

## 电子废弃物二次创业蓝图可期

——格林美 (002340) 分析报告

## 研究报告-公司分析

增持 (维持)

发布日期: 2012年3月28日

分析师: 何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

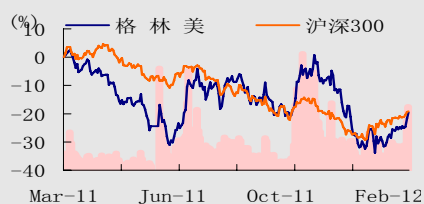
## 市场数据 (2012年03月27日)

收盘价 (元)	22.66
一年内最高/最低 (元)	58.25/17.97
沪深300指数	2547.14
市净率 (倍)	3.04
流通市值 (亿元)	42.37

## 基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产 (元)	7.46
每股经营现金流 (元)	0.41
毛利率 (%)	31.68
净资产收益率 (%)	5.57
资产负债率 (%)	58.91
总股本/流通股 (万股)	24,263/18,725
B股/日股 (万股)	/0

## 个股相对沪深300指数走势



## 报告关键要素:

根据观察,公司发展战略大致分三步走:废弃钴镍、电子废弃物和废旧金属,以湖北和江西两地电子废弃物拆解和深度回收产能估算,电子废弃物再创业有望赶超第一步。

## 投资要点:

- **2011年公司经营平稳较快增长。**业绩预告2011年实现营业收入9.19亿元,同比增长61.16%,实现利润总额1.33亿元,归属上市公司股东净利润1.21亿元,同比增长40.83%。
- **2011业绩亮丽主要是各项业务平稳较快增长。**其中由于钴镍价格低迷,钴镍项目产能释放对业绩贡献度有所下降;塑木型材销量增长较快,表现稳健;以旧换新给电子废弃物板块带来丰厚利润是2011年最大的亮点。
- **2012年业绩有惊喜。**2012年业绩增长动力可能主要来自于电积铜产能释放、钴镍粉末、塑木型材销量的增长以及稀贵金属的部分达产,此外公司塑木型材、电积铜和黄金白银享受增值税即征即退50%,增厚各业务板块5-6个百分点毛利率。
- **长远角度看电子废弃物项目可期。**定量估算湖北江西两地拆解产能加上配套的稀贵金属、塑木型材全部达成,可确保电子废弃物盈利数倍于现有的钴镍项目,如果还能顺利实现异地规模扩张,该业务板块价值将看高一线。
- **维持“增持”投资评级。**预测公司2012-2013年每股收益0.70元和0.88元,按照3月27日收盘价22.66元,对应动态市盈率分别为32.37倍和25.75倍,估值水平合理,考虑到公司成长性,维持“增持”投资评级。
- **风险提示:**处理基金补贴标准低于预期,募投项目进展低于预期。

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	5.70	9.08	18.17	23.37
增长比率 (%)	54.89	59.40	100.11	28.62
净利润 (亿元)	0.86	1.25	2.01	2.56
增长比率 (%)	50.38	45.34	60.80	27.36
每股收益 (元)	0.30	0.43	0.70	0.88
市盈率 (倍)	75.53	52.70	32.37	25.75

## 1. 前言

**电子废弃物再创业。**中期来看，公司战略大致分三步走。钴镍项目是第一步，已顺利实现目标；电子废弃物项目承担第二步重任；废旧金属项目是规划中的第三步。第二步既倚重政策，又受限政策，有突破才有大发展；第三步已有成功范例，风险较小，从这个角度出发，衡量第二步的底线很有意义。电子废弃物项目具体包括拆解和深度回收，其中深度回收涵盖线路板稀贵金属回收、电积铜和废塑料分选后生产塑木型材。废金属项目具体包括废旧五金、废钢、废汽车等。

**弹性看拆解，回收是基础。**拆解和深度回收是产业链后端一前一后的生产关系，之间存在透明、高效的交易市场，现状是正规企业拆解亏损，回收可盈利。处理基金拟补偿正规企业长期亏损的拆解业务，有限的补贴标准和对象，使得评估拆解业务盈利能力和发展空间尤为重要。如果内部原料按照市场价格结算，处理基金不直接提升正规企业深度回收盈利能力，间接影响原料在正规渠道和非正规渠道的流量分配。

**拆解重牌照。**基金补贴的一部分用于弥补成本劣势和提高报价，以引导废弃物流向正规拆解企业；一部分转化为企业利润，补贴标准的高低决定拆解盈利能力，定性和定量看，毛利率水平适中，要发展还得靠规模。与此同时，基金倾向给少量拆解企业补贴，以发挥规模优势，减少内耗，最大化补贴效用，进入全国补贴名单需要先过地方政府这一关；中央部委已经将资质权限下放到地方政府，地方保护不可避免。这无疑加剧争夺入选名单的激烈程度，大大抬高了企业异地扩张的门槛。

