

电子废弃物处理量逐步提升

增持 维持

投资要点:

- 📖 钴镍业务稳步增长,收购凯力克完成业务链拓展
- 📖 电子废弃物处理渐入佳境,废旧家电处理量快速增长
- 📖 募投电积铜生产线明年再增1万吨

报告摘要:

- **废弃钴镍资源回收再生龙头企业。**公司是国内最大的钴镍资源回收再生企业,2011年底,IPO募投及超募项目可全部建成投产,钴粉和镍粉产能达到2000吨和1300吨,产能利用率约可达85%。收购凯力克后,其产业链向下游拓展,凯力克是国内第三大钴冶炼生产商,其主要产品为金属钴及锂电池正极材料前驱体(三氧化二钴),合计产能约5300吨,未来公司钴镍业务规划产能1万吨,销售收入20亿元。
- **电子废弃物处理渐入佳境,废旧家电处理量快速增长。**随着产业基金管理办法的出台,原来受地域限制的家电以旧换新政策被产业基金取代,并打破了原有的属地限制规定,拓宽了公司废旧家电的回收渠道;同时较高的补贴额度也促进公司废旧家电回收量的提升,公司电子废弃物处理渐入佳境。由于上半年公司废旧家电处理量相对较低,产业基金出台后公司加大了下半年的拆解力度,我们预计公司全年拆解量较去年同比增长约15%,达到150万台,明年增长可能更为明显。
- **募投电积铜生产线明年再增1万吨。**增发募投的3万吨铜生产线,去年年底投产一条生产线,产能1万吨,今年整体产能利用率60%左右,产量约6000吨;明年第二条生产线可以投产,产能再增1万吨,预计明年铜产量还将大幅增长;相应的贵金属黄金的量也将有所增长。
- **预计2012年EPS为0.50元。**预计2012-2014年EPS分别为0.30元、0.44元和0.57元,对应动态市盈率为39倍、27倍和21倍。考虑到公司未来业绩的持续增长,且所处资源回收、环保行业的朝阳产业特性,估值相对较为合理,维持“增持”评级。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E	2013E
营业收入	570.00	570.00	918.61	1311.19	2275.48
净利润	55.01%	55.01%	61.16%	42.74%	73.54%
每股收益	85.69	85.69	120.54	175.93	254.80
净资产收益率	50.38%	50.38%	40.67%	45.95%	44.83%
市盈率	0.15	0.15	0.21	0.30	0.44
市净率	64	58	39	27	21

分析师:

闵丹 (S1180511010010)
 电话: 010-88085977
 Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)
 电话: 010-88085968
 Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



相关研究

- 业绩下滑逐渐收敛 2012.11.02
- 量增价跌,规模扩张维持业绩增速 2012.10.29
- 跬步致千里,流动性催生反弹机遇 2012.06.29
- 基本面仍未反转,流动性尚需博弈 2012.05.04
- 结构调整看新材,景气回升选资源 2011.12.06
- 看新材料起航,待流动性改善 2011.10.08
- 妙手点废为宝,精技闭链循环 2011.11.25

目录

一、两大核心产业并行模式逐渐成型.....	3
二、钴镍业务延续高增长.....	3
(一) 钴镍粉产能利用率存在提升空间.....	3
(二) 收购凯力克, 钴业产业链延伸待深化.....	4
三、电子废弃物处理渐入佳境.....	5
(一) 基地建设初具规模, 产品产量稳步提升.....	5
(二) 技术优势明显, 战略示范效应不断显现.....	6
(三) 回收体系建设有序推进.....	7
(四) 产业基金出台后公司废旧家电处理量大幅增长.....	7
四、“钨”回收规模受制于含钨废料回收量.....	7
五、提前布局报废汽车与废钢铁的综合利用项目.....	8

