

内生业绩显著释放，外延整合大幕开启

■电废业绩进入收获季，ROE 进入上行通道。公司过去跑马圈地式多地布局，但囿于补贴政策迟迟难以落实，回收量持续不达预期，高额折旧拖累业绩，ROE 逐年下行。2013 年以来，随着电废补贴政策正常化，重资产扩张的梦魇已经过去，公司回收拆解量呈现大幅增长态势，从 2013 年的 200 万台预计将增至 2015 年的 1000 万台；同时，今年稀贵金属线（金、银、铜）、电池材料的产能释放也将显著增厚业绩，公司 ROE 进入上行通道。

■内生增长告一段落，外延整合大幕开启。行业整合大潮已经来临，一是规模和后端深度拆解优势显著的公司盈利能力更强，前端提价收购能力高，使得同区域的劣势企业逐渐退出，优势企业份额提升；二是各地拆解资质已经瓜分殆尽，继续做大只能通过异地收购，补贴落实也使得并购标的具备了持续盈利能力，便于证券化。格林美凭借得天独厚的后端深度回收技术、上市公司平台以及政策优势，将引领这一潮流，强势开启外延整合大幕，这意味着公司将告别重资产扩张的内生增长模式，在并购中不断享受一二级市场的估值差异，EPS 不断增厚，并且持续扩大回收规模、拓宽回收品类，规模和技术优势不断强化。收购扬州宁达即是该逻辑的祭旗之作，接下来会释放巨大的协同效应。

■2015 年电子废弃物和报废汽车拆解潜在政策颇多。第一，电废拆解补贴基金扩容在即，附加值高的手机、锂电池有望纳入；第二，报废汽车迎来政策松绑东风，一是 307 号文修订版箭在弦上，“五大总成再制造”有望解禁，行业盈利将系统性提升；二是淘汰黄标车监管和激励力度将加大，正规企业收车量有望大增；三是“以旧换再”企业补贴已经展开，消费者购买补贴预计将出台。第三，再生行业增值税优惠等税收政策趋势明朗。

■报废汽车拆解布局前瞻扎实，打开新的增长空间。江西汽车基地已投产，天津、武汉基地也将在今年陆续投产，总处理产能 45 万吨/年。2014 年格林美与 Honest、三井物产建立再制造合资公司，借助日本成熟的产业经验和渠道，率先打造再制造盈利模式，将受益于汽车后市场行业的估值提升。

■投资建议：给予“买入-A”评级，6 个月目标价 18 元。预计 2014-2016 年净利润增速 60%、66%和 54%，EPS 分别 0.25 元、0.41 元和 0.64 元。鉴于公司业绩放量，且外延整合、政策利好预期强烈，给予 2015 年 45x 的动态市盈率，目标价 18 元，“买入-A”评级。

■风险提示：1) 电子废弃物、报废汽车相关政策预期未兑现；2) 相关金属价格快速下跌；3) 收购整合受阻

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,418.4	3,486.0	4,447.2	6,233.1	7,219.6
净利润	134.6	144.1	230.5	382.7	588.4
每股收益(元)	0.15	0.16	0.25	0.41	0.64
每股净资产(元)	2.41	2.53	3.78	4.05	4.49

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	96.1	89.7	56.1	33.8	22.0
市净率(倍)	5.8	5.5	3.7	3.5	3.1
净利润率	9.5%	4.1%	5.2%	6.1%	8.1%
净资产收益率	5.8%	6.3%	7.0%	10.8%	14.3%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.4%	5.3%	5.6%	8.7%	11.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

首次覆盖

6 个月目标价

18.00 元

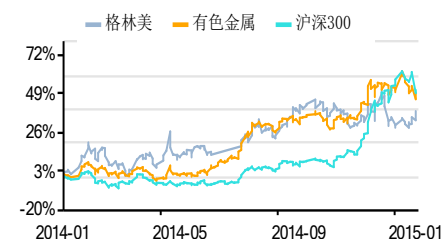
股价 (2015-01-21)

14.00 元

交易数据

总市值 (百万元)	12,933.76
流通市值 (百万元)	10,548.30
总股本 (百万股)	923.84
流通股本 (百万股)	753.45
12 个月价格区间	9.68/14.95 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.18	-45.12	-17.61
绝对收益	-0.28	0.72	44.63

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-66581768

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

陈书炎

010-66581841

chensy3@essence.com.cn

相关报告

2015 年度策略报告：仰望星空，脚踏实地 2014-12-22

目录

1. 打造循环经济大平台.....	5
2. 家电拆解：补贴基金将扩容，并购整合浪潮兴起.....	6
3. 汽车拆解：政策理顺，爆点在即	9
3.1. 国内汽车报废步入高峰期，回收拆解市场尚未形成规模.....	9
3.2. 国内报废汽车循环利用产业刚起步	9
3.3. 国内政策体系不健全，抑制行业发展.....	13
3.4. 2015年：政策逐步理顺，行业迎来爆点	14
4. 电池材料、家电拆解：步入收获季.....	16
4.1. 电池材料：前驱体巨头.....	16
4.2. 家电拆解：秋收之季	17
5. 汽车拆解：打开成长空间	20
6. 跑马圈地转为业绩兑现，开启外延增长模式.....	21
7. 盈利预测.....	22
7.1. 财务数据与关键假设	22
7.2. 盈利预测与投资评级.....	23

图目录

图 1: 格林美的综合化废旧资源循环利用产业链.....	5
图 2: 格林美收入结构.....	5
图 3: 格林美的历史沿革.....	5
图 4: 中国电器产品存量已超过 18.5 亿台.....	6
图 5: 2013 年电器产品理论报废量首度突破 1 亿台/年.....	6
图 6: 国内报废电器电子产品处理量较低.....	6
图 7: 废家电可再生材料理论价值区间.....	6
图 8: 2013 年家电拆解补贴基金运行情况.....	7
图 9: 基金补贴占拆解企业收入比重达 60%.....	7
图 10: 补贴基金即将扩容产品的理论报废量大.....	7
图 11: 家电拆解补贴资格企业将限制为 121 家.....	7
图 12: 2013 年中国汽车保有量已突破 1.37 亿辆.....	8
图 13: 2000 年中国汽车销量突破 200 万辆.....	8
图 14: 中国报废汽车回收量偏低 (百万辆).....	9
图 15: 2012 年我国主要废弃资源回收利用比例.....	9
图 16: 报废汽车循环利用的完整流程.....	9
图 17: 报废汽车精细拆解.....	10
图 18: 发动机再制造流程.....	10
图 19: 正规企业拆解报废汽车的盈利远差于非法企业.....	11
图 20: 2009-2010 年政府补贴刺激正规企业回收量井喷.....	11
图 21: 轿车回收率低于补贴驱动的载客车、货车(2012).....	11
图 22: 再制造零件的成本优势显著.....	11
图 23: 国内汽车零部件再制造以发动机、变速箱为主.....	12
图 24: 变速箱、发动机再制造单件利润最高.....	12
图 25: 再制造技术在国内企业的普及率较高.....	12
图 26: 国内再制造企业生产的主要难题是旧件不足.....	12
图 27: 国内报废汽车可回收件利用率极低.....	13
图 28: 报废汽车有大量可回收利用的零部件.....	13
图 29: 格林美的金属再生业务.....	15
图 30: 镍钴产品逐步达产.....	16
图 31: 钴镍价格位于周期底部.....	16
图 32: 江苏凯力克净利润稳步增长.....	16
图 33: 扬州宁达净利润稳步增长.....	16
图 34: 格林美搭建的多层次回收渠道.....	17
图 35: 格林美单台拆解收入高于同行 (2013 年).....	18
图 36: 格林美电子废弃物单台拆解盈利逐步提升.....	18
图 37: 手机中的金银等贵金属价值含量很高.....	18
图 38: 锂电池中的有价金属含量.....	18
图 39: 2013 年下格林美废旧家电拆解收入开始提升.....	19
图 40: 2015 年格林美家电拆解有望升至 1000 万台.....	19
图 41: 格林美能够对报废汽车进行深度拆解.....	19

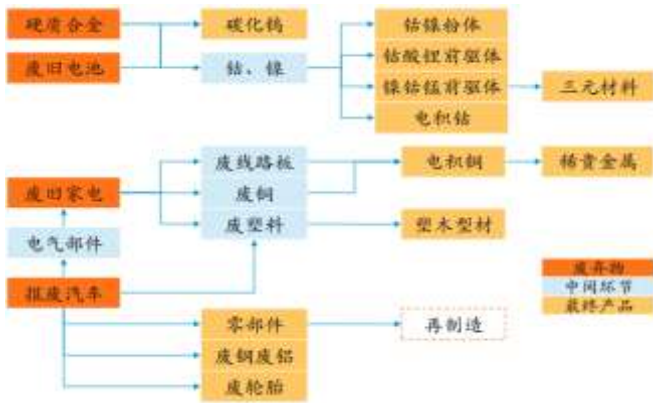
表目录

表 1: 第一批废弃电器电子产品处理目录基金征收和补贴标准.....	7
表 2: 国内的大型家电拆解企业.....	8
表 3: 大部分县/市只会发放一本回收拆解牌照（以广东为例）.....	10
表 4: 报废汽车回收、再制造领域的相关政策.....	13
表 5: 五大总成再制造放开的配套文件已很完善.....	14
表 6: 有关部门出台的淘汰黄标车政策.....	15
表 7: 格林美的废弃电器电子产品拆解处理产业布局.....	17
表 8: 格林美正在建立三大报废汽车回收拆解基地.....	20
表 9: 公司各项产品产能及区域布局.....	21
表 10: 公司主要产品产量预测.....	22
表 11: 公司财务数据与预测.....	22

1. 打造循环经济大平台

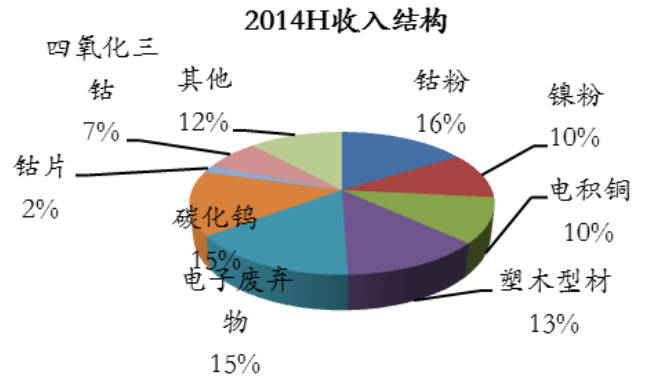
打造综合化废旧资源循环利用产业链。格林美立足循环经济理念开展废旧资源回收再利用业务，在国内率先提出“开采城市矿山”的思想以及“资源有限、循环无限”的产业理念，积极探索中国城市矿山的开采模式，致力于电子废弃物、废旧电池、报废汽车、稀有金属废物等城市矿产的循环利用与循环再造产品的研究与产业化。