**回收重渠道。**线路板蕴涵金属价值量大，资源化中间处理成本占比较小，加上正规企业和小作坊中间处理成本差别不大，双方竞争焦点集中在原料供应商，正规企业上规模才能见效益，单靠自身拆解提供原料满足不了规模需要。塑木型材生产原料废塑料供应充足，技术门槛一般，但是下游需求市场外强内弱，竞争主要集中在内外销售渠道上。总而言之，深度回收，有渠道才有效益。电积铜相对更简单

**第二步赶超第一步。**公司进入湖北和江西两地基金补贴名单是大概率事件。根据估算，两地拆解产能加上稀贵金属、塑木型材规划产能全部释放，可确保电子废弃物盈利数倍现有的钴镍项目。如果规划中的河南、江苏以及潜在的中东部其他省份顺利拿到电子废弃物处理基金补贴的名额，实现产能翻番，将极大提升该业务板块的价值。

**本文目的有二。**电子废弃物拆解业务的分析和判断完全依据以旧换新和处理基金前后两个产业政策，本文目的在于分析两个政策对公司短期和长期影响。其一、测算以旧换新给公司带来多少利润；其二、在现有条件下，衡量处理基金条件下拆解盈利能力和估算业绩贡献。

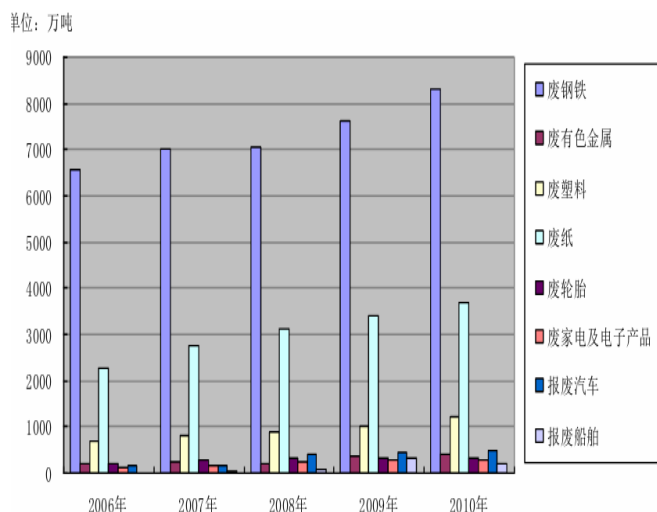
## 2. 再生资源行业大有可为

经过近三十年的高速增长，中国经济总量上升至全球第二位，统计局初步测算数据显示 2011 年中国国内生产总值 47 万亿，同比增长 9.2%。经济总量的膨胀，使得包括铁、铜、铝等多种大宗原材料消耗排名全球第一，再生资源产生量进入高速增长阶段。

### 2.1 再生资源行业成长空间较大

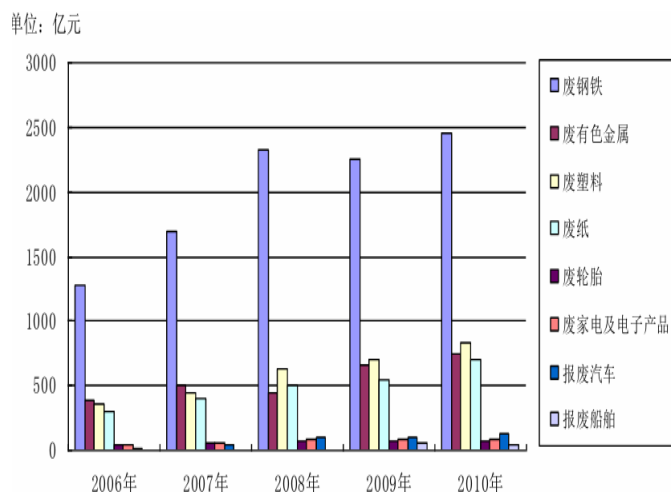
根据中国再生资源协会数据统计，截止 2010 年主要再生资源总量 1.5 亿吨，回收总价值约为 5000 亿元，较 2006 年复合增长率分别为 8%和 16%。预计未来，再生资源总量复合增长率有望继续保持超过 10%的水平，到 2015 年末回收价值总量达到 1 万亿元。

图1: 主要再生资源行业产量



资料来源：华宏科技招股书

图2: 主要再生资源行业价值量



资料来源：华宏科技招股书

### 2.2 电子废弃物行业迎来政策东风

进入新世纪，中国出台了一系列电子废弃物行业法律法规，但是一直以来，凭借成本优势，行业被小商小贩小作坊垄断，造成的环境污染问题日益突出。2009 年出台的以旧换新政策以及将要出台的《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》有望扭转这种局面，正规企业迎来大发展契机。

表1: 中国废弃电器电子产品管理相关法律法规

法律法规	实施时间
禁止进口类可用作原料的废物目录(第一批)	2002年1月1日
禁止进口货物目录(第二批、第五批)	2002年1月1日(第一批) 2002年8月15日(第五批)
废电池污染防治技术政策	2003年10月9日
废弃机电产品集中拆解利用处置环境保护技术规范	2005年9月1日
废弃家用电器与电子产品污染防治技术政策	2006年4月27日
电子信息产品污染控制管理办法	2007年3月1日
再生资源回收管理办法	2007年5月1日

