

# 循环利用先锋，双轮驱动齐发力

——废弃物循环利用公司专题研究之一格林美（002340）

2012年8月10日

强烈推荐/维持

格林美

专题报告

弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn

010-66554081

## 公司看点：

国内废旧家电、电子产品回收利用方面少数具备拆解+综合利用的企业，入围家电拆解补贴基金第一批企业名单，技术优势明显、区域优势显著；再生超细钴镍粉国内龙头，产品远销海外，收购凯力克拓展金属钴产业链。公司传统超细钴镍金属业务与电子废弃物拆解业务将成为驱动业绩的两台发动机。

## 主要观点如下：

### 1. 入围家电拆解补贴基金，湖北、江西地域龙头。

2012年7月1日，财政部家电拆解补贴基金正式开始实施，从家电拆解以旧换新拆解补贴到目前的家电拆解补贴基金，在补贴方式和补贴额度上均有所调整。在以旧换新阶段，对回收、物流、拆解环节均有补贴，而现行的拆机补贴基金仅对拆解环节进行补贴，从补贴额上来看，家电拆解补贴基金补贴额度明显高于以旧换新阶段补贴水平。从补贴环节和补贴额的变换可以看出目前政策突出对拆解环节重视。

公司是国内废旧家电电子设备拆解处理的龙头企业。公司旗下荆门格林美及其武汉分公司、江西格林美是公司目前废旧家电拆解处理的主要基地，而且上述分支公司均为前期国家家电以旧换新拆解补贴中标企业。在日前公布的废旧家电拆解补贴基金名单中公司荆门格林美和江西格林美成功入选，将享受到高额补贴带来的超额利润。

表 1：以旧换新补贴与家电拆解基金补贴额度

项目	电视机	电冰箱	洗衣机	电脑	空调
以旧换新补贴	15	20	5	15	0
家电拆解补贴基金	85	80	35	85	35

资料来源：东兴证券

公司家电拆解产能主要集中与湖北和江西两省。从财政部日前公布的家电拆解补贴基金第一批入围公司来看，湖北省共有4家企业入围，江西省同样也是4家企业入围。对比8家公司废旧家电处理能力来看，无论在湖北省还是在江西省，公司的拆解能力均远高于当地其他企业。2011年公司拆解的废家电数量占湖北省总处理量的30%以上，同样在江西省公司拆解废家电数量在总拆解量中占比也在30%以上。家电拆解补贴基金将使公司获益颇丰，按照公司2011年共拆解130万台废家电计算，按理论计算平均将获得补贴9100万元，极大增厚公司业绩。

表 2: 湖北省与江西省入围家电补贴基金企业

企业	业务环节	处理能力	地区
湖北金科电器	拆解	2 万吨	湖北省
湖北鑫丰废旧家电拆解有限公司	拆解	3 万吨	湖北省
武汉市博旺兴源物业服务公司	拆解	3 万吨	湖北省
荆门格林美新材料	拆解+资源化	8 万吨	湖北省
江西同和资源综合利用有限公司	拆解	1 万吨	江西省
江西中再生资源开发有限公司	拆解	1 万吨	江西省
赣州巨龙废旧物资调剂市场有限公司	拆解	1.5 万吨	江西省
江西格林美资源循环有限公司	拆解+资源化	5 万吨	江西省