图 1：格林美的综合化废旧资源循环利用产业链



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

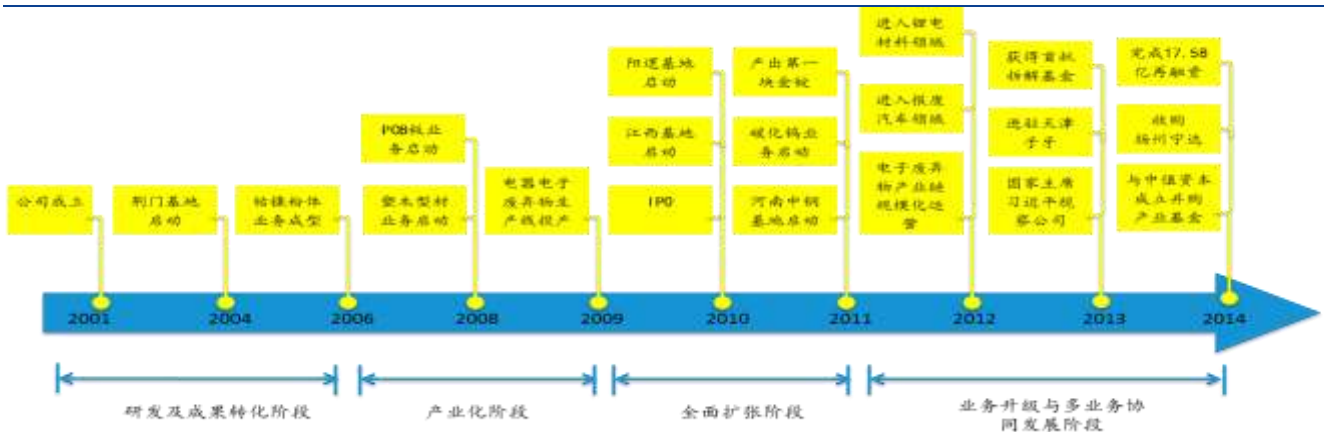
图 2：格林美收入结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

“家电拆解、汽车拆解、电池材料”三大业务支柱已成型。公司最早是经营超细钴镍粉产品，2008 年以 PCB 板处理和塑木型材再生为出发点，开始推进电子废弃物循环利用业务，2009 年第一条自建废旧电器电子产品拆解线正式投产。2011 年公司与浙江德威合资成立荆门德威格林美（51%），2012 年收购凯力克 51% 股权，逐步拓展至碳化钨和锂电池正极材料及前驱体业务。在现有回收渠道、循环利用技术的基础上，2011 年公司又启动报废汽车回收处理业务，陆续在江西、武汉、天津完成了布局，打造出第三支柱业务。

图 3：格林美的历史沿革



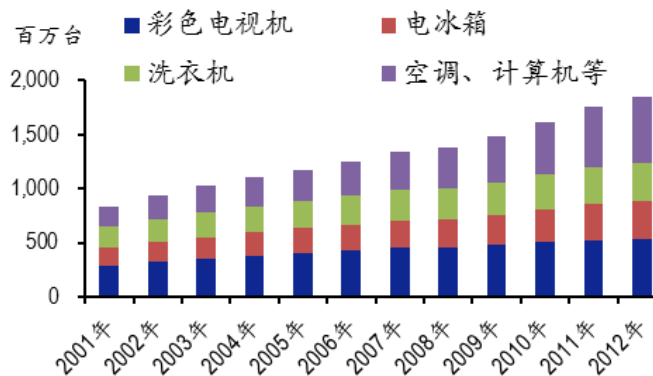
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2014 年战略大调整，废弃物资源化增长逻辑转向外延式，携手中植加快布局。格林美的五大基地陆续成型，已基本能覆盖国内主要废弃资源集散地。随着行业政策理顺，国内家电拆解企业逐渐有了稳定盈利，上市龙头公司纷纷通过横向整合加快异地布局。格林美也及时调整战略，2014 年 6 月收购扬州宁达即是打下了第一城，废弃物资源化增长逻辑逐渐转向外延式。随后，公司与中植资本成立“中植格林美环保产业并购基金”，力图进一步向固废处理、水资源回收与处理、大气治理、工业节能等环保领域外延扩张。不过，我们认为，2015 年公司的重点布局仍将是废旧家电和报废汽车行业。

2. 家电拆解：补贴基金将扩容，并购整合浪潮兴起

电废资源化利用进入黄金发展期。电冰箱、电视机、洗衣机等家用电器从1980年开始进入中国城镇居民家庭，房间空调器、个人电脑则自1990年代开始普及。截至2012年，全国各种电器产品保有量合计已超过18.5亿台。经过三十年的发展，各种废旧家电和电子产品进入报废高峰期，2013年仅电器产品的理论报废量就突破了1亿台。

图4：中国电器产品存量已超过18.5亿台



数据来源：中国家用电器研究院，安信证券研究中心

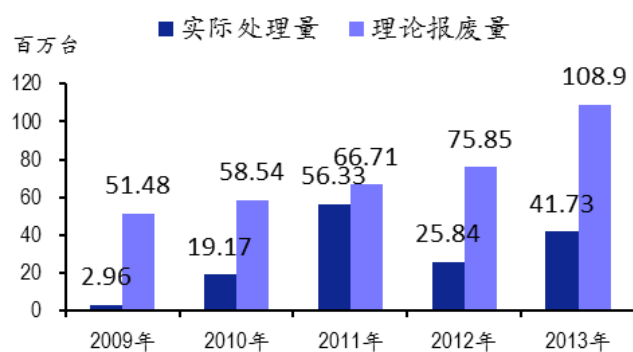
图5：2013年电器产品理论报废量首度突破1亿台/年



数据来源：中国家用电器研究院，安信证券研究中心

过去正规企业不敌个体游击队，电子废弃物利用效率低。获取废旧资源是回收拆解利用的基础，国内电子废弃物回收主要依赖游街串巷的个体游击队。他们收购成本低、收购出价高且定价灵活，客户接受度远高于正规渠道，导致正规企业回收资源量不足，产能利用低，普遍亏损。大部分电子废弃物不能完全实现定点收集、定向流动、专业化回收，不仅电子废弃物资源化效率较低，更是加剧了环境污染压力。

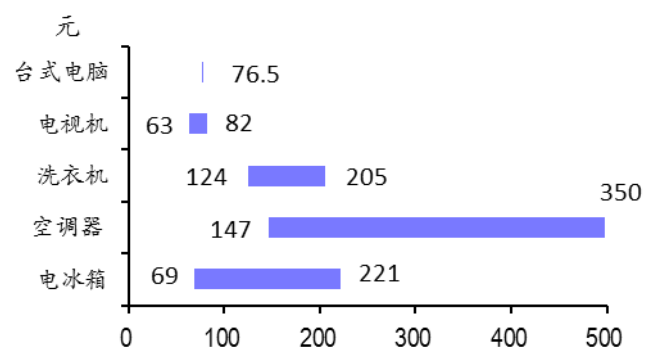
图6：国内报废电器电子产品实际处理量低



数据来源：中国家用电器研究院，安信证券研究中心

注：2011年家电以旧换新政策对报废电子电器实际处理量拉动明显

图7：废家电可再生材料理论价值区间



数据来源：中国家用电器研究院，安信证券研究中心

“以旧换新”过渡至“基金补贴”，拆解补贴机制长效化。2009年出台的家电以旧换新政策，一度扭转了正规企业的被动局面，两年多的时间内共回收9528万台“四机一脑”，并配合回收体系、产业体系、园区建设等政策初步建立了国内的正规回收渠道。但2012年以旧换新政策结束后，正规企业再度陷入困境。不过，当年7月《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》及时出台，生产者负责的长效补贴机制正式确立，家电拆解行业进入良性循环。随着2013年下半年第一批补贴基金到位，国内废弃电器电子产品拆解行业正式步入快速发展期。

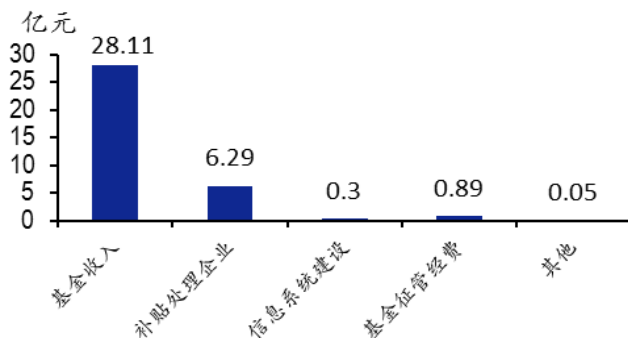
表 1：第一批废弃电器电子产品处理目录基金征收和补贴标准

产品种类	产品范围	征收标准	补贴标准	原以旧换新补贴
电视机	阴极射线管（黑白、彩色）电视机、液晶电视、等离子电视机、背投电视机、其他用于接收信号并还原出图像及伴音的终端设备	13	85	15
电冰箱	冷藏冷冻箱（柜）、冷藏箱（柜）、冷冻箱（柜）、其他具有制冷系统、消耗能量以获取冷量的隔热箱体	12	80	20
洗衣机	波轮式洗衣机、滚筒式洗衣机、搅拌式洗衣机、脱水机、其他依靠机械作用洗涤衣物（含兼有干衣功能）的器具	7	35	5
房间空调器	整体式空调（窗机、穿墙机等）、分体式空调（分体壁挂、分体柜机等）、一拖多空调器、其他制冷量在 14000W 及以下的房间空气调节器具	7	35	不补贴
微型计算机	台式微型计算机的显示器、主机、显示器一体形式的台式微型计算机、便携式微型计算机（含平板电脑、掌上电脑）、其他信息事务处理实体	10	85	15

数据来源：《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》，安信证券研究中心

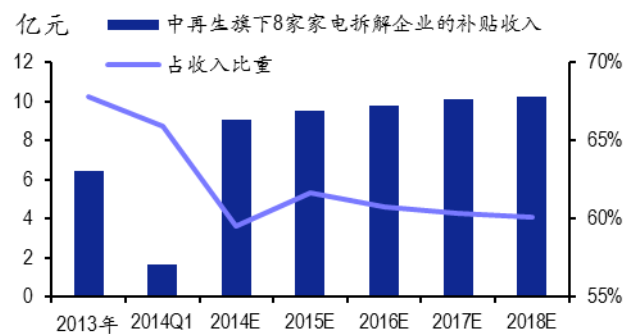
高额、长效补贴机制，助力家电拆解步入收获季。基金规定的各家电产品补贴金额，综合考虑了正规企业的运营成本和合理利润，能占到拆解企业收入的 50%-60%。高额补贴提高了正规企业可支付的回收价格，夺取回收渠道话语权，根治资源获取难题。另外，通过设置补贴门槛，促进行业的规模化发展，逼退低效率的小型企业。2013 年全国实际处理的电器产品达到 4173 万台，全年基金收入 28.11 亿元，发放给处理企业补贴 6.29 亿元，尚有 21 亿元结余。