家用和类似用途电器的安全使用年限和再生利用通则	2008年5月1日
中华人民共和国循环经济促进法	2009年1月1日
废弃电器电子产品回收处理管理条例	2011年1月1日
旧电器电子产品经营管理办法，修订征求意见稿	2011年6月13日
废家用电器处理与利用污染控制技术规范	征求意见稿
废电子电器产品处理污染控制技术规范	征求意见稿
废弃电器电子产品处理资格许可管理办法	制定中
废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法	制定中
旧电器电子产品经营管理办法	制定中
废弃电器电子产品回收管理办法	制定中

资料来源：《我国电子废弃物的回收处理现状和管理对策》

### 3. 以旧换新获利丰厚

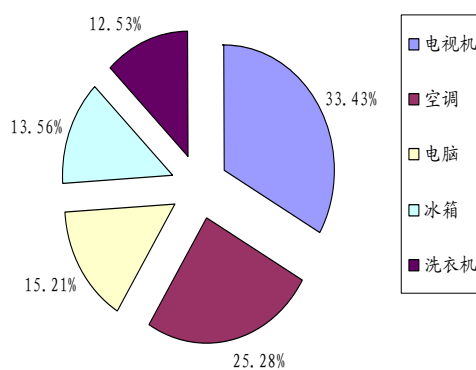
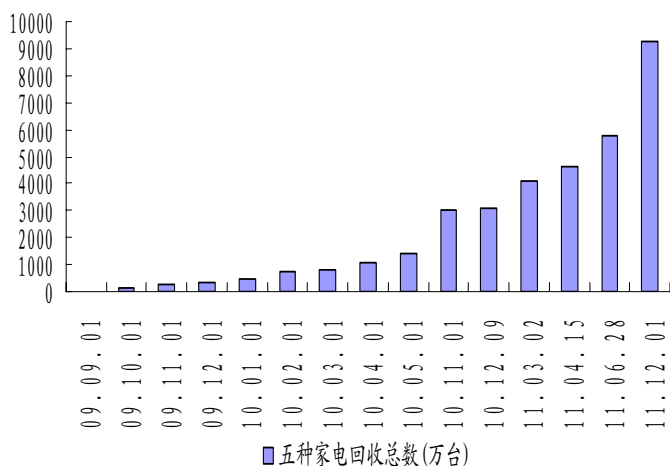
2010年格林美借以四机一脑(电视机、洗衣机、电冰箱、空调和电脑，下同)旧换新政策扶持，在湖北、江西两地获取拆解资质，迅速进入电子废弃物回收处理业务。低廉的回收价格、额外的拆解补贴，以旧换新让公司获利丰厚。

#### 3.1 回收量可观

商务部数据显示，截止2011年12月1日，全国以旧换新四机一脑总回收量为9248万台，12月份政策到期触发销售热潮，累计回收量可能接近1亿台。其中，电视机、洗衣机占比靠前，分别为33%和28%。

图3: 截止2011年11月底全国四机一脑以旧换新回收量

图4: 截止2011年6月底四机一脑回收量分布

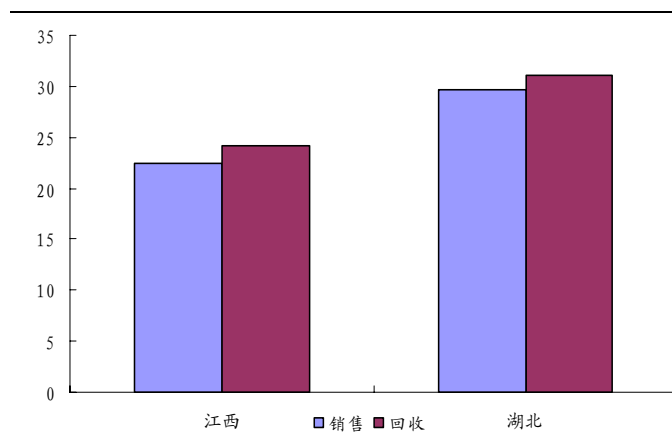


资料来源：商务部数据整理

资料来源：商务部数据整理

湖北和江西以旧换新销量和回收量进入了全国前十位。其中湖北销量、回收量分别为258万台和260万台，江西没有公布最新的数据，对比两地前期数据和经济状况，预计江西回收量接近湖北，两地总回收量大致500万台，

