

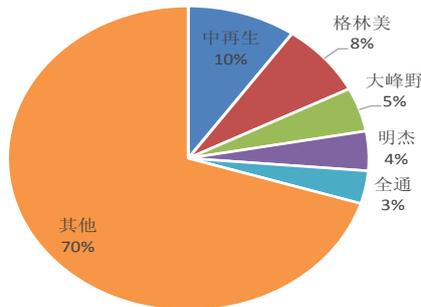
格林美(002340)深度报告

相关多元化开始收获果实

投资要点

- 投资逻辑:** 格林美(002340)是中国“城市矿山”概念的第一家上市公司,也是再生资源行业和电子废弃物回收利用行业的龙头企业,正在逐步进入废旧汽车拆解回收领域。基于我们的谨慎假设,我们认为格林美2014-2016年每股收益分别为0.26元、0.33元和0.43元,首次给予其“增持”评级。
- 电子废弃物业务:** 公司已经逐步形成了荆门、武汉、江西、河南、天津、扬州等六大电子废弃物拆解基地,布局已经基本完成。据我们不完全统计,目前格林美在电子废弃物行业的产能规模排名行业第二,待在建项目完成后将合计拥有约1300万台的拆解能力,有望升至行业第一。2013年格林美废旧家电的拆解约200万台,电子废弃物业务销售收入同比增长139%;而2014年上半年,电子废弃物拆解量已经达到200万台以上,电子废弃物业务销售收入同比增长116%。格林美电子废弃物业务正在全面释放产能。
- 报废汽车拆解业务:** 尽管整个汽车拆解市场仍处在大发展的初级阶段,报废汽车拆解业相较电子废弃物行业从业企业数量众多,且没有基金的补贴,区域性也较为明显,但我们相信随着社会环境的进步,汽车拆解业也将步入规范轨道,未来大型企业有望在规范中逐步发展壮大。格林美已经积极布局五个拆解基地,江西基地进展最快,有望率先投产,后续其他基地产能也将逐步释放。
- 电池材料业务:** 目前公司控股子公司凯力克已经拥有四氧化三钴产能1万吨,三元前驱体产能3000吨。募投项目完成后,我们预计格林美在电池材料领域的总产能将达到约2万吨。此外,该募投项目上半年已经基本完成建设,进入设备调试阶段,即将进入收获期。
- 废钨回收业务:** 公司现有1000吨/年的碳化钨生产能力,又募资投建2000吨/年碳化钨生产线以加强该项业务,并且该项目新建年处理1万吨废弃硬质合金及其它配套设施,我们判断格林美已经为后续继续扩大该项目预留了空间。

格林美电子废弃物产能排名行业第二



数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 兰可
执业证号: S1250514030001
电话: 010-57631191
邮箱: lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	9.24
流通A股(亿股)	7.53
52周内股价区间(元)	9.34-14.42
总市值(亿元)	128.60
总资产(亿元)	100.09
每股净资产(元)	4.52

相关研究

目 录

一、格林美（002340）：相关多元化开始收获果实.....	1
二、相关多元化之废钨回收.....	2
三、相关多元化之电子废弃物.....	2
四、相关多元化之报废汽车拆解.....	5
五、相关多元化之电池材料.....	6
六、盈利预测及投资评级.....	7

插图目录

图 1: 公司组织结构图	1
图 2: 营业收入分解, 2013	2
图 3: 营业利润分解, 2013	2
图 4: 我国电器电子产品居民保有量 (亿台)	3
图 5: 我国电器电子产品理论报废量 (百万台)	3
图 6: 实际处理量、理论报废量和新产品投入市场量比较 (亿台)	3
图 7: 电子废弃物处理行业企业属性分类	4
图 8: 电子废弃物处理行业处理规模分类	4
图 9: 格林美电子废弃物业务布局	4
图 10: 格林美电子废弃物产能排名行业第二	4
图 11: 电子废弃物拆解能力分解	5
图 12: 报废汽车拆解能力分解	5
图 13: 报废汽车回收拆解企业地区分布	5
图 14: 报废汽车回收拆解企业规模分布	5
图 15: 各地区报废汽车拆解市场比较	6