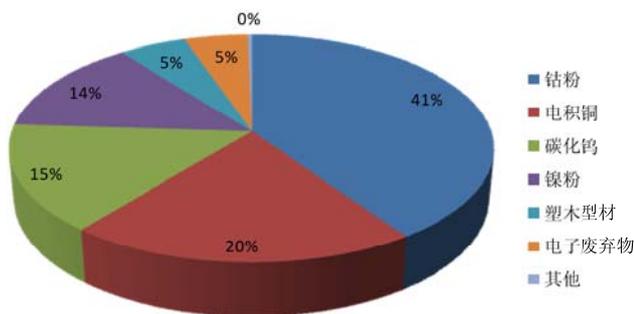
一、两大核心产业并行模式逐渐成型

公司定位于开采城市矿山，创建世界的循环工厂，通过回收电子废弃物、废旧电池、工业废料等废弃资源，经高技术加工处理后形成超细钴镍粉、钴镍电池材料、稀贵金属、铜铝合金、塑木型材、无铅焊料等多种高技术材料，形成了覆盖废弃物资源收集、检验、再提纯、高技术产品再加工、塑木型材生产的一套完整钴镍回收再利用体系。

目前公司已形成两大核心产业，一是传统的回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉材料；二是以电子废弃物为代表的各类新业务，包括电子废弃物的回收、拆解，塑木型材制造，废旧电路板中稀缺金属的循环利用，废弃钨回收利用，以及计划投产的报废汽车综合利用。

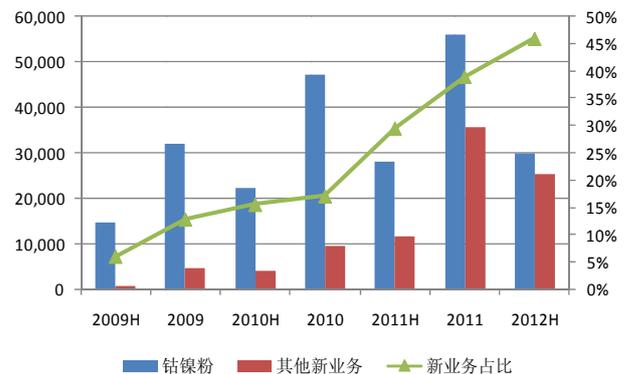
2012年上半年，公司实现营业收入5.52亿元，同比增长38.43%；归属于上市公司股东净利润6395万元，同比增长20.95%。其中钴镍粉业务占总销售收入比例的54.07%，电子废弃物、塑木型材与铜钨等新业务占总销售收入比例由去年同期的29.53%提升至45.62%。公司以钴镍业务与电子废弃物循环再造业务的双轨驱动增长模式已逐步形成，抗风险能力得到进一步增强，规划“十二五”期间达到50亿元的营业收入规模。

图 1: 2012 年公司主营业务收入构成



资料来源: Wind、宏源证券研究所

图 2: 近年公司主营业务收入构成及变化(万元、%)



资料来源: Wind、宏源证券研究所

二、钴镍业务延续高增长

(一) 钴镍粉产能利用率存在提升空间

公司原有钴粉生产能力1200吨/年，镍粉300吨/年；2009年上市后IPO募投项目增加钴粉生产能力300吨/年，镍粉1000吨/年；利用超募资金建设增加钴粉生产能力500吨/年。募投项目已于2010年末投产，利用超募资金建设500吨超细钴粉于2011年初投产。目前公司钴镍粉体总生产能力达到3300吨/年，其中钴粉2000吨/年，镍粉1300吨/年。

公司2010年钴镍粉体实际产量为1618吨，2011年总产量提升至2146吨，同比增长33%。随着产能利用率的提升，超细钴镍粉体产量将得到进一步增长。公司2012年上半年