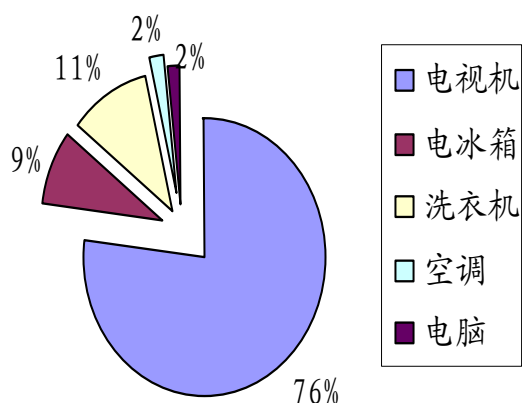
图5: 截止2010年末赣、鄂以旧换新数据 单位: 万台



资料来源: 江西湖北商务厅数据整理

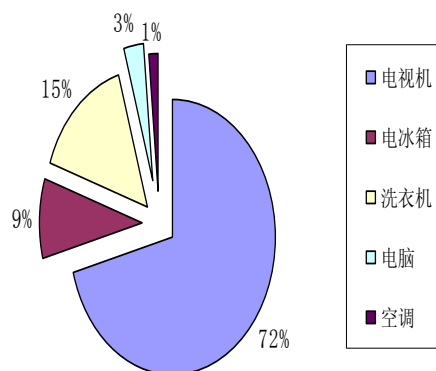
各省市四机一脑销售和回收的分布情况差别较大。湖北和江西回收企业电视机的回收量占比约为70%，两地洗衣机和冰箱的占比均在10%左右。这可能与两地经济条件和居民生活水平稍逊有一定关系。出于经济利益，其他废旧家电回收后，部分未进入卖给拆解企业，拆解企业收购废旧电视机比例可能进一步提高。

图6: 截止2010年10月14日江西以旧换新四机一脑分布



资料来源: 江西商务厅数据整理

图7: 湖北2010年8-12月以旧换新回收四机一脑分布



资料来源: 湖北商务厅数据整理

### 3.2 回收价格低廉

按照不同规格型号，地方政府制定了各地回收企业收购废旧四机一脑的指导价格。湖北和江西指导价格大体相当，只有旧洗衣机指导价格差异较大，湖北价格范围在5-20元/台，平均价格为12.5元/台；江西只有两档价格分别为45元/台和55元/台，平均价格为50元/台。地方政府指导价明显低于废旧市场收购价格，其中电冰箱、洗衣机、空调差距最大，范围大致在100-200元/台。



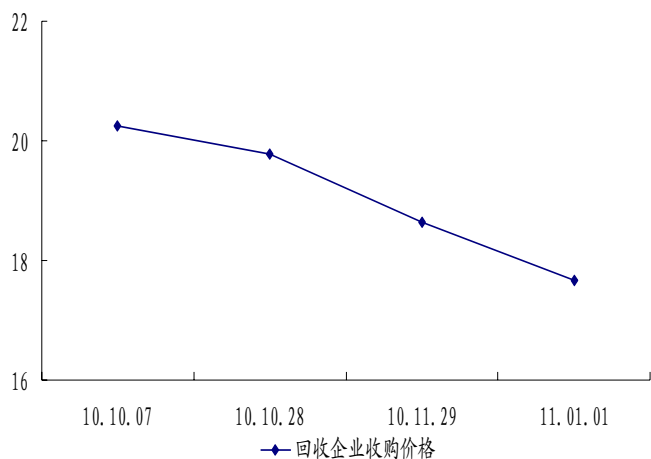
表 2: 江西、湖北以旧换新指导价 单位: 元/台

		湖北		江西	
	规格	回收参考价	规格	回收参考价	
电视机	黑白 9 英寸及以上	5	黑白	5	
	彩电 9-14 英寸	5	彩电 9-14 英寸	5	
	彩电 15-24 英寸	10	彩电 15-25 英寸	12	
	彩电 25 英寸及以上	30	25 英寸及以上	30	
	液晶背投 32 英寸以下	20	液晶、背投 32 英寸以下	20	
	液晶背投 32 英寸以上	25	液晶、背投 32 英寸以上	25	
电冰箱	120L 以下	35	120L 以下	40	
	120L-220L	45	120L-220L	45	
	220L 及以上	50	220L 及以上	50	
电脑	笔记本	15	笔记本	15	
	液晶台式机(含显示器)	25	液晶台式机	25	
	CRT 台式机(含显示器)	30	CRT 台式机	30	
洗衣机	单缸	5	5 公斤以下	45	
	双缸	10	5 公斤及以上	55	
	全自动	15			
	滚筒	20			
空调	窗机	50	窗机	50	
	挂机	120	挂机	120	
	柜机 3p 及以下	220	柜机 3p 以下	240	
	柜机 3p 及以上	300	柜机 3p 以上	340	