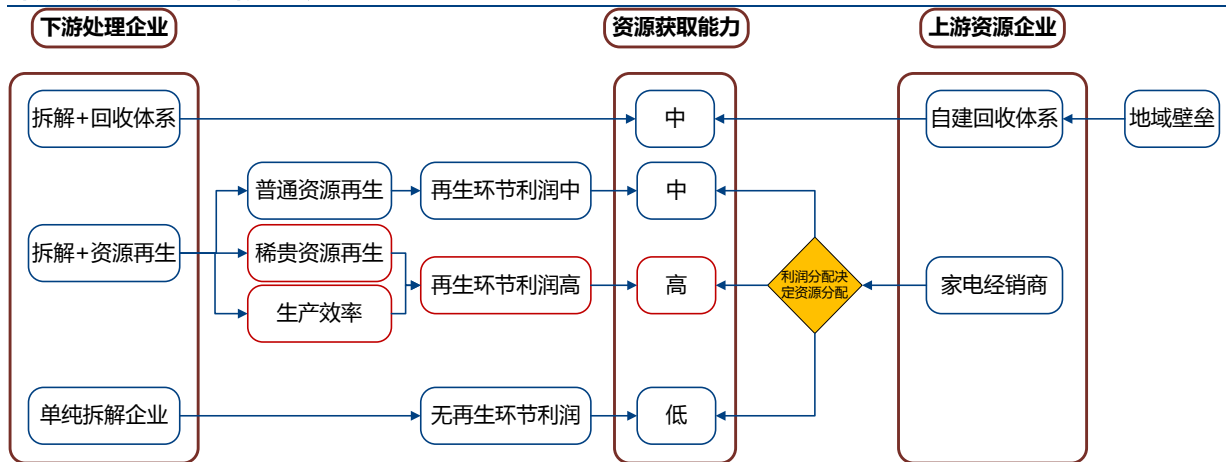
资料来源：东兴证券

## 2. 少数具备拆解+资源化利用的标的，高利润环节赋予增强公司上游资源获取能力。

废旧家电处理可以分为回收、拆解、资源化利用这三个主要环节。在上述三个环节中，回收企业目前主要指掌握上游废旧家电资源的相关企业，包括大型家电卖场、家电生产企业和专职回收企业，从目前行业发展态势来看，回收环节企业由于掌握大量的废旧家电，处于行业主导地位。对于拆解环节由于废旧家电价格上涨和成本较高，所以目前整体利润水平较低，这也是此次拆解补贴基金针对拆解环节的主要原因。对于资源化环节，通过提高资源回收率和稀贵金属回收能够实现较高的利润率，值得重点关注。

从目前湖北和江西两省入围家电拆解补贴基金的企业情况来看，入围的8家企业中仅有格林美具备拆解+资源化能力，其他企业均主要以拆解业务为主。拆解+资源化利用能力，使公司能够在拆解环节获得高额的拆解补贴基金，另外资源化环节也为公司带来了高额的利润。高额的利润使公司有能力在向上游回收环节购买废旧家电时能够开出更高的回收价格，获得更多的废旧家电资源，从而获得更多的拆解补贴基金，形成一个正向的循环。

图 1: 废旧电器拆解行业优势企业分析



资料来源：东兴证券研究所

废旧家电电子产品中除了含有铜、钢铁、铝、塑料等物质，还含有客观的金、银、铂钯等稀有金属。由于稀有金属在废家电电子产品中含量相对较低，只有在处理产能达到一定规模后稀有金属才具备提取的价值。公司目前具备年处理10万吨以上的废旧家电拆解能力，规模化拆解能力是公司对于稀有金属提取提供了可能。

公司非公开增发荆门募投项目重点突出对于金、银、铂钯等稀有金属的回收利用。在资源化这一生产环节中，稀有金属多数存在于传统产品生产的废渣、阳极泥等物质中，其中稀有金属的含量已经明显提高，从经济性上具备通过运输进行集中处理的可能性，公司可以将分公司稀有金属废物在荆门基地进行集中处理，除了保证原材料供应，也能够通过规划化效应提高项目盈利能力。

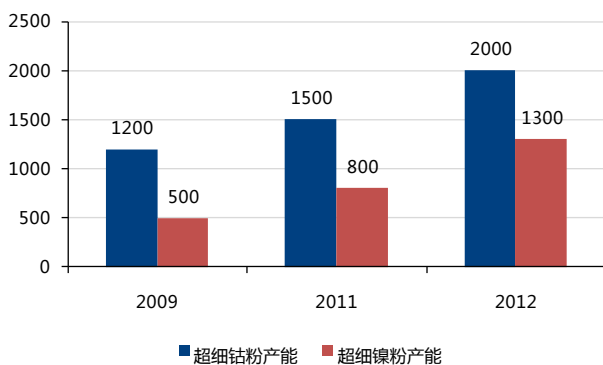
**表 3：公司荆门项目信息**

项目	产能
废旧电路板处理能力	2 万吨
废旧五金电器处理能力	15 万吨
废塑料	13 万吨
塑料制品产能	14.23 万吨
钢铁产能	8.63 万吨
铜产能	3 万吨
铝产能	1200 吨
其他产能	金 2.55 吨、银 18 吨、铂钯 0.8 吨、锡 315 吨、镍 315 吨

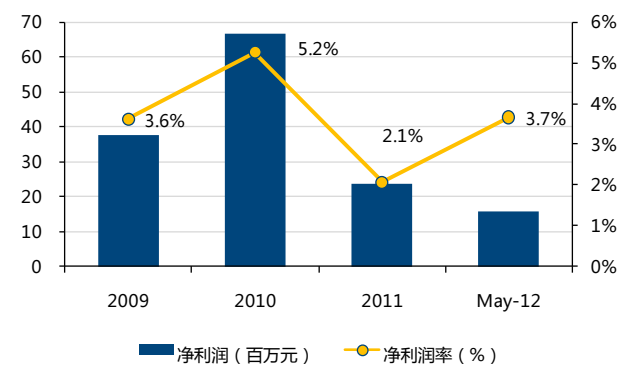
资料来源：公司公告 东兴证券

### 3. 新增产能支撑公司传统业务，收购凯力克拓展传统业务新领域。

公司传统主营业务为超细钴镍粉体生产，目前公司是国内超细钴镍粉体领域的龙头企业，占国内市场的50%左右。2011年公司与力拓签订了供货合同，与国际巨头的合作从一个侧面反映了公司在超细钴镍粉体领域不俗的实力。公司IPO募投项目对超细钴镍粉体产能进行扩张，新建产能于2011年底达产，将对2012年公司业绩提供有力支撑。

**图 2：公司钴镍超细粉体产能**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

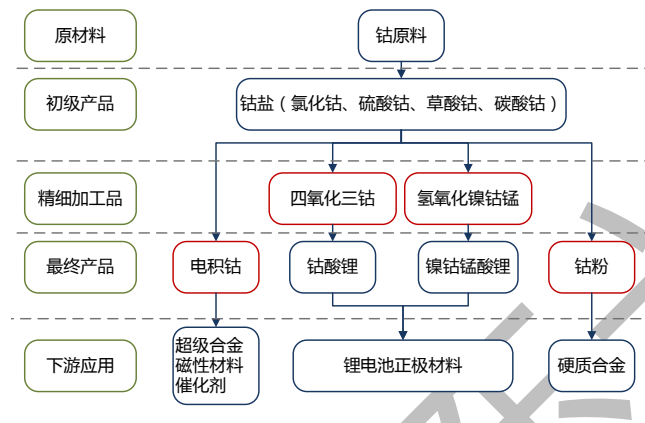
**图 3：凯力克公司净利润及净利润率**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2012年8月3日，公司公告将以现金方式收购江苏凯力克51%的股权。凯力克与公司同属金属钴相关产品生产企业，目前凯力克主要以钴精矿、钴湿法冶炼中间品及白合金等为原材料生产电积钴、三氧化二钴、氢氧化镍

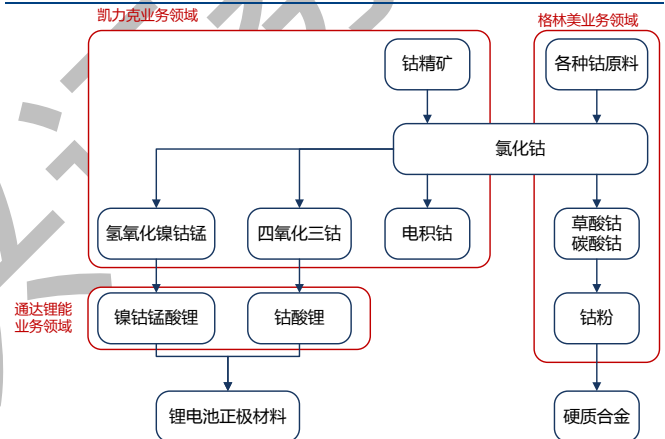
钴锰生产。公司收购凯力克后，将公司金属钴下游产品领域将由原来的超细钴粉拓展至超细钴粉、电积钴和锂电池正极前驱体，基本覆盖了所有金属钴下游产品的主要应用领域，公司产品下游得到极大的拓展。

图 4：金属钴产业链



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：凯力克与公司的业务交叉



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

凯力克下游产品与公司下游产品侧重的是不同的领域，对于上游原材料凯力克主要以钴精矿、钴湿法冶炼中间品及白合金等为原材料，而公司则主要以废弃钴资源作为主要原材料来源。虽然在上下游方面公司于凯力克不尽相同，但两者可以通过中间环节氯化锂的生产将公司业务与凯力克业务贯通起来。对于公司来讲，可以通过氯化锂环节，将废弃钴资源下游延伸至电积钴、锂电池正极材料前驱体领域，而对于凯力克则可以通过公司将上游拓展至废弃钴资源利用领域。收购凯力克后，公司在上下游选择上具有更高的灵活性，能够根据市场情况对上游原材料和下游产品进行调整，有效地规避金属钴价格波动对公司业绩的影响。

### 盈利预测与投资建议

在不考虑凯力克对公司业绩影响的情况下，我们预计公司 2012 年-2013 年 EPS 分别为 0.32 元、0.45 元，对应 PE41.59 倍、29.58 倍。考虑凯力克对公司业绩贡献的情况下，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.33 元、0.49 元，对应 PE40.33 倍、27.16 倍，维持强烈推荐的投资评级。

### 投资风险

1、新产能建设进度低于预期；2、公司收购凯力克失败；3、金属价格大幅下挫。

表 4：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	570.00	918.61	1,416.64	1,859.51	2,307.74
(+/-)%	55.01%	61.16%	54.22%	31.26%	24.10%
EBITDA	140.36	221.81	383.39	508.97	661.24
(+/-)%	39.61%	58.03%	72.84%	32.76%	29.92%
净利润	85.69	120.54	184.34	313.20	436.84
(+/-)%	50.38%	40.67%	52.92%	69.91%	39.48%
每股净收益(元)	0.72	0.49	0.32	0.54	0.75

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

## 联系人简介

### 陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

## 新能源与电力设备小组简介

### 弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

### 李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

### 陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

### 侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券