年实现钴镍粉总收入 2954 万元，同比增长 6.22%；剔除价格的波动因素，我们估算 2012 年上半年钴镍粉实际产量较增长约为 35%，全年钴镍业务生产线产能利用率相对较高，可达 85% 以上。根据公司的发展战略和规划，公司将继续做大做强超细钴镍粉末主营业务，致力建设成为中国最大、世界有竞争优势的超细钴镍粉末核心制造商。随着现有生产线产能利用率的提升，以及对凯力克的收购，我们判断其未来为了保证与下游凯力克产业的衔接，公司仍有可能继续扩大超细钴镍粉的生产能力，明年钴粉产能有望再增加 1000 吨，包括凯力克在内，最终公司钴镍业务的整体产能有望达到 10000 吨，销售收入 20 亿元。

图 3：公司钴镍粉体近年产能及实际产量（吨）

2009年	2010年	2011年
钴粉：1200吨 镍粉：300吨 总产能：1500吨	钴粉：1500吨 镍粉：1300吨 总产能：2800吨	钴粉：2000吨 镍粉：1300吨 总产能：3200吨
	实际产量： 1618吨	实际产量： 2146吨

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

（二）收购凯力克，钴业产业链延伸待深化

公司于 2012 年 8 月 3 日公告，拟以现金支付方式收购通达进出口、上海帆达、汇智创投、创铭投资和美天房地产等 5 家交易对方合法持有的江苏凯力克钴业股份有限公司 51% 股权。其中通达进出口、上海帆达、汇智创投、创铭投资和美田房地产分别转让的股份占凯力克总股份的 33.60%、8.70%、4.19%、2.99%、1.51%。本次交易完成后，凯力克

凯力克是国内第三大钴冶炼生产商，其主营业务是金属钴及新能源锂电池正极材料前驱体的研发、生产及销售，主要产品为金属钴及锂电池正极材料前驱体（四氧化三钴），公司主要生产 KLK 品牌电积钴、四氧化三钴、钴酸锂、氯化钴、碳酸钴等产品，是目前中国最大的四氧化三钴生产企业和第二大电积钴生产商，同时“KLK”牌金属钴为英国伦敦金属交易所交割产品。公司成立以来一直保持平稳、快速发展。2008 年，公司新增投资近一亿元人民币，以国家发明专利为依托，以节能环保为核心，完成了电积钴、电积铜生产线技术改造和二期四氧化三钴扩产，整体生产技术水平、产品结构和产能都迈上了新的台阶。传统钴产品和新能源材料相结合，形成每年 4000 吨钴金属量的产能。其中：电积钴 1200 吨、四氧化三钴 3500 吨、其它钴盐、钴粉 500 吨钴金属量。形成了从钴精矿进口加工，到高端钴产品：金属钴、锂离子电池正极材料研发、生产与销售的完整产业链；产品远销亚欧和北美多个国家和地区，在国内外市场具有良好的声誉和很强的竞争力。2011 年度生产电积钴 1,100 吨、四氧化三钴 3,100 吨（钴金属量）。收购承诺 2012-2015 年扣除非经常损益后的净利润金额分别为 2201.68 万元、4166.70 万元、5581.91 万元和 7153.90 万元。

三、电子废弃物处理渐入佳境

(一) 基地建设初具规模，产品产量稳步提升

公司所采取的“废弃物回收—资源再生—产品深加工”模式，涉及到电子废弃物的回收、拆解、处置、再造等多个环节。公司于 2008 年底开始涉足电子废弃物处理领域，在深圳启动电子废弃物循环再造和 30000 吨塑木型材以及 10000 吨铜合金产品项目，从而将业务扩展到电子废弃物回收领域，也将其作为公司未来重点发展的业务领域。2009 年 3 月，格林美在武汉创建了全国首个“电子废弃物回收超市”，目前公司已有 30 多个电子废弃物回收超市成功运行，开启了中国电子废弃物由分散无序、游击队式的原始回收方式向定点集中、定价回收的文明回收方式的先河，并首创电子废弃物低碳资源化模式，创立电子废弃物中废旧塑料到塑木材料的高技术，高附加值循环再造模式，被誉为中国电子废弃物回收利用的“武汉模式”。