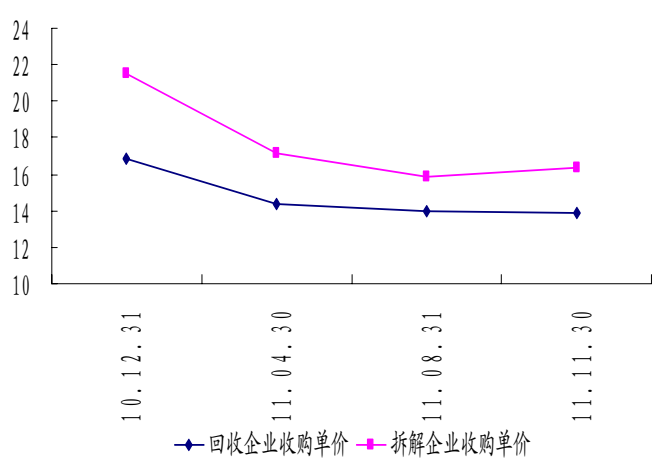
资料来源: 江西、湖北商务厅

废旧家电是经回收企业收购之后再转售给拆解企业, 政府制定了前者收购指导价, 并未约束回收和拆解企业之间交易价格。从数据来看, 回收企业一般不同程度加价之后卖给拆解企业, 湖北数据显示, 回收企业平均收购价格约为 14 元/台, 拆解企业平均收购价格为 16 元/台。

图 8: 截止 2010 年末江西回收企业收购价格单位: 元/台 图 9: 湖北回收、拆解企业收购价格 单位: 元/台



资料来源: 江西商务厅数据整理



资料来源: 湖北商务厅数据整理

### 3.3 以旧换新获利丰厚

公司在湖北和江西两地的市场份额大致为 30%左右，四机一脑总收购量为 150 万台左右，此外考虑到拆解企业收购的空调和电脑数量极其有限，不纳入业绩估算，预计电视机占比 80%，电冰箱和洗衣机占比均为 10%。

同时假设拆解后的可回收物质按照市场价格全部外卖，测算的结果显示，以旧换新营业总收入 1.39 亿元，营业成本 0.63 亿元，毛利 0.76 亿元，毛利率为 54.73%，平均单台毛利 51 元/台。此外拆解补贴收入 0.22 亿元，平均单台补贴 14.5 元/台。

**表3：以旧换新业绩估算 单位：万元**

	营业成本	除税销售收入	补贴收入	总收入	不含补贴毛利率
电视机	4436	8821	1800	10621	49.71
电冰箱	1029	2692	300	2992	61.79
洗衣机	849	2436	75	2511	65.13
合计	6314	13949	2175	16124	54.73

资料来源：中原证券

## 4. 处理基金出台后拆解盈利能力估算

估计 80%电子废弃物实物流向：小商贩上门收购→个体仓储和流通→小作坊拆解，定价方式是逆物流方向，小作坊根据当时废料市场价格、电子废弃物成分定下单台价值，小作坊、个体仓储和流通、上门收购小商贩扣除自身成本和利润依次向上家报价。拆解后的废塑料、废金属等价格一般与原油、矿产金属价格保持稳定的价差，废料市场是一个充分竞争市场。

电子废弃物价值在三者之间的分配大致是小商贩上门收购>个体仓储和流通>小作坊拆解，价值分配跟劳动效率成反比与资金投入成正比。正规拆解企业扬长避短，充分发挥劳动效率和资金实力的优势，一般不参与上门收购和大规模布点做流通前两个产业链环节。在实际经营过程中，由于没有政策扶持，拆解处理成本和环保投入大大高过小作坊，正规企业无法向上家个体仓储和流通提供有竞争力的报价，拆解市场几乎被小作坊垄断。

处理基金拆解补贴目的就是弥补正规拆解企业成本劣势，提高收购价格，通过市场手段引导电子废弃物流向正规企业，实现正规企业可持续发展问题。处理基金具体到企业层面的导向是合理盈利水平，规模效应最大化。

### 4.1 补贴标准

《废弃电器电子产品处理基金征收管理办法》尚未出台，本文引用分析的数据是财政部综合司基金处副处长魏岩发表在再生资源与循环经济杂志《关于建立废弃电器电子产品处理基金的目的和政策思路》文章，预计终稿的补贴对象和标准大变动的可能性较小。

与以旧换新相比，首批入选的电器电子产品一致，包括四机一脑。不同的地方是，补贴对象处理基金包括拆解企业和生产企业，以旧换新包括回收企业和拆解企业；处理基金规定拆解企业获得的补贴标准大大提高，最高的

是电冰箱补贴 90 元/台，最低的是洗衣机、空调补贴 35 元/台。处理基金拆解补贴主要用于弥补拆解处理、物流和收购三个方面成本劣势，提高拆解企业竞争力。

表4: 处理基金主要内容 单位: 元/台

处理基金	电视机	电冰箱	洗衣机	房间空调器	微型计算机
征收	对象 生产企业、进口产品收货人或代理人生产、进口数量				
	标准	20	15	8	8
补贴	对象 拥有资质拆解企业、自行或委托回收并交给有资质拆解企业处理的生产企业				
	标准	85	90	35	35
以旧换新					
补贴	对象 拥有资质拆解企业				
	拆解	15	20	5	0
	对象 拥有资质回收企业				
	回收	30-50	40-60	40-60	40-60
					30-45