表格目录

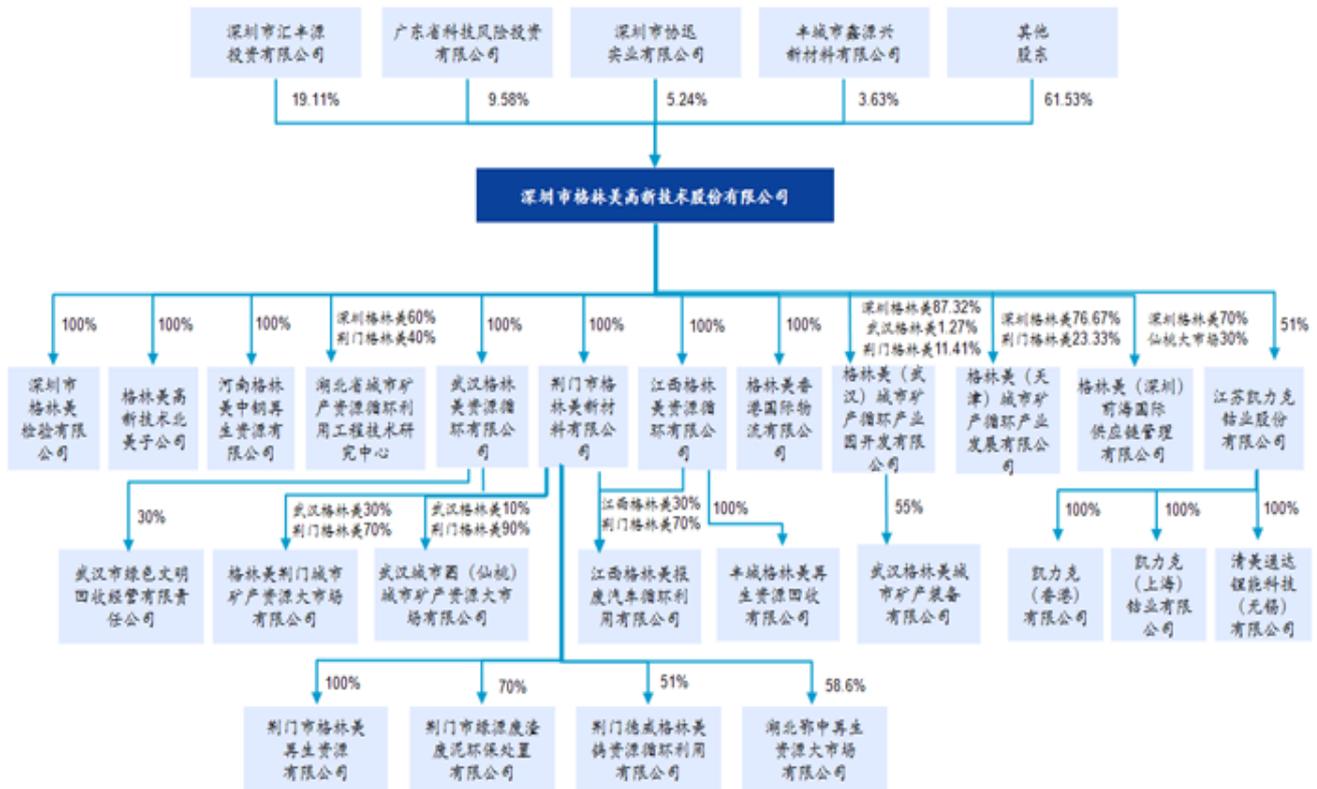
表 1: 分业务营收成本预测	7
表 2: 利润表	8

一、格林美 (002340): 相关多元化开始收获果实

格林美 (002340) 成立于 2001 年, 2010 年 1 月登陆深圳证券交易所中小企业板, 是中国“城市矿山”概念的第一家上市公司, 也是再生资源行业和电子废弃物回收利用行业的龙头企业。