随着公司电子废弃物回收处理工作的不断推进，目前公司已经形成了覆盖深圳、湖北、江西和河南的四大循环产业园，完成了对珠三角、长三角及中部地区的产业布局。公司的主要生产基地分布在湖北和江西，目前武汉生产基地拥有 3 万吨电子废弃物回收处理能力，2011 年增发募投建设的武汉荆门和江西丰城分别拥有 30 万吨和 5 万吨电子废弃物回收处理能力，全部投产后公司将拥有 600 万台废旧家电处理能力，最终实现 5000 吨镍、锡、钴等金属，2500 吨铁及其他资源化产品（玻璃等）、2.55 吨金、18 吨银、0.8 吨铂钯、3-4 万吨铜、8.63 万吨铁、1200 吨铝、5 万吨塑木型材和 15 万吨塑料生产能力。

从 2009 年开始，公司电子废弃物业务稳扎稳打，起步扎实，到 2011 年，其贡献了主营业务的 3.4 亿，贡献毛利达 1 亿。成为公司业绩增长的动力之一。今年全年我们预计公司共拆解废旧电器电子产品较去年增加约 15%，达到 150 万台；生产塑木型材 1.5 万吨，塑木型材主要出口，受欧洲经济影响，今年出口量受到较大影响，但因为国内大型市政园林等工程开始使用塑木型材，所以抵消了出口的不利影响。增发项目募投的 3 万吨铜生产线，去年年底投产一条生产线，产能 1 万吨，今年整体产能利用率 60% 左右，产量约 6000 吨；明年第二条生产线可以投产，产能再增 1 万吨，预计明年铜产量还将大幅增长。随着募投项目的陆续投产，如果公司募投项目全部达产，公司电器电子废弃物处理业务最终规划实现营业收入 30 亿元。

表 1：公司主要生产基地及已建或拟建项目

地点	电子废弃物处理能力	生产资质	主要产品产能	备注	公司控股比例
深圳		回收	搬至荆门		分公司
武汉	3 万吨	回收、拆解	1 万吨塑木型材		全资子公司
兰考	规划 50 万吨汽车废弃物回收业务	回收、拆解			全资子公司
拟募投项目					
荆门	30 万吨（其中循环处理废旧电路板 2	回收、拆解	金 2.55 吨、银 18 吨、铂钯 0.8 吨、		全资子公司

	万吨、废旧五金电 器 15 万吨、废塑料 13 万吨)		锡 315 吨、镍 315 吨、铜 30,000 吨、 铁 86,300 吨、铝 1,200 吨、塑料制 品 142,300 吨	
丰城	5 万吨	回收、拆解	3 万吨塑木型材/ 塑料粒, 1 万吨铜 粉/铜合金制品 (铜板) 及铝条/ 铝粒	5000 吨镍、锡、钴等金 属, 2500 吨铁及其他资 源化产品 (玻璃等)
				全资子公司

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、宏源证券研究所

(二) 技术优势明显, 战略示范效应不断显现

经过长期的研发投入和积累, 目前公司已经形成了产学研相结合的产业技术开发模式, 拥有装备先进的研发实验室和中试实验室, 通过持续不断的技术创新, 积极开发废弃资源循环利用的新技术, 突破了电子废弃物、废旧电池等废弃资源循环利用的关键技术, 建立了包括 100 余项专利、50 余项国家和行业标准的核心技术与专利体系, 电子废弃物处理专利技术先后获得欧盟、美国等国家的专利授权, 成为中国电子废弃物与废旧电池循环利用的技术先导企业。公司先后被授予国家级高新技术企业、国家循环经济试点企业、国家创新型企业、国家高技术产业化示范工程、全国企事业知识产权试点单位。2010 年 12 月, 格林美废旧电池循环利用关键技术先后获得国家科技进步二等奖和中国专利奖。2011 年成功申请专利达 110 项之多, 保证了公司在国内同行业的技术领先水平, 实现了对电子废弃物的无废水、废渣、废气排放的全干法回收, 创立电子废弃物直接循环再造塑木型材等高新技术低碳产品的低碳资源化产业模式。