资料来源:《关于建立废弃电器电子产品处理基金的目的和政策思路》

## 4.2 成本分析

与小作坊比较,正规企业成本劣势主要表现在三个方面,一是物流成本高,小作坊一般设在城市边缘或者市区偏僻的地方,运输半径小,而正规企业产能大,覆盖的面积很大才能保证原料供应;二是拆解处理成本和环保投入大,正规企业处理成本包括人力、设备、土地、动力、资金和环保;小作坊工具、场地简单,主要是人力成本;三是税费支出,小作坊偷税漏税普遍一般没有税费开支,正规企业税费齐全,其中大拆解企业作为一般纳税人增值税高达 17%。

2008 年财政部和税务总局发布《关于再生资源增值税政策的通知》规定从事再生资源经营企业 2011 年将不再享受退税优惠,必须全额缴纳增值税。在实际经营过程中,作为上游原料供应方,废品小收购站和小企业开不出增值税发票,或者开出的定额发票也不能抵扣增值税,或者顶多开出 3% 税率的增值税发票,导致正规企业存在原料收购和产品销售存在重复缴纳 17% 的增值税问题。

可喜的是国务院出台的《废弃电器电子产品回收处理管理条例》第十八条规定:处理企业处理废弃电器电子产品,依照国家有关规定享受税收优惠。部分省出台的《废弃电器电子产品十二五发展规划》要求制定财政、税收、价格补贴等激励政策,其中北京市拟出台电子废弃物回收处理企业享受免征增值税的优惠政策。

## 4.3 盈利能力估算

电子废弃物拆解属于加工制造业,赚取相对稳定的加工费,一段时期内,中间处理成本的变化才会较大影响盈利水平。基于当前四机一脑市场的拆解收购价格、拆解补贴、中间处理成本和增值税假设,测算四机一脑单台拆解毛利率。特别的,如果没有四机一脑补贴,拆解全部亏损,毛利率均为负值,为了分析方便,把列入营业外收入的拆解补贴作为营业收入的一部分。



数据显示，品种之间毛利率差异较大，其中一个原因是由于四机一脑的中间处理成本很难区分，而按照平均水平估算；其次在有无增值税两种情况下，洗衣机、空调均出现亏损，根源在于补贴标准偏低；最后电视机、手提电脑对增值税不敏感，而电冰箱和台式电脑对增值税比较敏感，增值税对毛利率的影响跟品种的价值成正比。

**表5: 处理基金出售后盈利能力估算 单位: 元/台、%**

正规企业	收购价格 (不含税)	补贴	营业收入	营业成本	不免增 值税毛 利率	免增值 税毛利 率
电视机	77	85	74	125	45.46	53.38
电冰箱	180	90	179	256	7.74	21.14
洗衣机	180	35	162	256	-35.84	-16.11
空调	420	35	393	536	-27.53	-9.00
台式电脑	120	85	120	185	16.09	28.29
笔记本电脑	48	85	46	82	107.24	106.19

资料来源: 中原证券, 注: 补贴作为营业收入一部分测算毛利率

有必要根据关键变量对拆解企业综合毛利率做敏感性分析。主要因素包括提高收购报价和小作坊竞争，最终的补贴标准减少，增值税政策的变动，以及拆解企业对品种的选择四个方面。按照收购平均加价 0-11 元/台，补贴平均减少 0-18 元/台，增值税 17% 免征或征收，是否收购亏损的空调和洗衣机。需要指出的是加价标准和补贴减少的上限设在 11 元/台和 18 元/台，当只考虑提高平均报价至 11 元/台，小作坊加权利润率为 0，理论上小作坊被驱逐出市场；同时当补贴标准减少 18 元的时候，毛利率最好的结果降至 10% 左右的合理水平。

测算数据结果有以下几个结论。其一、拆解企业一定会根据盈利情况有选择性的收购不同品种，以实现利润最大化。如果拆解企业不剔除亏损的洗衣机和空调，不管有无增值税，全部加权毛利率最好的结果是 6%，剔除亏损的洗衣机和空调，全部加权毛利率最差的结果是 8%。其二、在其他条件相同的情况，免征增值税最好的结果，可以提高毛利率 10 个百分点。

**表6: 不免增值税、全部加权综合毛利率 单位: %**

补贴减少 提高报价	0	3	6	9	12	15	18
0	-9.64	-11.32	-13.01	-14.69	-16.37	-18.05	-19.74
1	-9.59	-11.26	-12.93	-14.61	-16.28	-17.95	-19.63
3	-9.48	-11.14	-12.79	-14.45	-16.10	-17.75	-19.41
5	-9.38	-11.02	-12.65	-14.29	-15.92	-17.56	-19.20
7	-9.28	-10.90	-12.52	-14.13	-15.75	-17.37	-18.99
9	-9.18	-10.78	-12.38	-13.98	-15.58	-17.19	-18.79
11	-9.08	-10.67	-12.25	-13.84	-15.42	-17.00	-18.59