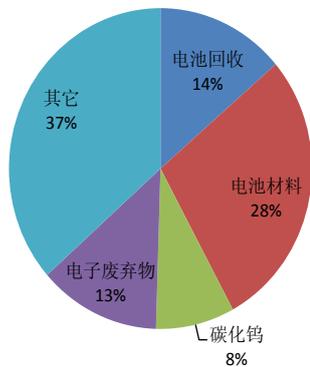
格林美在国内率先提出“城市矿山”的概念以及“资源有限、循环无限”的理念, 构建了废旧电池资源循环利用、电子废弃物循环利用、废旧电路板综合回收利用、稀土稀散贵重金属循环利用、报废汽车与废钢铁循环利用、废旧塑料循环利用等诸多循环产业链。

图 1: 公司组织结构图

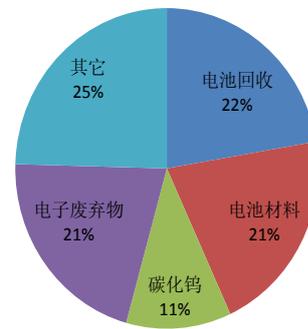


数据来源: 公司网站, 西南证券

2013 年, 格林美实现销售收入 34.9 亿元, 同比增长 146%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.44 亿元, 同比增长约 7%。尽管格林美产品众多, 在我们看来, 格林美的现有业务大致可分为以下几类: 电池回收业务、电池材料业务、钨废料回收、电子废弃物回收、报废汽车处理以及其他等几类, 对应格林美不同发展时期相关多元化带来的新增业务。格林美起家的包括镍钴的粉体生产在内电池回收业务尽管在 2013 年营收上已经落后于电池材料业务, 但仍然是最主要的营业利润来源, 也是其业务发展的后盾。