图 8：2013 年家电拆解补贴基金运行情况



数据来源：财政部，安信证券研究中心

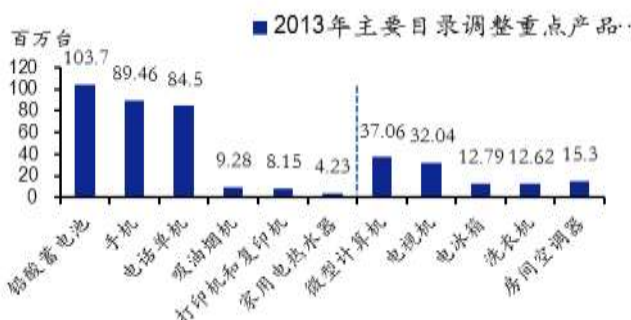
图 9：基金补贴占拆解企业收入比重达 60%



数据来源：秦岭水泥公告，安信证券研究中心

补贴基金扩容在即，行业规模将拾级而上，预计电池、手机会被率先纳入。除了四机一脑，手机、铅蓄电池等产品的报废量也十分庞大。2013 年 12 月发改委正式下文《废旧电器电子产品处理目录调整重点（征求意见稿）》，列入目录的处理产品将从四机一脑扩充至 6 大类、13 亚类共计 28 种产品，保有量和报废量大、附加值高的手机、锂电池、打印机小家电等也将被纳入。基本扩容原则是成熟一个纳入一个，行业整体规模将拾级而上，预计电池和手机会被率先纳入。

图 10：补贴基金即将扩容产品的理论报废量大



数据来源：中国家用电器研究院，安信证券研究中心

图 11：家电拆解补贴资格企业将限制为 121 家



数据来源：安信证券研究中心

进入补贴基金企业预计将限制为 121 家，拆解资质价值凸显。截至 2014 年 6 月，全国已有 106 家企业被列入废弃电器电子产品处理基金补贴名单。根据 2013 年 12 月下发的《关于完善废弃电器电子产品处理基金等政策的通知》：“除将已获得基金补贴的优质处理企业纳入规划外，已经环境保护部备案的各省（区、市）废弃电器电子产品处理企业规划数量不再增加”，同时“将对经营规模不达标、非法经营等五种情况的企业进行清除”，基金补贴范围将停止增长。根据中国再生资源回收利用协会电子分会的统计，2013 年底全国各省（区、市）规划建设废弃电器电子产品处理企业的总量为 121 家，也即未来新增补贴资格企业或仅约 15 家。

表 2：国内的家电拆解龙头企业

	拥有获补贴资质企业数	地域布局
中再生	8	黑龙江、江西、山东、河南、河北、四川、广东、湖北
格林美	5	湖南、河南、江西、江苏
格力电器	4	河北、河南、湖南、安徽
同和集团	4	天津、江苏、江西、浙江
伟翔集团	3	北京、上海、江苏
大峰野	3	浙江、辽宁、安徽
东江环保	2	广东、福建
桑德环境	2	河北、河南

数据来源：中再生，安信证券研究中心

家电回收行业极度分散，拆解企业进入盈利期，上市龙头加速收购拆解补贴资质。2013 年补贴基金落实后，中小企业和家庭作坊逐步被淘汰出拆解市场。而具补贴资质的拆解企业，物料供应有了保证，产能利用率提高带动盈利。但目前国内家电拆解行业仍极度分散，在全部 106 个进入补贴基金的企业中，8 大龙头企业仅控制了 31 家。

家电回收受到运输半径限制，过去龙头公司通过在多地布局以求尽量覆盖更多回收渠道。随着行业内有资质企业已普遍盈利，龙头企业开始横向并购整合，以最快实现跨区域布局。2014 年，格林美、东江环保、桑德环境等上市龙头均动作频频，先后收购各地优质废旧资源综合利用企业，提升拆解产能。对于格林美这种具有后端深度拆解技术优势的龙头公司，随着前端渠道网络的扩大，规模优势会更加突出。我们预计，2015 年起家电拆解行业的并购整合趋势会加速，补贴拆解资质将向龙头公司集中。

表 3：上市龙头公司加快收购家电回收拆解资质

公司	时间	收购布局	主营业务	电废拆解产能
格林美	2014 年 6 月	3 亿元收购扬州宁达 60% 股权，2014-2016 年承诺净利 3850 万元、5000 万元、6000 万元。	废弃电子电器产品拆解、电镀废渣废液综合利用处置、锗等稀散金属回收、工业固体废物填埋及环保设备研制等	200 万台
东江环保	2014 年 6 月	3.75 亿元增资收购厦门绿洲 60% 股权，2014、2015 年承诺净利 3500 万元、5000 万元	工业危险废物处理处置、医疗废物处置及废电器电子产品拆解	45,375 吨
桑德环境	2014 年 3 月	1.11 亿元增资收购河南恒昌贵金属 60% 股权，预计 2014 年净利润 3500 万元	以贵金属综合回收为主营业务，处理工业废弃物、电子废弃物、进口废五金拆解和废旧家电拆解	80 万台
	2014 年 7 月	7502 万元增资收购河北万忠废旧材料回收有限公司 75% 股权	废旧电子电器回收利用	231.4 万台

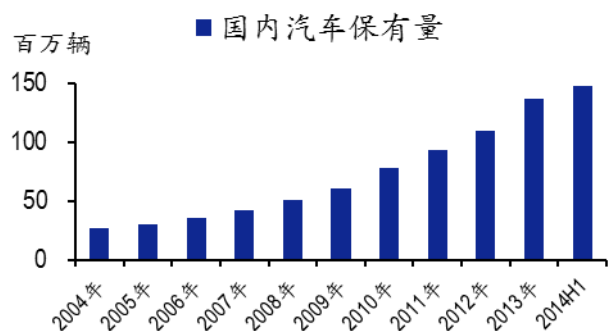
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 汽车拆解：政策理顺，爆点在即

3.1. 国内汽车报废步入高峰期，回收拆解市场尚未形成规模

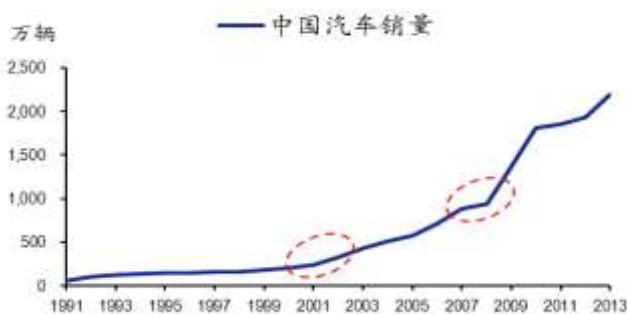
汽车报废进入高峰期。截至 2013 年底，我国汽车保有量突破 1.37 亿辆，有 31 个城市的汽车数量超过 100 万辆。随着市场饱和，汽车产业链的盈利逐步向后市场转移，尤其是汽车金融、维修保养、汽车拆解再利用。2000 年中国汽车销量步入黄金期，年销售突破 200 万辆。以平均使用年限 10-15 年计算，目前我国正好进入汽车报废高峰期，未来十年回收拆解量年均复合增速将超过 20%，2019 年有望突破 1000 万辆（理论报废率 5%）

图 12：2013 年中国汽车保有量已突破 1.37 亿辆



数据来源：公安部，安信证券研究中心

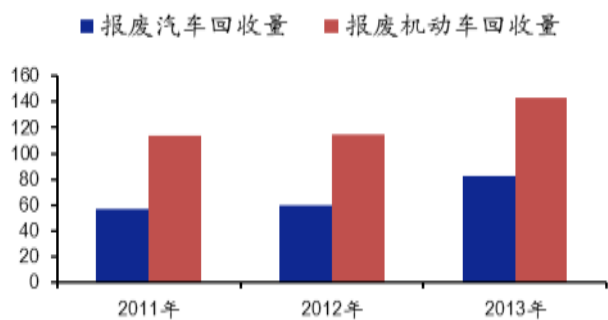
图 13：2000 年中国汽车销量突破 200 万辆



数据来源：中国汽车工业年鉴，安信证券研究中心

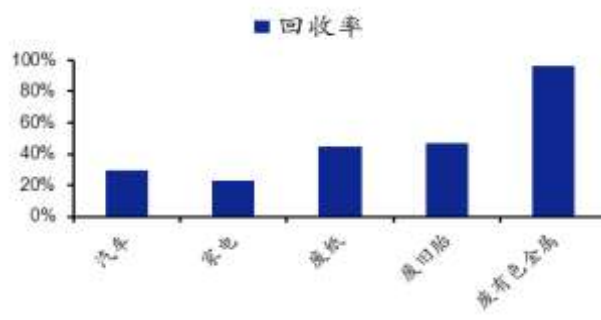
我国报废汽车回收少，报废率较低，回收拆解市场远未形成规模。2013 年我国汽车理论报废量为 300 万辆，但实际上，当年报废汽车回收量仅 82.07 万辆，不到理论报废量的 30%。从全球横向比较来看，发达国家的汽车报废率（报废汽车/保有量）普遍达到 5-7%，而我国仅有 0.6%。2013 年，全国获得拆解资质的企业数量 576 家，回收超过万辆的仅有 12 家，汽车报废回收市场远未形成规模。

图 14：中国报废汽车回收量偏低（百万辆）



数据来源：公安部，安信证券研究中心

图 15：2012 年我国主要废弃资源回收利用比例

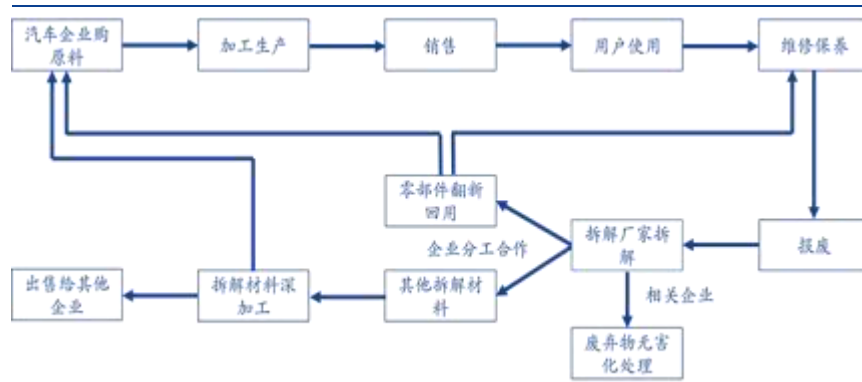


数据来源：工人日报，格林美，安信证券研究中心

3.2. 国内报废汽车循环利用产业刚起步

报废汽车循环利用的完整流程包括四步：“回收—拆解—破碎—再制造”。在一个完整的产业链中，报废汽车回收后要先进行拆解，可用的零件进行回收利用，无法回用的拆解材料进行深加工，再进行销售（很多情况下可以供给新汽车的生产）。