资料来源: 中原证券

表7: 免除增值税、全部加权综合毛利率 单位: %

补贴减少 提高报价	0	3	6	9	12	15	18
0	6.29	4.85	3.41	1.98	0.54	-0.90	-2.34
1	6.26	4.83	3.40	1.97	0.53	-0.90	-2.33
3	6.20	4.78	3.36	1.95	0.53	-0.89	-2.31
5	6.14	4.74	3.33	1.93	0.52	-0.88	-2.28
7	6.08	4.69	3.30	1.91	0.52	-0.87	-2.26
9	6.03	4.65	3.27	1.89	0.52	-0.86	-2.24
11	5.97	4.61	3.24	1.88	0.51	-0.86	-2.22

资料来源: 中原证券

表8: 不免除增值税、剔除冰箱和洗衣机加权综合毛利率 单位: %

补贴减少 提高报价	0	3	6	9	12	15	18
0	25.57	22.80	20.02	17.25	14.48	11.70	8.93
1	25.33	22.59	19.84	17.09	14.34	11.59	8.85
3	24.88	22.18	19.48	16.78	14.08	11.39	8.69
5	24.44	21.79	19.14	16.49	13.84	11.19	8.53
7	24.01	21.41	18.81	16.20	13.60	10.99	8.39
9	23.60	21.04	18.48	15.92	13.36	10.80	8.24
11	23.21	20.69	18.17	15.66	13.14	10.62	8.10

资料来源: 中原证券

表9: 免除增值税、剔除冰箱和洗衣机加权综合毛利率 单位: %

补贴减少 提高报价	0	3	6	9	12	15	18
0	36.38	32.43	28.48	24.53	20.58	16.63	12.68
1	35.91	32.01	28.11	24.21	20.31	16.41	12.52
3	35.00	31.20	27.40	23.60	19.80	16.00	12.20
5	34.14	30.43	26.72	23.02	19.31	15.60	11.90
7	33.31	29.70	26.08	22.46	18.84	15.23	11.61
9	32.53	29.00	25.46	21.93	18.40	14.87	11.34
11	31.78	28.33	24.88	21.43	17.98	14.53	11.08

资料来源: 中原证券

不考虑增值税免征, 预计处理基金出台后获得补贴的拆解企业加权毛利率水平大致在 15%-20% 左右, 实际情况需要政策出台后进一步观察。类似的行业废金属拆解毛利率水平大致是 10% 左右, 尽管电子废弃物拆解技术门槛较低, 但凭借政策扶持并设置进入门槛, 可以享受略高的毛利率。还有一种情况, 如果拆解企业接受生产企业委托处理, 获得处理加工费, 考虑到这种方式主动权在生产企业, 毛利率水平较前者有所下降, 但是作为原料来源的辅助渠道, 对整体盈利能力的影响有限。

#### 4.4 外延式增长期待有新突破

根据处理基金补贴对象规定，拆解企业外延式增长有两个途径，其一是拿到拆解资质并进入补贴名单，其二是与生产企业合作获取原料。尽管最后的入围名单是由财政部和环保部来确定，但是地方政府有很大的决定权，处理基金倾向每个省拆解企业的补贴对象 2-3 家，预计竞争非常激烈。

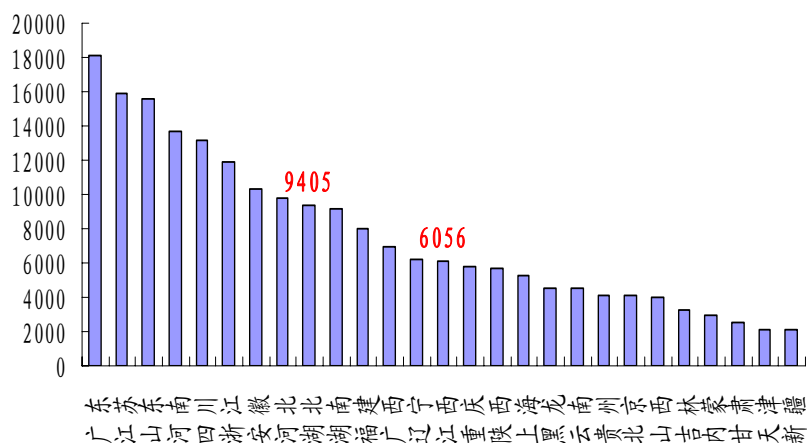
大体来看，拥有以旧换新拆解资质的企业将是处理基金的候选名单，全国总共有 103 家企业。拆解资质只有一家的有 5 个省，四机一脑保有量前 8 名的大省拆解资质最少有 3 家，最多有 7 家。格林美异地扩张有两种方式，一种就是直接拿到牌照，一种收购或者合资有资质企业。格林美已经拿到湖北和江西两省的牌照，最终进入补贴名单是大概率事件，已经公告的江苏和河南基地能否拿到牌照有待观察。

表10: 以旧换新拆解资质

省份	牌照数量	省份	牌照数量	省份	牌照数量	省份	牌照数量
广东	3	江西	4	湖北	7	云南	2
江苏	5	山西	4	北京	2	福建	3
山东	3	吉林	5	甘肃	2	广西	1
河南	7	辽宁	4	贵州	2	宁夏	1
四川	4	天津	4	海南	2	青海	1
浙江	5	湖南	5	黑龙江	2	陕西	1
安徽	5	上海	5	内蒙古	2	西藏	1
河北	3	重庆	3	新疆	2		