公司自主研发的国内第一条“废旧线路板湿法脱焊”生产线已正式投入使用, 该生产线全程自动化, 溶锡速率快, 基板与元器件分离效率高, 废旧退锡液铅锡分离后可循环使用, 可完全消除以往采用人工分离造成分离速率低以及采用火法造成环境二次污染的缺憾; 建立电积铜生产线, 通过萃取等技术, 将生产制备后废液中的铜进行富集, 再通过电积法制备铜板, 可达到 1 号铜标准, 实现对电子废弃物最大限度的循环利用, 建立了高附加值循环利用的盈利模式。

如今, 公司已先后成为广东省、江西省和湖北省家电以旧换新回收与处置企业, 并成为首批获得《废弃电器电子产品处理基金》补贴资质的企业, 废旧家电 (以旧换新) 处置量在江西、湖北均占 30% 以上, 成为中国政府废旧家电以旧换新与循环利用的主力企业。

作为国内少数的规模较大的资源回收再利用企业, 公司在全国该领域的示范效应和战略地位不容小试。2012 年 8 月 25 日, 为深入开展中国循环经济理论与实践研究, 引导和促进我国循环经济健康、稳健发展, 格林美和商务部流通业发展司决定在湖北省武汉市合作设立“循环经济研究基地”, 签署了《关于建立循环经济研究基地的合作协议书》, 推进开展废旧商品回收体系建设、循环经济发展模式和流通领域节能减排等重大课题研究, 普及资源回收知识, 提高资源回收意识。2012 年 10 月 8 日, 格林美获准组建“广东省电子废弃物资源化利用工程技术研究开发中心”, 有助于进一步提高公司在电子废弃物资源化

利用领域的科研能力，有利于进一步提升公司电子废弃物处理业务的核心竞争力。由此可见公司资源回收领域的战略地位正在不断显现。

（三）回收体系建设有序推进

2012年11月，格林美与湖北省仙桃市人民政府达成投资意向，签署了《武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场投资框架协议》。按照本协议规划，公司将投资3.39亿元，在仙桃市长口镇规划用地500亩，建设覆盖武汉城市圈，辐射华中地区的城市矿产资源的集散大市场（含再生资源集散分拣中心、报废商品与二手商品的展示销售中心、报废汽车零部件循环利用中心、再生资源信息中心），成为国内一流、世界先进的再生资源集约化、规范化、信息化的集散、分拣、综合利用、展示与购销的示范中心，成为区域性大型再生资源绿色集散的展示中心、环境教育基地。

毋庸置疑，有了回收技术的保障，限制公司发展的关键瓶颈即回收渠道和回收规模，为此公司不断进行其回收基地的建设和回收模式的拓展与创新，当然也带来了大量的资金需求，因此虽然上市不久，但公司已经频繁的进行过债券和股权的融资。我们判断，为了支持公司的可持续发展，公司回收渠道和回收体积的建设步伐不会停止，未来还将继续前行。

（四）产业基金出台后公司废旧家电处理量大幅增长

经过多次的磋商与完善，《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》终于在2012年5月30日出台，并规定自2012年7月1日起实行。《办法》确定了以销量计缴的收费原则，电器电子产品生产者、进口电器电子产品的收货人或者其代理人均应当按照产业基金的规定履行基金缴纳义务，每台家电征收额在10元左右，并保留了适时调整征收标准的空间。所有收缴的费用用于补贴废旧电器电子产品拆解企业，其中基金补贴标准为电视机85元/台、电冰箱80元/台、洗衣机35元/台、房间空调器35元/台、微型计算机85元/台。