图 16: 报废汽车循环利用的完整流程



数据来源: 安信证券研究中心

3.2.1. 回收拆解: 野蛮生长, 待规范

行政许可门槛高、区域隔离、行业分散。截至 2013 年底, 全国获得拆解资质的企业共 576 家, 隶属回收网点 2268 个, 已覆盖 70% 以上的县级行政区。但国内汽车拆解行业有较高的行政许可壁垒, 大部分县/市 (一线城市牌照数量会多点) 只发放一本回收拆解牌照, 若要实现报废汽车的跨区域流动需要一家企业同时拥有多地牌照, 成为限制报废汽车规模化处理的重大障碍。2013 年, 回收量前 50 企业合计仅回收 40.7 万辆, 每家平均不到一万辆。

表 4: 大部分县/市只会发放一本回收拆解牌照 (以广东为例)

地区	企业名称
广州	广东省金属回收公司
	广东省华物报废汽车回收有限公司
	广东中南人防废旧物资回收公司
深圳	广州市金属回收公司
珠海	深圳市机动车回收有限公司
汕头	珠海市物资再生利用公司
	汕头市物资再生利用总公司
佛山	汕头市广汕物资机动车辆报废回收有限公司
顺德	佛山市金属回收有限公司
韶关	佛山市顺德区金属回收有限公司
梅州	韶关市金属回收公司
惠州	梅州市利民物资再生利用有限公司
汕尾	惠州市金属回收公司
东莞	汕尾市报废汽车回收有限公司
中山	东莞市物资再生利用有限公司
江门	中山市物资再生利用有限公司
阳江	江门市物资股份有限公司
湛江	阳江市物资再生利用公司
茂名	湛江市物资再生利用公司
肇庆	茂名市报废机动车金属回收有限公司
清远	肇庆市金属回收有限公司
潮州	清远市金属回收有限公司
揭阳	潮州市金属回收公司
云浮	揭阳市金属回收公司
	云浮市金属回收公司

数据来源: 广东省工信部, 安信证券研究中心

拆解手段粗放、规模小、盈利模式单一: 国内报废汽车回收拆解的基础薄弱、规模小、技术和管理手段比较落后, 需要从粗放型拆解向精细化拆解方向转变, 推广机械化、精细化拆解。

图 17: 报废汽车精细拆解



数据来源:《报废汽车回收与拆解》, 安信证券研究中心

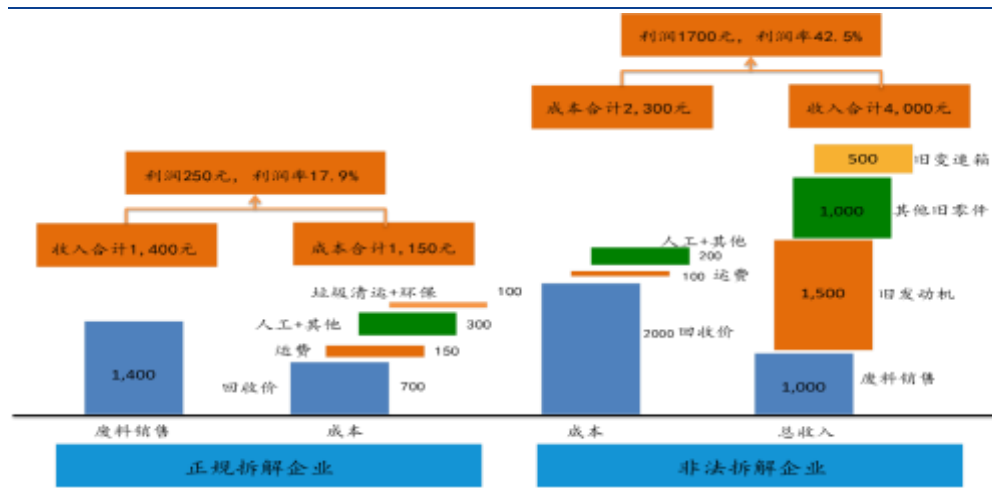
图 18: 发动机再制造流程



数据来源: 安信证券研究中心

正规企业拆解报废汽车的盈利远差于非法企业。由于零部件再制造受限，国内报废汽车拆解的盈利仅来自废钢、废铜和废铝，五大总成必须彻底打孔报废并送冶炼厂回炉冶炼。以一辆桑塔纳轿车为例，收购价格约 700 元，正规拆解企业扣除基本成本后盈利仅约 250 元，而非法拆解企业加上旧零部件销售可获得 1700 元的利润，因此能在收车时开出数倍的价格。

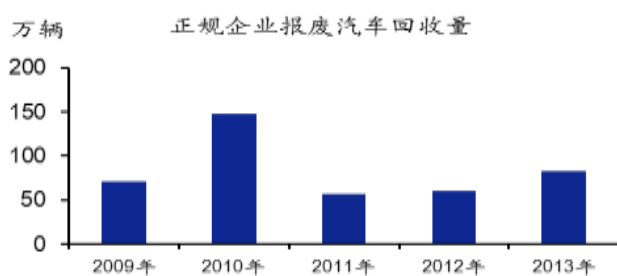
图 19: 正规企业拆解报废汽车的盈利远差于非法企业



数据来源: 格林美, 安信证券研究中心

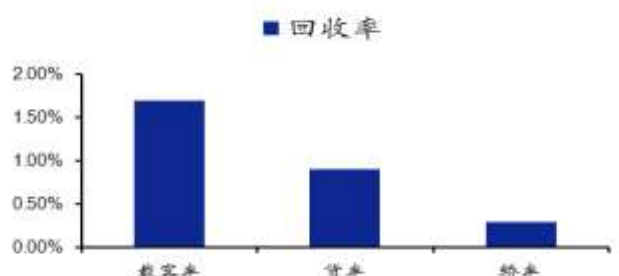
正规企业收车收车量小，补贴政策至关重要。由于正规拆解企业盈利差，因此收车量一直远小于利润丰厚的非法企业。2009-2010 年，国内实行汽车以旧换新政策，最高补贴达到 18000 元，2010 年有资质企业的收车量很快井喷至 140 万辆。2011 年政策到期后，回收量则大幅萎缩，2012、2013 年分别仅 60 万辆、80 万辆。由于目前国家层面的补贴仅针对货车和黄标车，轿车回收率极低。可见，补贴政策对报废汽车流向正规汽车至关重要，这与早期的家电拆解行业及其相似。

图 20: 2009-2010 年政府补贴刺激正规企业回收量井喷



数据来源: 中国物资再生协会, 安信证券研究中心

图 21: 轿车回收率低于补贴驱动的载客车、货车(2012)

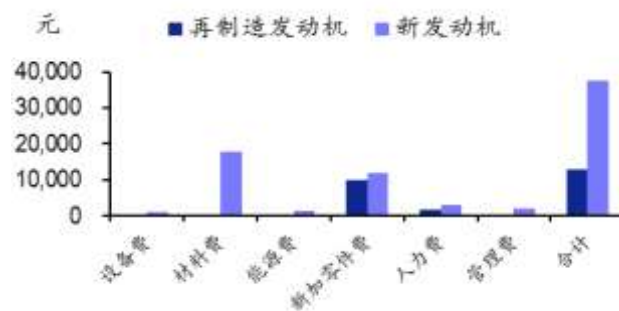


数据来源: 格林美, 安信证券研究中心

3.2.2. 零部件再制造：盈利模式还没有完全打开

国内汽车零部件再制造行业发展迅速，但以享受政策照顾的发动机、变速箱为主。再制造是把废品产品恢复到与原产品具有同样技术性能和产品质量的生产工艺流程，是大量报废机电产品实现资源化利用的最佳途径，节能减排成效显著。2013年发改委公布第三批名单后，国内汽车零部件再制造试点企业总共达到77家，涵盖了汽车发动机、变速箱、电机、转向器、助力泵、机油泵、空压机、技术服务和旧件体系等再制造领域，2012年全行业产值80亿，2013年产量较2010年增长超过300%。

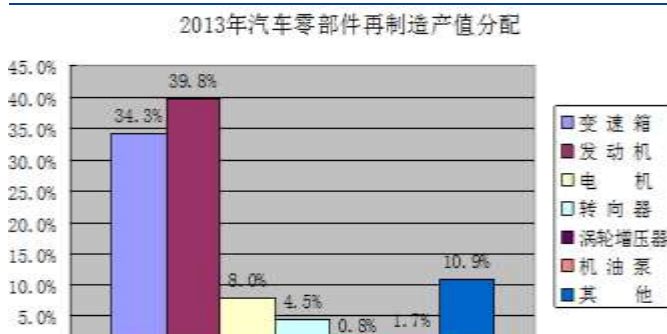
图 22：再制造零件的成本优势显著



数据来源：安信证券研究中心

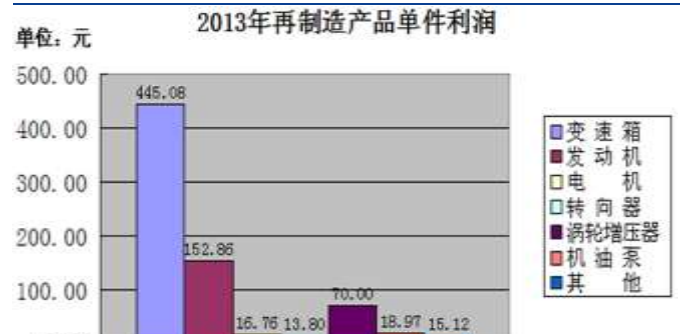
由于仅发动机和变速箱能享受再制造政策补助，加上单件价值高、盈利好（2013年平均单件盈利分别已达152元、445元），因此目前国内再制造市场以发动机、变速箱为主，合计产值占比超过75%。

图 23：国内汽车零部件再制造以发动机、变速箱为主



数据来源：汽车工业协会汽车零部件再制造分会，安信证券研究中心

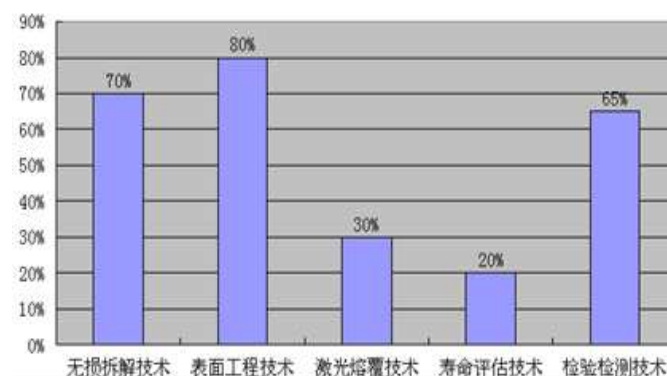
图 24：变速箱、发动机再制造单件利润最高



数据来源：汽车工业协会汽车零部件再制造分会，安信证券研究中心

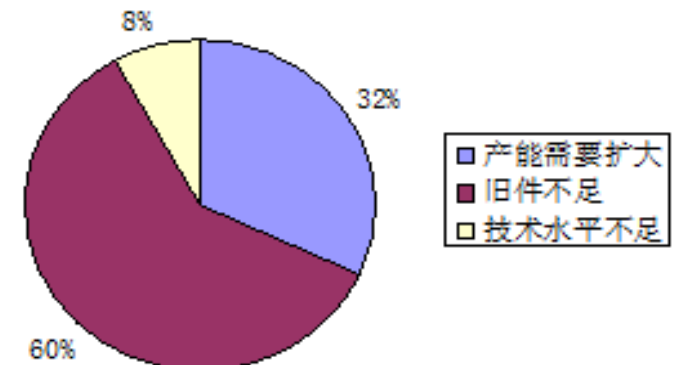
再制造市场还没有完全打开。国内企业对主要汽车零部件再制造技术掌握比较到位，目前制约行业发展的瓶颈主要是：

图 25：再制造技术在国内企业的普及率较高



数据来源：汽车工业协会汽车零部件再制造分会，安信证券研究中心

图 26：国内再制造企业生产的主要难题是旧件不足



数据来源：汽车工业协会汽车零部件再制造分会，安信证券研究中心

- 第一，市场不成熟，国内消费者对再制造产品的接受度低；
- 第二，旧件不足，当前主要是旧件回收市场，进出口旧件受限，仅有少量企业建立了自己的再制造回收物流体系；
- 第三，缺乏税收优惠。

3.3. 国内政策体系不健全，抑制行业发展

政策体系不健全，抑制国内报废汽车回收拆解行业的发展。从2011年的《报废汽车回收管理办法》开始，发改委等部门共出台10余部关于报废汽车回收拆解、再制造的政策，主要内容可归纳为“五大总成不得再制造”、“允许再制造试点”、“回收废旧物资不再免征增值税”、“强制淘汰黄标车”、“以旧换再补贴试点”。从国外的废旧汽车拆解行业及政府政策的情况来看，目前我国面临的最根本的问题并非技术问题，而是制度问题，不健全的政策体系抑制了报废汽车回收拆解行业的发展：

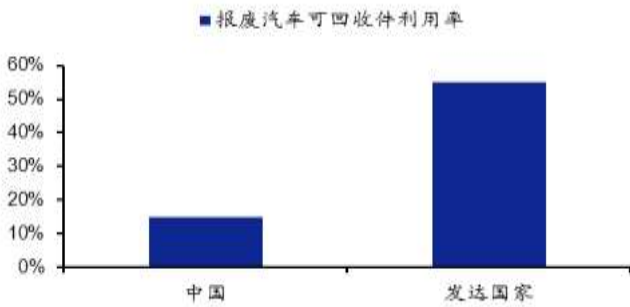
表 5：报废汽车回收、再制造领域的相关政策

相关政策	部门	时间	关键内容
《报废汽车回收管理办法》	国务院	2001年	1) 第一次系统全面地规范汽车回收拆解行业发展的政策，明确规定汽车满足报废标准后，必须到公安部门注销车辆信息，并交由具有相关资质的企业回收拆解。 2) 报废汽车回收企业拆解的“五大总成”不得进行再制造，其他零部件可以进行再制造
《汽车产品回收利用技术政策》	发改委等	2006年	规划了报废汽车的回收利用进程
《汽车零部件再制造试点管理办法》	发改委	2008年	1) 允许14家零部件再制造试点企业，回收发动机、变速器、发电机、转向器和起动机五类产品进行再制造 2) 暂不允许再制造企业从报废汽车拆解企业收购“五大总成”进行再制造； 3) 再制造产品应进入汽车生产企业售后服务系统进行流通，不得直接向社会零售市场销售；
《回收废旧物资不再免征增值税》	财政部	2008年	取消“废旧物资回收经营单位销售其收购的废旧物资免征增值税”和“生产企业增值税一般纳税人购入废旧物资回收经营单位销售的废旧物资，可按废旧物资回收经营单位开具的由税务机关监制的普通发票上注明的金额，按10%计算抵扣进项税额”的政策
《关于推进再制造产业发展的意见》	发改委	2010年	提出完善促进再制造产业发展相关法规和经济政策，培养专业人才和加大宣传力度等六大政策保障措施
《报废机动车回收拆解管理条例（征求意见稿）》	国务院	2010年	1) 拆解的汽车总成以及其他零配件可以交给再制造企业开展再制造； 2) 条例如果正式颁布执行，《报废汽车回收管理办法》则废止
《关于深化再制造试点工作的通知》	国务院	2011年	1) 扩大再制造试点的产品内容，从发动机、变速器等增加传动轴、水泵、助力泵等； 2) 扩大再制造试点企业范围至42家
《重点区域大气污染防治“十二五”规划》	国务院	2012年	黄标车淘汰不仅被明确列入八大重点工程项目，且以940亿元的投资规模居首
《大气污染防治行动计划》	国务院	2013年	加快淘汰黄标车和老旧车辆，到2015年淘汰2005年底前注册营运的黄标车，基本淘汰京津冀、长三角、珠三角等区域内的500万辆黄标车；到2017年基本淘汰全国范围的黄标
《汽车产品限制使用有害物质和可回收利用率管理办法》	工信部	2013年	提出不同种类汽车，可再利用率和可回收利用率应在规定日期内（2014年、2016年）应达到的分阶段目标
《再制造产品“以旧换再”试点实施方案》	发改委等	2013年	1) 以汽车发动机、变速箱等再制造产品为试点，以后年度视实施情况逐步扩大试点范围； 2) 通过试点企业对“以旧换再”再制造产品购买者给予一次性补贴，并设补贴上限，中央财政对每类推广再制造产品的补贴，原则上不超过5年

数据来源：安信证券研究中心整理

第一，五大总成再制造尚未全面放开，限制企业盈利空间。2001年的《报废汽车回收管理办法》明确规定五大总成不得进行再制造，尽管2008年的《汽车零部件再制造试点管理办法》允许14家零部件再制造试点企业回收五大总成再制造，但不允许再制造企业直接从报废汽车拆解企业手中收购“五大总成”进行再制造，也不允许再制造产品直接向社会零售市场销售，只能进入汽车生产企业售后服务系统。

图 27: 国内报废汽车可回收件利用率极低



数据来源:《国内报废汽车行业问题解析》,安信证券研究中心

图 28: 报废汽车有大量可回收利用的零部件



数据来源: 百度图片, 安信证券研究中心

零部件再制造是报废汽车拆解的主要盈利点,在海外能占到总销售收入的 70%。以汽车变速箱为例:其材料总重量仅 45KG,若以废钢、废金属等材料对外销售,总价值不超过 1000 元,若经过零部件再制造后其价值将超过 7000 元。由于国家政策尚未全面放开五大总成再制造,国内企业只能停留在简单的“回收、拆解、剪切破碎”,90%收入来自销售废钢、废金属,零部件的销售额占比不到 10%。

第二, 增值税减免取消, 回收企业综合税率高达 19%。2008 年财政部发布《回收废旧物资不再免征增值税》,2009-2011 年逐步取消了“废旧物资回收经营单位销售其收购的废旧物资免征增值税”规定,2011 年起开始按 17% 全额征收增值税。回收企业由于无法取得增值税进项抵扣,只能按照销售额的 17% 缴纳,综合税费缴纳率高达 19.04% (增值税等四项税费),而国外同行税率基本仅 3-5%。

第三, 执法不严, 非法回收、拆解、拼装泛滥, 正规企业收车难。国内缺乏有效的监管机制保证报废汽车流入合法渠道,还规定报废汽车按 450 元/吨的价格回收(上下浮动 20%),而黑市的价格为 2000-3500 元/辆,导致二手车商和非法回收拆解企业大范围地高价收购报废车辆。据再生协会统计,国内报废汽车回收中,开具回收证明的仅占 20% 左右,未开证明的回收量、非法回收拆解量、社会沉积量分别占 20%、30%、30%。

3.4. 2015 年: 政策逐步理顺, 行业迎来爆点

第一, “五大总成再制造”有望解禁, 引爆行业。《报废机动车回收拆解管理条例》征求意见稿 2010 年至今已四年有余,期间有关部门陆续推出了《汽车零部件再制造试点管理办法》、《关于推进再制造产业发展的意见》、《关于深化再制造试点工作的通知》,及《再制造产品“以旧换再”试点实施方案》,《汽车零部件再制造的 11 个标准》也已经制定完毕,已具备五大总成再制造放开的政策条件。

表 6: 五大总成再制造放开的配套文件已很完善

政策	时间
《汽车零部件再制造试点管理办法》	2008 年
《关于推进再制造产业发展的意见》	2010 年
《关于深化再制造试点工作的通知》	2011 年
《再制造产品“以旧换再”试点实施方案》	2013 年
《汽车零部件再制造的 11 个标准》	即将出台

数据来源: 安信证券研究中心整理

2014 年国务院将《报废机动车回收拆解管理条例》纳入当年立法工作计划,我们预计修订后将于 2015 年推出,将不再强制报废汽车五大零部件和限制报废零部件进口,汽车再制造所需的零部件原材料限制也将逐渐放开,从而明确监管执法职责、打开企业盈利空间,有望成为行业正式启动的爆点。

第二，“以旧换再”企业补贴展开，消费者购买补贴预计将出台。2013年，发改委、财政部、工信部、商务部、质检总局联合发布《再制造产品“以旧换再”试点实施方案》：以汽车发动机、变速箱等再制造产品为试点，以后年度视实施情况逐步扩大试点范围。2014年“以旧换再”政策得到落实，经发改委批准，将在北京、上海、济南、南京、杭州、厦门、广州等7个城市进行推广试点，对符合条件的汽车发动机、变速箱等再制造产品，按照置换价格的10%进行补贴，对再制造发动机、变速箱最高分别补贴2000元、1000元。2014年12月16日，国家发改委环资司等部门发布了关于再制造产品推广试点企业资格名单及产品型号、推广价格的公示，预计还将出台对购买再制造产品的消费者给予10%补贴的政策。

第三，黄标车淘汰政策渐严，2014、2015年合计将达到1200万辆，正规企业回收报废汽车量大增。2012年淘汰黄标车被列入大气污染防治的八大重点工程。2013年9月国务院发布《大气污染防治行动计划》，要求到2015年淘汰2005年底前注册营运的黄标车，基本淘汰京津冀、长三角、珠三角等区域内的500万辆黄标车；到2017年基本淘汰全国范围的黄标车。2014年环保部联合发改委、公安部、财政部、交通部、商务部等五部门印发了《2014年黄标车及老旧车淘汰工作实施方案》，开展黄标车限行，并要求地方财政出台黄标车及老旧车提前淘汰激励政策。

表7：有关部门出台的淘汰黄标车政策

政策	部门	时间	关键内容
《重点区域大气污染防治“十二五”规划》	国务院	2012年	黄标车淘汰不仅被明确列入八大重点工程项目，且以940亿元的投资规模居首
《大气污染防治行动计划》	国务院	2013年	包含“黄标车”整治政策及目标，各地区普遍从2014年开始加大黄标车淘汰力度，到2017年淘汰全部黄标车
《2014年黄标车及老旧车淘汰工作实施方案》	环保部等	2014年	对非营运类高污染车辆“鼓励更新、限制使用”，对营运类高污染车辆“按期报废、强化监管”，地方财政出台黄标车及老旧车提前淘汰激励政策

数据来源：安信证券研究中心整理

截至2013年底，全国共有黄标车1300余万辆，约占汽车保有量的10%。2014年国务院总计下达黄标车及老旧车淘汰任务600万辆，据环保部统计，1-10月全国已累计淘汰黄标车和老旧车481.92万辆。由于多数省市对2015年底前提前淘汰的黄标车，给予不同程度的额外补贴，我们预计2014、2015年共可淘汰1200万辆黄标车。

第四，增值税减征政策或重启。2009年取消废旧物资回收企业增值税免征后，虚开发票偷逃税款的现象得到遏制，但企业综合税率高达17%，造成市场畸形发展，企业举步维艰。据中国有色金属工业协会再生金属分会透露（2014年3月），“环保部已经原则上同意再生金属企业返还40%的增值税，下一步将征求相关企业的意见”。另外，2014年7月物资再生协会组织业内人士展开政策研讨《资源综合利用产品及劳务增值税优惠政策目录》征求意见稿，研究适合废旧物资回收经营和报废汽车回收拆解行业的税收政策、增加相关扶持政策条款。未来如果对再生企业实行增值税减免优惠政策，对回收、拆解环节都将形成强大拉动。

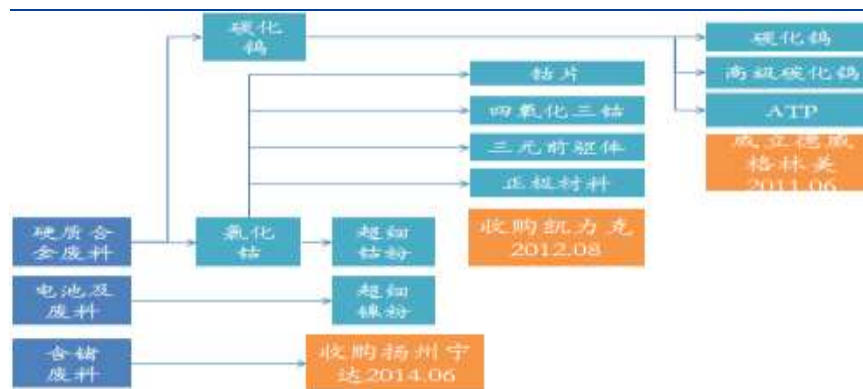
4. 电池材料、家电拆解：步入收获季

4.1. 电池材料：前驱体巨头

国内最大小电池回收企业，多金属循环利用。格林美以超细钴镍粉再制造起家，利用废弃钴镍资源制备超细钴粉、超细镍粉等高端产品，已经是中国最大规模的小型电池回收企业，每年处理各种废旧电池在 2 万吨以上，有效回收了钴镍等稀有金属资源。虽然在河北清河、广东清远、江苏太仓、山东临朐、湖南安化等地已形成全国性钴镍废料集散地，但绝大部分企业以废料收集、分类等粗加工为目的，少有能对钴镍再生资源进行深度处理，格林美技术优势卓越。

格林美荆门基地已形成 2000 吨超细钴粉、1300 吨超细镍粉产能，产销规模均为国内第一。另外，格林美通过收购合资成立德威格林美、收购扬州宁达，还获得了碳化钨制造、钴金属回收业务，未来将进一步向稀土等稀贵金属资源回收拓展。

图 29：格林美从钴镍发展到多金属回收利用



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

锂电池正极材料前驱体总产能 1.5 万吨。2012 年格林美收购凯力克 51% 股权，凯力克主要生产电积钴（1800 吨）、四氧化三钴（6000 吨）、NCM 三元材料（2000 吨），四氧化三钴在国内市占率超过 20%，给三星、清美、当升科技、杉杉等新材巨头供货。随后，凯力克经过两次收购控股了清美通达锂电科技（无锡）有限公，电池业务由前驱体拓展到三元正极材料。在消化吸收凯力克技术基础上，格林美还在荆门基地建立了镍钴锰三元动力电池材料前驱体（5000 吨）和电池级球形氢氧化钴（钴酸锂前驱体，2000 吨），电池材料前驱体总产能已达到 1.5 万吨，2015 年已具备完全投产能力，年收入将达到约 20 亿元。

表 8：格林美在电池材料领域的布局

业务板块	产品	规划产能-吨	区域	状态
电池材料	钴粉	2000	湖北荆门	已投产
	镍粉	1300	湖北荆门	已投产
	碳化钨一期	1000	湖北荆门	已投产
	碳化钨二期	2000	湖北荆门	在建
	四氧化三钴	6000	江苏凯力克	已投产
	NCM 材料	2000	江苏凯力克	已投产
	NCM 材料	5000	湖北荆门	在建
	电池级球钴	2000	湖北荆门	在建
	电积钴	1800	江苏凯力克	已投产

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

正极材料前驱体销往国内外大型龙头，2015 年三元材料实施出口退税，预计公司将强化三星等海外供应链布局。锂电池正极材料前驱体主要销往杉杉、北大先行、盟固利、巴莫等国内正极龙头，出口则面向三星等国际巨头。2015 年镍的氧化物及氢氧化物（退税

率13%)、锂镍钴锰氧化物(13%)和镍钴锰氢氧化物(1%)开始实施出口退税政策,国内镍钴及三元材料国际竞争力将显著加强,我们预计公司将强化与三星等国际巨头的供应链。

4.2. 家电拆解: 秋收之季

五大拆解基地合计产能800万台/年。2008年格林美以PCB板处理和塑木型材再生为出发点,开始推进废旧电器电子产品循环利用业务,并借助资本市场融资优势持续在多地布局。由于回收渠道具区域性,且受废弃物运输半径影响,格林美先后在湖北荆门、湖北武汉、江西丰城、河南兰考、天津子牙建立了五大基地,收购扬州宁达后,已能辐射京津唐城市圈、长三角、珠三角三大核心区域,并覆盖河南、江西、湖北等国内主要民废旧资源集散中心。公司旗下江西格林美、荆门格林美、河南格林美、武汉城市矿山、扬州宁达五家子公司均获得了废弃电器电子产品处理基金补贴资质,合计拆解产能800万台/年。

表9: 格林美的废弃电器电子产品拆解处理产业布局

区域	项目	拆解/生产产能	状态	基金补贴资质
湖北荆门	家电拆解	200万台	已投产	有
	电路板处理/稀贵金属回收	20吨	调试	
	电解铜	3万吨	部分投产	
湖北武汉	家电拆解、武汉城市圈(仙桃)城市矿产资源大市场	100万台	已投产	有
江西丰城	家电拆解、城市资源循环利用产业基地	200万台	已投产	有
河南兰考	家电拆解	100万台	已投产	有
扬州宁达	家电拆解、危废处理、锑回收	200万台	正常生产	有
天津子牙	家电拆解、城市矿产循环产业园		规划	

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心整理

多层次网络回收体系。公司成立以来,一直致力构建跨区域、多层次的再生资源回收网络,先后创立了覆盖100多个县市的废旧电池回收网络、电子废弃物回收网络、稀有金属废物回收网络,形成了社区回收、超市回收、集团机关合作回收等多种社会回收模式(第一层次)。分散获取的回收模式遇到规模瓶颈后,公司开始建设生产企业逆向物流回收系统(第二层次),以及区域性再生资源集散大市场(第三层次),以实施再生资源的集中与大宗获取。另外,公司还搭建了网络回收系统(第四层次),包括自建3R网上商城,以及战略合作的爱回收网等。

图30: 格林美搭建的多层次回收渠道

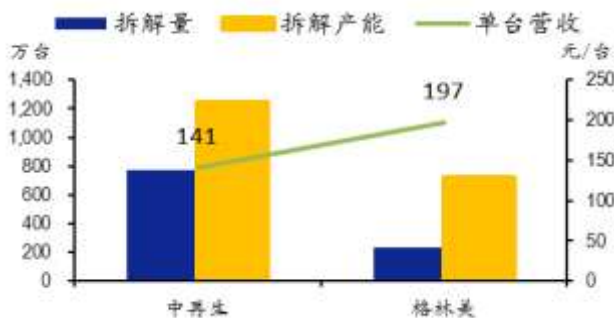


数据来源: 格林美, 安信证券研究中心

深度拆解盈利高于同行，PCB 稀贵金属生产线即将投产。电子废弃物拆解盈利的关键是最终拆解物的形态，国内企业普遍停留在废塑料、废金属及废玻璃等大宗原料环节，且拆解精细度低、杂质含量高使得产品必须折价销售。而格林美旗下各家电拆解基地均拥有拆解流水线、破碎生产线、自动分选设备等自动化处理设施，资源回收率高，塑料、废金属等原料分选充分，因此单台拆解盈利高于同行。

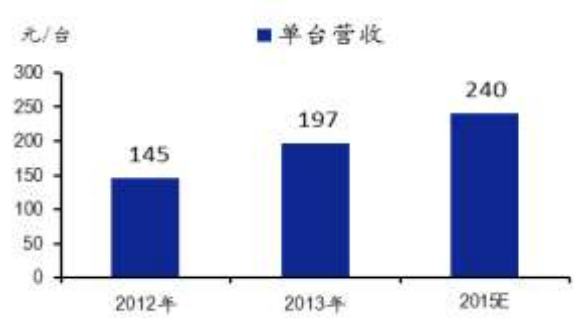
统计数据显示,每吨 PCB 板含有 100 公斤铜、30-500 克金。格林美荆门基地的 PCB 电路板处理生产线能够提取金、银等稀贵金属,在国内极具稀缺性,将于 2015 年正式投产。另外,少有同行能够处理回收的荧光粉(稀土)、危险废料(CRT 屏等)、液晶显示器等,格林美也都已有所布局,持续加深技术壁垒。

图 31: 格林美单台拆解收入高于同行 (2013 年)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心
注: 中再生指其旗下 8 家入选补贴基金的子公司

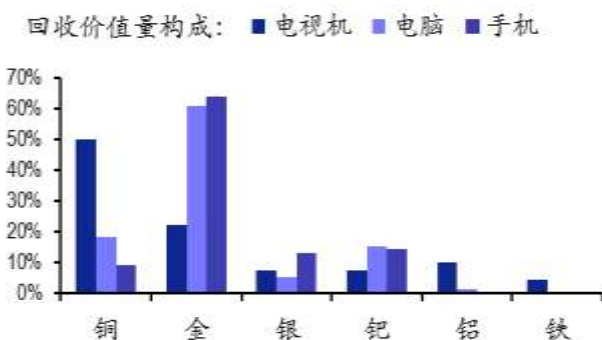
图 32: 格林美电子废弃物单台拆解盈利逐步提升



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心
注: 预计贵金属回收生产线 2015 年能正式投产

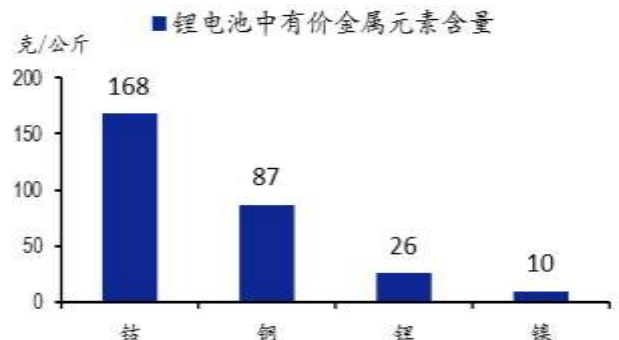
补贴基金扩容在即，深度拆解+再生金属优势彰显。2013 年底发布的《废旧电器电子产品处理目录调整重点(征求意见稿)》显示，手机、锂电池、复印机等产品也将被纳入，这不仅打开了行业新的增长空间，也让公司回收技术和回收渠道(战略合作的爱回收网拥有二手电子产品回收的较大的渠道和电子平台)优势彰显。尤其是手机中的金、银、钯贵金属含量远高于其他电子产品，而锂电池则富含钴、镍、稀土，这两种高附加值废弃物纳入补贴范围正好能发挥公司深度拆解及再生金属的技术优势。

图 33: 手机中的金银等贵金属价值含量很高



数据来源: 优美科, 安信证券研究中心

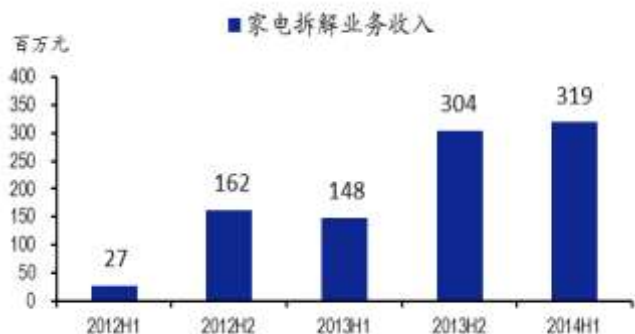
图 34: 锂电池中的有价金属含量



数据来源: 国家环保部, 安信证券研究中心

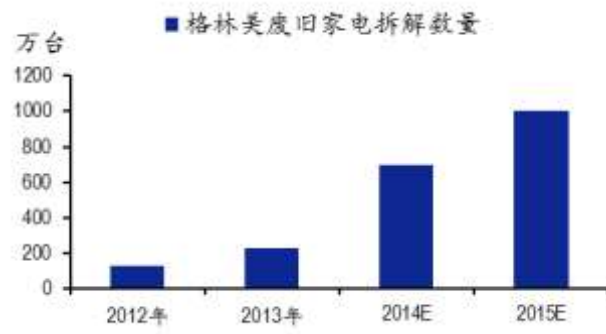
拆解量逐步提高，家电拆解业务步入收获季。家电以旧换新政策结束后的 2012-2013 年家电拆解业务因政策空档期而重回萧条，随着 2013 年下半年第一批补贴基金到位，及江西、荆门、武汉、河南基地产能逐步释放，格林美的废旧家电拆解收入规模开始大幅提升。我们预计，2014 年格林美将拆解废旧家电 700 万台，2015 年有望提升至 1000 万台。

图 35: 2013 年下格林美废旧家电拆解收入开始提升



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 36: 2015 年格林美家电拆解有望升至 1000 万台



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2014 年收购扬州宁达, 实现地域扩张, 协同效应巨大。2014 年, 格林美作价 3 亿元收购扬州宁达贵金属 60% 股权, 电废业务布局扩至长三角核心地区, 新增核算拆解产能 200 万台。更重要的是, 扬州宁达管理、拆解工序、工艺对格林美其他拆解基地的借鉴意义重大, 环保设备等也能实现内部采购, 协同效应巨大。同时, 我们认为扬州宁达只是格林美外延收购的祭旗之作, 行业进入整合期、公司战略转向外延扩张, 未来还将持续异地布局。

5. 汽车拆解：打开成长空间

三大报废汽车回收拆解基地落定。2011 年格林美启动报废汽车回收处理业务，陆续取得了江西、天津、湖北武汉的报废机动车回收拆解业务资质。三个基地都全部投产后，报废汽车处理能力将达到 45 万辆/年。天津汽车存量超过 250 万辆，武汉仙桃是中南地区著名的报废汽车集散地，格林美江西丰城基地是辐射全省的报废汽车回收、处理、综合利用中心（取得了全省范围内收车资质），现有三大基地的报废汽车供应充沛。

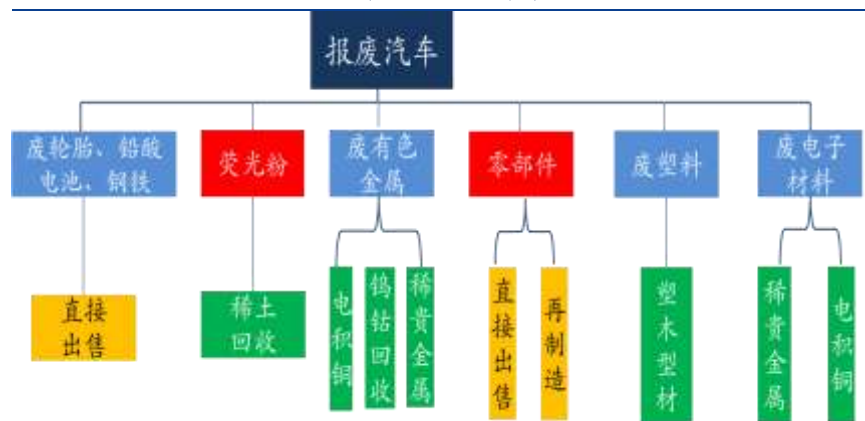
表 10：格林美正在建立三大报废汽车回收拆解基地

地区	报废汽车年处理能力	总投资	进展
江西丰城	报废汽车 20 万吨	2.27 亿元	已投产
天津	报废汽车 20 万吨	3.82 亿元	预计 2015 年投产
湖北武汉	报废汽车 20 万吨	3.86 亿元	预计 2016 年投产

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

利用电子废弃物拆解、再生金属的技术、产业优势，深度拆解挖掘报废汽车最大价值。国内报废汽车拆解企业大多处于原始拆解状态，以原始的回收、分拣方式运行，且基本没有环保处理设施，资源回收利用率低。保守估计，一辆汽车含钨、钴、锡、金、银、铂等稀有贵金属总量在 1 公斤以上，灯管荧光粉（稀土元素）、废油再生回收的价值量也很大。格林美依托电子废弃物绿色处理，及贵金属回收的技术优势和成熟产业经验基础，自主开发了报废汽车流程化、机械化拆解、金属智能分选与塑料分选的系列处理技术，实现对各种金属等回收资源的充分利用，挖掘最大价值。

图 37：格林美能够对报废汽车进行深度拆解



数据来源：格林美，安信证券研究中心

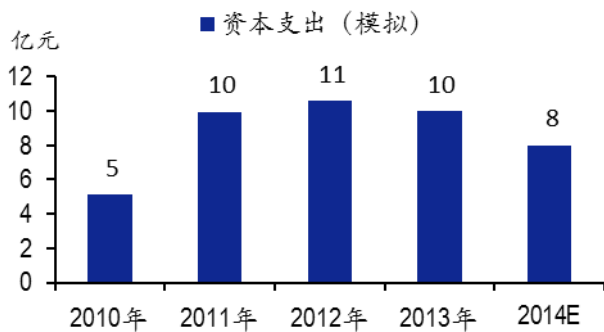
注：荧光粉、零部件回收利用环节即将打通

牵手日本巨头，提前布局零件再制造。2014 年格林美与 Honest、三井物产共同在武汉阳逻出资成立汽车零部件再制造项目（分别持股 45%、30%和 25%）。Honest 在日本、越南从事零部件再造已有 20 多年，三井物产则是世界上规模最大的综合商社，还是本田、丰田等多家汽车巨头的股东，汽车产业链资源深厚。国内零部件再制造政策尚未放开，我们预计三方合资公司将面向海外市场，将国内报废零部件再制造后出售到东南亚等地，2015 年已是开局之年。

6. 跑马圈地转为业绩兑现，开启外延增长模式

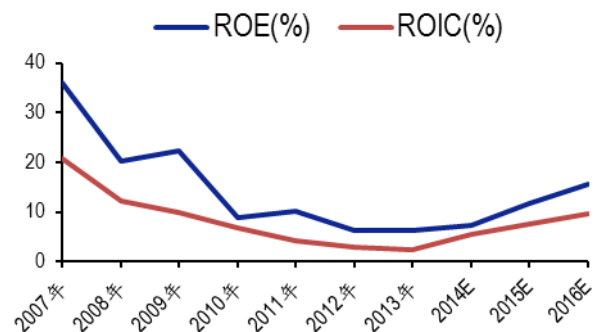
过去跑马圈地式内延增长消耗大量资本，但产业不成熟导致业绩无法兑现，打压利润、股价上涨空间。2010 年上市以来，格林美主要借助二级市场融资平台，跑马圈地式内延增长。但前期补贴政策不到位，回收拆解处理量小，加上自身生产、管理、商业模式都还不成熟，大量资本开支投入未能转化为利润和经营现金流，ROE、ROIC 等核心运营指标逐步走低。