资料来源：中原证券整理

图10: 全国各地区四机一脑保有量 单位：万台



资料来源：统计局

## 5. 电子废弃物深度回收

作为电子废弃物拆解配套的项目--深度回收主要有三个，一是废塑料分选后部分外卖，部分生产塑木型材，二是电积铜，三是稀贵金属。三个项目技术含量适中，市场竞争比较充分，盈利能力相对稳定，原料包括公司内部拆解物和外购废料。

业务相对比较成熟的塑木型材面临的主要问题是销售，近几年行业保持40%左右的稳定增长，尽管公司销量增长高于平均水平，但是产能利用率仍然不高。稀贵金属能够立项并付诸实施，说明公司找到了可靠的供应商，原料供应有保障，只要静待建成投产，2012年有望部分达产。电积铜原料包括钴镍废料含铜、电子废弃物和外购废铜料，如果外购的铜废料过多，盈利能力可能下降比较快。三个项目关键的经营数据见盈利预测假设表。

## 6. 后续规划前瞻

公司第三步发展战略是废金属回收，包括废旧五金电器、废钢、废旧汽车等，其中河南格林美中钢、江西格林美和荆门格林美汽车拆解资质已经拿到了，荆门格林美规划产能未公布，预计权益总产能接近100万吨。公告显示，按照目前金属价格，预计该业务收入26亿元，净利润率大致8%左右，盈利能力与业内的龙头企业中金再生和齐和天地基本接近。

表 11: 废旧金属项目

项目	生产基地	权益	产能	备注
废旧五金	荆门格林美	100%	15	2011-2013 建成 10 万吨 2013-2015 建成 5 万吨
	河南格林美中钢	55%	50	不详
汽车拆解和废钢	江西格林美	100%	30	投资 3 亿元 2012-2014 年建成
	荆门格林美	100%	不详	不详

资料来源：公司公告

## 7. 盈利预测和投资评级

2011年以旧换新业务给公司带来丰厚回报，目前处理基金尚未出台，即便今年出台，建好的10万吨产能难以全部达产，很难实现以量补价，保持该板块业绩稳定增长。

业绩增长动力可能主要来自于电积铜产能释放、钴镍粉末、塑木型材销量的增长以及稀贵金属的部分达产，此外公司塑木型材、电积铜和黄金白银享受增值税即征即退50%，增厚各业务板块5-6个百分点毛利率。测算的结果显示，预测公司2012-2013年每股收益0.70元和0.88元，按照3月27日收盘价22.66元，对应动态市盈率分别为32.37倍和25.75倍，估值水平合理，考虑到公司成长性，维持“增持”投资评级。

## 8. 风险提示

公司电子废弃物业务基本依赖政策扶持，处理基金出台时间推迟，补贴标准低于预期，将影响该业务发展前景；配套稀贵金属项目害死公司 2011 年利润的一个重要支撑点，如果项目进展不顺将影响盈利水平。

表：盈利假设

		钴粉	镍粉	电解铜	塑木型材	电子废弃物	黄金	白银
2011	销量(吨)	1450.	730	3898	11816	--	--	--
	不含税销价(万元/吨)	29.06	19.00	5.33	0.66	--	--	--
	毛利率(%)	33.91	32.04	23.42	29.40	--	--	--
2012	销量(吨)	2000	1300	10000	20000	12000	0.80	6.00
	不含税销价(万元/吨)	30.00	20.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97
	毛利率(%)	30.00	30.00	21.00	30.00	15.00	10.00	10.00
2013	销量(吨)	2000	1300	14000	30000	24000	1.20	9.00
	不含税销价(万元/吨)	33.00	22.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97
	毛利率(%)	30.00	30.00	18.00	30.00	15.00	10.00	10.00

资料来源：中原证券

利润表	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	57,000.40	91,861.44	181,661.98	233,753.43
减 营业成本	36,680.44	62,755.61	137,600.89	181,222.17
营业税费	335.39	229.33	544.99	701.26
销售费用	1,657.85	2,502.05	4,178.23	5,142.58
管理费用	7,386.52	11,802.73	10,899.72	12,856.44
财务费用	3,006.82	5,711.98	6,260.69	5,351.05
资产减值损失	484.68	247.70	435.99	561.01
加 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	-36.72	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,448.71	8,575.34	21,741.47	27,918.93
加 营业外收入	2,302.98	4,762.33	1,000.00	1,000.00
减 营业外支出	39.10	16.33	110.00	110.00
利润总额	9,712.59	13,321.33	22,631.47	28,808.93
减 所得税	1,143.82	1,303.90	2,489.46	3,168.98
净利润(含少数股东权益)	8,568.77	12,017.43	20,142.01	25,639.95
减 少数股东权益	0.00	-36.60	0.00	0.00
归属与母公司所有者的净利润	8,568.77	12,054.04	20,142.01	25,639.95
基本 EPS	0.72	0.49	0.70	0.88



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。  
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。