图 2: 营业收入分解, 2013


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 营业利润分解, 2013


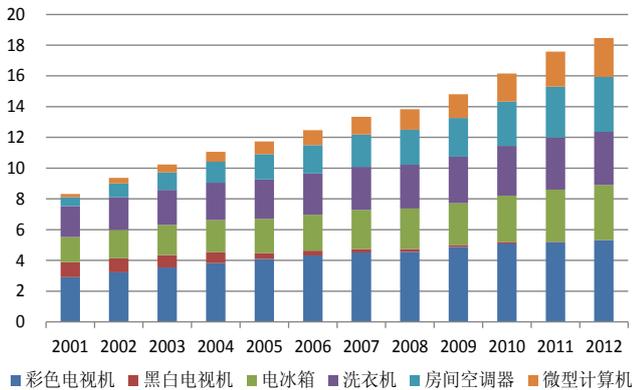
数据来源: 公司公告, 西南证券

二、相关多元化之废钨回收

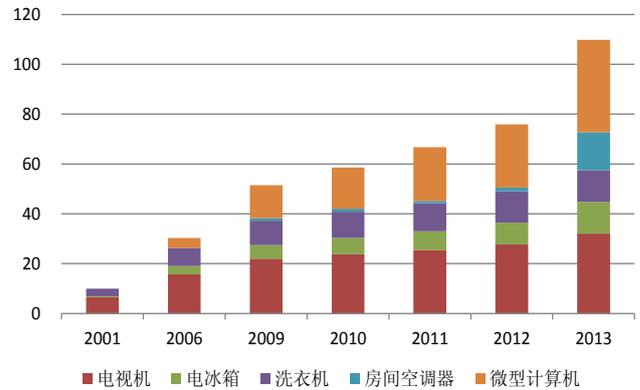
格林美上市以来不断的进行业务拓展, 其拓展的领域都是与其核心业务相关的。格林美相关多元化的第一步就是废钨回收。拓展该领域的逻辑是显而易见的, 由于公司每年生产的钴粉都销售给国内外的硬质合金公司, 格林美与这些公司建立了极其良好的合作关系, 而相关的硬质合金公司在生产硬质合金的过程中往往产生大量的边角废料, 格林美看准这一时机, 透过其全资子公司荆门格林美在 2011 年与多年下游硬质合金客户浙江德威共同设立合资公司“荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司”, 专业从事硬质合金废料的回收工作。通过回收硬质合金废料, 形成了一个闭合的环路, 回收回来的钴可以继续生产钴粉来提供给硬质合金客户, 而回收回来的碳化钨也可以直接提供给硬质合金客户。格林美在刚刚完成的非公开发行方案中扩大了该项业务, 规划新建年处理 1 万吨废弃硬质合金及其它钨废弃物的生产仓储场地及配套设施, 并计划产出 2000 吨碳化钨/年 (含 APT 折算)、钴盐 (钴金属量计) 100 吨/年。在我们看来, 如果按披露的产出计, 根本并不需要 1 万吨左右的生产仓储和其他配套措施, 我们判断格林美显然已经为后续继续扩大该项目规模预留了空间。按现有产出规模计算, 达产后格林美的碳化钨总产能将达到 3000 吨/年, 基本相当于一个中型的钨企业。

三、相关多元化之电子废弃物

也是在 2011 年, 通过第一次非公开发行, 格林美正是进入电子废弃物处理领域。电子废弃物回收即为通常意义上的对“四机一脑”的回收。据 CHEARI 统计, 我国电器电子产品居民保有量在 2012 年就已经超过 18 亿台, 而随着保有量的不断增长, 电器电子理论报废量也在不断增长, 到 2013 年也达到了 1.1 亿台, 这些都预示着电子废弃物回收业务广阔的市场空间。

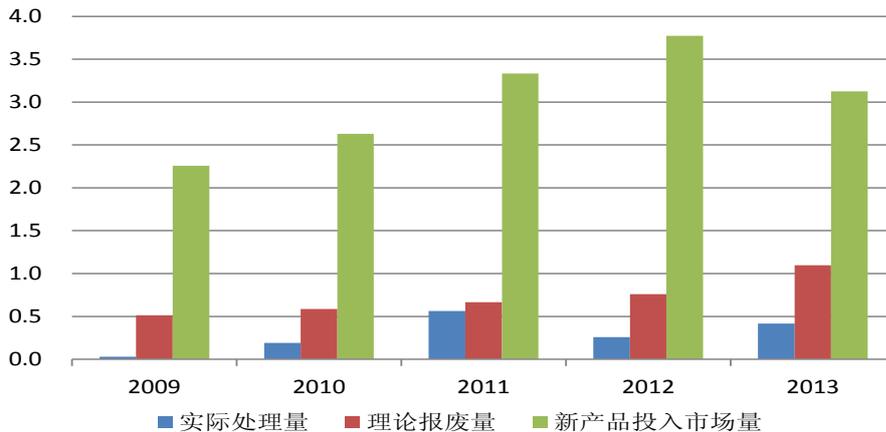
图 4: 我国电器电子产品居民保有量 (亿台)


数据来源: Cheari, 西南证券

图 5: 我国电器电子产品理论报废量 (百万台)


数据来源: Cheari, 西南证券

另一方面, 国内回收体系不健全, 实际回收量与理论报废量还有明显差距, 即使在 2011 年以旧换新的政策刺激下, 实际回收量依然不高, 以旧换新政策退出后, 2012 年实际回收量明显下滑, 2013 年虽有所好转, 实际回收量也仅有理论报废量的 4 成左右。而每年新增投入市场的产量数量远远高于实际回收量, 所以电子废弃物回收市场容量非常广阔。