2012年7月18日，财政部正式公布了第一批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单，一共43家，覆盖15个省市，集中在江苏、浙江、湖北、江西、四川等地；明显低于以旧换新时期的105家中标拆解企业。在这43家企业中，湖北和江西各有4家企业入围，其中公司旗下荆门格林美及其武汉分公司和江西格林美均成功入选。按照这两个公司2011年的拆解量来看，均占到湖北省和江西省总拆解量的30%以上，明显高于当地其他入围企业，规模优势非常明显。

公司去年全年共处理废旧家电130万台，上半年公司业绩不及预期，我们判断是因为上半年拆解量相对较小所致，随着产业基金的出台，公司在下半年加大了废弃电器的拆解力度，我们预计公司全年可拆解废旧电器电子产品150万台，未来公司还将继续加大对废旧电器的拆解规模，从而享受到高额补贴带来的回收优势和超额利润。

四、“钨”回收规模受制于含钨废料回收量

2011年7月公司发布公告，其全资子公司荆门市格林美新材料有限公司于7月11日

与浙江德威硬质合金制造有限公司签署了《出资协议》，双方共同出资设立合资公司——荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司，回收领域再添新成员。

现阶段金属钨回收主要来自于废残硬质合金，包括两部分：一是生产过程出现的不合格品；二是使用过的各种废硬质合金工具（刀片、钎头、模具等）。国内对于回收再生和利用废残硬质合金起步比较晚。二十世纪七十年代中期才开始；1983年回收量仅300吨，占当年产量的8%；进入90年代后，回收再生工作有了较大的发展。现在全国150多家硬质合金生产企业，其中有近60家中、小工厂的钨原料基本来源于回收再生资源，包括株洲硬质合金厂和自贡硬质合金有限责任公司在内的大型硬质合金生产企业也已开辟了再生废残硬质合金的生产线。目前，回收的再生碳化钨粉（WC）、钴粉（Co），质量优良，可以用于制造硬质合金、人造金刚石、金属工业材料等产品。

为充分利用格林美公司的废弃钴资源循环利用技术优势和浙江德威硬质合金制造有限公司的钨资源的技术优势，完美组合钨钴回收技术，循环再造超细钴粉、超细碳化钨粉，形成完整的废弃钨钴资源的循环产业链，可以实现年处理1175吨废旧硬质合金及其它钨钴废弃物，设计产能能为碳化钨1000吨/年（含APT折算）、钴盐不低于80吨（钴金属量计算）。由于含钨废料的回收目前还相对零散，受制于回收量，公司暂无继续扩产的计划。

五、提前布局报废汽车与废钢铁的综合利用项目

汽车与废钢铁回收利用产业是资源循环利用产业，是节能减排、低碳环保、前瞻的生态产业，和国家经济发展主流有着极高的吻合度。公司积极准确把握经济结构调整的大方向，提前布局报废汽车及废钢铁回收领域，于2011年12月16日，其全资子公司江西格林美资源循环有限公司收到丰城市人民政府下发的文件，公司获得得报废企业回收企业的资格认定，被准予在宜春市范围内开展报废汽车回收拆解业务。随后公司即计划投资30000万元，建设世界先进的报废汽车与废钢铁的处理工厂，年综合利用报废汽车与废钢铁30万吨（其中报废汽车5万吨，废钢铁25万吨），回收加工得到优质废钢精料25.75万吨、铜1000吨、铝4000吨、塑料5000吨、玻璃1500吨及橡胶5000吨。建设世界先进的报废汽车与废钢铁综合利用基地，成为世界先进的报废汽车与废钢铁的绿色循环的展示中心、环境教育基地和低碳资源化基地。建设期3年。本项目正常生产年份销售收入约为77940万元，税后利润总额约为6000万元，所得税后财务内部收益率16.33%。

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所, 期间 2011-2012 年获得《今日投资》“天眼”分析师第五名和第三名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 4 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张珺	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
区域	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
区域	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。