图 38：公司始终维持高额资本开支



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 39：核心运营指标将逐步趋好



数据来源：Wind，安信证券研究中心

内延增长兑现业绩，废弃物资源化增长逻辑转向外延式：

- 1) **内延增长兑现业绩。**如前文所述，补贴基金正式实施后，制约家电拆解行业盈利的补贴政策不到位、拆解量不足两大难题已消除。格林美五大家电拆解基地拆解量逐步提高，带动内生盈利增长。
- 2) **顺势开始外延整合，扩张废旧家电回收渠道。**五大基地布局完成，格林美已基本能覆盖国内主要废弃资源集散地。随着行业内有资质企业已普遍盈利，龙头公司开始收购整合成熟拆解企业，以实现跨区域布局。2014 年格林美收购扬州宁达，即是祭旗之作。公司还与中植共同出资环保产业并购基金，有望借力中植的一级市场平台，加快整合。
- 3) **收购有回收资质的报废汽车拆解企业，借以突破地域壁垒。**随着 2015 年 307 号文修订版出台为五大总成再制造松绑，淘汰“黄标车”、“以旧换再”政策落实，以及税收政策配合，报废汽车拆解市场的政策环境将逐步向好，行业的回收量、盈利性将得到系统性改善，企业将进入盈利期。但国内汽车拆解行业有较高的行政许可壁垒，大部分县/市（一线城市牌照数量会多点）只发放一本回收拆解牌照，跨区域流动需要同时拥有多地牌照。因此，我们预计格林美同样会加大在报废汽车回收渠道端的外延力度，整合收购回收拆解企业，配合江西、武汉、天津三大基地拆解产能释放。

7. 盈利预测

7.1. 财务数据与关键假设

表 11: 公司各项产品产能及区域布局

业务板块	产品	规划产能-吨	区域	状态
电池材料	钴粉	2000	湖北荆门	已投产
	镍粉	1300	湖北荆门	已投产
	碳化钨一期	1000	湖北荆门	已投产
	碳化钨二期	2000	湖北荆门	在建
	四氧化三钴	6000	江苏凯力克	已投产
	NCM 材料	2000	江苏凯力克	已投产
	NCM 材料	5000	湖北荆门	在建
	电池级球钴	2000	湖北荆门	在建
	电积钴	1800	江苏凯力克	已投产
	电子废弃物	家电拆解	300 万台	湖北荆门
家电拆解		300 万台	江西丰城	已投产
家电拆解		200 万台	湖北武汉	已投产
家电拆解		NA	天津子牙	规划
家电拆解		200 万台	河南兰考	已投产
家电拆解		200 万台	扬州宁达	已投产
电解铜		30000	湖北荆门	部分投产
塑木产品		50000	荆门、武汉、丰城	已投产
稀贵金属		20	湖北荆门	调试
报废汽车拆解		报废汽车拆解	200000	江西丰城
	报废汽车拆解	200000	湖北武汉	在建
	报废汽车拆解	200000	天津子牙	在建

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

表 12: 公司主要产品产量预测

产量(吨)	2012 年	2013 年	2014E	2015E	2016E
电子废弃物(万台)	130	230	700	800	1,000
超细钴粉	1,671	1,636	1,800	1,900	1,900
超细镍粉	1,239	1,462	1,300	1,300	1,300
碳化钨	873	1,372	1,500	2,000	3,200
正极前驱体			8,000	15,000	15,000
黄金(kg)				1000	2,500
白银(kg)				20,000	20,000

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 13: 公司财务数据与预测

	2011 年	2012 年	2013 年	2014E	2015E	2016E
营业收入	919	1,418	3,486	4,447	6,233	7,220
增长率	61.16%	54.41%	145.77%	27.57%	40.16%	15.83%
净利润	121	135	144	230	383	588
增长率	40.67%	11.69%	7.04%	59.92%	66.04%	53.75%
销售毛利率(%)	31.68%	25.82%	16.57%	19.72%	21.36%	22.85%
销售净利率(%)	13.08%	10.17%	4.83%	5.97%	7.09%	9.03%
ROE(%)	10.12%	6.13%	6.32%	7.3%	11.6%	15.7%
资产负债率(%)	44.06%	60.79%	65.7%	53.28%	57.83%	55.82%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

7.2. 盈利预测与投资评级

我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25 元、0.41 元和 0.64 元。预计公司 2014~2016 年的营业收入分别为 44.47 亿元、62.33 亿元和 72.19 亿元，增速分别为 28%、40%和 16%；归属母公司净利润分别为 2.30 亿元、3.82 亿元和 5.88 亿元，增速分别为 60%、66%和 54%，EPS 分别为 0.25 元、0.41 元和 0.64 元。主要假设如下：

第一，考虑扬州宁达并表，2014-2016 年废旧家电拆解数量分别为 700 万台、1000 万台、1200 万台；

第二，稀贵金属生产线 2015 年正式生产，2015、2016 年产能利用率分别为 50%、100%；

第三，江西报废汽车拆解基地 2015 年逐步生产，但暂不考虑业绩贡献；

第四，2014-2016 年扬州宁达净利润分别为 4200 万元、6000 万元、7000 万元；

第五，2014-2016 年各项政府补贴合计营业外收入分别为 1 亿元、0.8 亿元、0.8 亿元；

给予公司“买入-A”评级，12 个月目标价 18 元。鉴于公司业绩放量，且外延整合、政策利好预期强烈，给予 2015 年 45x 的动态市盈率，目标价 18 元，“买入-A”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月22日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,418.4	3,486.0	4,447.2	6,233.1	7,219.6	成长性					
减:营业成本	1,052.2	2,908.5	3,767.5	5,115.2	5,798.4	营业收入增长率	54.4%	145.8%	27.6%	40.2%	15.8%
营业税费	6.4	9.3	14.5	22.0	26.1	营业利润增长率	-12.1%	6.2%	151.8%	109.2%	56.6%
销售费用	22.4	31.8	34.5	52.3	62.2	净利润增长率	11.7%	7.0%	59.9%	66.0%	53.8%
管理费用	165.8	226.1	234.4	355.9	404.3	EBITDA 增长率	32.4%	69.7%	22.1%	47.9%	26.8%
财务费用	91.0	201.1	194.7	265.9	267.8	EBIT 增长率	16.5%	68.9%	41.0%	73.5%	35.0%
资产减值损失	3.7	19.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	16.4%	74.3%	28.7%	72.7%	36.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	79.1%	21.6%	11.9%	5.2%	-0.8%
投资和汇兑收益	-1.4	-9.7	-	-	-	净资产增长率	13.3%	6.5%	43.1%	8.1%	11.5%
营业利润	75.4	80.1	201.7	421.9	660.9	利润率					
加:营业外净收支	84.7	101.0	100.0	80.0	80.0	毛利率	25.8%	16.6%	15.3%	17.9%	19.7%
利润总额	160.1	181.0	301.7	501.9	740.9	营业利润率	5.3%	2.3%	4.5%	6.8%	9.2%
减:所得税	15.8	12.7	36.2	60.2	88.9	净利润率	9.5%	4.1%	5.2%	6.1%	8.1%
净利润	134.6	144.1	230.5	382.7	588.4	EBITDA/营业收入	20.7%	14.3%	13.7%	14.4%	15.8%
						EBIT/营业收入	11.7%	8.1%	8.9%	11.0%	12.9%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	428	223	185	138	121
货币资金	1,171.4	719.5	500.2	1,460.1	1,985.3	流动营业资本周转天数	309	189	171	147	141
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	620	329	279	257	284
应收账款	339.7	475.7	578.1	810.3	938.6	应收账款周转天数	59	42	43	40	44
应收票据	143.3	163.2	222.4	249.3	216.6	存货周转天数	222	146	142	121	115
预付帐款	185.7	237.1	376.7	511.5	579.8	总资产周转天数	1,304	727	642	515	500
存货	1,209.4	1,619.6	1,883.7	2,301.8	2,319.3	投资资本周转天数	975	565	515	398	351
其他流动资产	7.0	108.2	6.0	6.0	6.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.8%	6.3%	7.0%	10.8%	14.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	2.2%	3.3%	4.5%	6.3%
长期股权投资	96.5	85.3	85.0	85.0	85.0	ROIC	5.4%	5.3%	5.6%	8.7%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,083.5	2,244.0	2,316.6	2,459.2	2,386.8	销售费用率	1.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%
在建工程	764.0	1,398.1	0.2	0.2	0.2	管理费用率	11.7%	6.5%	5.3%	5.7%	5.6%
无形资产	304.1	441.3	359.0	347.0	335.0	财务费用率	6.4%	5.8%	4.4%	4.3%	3.7%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.7%	13.2%	10.4%	10.8%	10.2%
资产总额	6,350.3	7,736.6	8,122.3	9,724.8	10,346.9	偿债能力					
短期债务	1,952.2	2,059.2	2,000.0	2,500.0	2,500.0	资产负债率	60.8%	65.7%	53.3%	57.8%	55.8%
应付帐款	191.0	259.9	565.1	767.3	869.8	负债权益比	155.1%	191.7%	114.0%	137.1%	126.3%
应付票据	-	183.7	188.4	255.8	289.9	流动比率	1.29	1.10	1.29	1.49	1.62
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.78	0.57	0.61	0.85	1.00
长期借款	637.9	1,147.8	700.0	1,200.0	1,200.0	利息保障倍数	1.83	1.40	2.04	2.59	3.47
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	3,860.6	5,084.2	4,327.7	5,624.0	5,775.5	DPS(元)	0.03	-	-	-	-
少数股东权益	265.9	314.0	300.9	359.9	423.5	分红比率	21.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	579.6	753.5	923.8	923.8	923.8	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,645.5	1,586.8	2,870.8	3,176.9	3,647.6						
股东权益	2,489.7	2,652.4	3,794.6	4,100.7	4,571.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	144.3	168.3	230.5	382.7	588.4	EPS(元)	0.15	0.16	0.25	0.41	0.64
加:折旧和摊销	135.1	223.5	212.2	212.2	212.2	BVPS(元)	2.41	2.53	3.78	4.05	4.49
资产减值准备	3.7	19.5	-	-	-	PE(X)	96.1	89.7	56.1	33.8	22.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	5.5	3.7	3.5	3.1
财务费用	95.8	205.2	194.7	265.9	267.8	P/FCF	-1,186.3	-47.5	-10.1	12.5	20.1
投资损失	-1.4	9.7	-	-	-	P/S	9.1	3.7	2.9	2.1	1.8
少数股东损益	9.6	24.2	35.0	59.0	63.6	EV/EBITDA	32.4	22.8	26.5	18.1	13.8
营运资金的变动	-643.1	-690.9	-272.3	-515.7	-29.9	CAGR(%)	45.2%	57.0%	30.2%	45.2%	57.0%
经营活动产生现金流量	-250.6	22.9	400.1	404.1	1,102.0	PEG	2.1	1.6	1.9	0.7	0.4
投资活动产生现金流量	-1,116.9	-960.7	0.3	-	-	ROIC/WACC	0.7	0.7	0.7	1.1	1.4
融资活动产生现金流量	1,518.0	487.2	-764.0	-261.2	-1,023.1	REP	2.8	2.8	3.4	2.1	1.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、衡昆分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034