图 6: 实际处理量、理论报废量和新产品投入市场量比较 (亿台)


数据来源: 西南证券

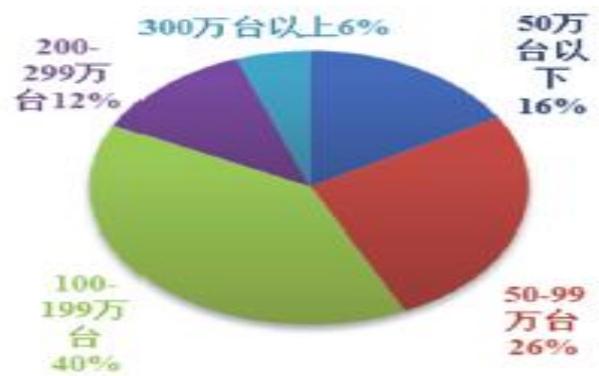
为了促进这个行业的发展, 财政部会同其他部委制定了《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》通过基金补贴的形式对从事电子废弃物回收的企业进行补贴, 目前补贴名单已经公布四批, 共 107 家公司获得补贴资格, 包括新收购的扬州宁达, 格林美旗下共有 5 家公司获得该资格。根据 CHEARI 对前四批企业的统计, 从事电子废弃物回收的企业类型多样, 但是规模都偏小, 年实际处理 200 万台以上的只占 18% 左右。

图 7: 电子废弃物处理行业企业属性分类



数据来源: CHEARI, 西南证券

图 8: 电子废弃物处理行业处理规模分类

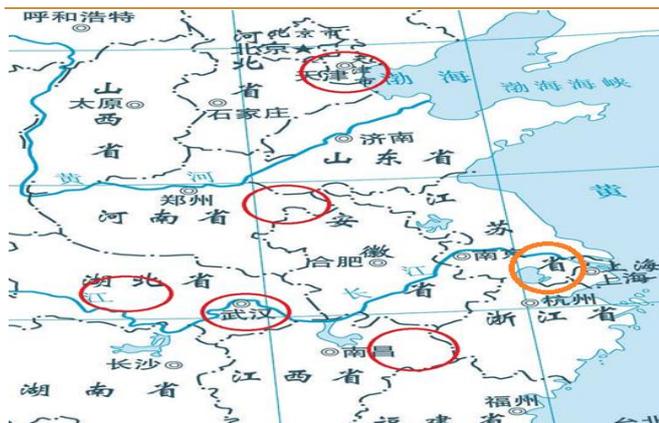


数据来源: CHEARI, 西南证券

作为新业务, 格林美电子废弃物板块短期内实现了飞跃, 到目前为止, 已经形成了湖北荆门 (5万吨)、湖北武汉 (3万吨)、江西丰城 (5万吨)、河南兰考 (5万吨) 等四大基地, 覆盖我国的中东部地区, 年规划处理电子废弃物达 18 万吨 (约合 700 万台), 是国内规模最大的电子废弃物处理企业之一。

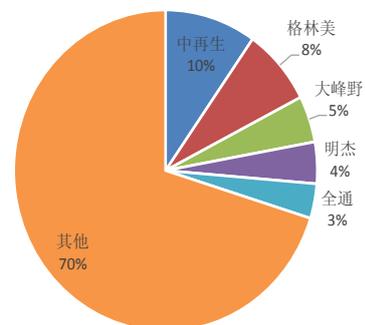
此外, 根据公司祥光公告, 我们判断格林美 (武汉) 城市矿产循环产业园项目和格林美 (天津) 城市矿产循环产业园项目中分别各包含一个 5 万吨电子废弃物的处理项目, 因此我们预计未来天津也将新增成为电子废弃物的回收基地, 从而实现该业务的快速复制, 而武汉基地将达到 8 万吨的电子废弃物处理能力, 成为格林美最大的电子废弃物处理基地。近期, 格林美收购了扬州宁达, 从而在华东地区布局电子废弃物的处理基地。据我们不完全统计, 目前格林美在电子废弃物行业的产能规模排名行业第二, 待在建项目建设完成后, 格林美将合计拥有约 1300 万吨的废旧家电拆解能力, 有望升至行业第一。2013 年格林美废旧家电的拆解总量突破 200 万台, 电子废弃物业务销售收入同比增长 139%; 而在 2014 年上半年, 格林美电子废弃物拆解量已经超过 200 万台, 电子废弃物业务销售收入同比增长 116%, 格林美电子废弃物业务正在全面释放产能。

