钴镍价格挂钩，所以钴镍粉毛利率一直保持稳定，未来也不例外。

表 5、公司回收钴镍资源渠道分布

主原料来源	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
企业模式	66%	62%	47%	47%
个体模式	13%	26%	46%	49%
自建社会收集体系	11%	11%	4%	0%
原生料	10%	0%	3%	4%
合计	1%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，东北证券

四、估计到 2013 年电子废弃物处理量比现在增长 5 倍

截至 08 年的统计数据显示国内目前计算机保有量 0.20 亿台，电视 0.35 亿台，手机 0.19 亿台，每年废弃量为 1 百万台，5 百万台和 8 百万台。从 09 年开始实施家电以旧换新政策以来回收了量大幅攀升。商务部公布的数据显示，截至 2011 年 3 月 2 日，家电以旧换新拉动全国家电消费突破 1500 亿元，销售新家电近 4000 万台，达 3971.5 万台，回收旧家电 4116.1 万台。而公司规划的回收产能只有 19 万吨，占目前回收量的 0.5%不到，所以从产业层面来看不用担心公司没资源可收。

表 6、截至 08 年国内计算机、电视和手机保有量

	国内保有量（台）	寿命	每年的废弃量	国外一些国家的废弃量
计算机	20, 000, 000	3 年	1, 000, 000 左右	680, 000, 000（世界）
电视	350, 000, 000	15 年	5, 000, 000	
手机	190, 000, 000	2 年	8, 000, 000 左右	

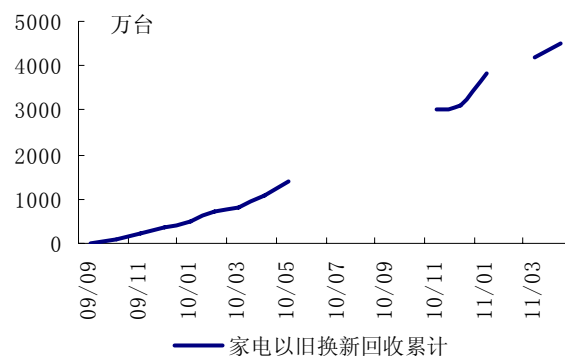
资料来源：维普资讯，东北证券

图 6、家电下乡政策对销售量提升作用明显



资料来源：Wind，东北证券

图 7、截至到 4 月以旧换新政策已经回收了 4000 万台电器



资料来源：商务部，东北证券

公司借 09 年家电下乡的东风开展了电子废弃物回收业务，先后在武汉、荆门、江西丰城、无锡等展开了业务，总规划年回收处理量 18 万吨。目前已经投产的有武汉和荆门，但量不是很大。

表 7、公司主要生产基地业务和生产资质情况

基地	业务类型	生产资质	处理/生产能力	建成日期
深圳	生产塑木型材	回收	3wt	2010
武汉	回收电子废弃物，生产塑木型材、铜合金、玻璃、塑料等	回收、拆解	3wt	2011
荆门	回收锂离子电池废料、镍电池废料、废镍合金、废硬质合金工具等，分解并生产超细钴粉、超细镍粉等高新技术产品	回收、拆解	钴 2000t 镍 1300t	2011
江西丰城	规划 5 万吨电子废弃物回收、拆解、处理生产能力		5wt	2011 底
无锡	规划 5 万吨电子废弃物回收、拆解、处理生产能力	拟拆解	6wt	一期 2011 底
河南兰考	规划 5 万吨电子废弃物回收、拆解、处理生产能力	拟拆解	7wt	一期 2012 年底
	规划 50 万吨汽车废弃物回收业务	回收、拆解	50wt	-

资料来源：公司公告，东北证券

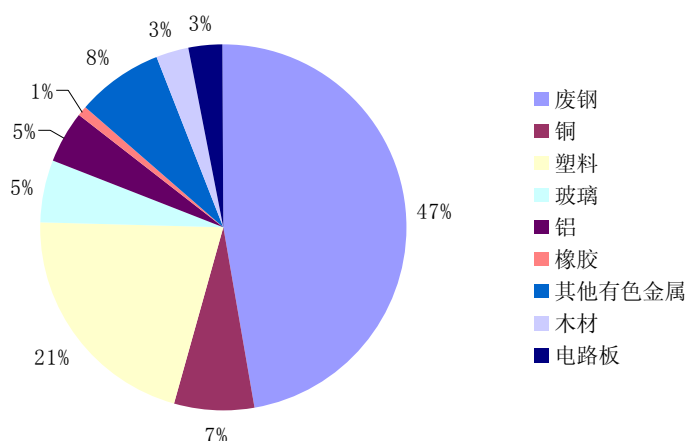
家电以旧换新业务受到国家扶植，具有拆解资质的公司具有 5-20 元补贴，运输上也有补贴，具体补贴标准：最低 20 元、最高 60 元。公司作为国家指定的电子废弃物回收利用企业，在武汉、荆门、江西丰城、无锡（筹备）各建立网点，其中武汉、荆门两个地方同时具有回收、拆解资质，深圳只有回收资质，江西丰城生产基地是拆解资质，无锡基地拟申请拆解资质。所以在政策补贴上为公司赢得了不少营业外收入。

表 8、电子废弃物回收拆解、运费补贴情况

补贴	分类	国家补贴额（元/台）	
拆解补贴	电视机	15	
	电冰箱	20	
	洗衣机	5	
	电脑	15	
	空调	-	
运费补贴		150 公里内	151 公里以上
	电视机	30-40	40-50
	电冰箱	40-50	50-60
	洗衣机	40-50	50-60
	电脑	30-35	40-45
	空调	30-50	50-60

资料来源：商务部，东北证券

图 8、历史四电一机平均成分比例



资源来源：维普资讯，东北证券

按照历史四电一机拆解业务回收的废料来看，废钢占 47%、塑料占 21%、铜占 7%、玻璃 5%、铝 5%。按照这个比例我们预期了未来几年公司电子废弃物回收的产品产量。相按照公司规划估计到 2013 年处理能力能达到 15 万吨，比着今年上涨 5 倍，应产成品产量也呈现 5 倍左右增长速度。2016 年无锡基地全部投产后达到 19 万吨处理量。目前市场价格回收家电均价 150 元/台左右,从公司披露的毛利率情况来看,电子废弃物回收物所做的塑木型材毛利 40%左右,属于行业内较高水平。公司电子废弃物回收业务处理量大幅增长也将给公司中期业绩带来爆发性增长。

表 9、公司电子废弃物回收业务产品产能和产能

产能（吨）		2009	2010	2011E	2012E	2013E
电子废弃物业务产量	塑木型材	5,000	10,000	18,000	37,000	75,500
	废钢		11,280	11,280	48,880	56,400
	铜合金		1,680	1,680	7,280	10,400
	塑料		5,670	5,670	24,570	28,350
	玻璃		1,458	1,458	6,318	7,290
	铝		1,128	1,128	4,888	5,640
	电子废弃物处理能力		3	3	13	15
产量（吨）						
电子废弃物业务产量	塑木型材	5,000	10,000	18,000	37,000	75,500
	废钢		11,280	11,280	48,880	56,400
	铜合金		1,680	1,680	7,280	10,400
	塑料		5,670	5,670	24,570	28,350
	玻璃		1,458	1,458	6,318	7,290
	铝		1,128	1,128	4,888	5,640

资源来源：公司公告，东北证券

五、渠道建设是电子废弃物产能按时释放的关键因素

目前我国电子废弃物的回收渠道主要有：走街串巷的小商贩、零售商和厂家搞的以旧换新活动；区机管局牵头回收该区机关事业单位的废旧电器；家庭、企事业单位直接送到附近的废旧回收点以及电器维修点。传统电子废弃物回收渠道比较混乱，只有 30%的

电子废弃物进入再流通渠道，12%比例的进入再生重造。2009 年国务院颁布了《废弃电器电子产品回收处理管理条例(草案)》，条例按计划将于 2011 年 1 月 1 日起施行。该制度能够从制度和源头上规范电子废弃物处理行业，大大增强正规企业对原料渠道的竞争力，逐步引导资源向正规企业流通。随着我国政府对电子废弃物回收管理政策的进一步加强，估计未来将建立以回收企业为主导的进入再生利用渠道，以后估计过半的废旧电器要进入再生市场，未来中国迎来再生资源快速增长期。

图 9、传统的电子废弃物回收渠道

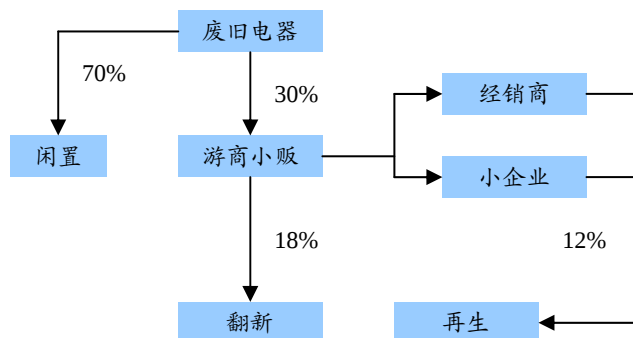
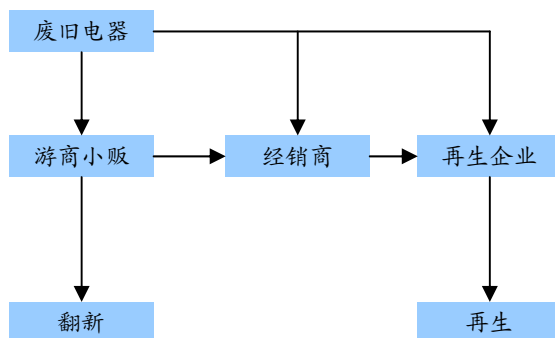


图 10、新型的电子废弃物回收渠道

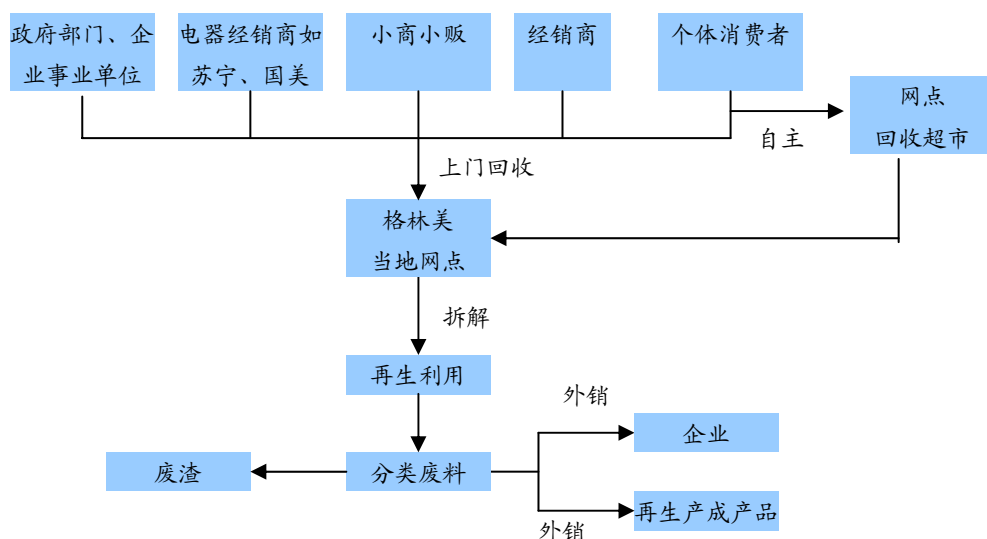


资源来源：公司公告，东北证券

资源来源：公司公告，东北证券

按照公司规划年底武汉、荆门和江西丰城项目都将建设完毕，明年释放大量产能。我们认为电子废弃物业务的释放主要还要看公司渠道建设情况。格林美目前回收废旧电子电器的主要渠道是外购，60-70%都需要向小商小贩或者苏宁、国美、永乐等经销商收购，另外 30%左右是依靠自建网络收购。政府对废旧家电、电器回收管理加强有望使渠道建设加速，届时公司网点建立则更加容易。

图 11、公司目前回收废旧家电渠道情况



资源来源：公司公告，东北证券

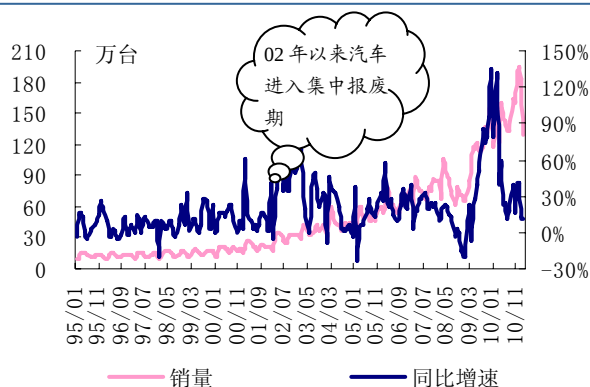
通过与地方政府和相关企业的合作,格林美已经建立了 30 多个电子废弃物回收超市。

目前只在湖北、江西、江苏有网点，另外公司在与四川、湖南省等洽谈废旧电池与电子废弃物回收网络建设项目，计划未来在国内 20 个中心城市建立电子废弃物回收体系。对原料渠道的先行布局能够有效保证公司未来原料的充分供给，也是未来业绩充分释放的必要条件。据我们了解估计渠道建立过程相对缓慢，估计未来几年公司都将持续推进回收体制建设，公司电子废弃物处理能力完全释放需要 2-3 年的时间。

六、涉足汽车回收，业务上更上一层楼

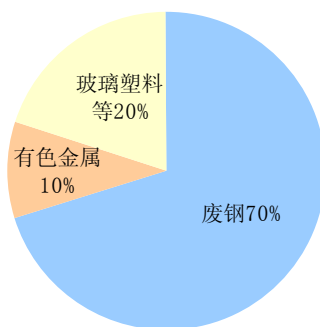
公司与 2 月 28 日同河南省兰考县人民政府、河南中钢再生资源有限公司签署了《城市矿产资源循环利用基地项目投资框架协议书》，建立合资公司，格林美控股 55%。合资公司的主要业务为回收废钢铁、拆解报废汽车、回收和拆解废弃电子电器产品（主要指“四机一脑”）及回收拆解废旧电线电缆。河南中钢具备回收、拆解废弃汽车资质，当地政府和合作方对该项目都非常支持，兰考项目打开了公司回收，拆解汽车业务。公司打算当个汽车回收拆解试验田，开展其他地区的汽车拆解的业务，产成品是钢铁和有色金属。该项目规模为 50 万吨，规模比较大，需要的后续资金估计比较大。

图 12、汽车销量大幅增长提供了很多待报废汽车资源



资料来源：Wind，东北证券

图 13、历史经验表明报废汽车中废钢占 70%



资料来源：公司公告，东北证券

近些年来汽车价格下降，汽车从奢侈品进入寻常百姓家，2000-2010 年平均销售增速为 25%，截至 2010 年底我们国家汽车保有量突破了 7000 万辆。按照汽车寿命 8-10 年计算，2002 购买的汽车基本要进入报废期，2002 年全年中国销售了汽车 344 万辆，以后每年报废量按照平均 25% 的速度递增。按照普通轿车重量 2.5-3 吨重量，卡车 8-30 吨，客车 5-10 吨来计算，2012 年报废汽车量超过 1500 万吨，公司该项目仅仅在规划中。估计投产至少等 2-3 年时间才能投产，届时我们国家汽车报废量突破 500 万辆一年，公司具有足够的资源可以处理。

七、50 元以下安全，推荐评级

1、相对估值和绝对估值

目前我们跟踪的有色金属上市公司 2011 年平均 PE 为 44.39 倍，其中基本金属平均 PE 为 37.10 倍，小金属平均 PE 为 60.27 倍，在 A 股市场都处于高位，格林美 2011 年 PE、PB 分别为 45.39 倍、5.11 倍，都低于小金属行业平均水平。目前估值虽然不算行业最低，但也不存在显著高估现象。我们认为格林美钴镍产能在 2012 年前还有增长空间，电子废弃物业务进入高速增长阶段。从 2012 年 PE 才 19.76 倍可以看出公司未来业绩增长空间很大。

表 10、有色金属主要跟踪公司估值比较

简称	评级	股价 (4/29)	EPS		PE		PB		ROE（%）	
			11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
基本金属										
驰宏锌诺	谨慎推荐	31.58	0.73	0.87	43.46	36.15	9.34	7.79	21.49	21.54
江西铜业	推荐	36.21	2.22	2.63	16.34	13.78	3.34	2.85	20.46	20.70
中国铝业 A	谨慎推荐	10.41	0.20	0.37	51.60	28.14	2.62	2.51	5.08	8.93
吉恩镍业	中性	24.53	0.40	1.29	61.33	19.08	5.61	4.55	9.15	23.87
新疆众和	推荐	26.04	0.87	0.94	30.00	27.65	3.72	3.72	12.42	13.47
东阳光铝	推荐	18.80	0.66	0.76	28.62	24.74	6.08	5.07	21.25	20.51
焦作万方	推荐	19.59	0.73	0.74	26.78	26.38	4.01	3.98	14.98	15.10
锡业股份	推荐	31.58	0.91	1.82	34.81	17.33	5.51	4.26	15.83	24.61
西部矿业	谨慎推荐	16.67	0.77	0.80	21.65	20.87	2.78	2.78	12.84	13.32
平均值	-				37.10	23.52	4.71	4.11	14.50	18.37
小金属										
宝钛股份	谨慎推荐	28.31	0.25	0.55	114.52	51.33	3.28	3.15	2.87	6.14
贵研铂业	谨慎推荐	35.08	0.74	1.15	47.15	30.53	5.72	4.91	12.13	16.10
格林美	推荐	47.00	1.02	2.35	45.39	19.76	5.11	4.64	6.37	15.07
金钼股份	谨慎推荐	21.84	0.38	0.67	57.00	32.61	5.09	4.59	8.93	14.07
厦门钨业	推荐	41.31	1.10	1.50	37.55	27.54	8.61	6.66	22.92	24.19
云南锗业	推荐	66.40	1.46	1.72	45.56	38.52	6.99	6.24	15.35	16.19
中色股份	谨慎推荐	31.95	0.28	0.38	115.64	85.10	9.79	9.03	8.47	10.61
平均值	-				60.27	41.24	8.09	6.83	18.87	21.89
A 股行业平均水平					44.39	32.02	6.00	5.88	17.63	17.99

资料来源：Wind，东北证券 注：行业内主要上市公司评级变动主要考虑到系统风险而调整的

2、维持推荐评级

公司未来看点主要在电子废弃物处理业务，处理量的增长带来业绩上涨。估计 2011、2012、2013 年每股收益分别为 1.02、2.35、3.07 元，推荐评级，由于业绩增长空间比较大，最近股价出现了大幅度回落，50 元以下安全边际比较大，我们认为投资者可以逢低介入布局，推荐评级。

损益表(RMB 百万)	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	570	787	1,408	1,734
主营业务利润	198	332	689	887
销管费用	90	139	282	368
财务费用	30	46	72	82
营业利润	74	143	336	438
投资收益净额	22	4	-	-
税前损益	93	144	336	438
所得税	11	23	50	66
少数股东权益	-	-	-	-
净利润	82	121	285	372
税率(%)	12	16	15	15

资产负债表(RMB 百)	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	855	636	845	788
现金	164	251	288	144
存货	473	135	214	252
应收帐款及票据	217	250	343	392
其它流动资产	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-
固定资产	992	2,118	2,317	2,579
其它资产	66	72	78	83
资产总额	1,926	2,826	3,240	3,450
流动负债	602	740	1,171	1,380
长期负债	251	172	155	155
其它负债	-	-	-	-
负债总额	872	932	1,347	1,557
少数股东权益	-	491	491	491
股本	121	121	121	121
资本公积与保留盈余	933	1,772	1,772	1,772
股东权益	1,055	1,893	1,893	1,893
负债总额+股东权益	1,926	2,826	3,240	3,450

现金流量表(RMB 百)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	57	82	121	285
折旧与摊提	23	36	103	113
本期运用资金变动	-25	-486	318	-133
其它营业资产与负债	19	29	-	-
营业活动之现金流量	74	-334	542	266
资本支出净额	-227	-579	-409	-368
本期长期投资变动	-	-	-	-
其它资产变动	-	-	-71	-17
投资活动之现金流量	-227	-579	-481	-386
自由现金流量	-153	-913	62	-120
现金增资	-	708	-	-
本期负债变动	247	372	61	414
配股付息	-32	-55	-24	-24
其它	-8	1	-	-
融资活动之现金流量	190	1,000	-24	-24
本期产生现金流量	37	87	38	-144

损益表(RMB 百万)	2011/Q1	2011/Q2	2011/Q3	2011/Q4
主营业务收入	171	203	214	199
主营业务利润	55	90	96	90
销管费用	25	38	40	37
财务费用	12	11	11	11
营业利润	15	41	45	42
投资收益净额	4	-	-	-
税前损益	15	41	45	42
所得税	4	6	7	6
少数股东权益	-	-	-	-
净利润	11	35	38	36
税率(%)	24	15	15	15

财务报表分析	2010	2011E	2012E	2013E
每股资料分析(元)				
每股盈余(EPS)	0.71	1.02	2.35	3.07
每股净值(BVPS)	8.69	9.10	10.02	12.17
每股营收	4.70	6.48	11.61	14.29
每股股利(DPS)	0.30	0.10	0.20	0.20
估值				
本盈比(PER)	65.72	45.39	19.76	15.16
本值比(PBR)	5.35	5.11	4.64	3.82
股息收益率(DY)	8.13	0.00	0.00	0.00
企业价值(EV)/营收	11.13	8.66	5.11	4.35
EV/EBITDA	43.24	30.14	14.07	11.92
EV/经营自由现金流	86.16	(20.37)	13.26	28.38
获利能力(%)				
主营业务利润率	34.78	42.16	48.93	51.17
业务利润率	13.01	18.23	23.84	25.25
EBITDA/营收	25.74	28.73	36.27	36.49
EBIT/营收	21.66	24.11	28.93	29.97
净利润率	14.33	15.33	20.27	21.46
资本回报率(%)				
净值回报率(ROE)	7.75	6.37	15.07	19.65
总资产回报率	4.24	4.27	8.81	10.79
年成长率(%)				
营业收入	38.68	37.92	79.03	23.13
EBITDA	23.03	53.96	126.00	23.87
EBIT	21.18	53.55	114.82	27.56
每股盈余	-1.42	44.80	129.68	30.38
每股净值	317.63	4.69	10.16	21.48
每股股利	-	-	-	0.00
稳定/偿债能力				
负债比率(%)	45.25	33.00	41.56	45.12
利息保障倍数(X)	4.05	4.11	5.69	6.34
利息及短期债保障倍数	19.54	24.12	32.80	35.56
净负债/EBITDA	4.82	3.02	2.07	2.23
流动比率(X)	1.42	0.86	0.72	0.57
速动比率(X)	0.63	0.68	0.54	0.39

按照中国会计准则编制

注：2011 年每股财务指标是以目前股本为基数计算

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。