图 9: 格林美电子废弃物业务布局



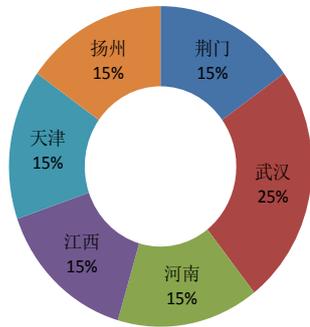
数据来源: 西南证券

图 10: 格林美电子废弃物产能排名行业第二



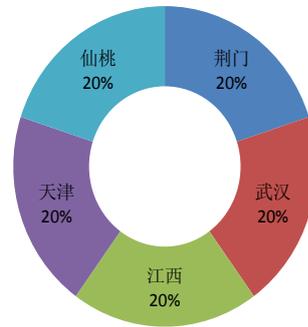
数据来源: 西南证券

图 11: 电子废弃物拆解能力分解



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 12: 报废汽车拆解能力分解

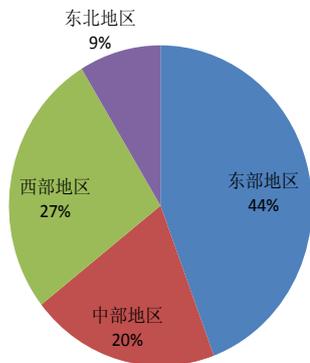


数据来源: 公司公告, 西南证券

四、相关多元化之报废汽车拆解

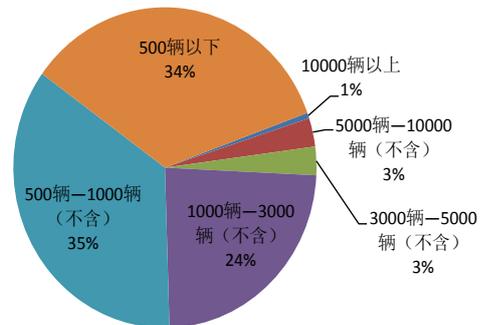
格林美最早涉足报废汽车拆解行业始于 2011 年。报废汽车拆解行业和电子废弃物行业类似，都是需要满足一定条件获得资质后才能进行经营的，也同样存在回收体系不健全的问题。据 CRRA 统计，截止 2012 年底，全国报废汽车回收拆解企业达到 522 家，同比增长 2.2%。2012 年全国回收报废机动车（包括摩托车）共计 114.78 万辆，同比增长 0.5%，平均每家企业的回收量约为 2200 辆。从 CRRA 的统计看，年拆解企业规模达 3000 辆以上的企业数量仅占 7% 左右，可以说整个汽车拆解市场仍处在发展的初级阶段。

图 13: 报废汽车回收拆解企业地区分布



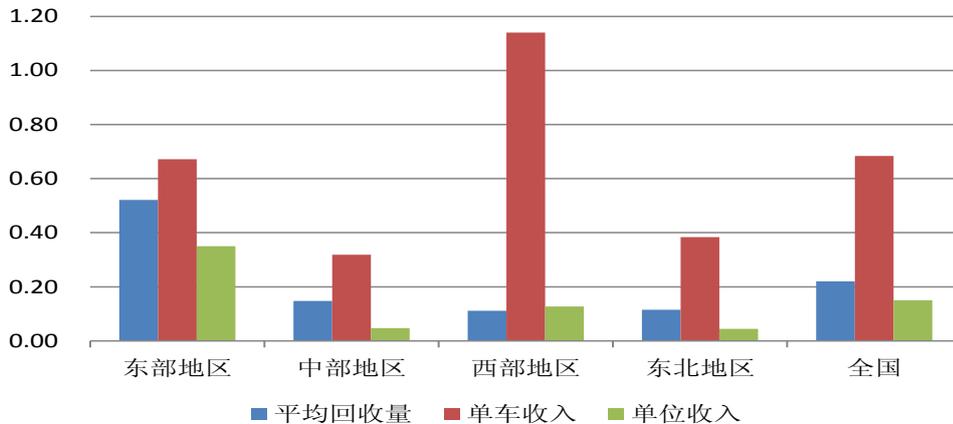
数据来源: CRRA, 西南证券

图 14: 报废汽车回收拆解企业规模分布



数据来源: CRRA, 西南证券

从 CRRA 的统计数据看，东部地区的汽车拆解市场相对来说发展较好。单个企业的平均回收量超过 5000 辆，单车销售收入达到了 6700 元，同时每个企业平均的年营收规模超过 3000 万元，均好于全国的平均水平，显示东部地区作为全国经济最发达地区，汽车保有量最多的地区，汽车拆解市场的发展也相对较好。

图 15: 各地区报废汽车拆解市场比较


数据来源: CRRR, 西南证券

格林美汽车拆解项目真正落地是在 2012 年的江西丰城，规划的处理能力是年综合利用报废汽车与废钢铁 30 万吨。为此，格林美专门设立江西格林美报废汽车循环利用有限公司运作该项目，该项目已经获得了报废汽车回收企业资格认定证书，是格林美报废汽车拆解项目的示范工程。在刚刚完成的非公开发行中格林美（天津）城市矿产循环产业园报废汽车综合利用项目和格林美（武汉）城市矿产循环产业园报废汽车综合利用项目是募投的主要项目，这两个项目将使公司汽车拆解能力提升至 90 万吨。我们还注意到，在公司公布的“武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场”项目计划中，也包括在仙桃建立一条 30 万吨的汽车拆解生产线。此外，格林美在荆门格林美城市矿产资源循环产业园（东区）也包括一个废钢与报废汽车拆解利用项目。我们预计，这些项目都完成后，格林美将合计拥有 150 万吨的报废汽车及其他各类复杂废料拆解能力。粗略估算，报废汽车的拆解能力将达 30 万辆。我们判断，最近两年格林美只有江西丰城的拆解项目将逐步投入使用，而其它项目的密集投产期可能要到 2015 年以后。此外，报废汽车拆解不同于电子废弃物行业的差异是从业企业较多，且没有基金的补贴，区域性较为明显，未来大型企业有望在规范中逐步发展壮大。

五、相关多元化之电池材料

格林美在 2012 年通过重大资产重组收购了国内电池原料主要生产商凯力克 51% 的股权，从而介入电池材料业务领域。2013 年，格林美电池材料业务（四氧化三钴和三元材料）实现营业收入 9.88 亿元，占到公司总收入的 21%，2014 年上半年电池材料业务的营收贡献已经进一步增大至 33%。此后格林美发布公告称，凯力克以 5298.2 万元收购其余股东持有清美通达锂能科技（无锡）有限公司 59% 的股权，此次收购完成后，清美通达锂能将作为凯力克的全资子公司。清美通达锂能主要从事三元系锂离子正极材料的研发和生产，应用于下游锂离子电池等电池制造领域。目前凯力克已经拥有四氧化三钴产能 1 万吨，三元前驱体产能 3000 吨。在刚刚完成的非公开发行中的“动力电池用高性能镍钴锰三元电池材料项目”，规划建设年生产镍钴锰三元动力电池材料 5000 吨、电池级球形氢氧化钴 2000 吨生产规模及其配套措施，显示格林美将进一步增强其在三元电池材料方面的生产能力，将进一步提升其在电池材料领域的市场地位。该项目上半年已经基本完成建设，进入设备调试阶段，即将进入收获期。我们预计，该项目建设完成后，格林美在电池材料领域的总产能已经达到约 2 万吨。

六、盈利预测及投资评级

我们的盈利预测主要基于如下的假设:

- 1) 电池回收业务产能逐步实现满产, 尽管增长空间很小;
- 2) 电池材料业务受益于产能的扩建, 产量逐步释放;
- 3) 废钨回收业务在 2015 年实现产能, 2016 年贡献产量;
- 4) 电子废弃物业务保持持续快速增长;
- 5) 报废汽车业务在 2014 年开始缓慢实现收入, 贸易业务萎缩, 其他业务维持稳定。

表 1: 分业务营收成本预测

		2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
电池回收	收入	56,047	59,349	47,900	56,793	61,749	63,459
	成本	37,301	41,565	35,011	41,573	44,845	46,389
	毛利率	33%	30%	27%	27%	27%	27%
电池材料	收入	0	7,152	98,784	139,213	170,638	183,920
	成本	0	6,129	86,768	120,789	148,969	160,072
	毛利率	0	14%	12%	13%	13%	13%
碳化钨	收入	0	17,523	29,280	29,133	34,287	46,631
	成本	0	14,293	22,804	22,644	26,677	36,262
	毛利率	0	18%	22%	22%	22%	22%
电子废弃物	收入	6,075	18,908	45,225	100,000	140,000	200,000
	成本	3,301	14,122	33,042	72,362	102,718	145,862
	毛利率	46%	25%	27%	28%	27%	27%
其它	收入	29,739	38,910	127,414	83,462	97,898	112,306
	成本	22,154	29,108	113,220	69,172	81,254	92,251
	毛利率	26%	25%	11%	17%	17%	18%
Total	收入	91,861	141,842	348,603	418,600	534,572	676,316
	成本	62,756	105,218	290,846	334,540	428,462	535,137
	毛利率	32%	26%	17%	20%	20%	21%

数据来源: 公司公告, 西南证券

基于此, 我们对公司做出盈利预测, 其中也包括如下主要假设, 1) 公司所获得的各项补贴能够持续; 2) 公司所获得的税收优惠能够持续。自此, 我们认为格林美 2014-2016 年每股收益分别能达到 0.26 元、0.33 元和 0.43 元。整体上, 首次给予“增持”评级。

表 2: 利润表

利润表 (单位: 百万元)	2012	2013	2014e	2015e	2016e
营业收入	1,418.42	3,486.03	4,186.00	5,345.72	6,763.16
营业成本	1,052.18	2,908.46	3,345.40	4,284.62	5,351.37
营业税金及附加	6.43	9.33	8.79	13.56	16.01
销售费用	22.43	31.77	46.68	68.06	81.94
管理费用	165.81	226.08	330.81	415.43	537.86
财务费用	91.05	201.06	225.50	264.11	361.55
资产减值损失	3.73	19.55	25.00	15.00	15.00
营业利润	75.38	80.09	198.83	279.93	394.42
加: 营业外收入	86.50	102.34	110.00	110.00	110.00
减: 营业外支出	1.78	1.39	2.00	2.00	2.00
利润总额	160.09	181.04	306.83	387.93	502.42
减: 所得税	15.83	12.69	19.64	24.44	30.24
净利润	144.27	168.35	287.18	363.49	472.18
减: 少数股东损益	9.63	24.23	45.38	54.88	72.95
归属于母公司所有者的净利润	134.64	144.12	241.80	308.61	399.23
总股本 (百万股)	923.84	923.84	923.84	923.84	923.84
每股收益 (元股)	0.15	0.16	0.26	0.33	0.43

数据来源: 公司公告, 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn