安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 02 月 17 日

格林美（002340.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

稀有金属Ⅲ

不一样的格林美

■2015 年 2 月 16 日，格林美发布非公开发行股票预案，拟募集资金 30 亿元。主要用于收购凯力克 49%（3.86 亿元）、德威格林美 49%股权（1.62 亿元）、浙江德威 65%股权（1.95 亿元），偿还银行贷款 10 亿元，以及补充流动资金（12.57 亿元）。收购完成后格林美将全资控股凯力克、德威格林美，并持有浙江德威 65%股份。

■不一样的格林美。2014 年以来，公司此前自建产能、跑马圈地的成长逻辑已经完全颠覆，呈现在我们面前的是“不一样的格林美”，目前市场仍存在巨大预期差。一是家电拆解补贴正常化，内生业绩顺畅释放，ROE 进入上行通道；二是内生增长告一段落，外延整合大幕开启，公司可在并购中不断享受一二级市场的估值差异，EPS 持续增厚，并有望成为再生资源行业的上市平台，协同效应逐步累积，强者恒强；三是公司参与湖北供销合作总社国企混改，“渠道+深度综合回收”优势双剑合璧，大超预期。四是 2015 年电子废弃物和报废汽车拆解政策预计将不断涌现，再生资源行业面貌将焕然一新。

■我们看好此次再融资之后公司的发展前景和业绩潜力。一是收购对价便宜，业绩增厚明显，协同效应显著。二是 22.57 亿的“还贷+补流”虽短期内摊薄业绩，但将节省利息费用，并为公司进一步以现金为主进行外延并购奠定坚实基础。

■投资建议：维持“买入-A”评级，6 个月目标价上调至 20.68 元。考虑此次收购带来的利润增厚和 10 亿元还减少利息成本，我们上调 2014～2016 年公司净利润为 2.30 亿元（不变）、4.82 亿元（上调 1 亿元）和 7.00 亿元（上调 1.12 亿元），同比增速分别为 60%、109%和 45%。鉴于以上“不一样的格林美”的四大理由，我们给予公司 2015 年 50x 的动态市盈率，对应市值 241 亿元，考虑到公司股本由 9.24 亿股增至 11.67 亿股，目标价为 20.68 元。

■风险提示：1）再生行业利好政策不达预期；2）外延收购遇阻；3）内生业绩不达预期；4）大宗商品价格持续低迷，美国加息快于预期。

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	482.6	700.2
每股收益(元)	0.15	0.16	0.25	0.41	0.60
每股净资产(元)	2.41	2.53	3.78	5.88	6.33

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	103.1	96.3	60.2	36.3	25.0
市净率(倍)	6.2	5.9	4.0	2.6	2.4
净利润率	9.5%	4.1%	5.2%	7.7%	9.7%
净资产收益率	5.8%	6.3%	7.0%	7.1%	9.4%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.4%	5.3%	5.6%	9.0%	11.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	20.68 元
股价（2015-02-16）	15.02 元

交易数据

总市值（百万元）	13,876.08
流通市值（百万元）	11,316.81
总股本（百万股）	923.84
流通股本（百万股）	753.45
12 个月价格区间	9.95/15.02 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	16.11	-26.72	-3.00
绝对收益	12.17	6.07	47.25

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

内生业绩显著释放，外延整合大幕开启	2015-02-02
格林美：回收体系新模式，循环产业再建“园”：——投资城市矿产循环产业园及资源大市场点评	2012-11-22

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

目 录

1. 不一样的格林美 3

1.1. 格林美发布定增预案，拟募集资金 30 亿元 3

1.2. 定增预案点评：一样的再融资，不一样的格林美 4

2. 加码锂电材料、打通钴钨综合回收，还贷补流为外延并购蓄力 6

2.1. 锂电业务逐渐发力，被忽略的锂电极材料巨头 6

2.2. 打通钴钨综合回收的协同效应，拓展多金属循环再制造 7

2.3. 22.57 亿资金还贷、补流，预计将为外延并购奠定坚实基础 9

3. 2015 年再生行业政策红利将不断释放，产业面貌将得到重塑 10

3.1. 电子废弃物补贴基金扩容已确定，静待拆解补贴金额等政策落地 10

3.2. 商务部媒体吹风会，积极推动二手车流通体系和报废汽车回收体系建设 11

3.3. 再生行业增值税减征政策有望重启 12

4. 参与湖北省供销社混改超预期，“渠道+技术”优势双剑合璧 13

4.1. 参与湖北供销合作总社国企混改，“渠道+深度综合回收”优势双剑合璧 13

4.2. 报废汽车拆解政策松绑在即，整合湖北报废汽车回收产业正逢其时 14

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 不一样的格林美

1.1. 格林美发布定增预案，拟募集资金 30 亿元

2015 年 2 月 16 日，格林美发布非公开发行股票预案，拟募集资金 30 亿元。主要用于收购凯力克 49%（3.86 亿元）、德威格林美 49%股权（1.62 亿元）、浙江德威 65%股权（1.95 亿元），偿还银行贷款 10 亿元，以及补充流动资金（12.57 亿元）。收购完成后格林美将全资控股凯力克、德威格林美，并控股浙江德威 65%股份。

表 1：格林美 2015 年非公开发行募集资金用途

募投资金用途	投入-万元	经营业务	2015-2017 年业绩承诺(对应 100%股权)
收购凯力克 49%股权	38,587.5	电积钴及锂电池正极前驱体	7500 万元、8700 万元、10400 万元
收购德威格林美 49%股权	16,170	钨废弃物的回收利用	3000 万元、4000 万元、5000 万元
收购浙江德威 65%股权	19,500	硬质合金的生产	3000 万元、4000 万元、5000 万元
偿还银行贷款	100,000		
补充流动资金	125,742.77		
合计	300,000.27		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

收购三家再生资源企业，总体收购市盈率为 2015 年 10.47x。本次拟收购的三家标的公司的交易对方均对未来三年的盈利情况做出了业绩承诺，2015-2017 年度扣除非经常性损益后的归属母公司净利润合计分别为 7095 万、8823 万和 1.08 亿元，收购对价对应的 2015 年动态市盈率分别为 10.5x、11x 和 10x。

表 2：收购三家标的公司的承诺业绩及收购对价

收购标的	收购股权	承诺扣非净利润（归属母公司，万元）			收购对价（万元）	收购市盈率		
		2015 年	2016 年	2017 年		2015 年	2016 年	2017 年
凯力克	49%	3,675	4,263	5,096	38,588	10.50	9.05	7.57
德威格林美	49%	1,470	1,960	2,450	16,170	11.00	8.25	6.60
浙江德威	65%	1,950	2,600	3,250	19,500	10.00	7.50	6.00
合计		**7,095**	**8,823**	**10,796**	**74,258**	**10.47**	**8.42**	**6.88**
承诺业绩同比增速		-	**24.36%**	**22.36%**				

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

发行价 12.36 元，中植资本为首的 9 家机构认购，锁定期 36 个月。此次非公开发行的价格为 12.36 元/股，计划发行不超过 242,718,666 股，认购对象包括深圳中植、平安资管、中邮基金等 9 家机构，所有发行对象认购的锁定期为 36 个月。

表 3：深圳中植、平安资管、中邮基金等 9 家机构参与增发

发行对象名称	认购数量	出资-万元	增发完成后持股比例
深圳中植	60,680,000	75,000	5.20%
汇垠磐涅	35,015,934	43,280	3.00%
上海星鸿	25,889,968	32,000	2.22%
星通创投	24,271,845	30,000	2.08%
中邮基金	24,271,845	30,000	2.08%
平安资管	24,271,844	30,000	2.08%
华夏人寿	20,000,000	24,720	1.71%
德溢慧心	16,181,230	20,000	1.39%
中企港	12,136,000	15,000	1.04%
合计	**242,718,666**	**300,000**	**20.81%**

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：中企港持有凯力克 1.7964%股份

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.2. 定增预案点评：一样的再融资，不一样的格林美

过去的发展模式遭到资本市场冷遇。格林美自从2010年1月上市以来，连续股权融资34.58亿元，债权融资8亿元，主要用于废旧电池、电子废弃物和报废汽车产能的跑马圈地、多地布局，但由于电废基金补贴政策迟迟难以落实，电废回收量持续不达预期，高额折旧拖累业绩，ROE逐年下行，最终使得在2014年公司的定增25.69亿元只按照底价募集到17.58亿元，受到资本市场冷遇。

实际上，2014年以来，公司此前的成长逻辑已经完全颠覆，呈现在我们面前的是“不一样的格林美”，市场存在巨大的预期差。

补贴政策正常化，内生业绩顺畅释放。

第一，电废业绩进入收获季，ROE进入上行通道。2013年以来，随着电废补贴政策正常化，公司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。

第二，内生增长告一段落，外延整合大幕开启，公司可以在并购中不断享受一二级市场的估值差异，EPS持续增厚。一是电废行业的整合大潮已经来临。1）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；2）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。（详情请参见我们前期深度报告《格林美：内生业绩显著释放，外延整合大幕开启》）。

格林美有望成为再生资源行业的上市平台性公司，协同效应逐步累积，强者恒强。

二是前期的资本投入开始体现出巨大的战略优势，格林美雄厚的后端深度回收技术、上市公司平台以及政策优势，基于废旧电池、电子废弃物业务的内生业绩支撑，以及报废汽车的基地布局，具备整合前端和后端不同地域、品类的再生资源回收资产的能力，而且通过技术在现有基地的扩散以及物流的协同，会形成越来越强的协同效应。

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。2014年收购扬州宁达可谓是该逻辑的祭旗之作，此次定增收购锂电、硬质合金资产更是该逻辑的进一步延伸。

参与湖北供销合作总社国企改革，将盘活供销社系统的核心资产——渠道优势，超预期。

第三，参与湖北供销合作总社国企混改超预期，“渠道+深度综合回收”优势双剑合璧。公司将凭借其在湖北省无可争辩的后端深度综合回收优势，以及上市公司的融资优势，盘活供销合作社体系中的大量再生资源资产，获得供销社体系前端回收报废汽车、电子废弃物的渠道优势，实现类似“秦岭水泥+格林美”在“渠道+深度综合回收”优势的双剑合璧，强化公司原料保障能力，大幅提升在湖北市场的回收份额，为公司进一步做大做强提供新动力。**更进一步，我们认为，这将为公司在其他省区参与类似的当地供销合作国企混改，提供了非常好的样本。**一旦湖北的行业整合成功进行，我们不排除将在其他省区进行复制，这将极大提升格林美在再生资源领域的资源掌控能力和市场份额。

2015年是再生行业的政策大年，政策大风此起彼伏。

第四，更为可喜的是，2015年电子废弃物和报废汽车拆解政策预计将不断涌现，再生资源行业面貌将焕然一新。第一，电废拆解补贴基金已实现扩容，行业规模有望成倍增长；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，再生行业增值税下调、所得税减免的政策有望出台。第四，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，总处理产能将达45万吨/年。公司2014年与Honest、三井物产建立再制造合资公司，将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。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

我们非常看好此次再融资之后公司的发展前景和业绩潜力：

第一，收购凯力克 49%、德威凯力克 49%和江苏德威 65%股权，收购对价便宜，业绩增厚明显，协同效应显著。公司用 7.43 亿元，以 2015 年 10.47x 的市盈率将以上三块资产纳入囊中，2015-2017 年业绩承诺分别有 7095 万、8863 万和 1.07 亿元，对一贯享有 40x 以上 PE 的上市公司 EPS 明显增厚。同时，此次收购将加强公司在锂电正极材料方面的市场地位，拉通废弃钨、钴镍资源回收和硬质合金制造全产业链，大大提升了公司后端综合回收、循环利用产业链优势和盈利性。

第二，**22.57 亿的“还贷+补流”不足为虑，这将为公司进一步以现金为主进行外延并购奠定坚实基础。**单看 10 亿还贷和 12.57 亿补流，将暂时一定程度上摊薄公司业绩，但 10 亿的还贷将每年节省 5000～6000 万元利息费用，降低公司资产负债率。更重要的是，这将为公司进一步的现金收购再生行业资产奠定坚实基础。

维持“买入-A”评级，6 个月目标价上调至 20.68 元。考虑此次增发对净利润和股本总额的增厚，以及 10 亿元还贷资金减少利息成本，我们上调 2014～2016 年公司净利润为 2.30 亿元（不变）、4.82 亿元（上调 1 亿元）和 7.00 亿元（上调 1.12 亿元），考虑到公司股本由 9.24 亿股增至 11.67 亿股，对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.20 元（摊薄前 0.26 元）、0.41 元（原预测 0.45 元）和 0.60 元（原预测 0.73 元）。

鉴于以上“不一样的格林美”的四大理由，我们给予公司 2015 年 50x 的动态市盈率，对应市值 241 亿元，目标价为 20.68 元，维持“买入-A”评级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 加码锂电材料、打通钴钨综合回收，还贷补流为外延并购蓄力

2.1. 锂电业务逐渐发力，被忽略的锂电极材料巨头

凯力克是国内钴酸锂、三元锂电材料前驱体的主流供应商。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%，客户以三星、清美、当升科技、杉杉等锂电新材巨头为主。2013年，通过收购控股清美通达锂能，凯力克开始将锂电池业务由前驱体拓展到三元正极材料。

表4：格林美已打通废弃干电池到电池材料的完整产业链

业务板块	产品	规划产能-吨	区域	状态
金属	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
	电积钴	1800	江苏凯力克	已投产
前驱体	四氧化三钴	6000	江苏凯力克	已投产
	NCM三元材料	2000	江苏凯力克	已投产
	NCM动力电池前驱体	5000	湖北荆门	2015年投产
	电池级球形氢氧化钴	2000	湖北荆门	2015年投产

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

格林美锂电材料总产能已达1.5万吨，占全球正极材料市场份额将超过10%。格林美于2012年收购了凯力克51%股权，开始打通废弃干电池到电池材料的完整产业链（实际上，市场对这一业务的认知度并不高）。2013年，公司开始在荆门基地建设NCM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）项目。此次作价3.86亿元收购凯力克剩余49%股份后，2015年格林美的电池材料及前驱体总产能将达到1.5万吨，占全球正极材料的市场份额超过10%。

表5：格林美两次收购100%控股凯力克100%股份

收购凯力克股份	对应100%股份收购作价	业绩承诺
2012年2.72亿元收购51%股份	53,347万元	2012-2015年扣非净利：2201万元、4166万元、5581万元、7154万元
2015年3.86亿元收购49%股份	78,750万元	2015-2017年扣非净利：7500万元、8700万元、10400万元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

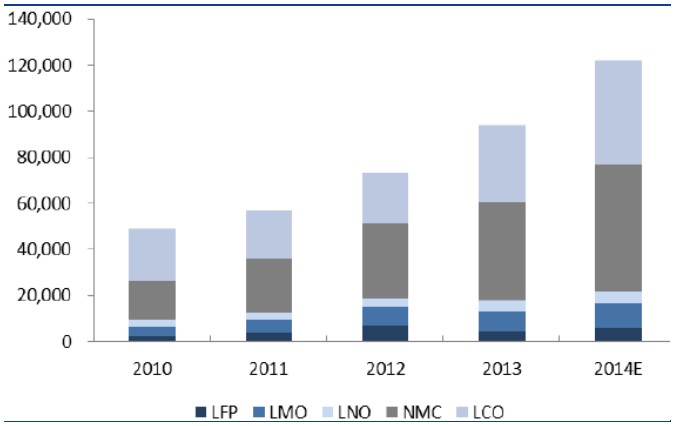
三元材料在动力电池领域的应用正在提速，前驱体是三元材料的核心环节。据《真锂研究》统计，2013年全球正极材料供应量已达11.57万吨，其中NCM、NCA分别达4.81万吨、0.775万吨。三元材料在动力电池领域的应用正在提速，业内普遍认为NCM将会成为未来电动汽车的主流选择。除Umicore、Nichia、L&F三大巨头以自产前驱体为主外，三星及国内大部分三元材料企业都是外购前驱体进行烧结。

据《高工锂电》分析，前驱体对三元材料的生产至关重要，因为前驱体的品质(形貌、粒径、粒径分布、比表面积、杂质含量、振实密度等)直接决定了最后烧结产物的理化指标。三元材料60%的技术含量在前驱体工艺里面，而相对而言烧结工艺基本已经透明了。

格林美从钴镍等金属贯通到前驱体，未来将在动力电池材料领域占有重要一席。实际上，格林美在锂电领域的实力此前并未被市场充分认识。一是1.5万吨的产能规模不容小觑，接下来公司不排除根据市场需求继续扩产；二是技术方面借鉴凯力克的先进经验，在前驱体的一致性、振实密度等指标过硬；三是与国际锂电大厂对接，保证市场份额，比如公司与三星即形成了NCM的紧密供货关系。

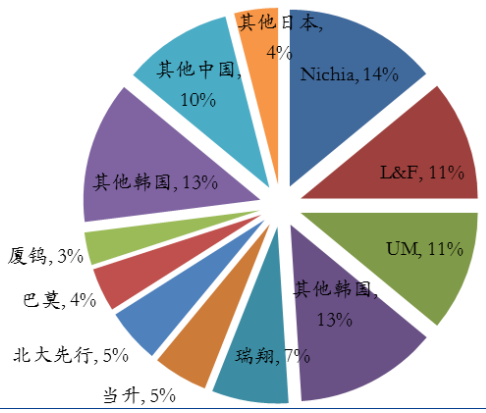
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 1：三元材料在正极材料中的占比在持续提高



数据来源：Fuji-keizai，安信证券研究中心

图 2：全球锂电池正极材料供应格局（2013 年）



数据来源：IIT，安信证券研究中心

2015 年三元材料开始享受出口退税，出口供货量有望大幅增长。根据财政部文件，2015 年 1 月 1 日起，镍的氧化物及氢氧化物、锂镍钴锰氧化物和镍钴锰氢氧化物开始实施出口退税政策。这对时下略为过剩的国内镍钴及三元材料行业无疑构成利好，大大增强出口产品的国际竞争力。考虑到格林美早已与三星达成稳定供货关系，随着出口退税政策实施，预计公司出口给韩国三星的三元前驱体及正极材料供货量将大幅攀升，毛利率也应略有提升。

表 6：三元材料 2015 年开始享受出口退税

产品名称	调整后 2015 年退税率
镍的氧化物及氢氧化物	13%
锂镍钴锰氧化物	13%
镍钴锰氢氧化物	13%

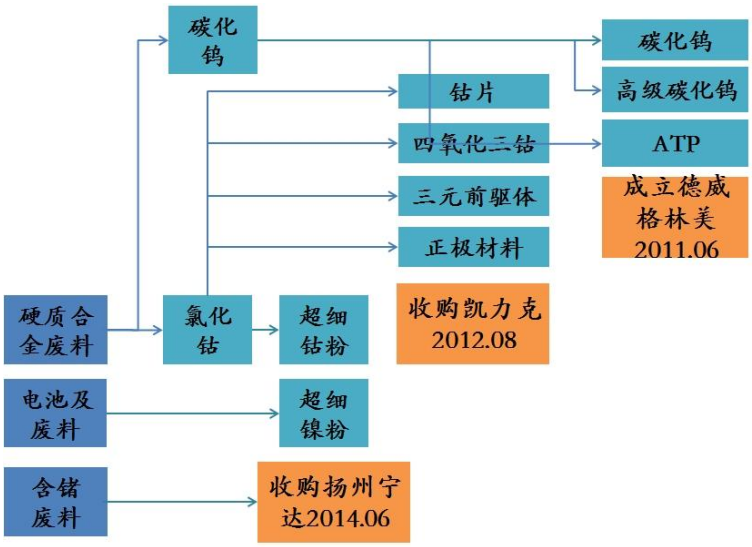
数据来源：财政部，安信证券研究中心

2.2. 打通钴钨综合回收的协同效应，拓展多金属循环再制造

格林美是国内最大的小电池回收企业，后端多金属综合循环利用已渐入佳境。格林美以超细钴镍粉再制造起家，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，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。此前通过收购德威格林美和扬州宁达，还获得了碳化钨制造、锗金属回收业务，预计未来将进一步向稀土等稀贵金属资源回收拓展。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：格林美从钴镍发展到多金属综合回收利用



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

打通钴与钨综合回收的协同效应，向硬质合金等高端制造业挺进。2011 年，荆门格林美（占 51%）与浙江德威（占 49%）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”，开始结合浙江德威（钨）与格林美（钴）的钨钴资源回收利用的协同效应。此次作价 1.6 亿收购荆门德威格林美剩余 49%股份、浙江德威 65%股权，有助于全面拉通公司在废弃钨资源回收、钴镍资源回收与硬质合金制造业务的全产业链，实现公司由循环再造超细钴粉、超细镍粉与碳化钨粉等材料到硬质合金器件的再造，实现钨钴与硬质合金器件制造全产业链供应商、客户群等渠道资源的共享，强化钨钴资源回收利用的全产业链核心竞争力与盈利能力，为公司进一步涉足硬质合金器件产品的高端循环和做强做大钨钴资源回收产业链打下坚实的产业链、市场链基础。

实际上，浙江德威硬质合金制造有限公司是全国知名的专业生产地矿类硬质合金及电锤钻头的专业生产型企业，座落在“中华全国钻头（建工）生产基地”——浙江省乐清市芙蓉工业区。生产的硬质合金及电锤钻、冲击钻等畅销全国，远销东南亚、北美及欧洲等国外市场。

图 4：浙江德威的硬质合金钻头制品

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 7：收购打通钴与钨综合回收的协同效应

收购标的	对应 100%股份作价	2015-2017 年业绩承诺
德威格林美 49%股权	33,000 万元	3000 万元、4000 万元、5000 万元
浙江德威 65%股权	30,000 万元	3000 万元、4000 万元、5000 万元

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 22.57 亿资金还贷、补流，预计将为外延并购奠定坚实基础

22.57 亿的“还贷+补流”不足为虑。单看 10 亿还贷和 12.57 亿补流，将暂时一定程度上摊薄公司业绩，但 10 亿的还贷将每年节省 5000～6000 万元利息费用，降低公司资产负债率。

更重要的是，这将为公司进一步以现金为主进行外延并购奠定坚实基础。一是电废行业的整合大潮已经来临。首先，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；第二，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。(详情请参见我们前期深度报告《格林美：内生业绩显著释放，外延整合大幕开启》)。

二是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，基于废旧电池、电子废弃物业务的内生业绩支撑，以及报废汽车的基地布局，具备整合前端和后端不同地域、品类的再生资源回收资产的能力，而且通过技术在现有基地的扩散以及物流的协同，会形成越来越强的协同效应。

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。2014 年收购扬州宁达可谓是该逻辑的祭旗之作，此次定增收购锂电、硬质合金资产更是该逻辑的进一步延伸。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 2015 年再生行业政策红利将不断释放，产业面貌将得到重塑

停牌期间再生行业政策陆续出台，预计税制改革、报废汽车等政策红利还将接连释放。

发展资源循环利用行业，在当前节能环保、经济转型升级的大背景下日益紧迫，是未来五年国家重点培育的战略性新兴产业。2015 年以来，已陆续有有《再生资源回收体系建设中长期规划》、《重要资源循环利用工程（技术推广及装备产业化）实施方案》、《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》等政策落地。我们预计，2015 年包括再生行业税制改革、报废汽车政策放开等一系列政策红利还将接连释放。

表 8：2015 年以来，再生行业利好政策陆续出台

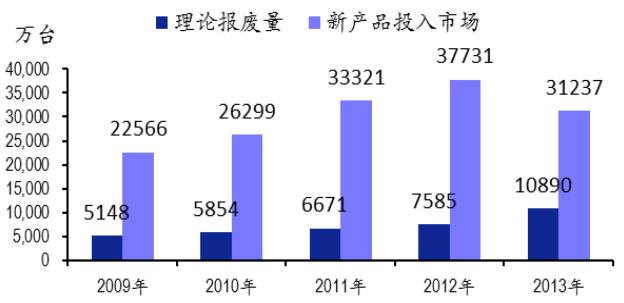
日期	相关部门	政策	主要内容
1 月 26 日	发改委等五部委	《再生资源回收体系建设中长期规划》	要求到 2020 年，大中城市再生资源主要品种平均回收率达到 75%以上，实现 85%以上回收人员纳入规范化管理、85%以上社区及乡村实现回收功能的覆盖、85%以上的再生资源进行规范化的交易和集中处理。培育 100 家左右再生资源回收骨干企业，再生资源回收总量达到 2.2 亿吨左右
1 月 28 日	发改委等六部委	《重要资源循环利用工程(技术推广及装备产业化）实施方案》	重点工程涵盖城市矿产（再生资源）、再制造、产业废弃物资源化利用以及废旧商品回收体系建设四大领域
2 月 9 日	发改委等五部委	《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》(2016 年 3 月 1 日起实施)	在原先处理目录“四机一脑”基础上，新增 9 类电器电子产品：吸油烟机、电热水器、燃气热水器、打印机、复印机、传真机、监视器、手机和电话单机。
2 月 13 日	商务部	召开“绿色流通工作”媒体吹风会	1）首次提出绿色流通概念，将完善再生资源回收体系建设、加快报废车回收企业和二手车市场改造升级、推动旧货市场发展； 2）在可再生资源回收体系建设方面，未来将从分类建立回收体系、完善回收节点功能、培育龙头企业、强化行业秩序监管、健全回收制度以及展开宣传教育等六个方面推进相关工作。到 2020 年，我国大中城市可再生资源主要品种回收率将达到 75%以上，再生资源回收总量达到 2.2 亿吨； 3）积极推动二手车流通体系和报废汽车回收体系建设，一是强化立法、标准工作，抓紧制定《二手车网上交易服务规范》等标准；二是研究完善行业发展政策，探索建立二手车临时产权制度和报废汽车回收处理基金制度等；三是加快构建诚信、有序、高效的二手车流通网络，支持建立二手车、报废汽车回收利用资源信息、交易等服务平台；四是加大行业监管力度，推动建立车辆登记、注销、回收拆解等信息共享平台。

数据来源：相关部委网站，安信证券研究中心整理

3.1. 电子废弃物补贴基金扩容已确定，静待拆解补贴金额等政策落地

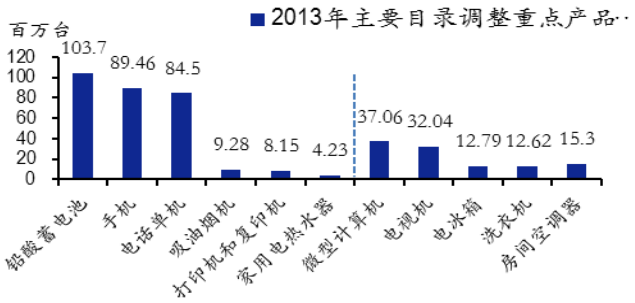
2015 年 2 月 9 号，发改委联合 6 部委印发《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》，新版目录自 2016 年 3 月 1 日起实施。在原先处理目录“四机一脑”基础上，新增 9 类电器电子产品：吸油烟机、电热水器、燃气热水器、打印机、复印机、传真机、监视器、手机和电话单机。

图 5：“四机一脑”2013 年理论报废量为 1.09 亿台



数据来源：中国家用电器研究院，安信证券研究中心

图 6：部分纳入扩容名单产品的理论报废量



数据来源：中国家用电器研究院，安信证券研究中心
注：铅酸蓄电池尚未纳入此次扩容名单

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

电子废弃物行业规模将成倍增长。此次扩容的等 9 类产品，除监视器、传真机外的 7 类品种，2013 年理论报废量合计就达 1.96 亿台，而当年“四机一脑”理论报废量为 1.09 亿台，废电行业处理规模大幅增长。

新版目录将从 2016 年 3 月 1 日开始实施，预计产品拆解规范和拆解补贴金额等政策都将于 2015 年陆续出台。当然，不同产品的拆解标准和补贴金额政策，关系到正规企业相对小作坊等渠道的竞争力，扩容产品能否帮助正规企业突围，尚待政策落地和产业验证。

实际上，此次扩容产品未包括铅酸蓄电池、锌锰干电池，补贴基金尚有重大政策红利未发挥。

3.2. 商务部媒体吹风会，积极推动二手车流通体系和报废汽车回收体系建设

2 月 13 日，商务部召开媒体吹风会，首次提出绿色流通概念，将完善再生资源回收体系建设、加快报废车回收企业和二手车市场改造升级、推动旧货市场发展。

第一，在可再生资源回收体系建设方面，未来将从分类建立回收体系、完善回收节点功能、培育龙头企业、强化行业秩序监管、健全回收制度以及展开宣传教育等六个方面推进相关工作。到 2020 年，我国大中城市可再生资源主要品种回收率将达到 75%以上，再生资源回收总量达到 2.2 亿吨；

第二，积极推动二手车流通体系和报废汽车回收体系建设。一是强化立法、标准工作，抓紧制定《二手车网上交易服务规范》等标准；二是研究完善行业发展政策，探索建立二手车临时产权制度和报废汽车回收处理基金制度等；三是加快构建诚信、有序、高效的二手车流通网络，支持建立二手车、报废汽车回收利用资源信息、交易等服务平台；四是加大行业监管力度，推动建立车辆登记、注销、回收拆解等信息共享平台。

我们预计，报废汽车回收拆解领域的政策思路已逐步理顺，2015 年关于报废汽车行业的重磅级政策有望出台。政策体系不健全，抑制国内报废汽车回收拆解行业的发展。2011 年至今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，但我国面临的最根本的问题并非技术问题，反而是制度问题：第一，大总成再制造尚未全面放开，限制企业盈利空间；第二，增值税减免取消，回收企业综合税率高；第三，报废汽车回收补贴力度不足，执法不严，非法回收、拆解、拼装泛滥，正规企业收车难。

表 9：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售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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

《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

我们预计，2015 年关于报废汽车行业的重磅级政策有望陆续出台。第一，“五大总成再制造”有望解禁，行业盈利性将系统性提升。《报废机动车回收拆解管理条例》征求意见 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。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。

表 10：五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

第二，“以旧换再”企业补贴展开，消费者购买补贴预计将出台。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。第四，增值税减征政策或重启。第五，更长远看，若报废汽车行业实行类似废电行业的生产者补贴基金模式，解决收车难问题，行业将迎来真正爆点。

3.3. 再生行业增值税减征政策有望重启

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，将系统性提升再生行业的盈利性，并对前端回收量带来强大拉动。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 参与湖北省供销社混改超预期，“渠道+技术”优势双剑合璧

2015 年 2 月 12 日，格林美发布公告，公司与湖北省供销合作总社签署《关于促进再生资源产业跨越发展的战略合作框架协议》，接下来还将签署正式的投资协议。

协议的主要内容如下：

第一，双方建立全方位长期合作关系。双方将根据本协议，以促进发展与长期合作为目标，建立全方位合作关系，具体项目另行签订合作协议；

第二，加快再生资源网络、市场整合，双方在技术、信息、人才、研发方面深度合作。决定加快再生资源网络及市场的整合，并在再生资源加工技术、综合利用、信息共享、人才培养和科技研发等领域开展深度合作，共同推动行业健康有序发展；

第三，开展再生资源产业的投资合作，全面推动湖北再生资源产业的发展，报废汽车回收拆解和再制造将是第一个突破口。双方首先对湖北省供销合作总社下属公司湖北省再生资源有限公司控股的武汉鑫汇报废汽车回收有限公司进行投资，整合全省报废汽车回收拆解和零部件再制造的业务经营，建立全省报废汽车回收拆解利用网络体系；

第四，合作有极强的排他性。本协议及将来具体项目的合作协议履行期间，湖北省供销合作总社不再与第三方洽谈、开展与本协议内容及合作协议项目相同或类似业务的合作，但公司已经明确表示放弃合作的业务或项目除外。

图 7：2015 年 2 月 12 日的签约仪式现场

数据来源：湖北省供销合作总社，安信证券研究中心

湖北省供销社党组成员、副主任明平安与格林美公司副总经理周继锋代表双方签署协议。

省政府副省长甘荣坤、副秘书长聂昌斌，省供销社党组书记、主任赵东风，深圳格林美公司董事长许开华等领导共同见证双方签约。

4.1. 参与湖北供销合作总社国企混改，“渠道+深度综合回收”优势双剑合璧

供销社系统具有先天的前端渠道网点优势，但后端深度综合回收能力不足，很难对拆解物中的资源吃干榨尽，且杜绝二次污染。供销社系统自建国初期就开始废旧物资回收业务，建立了非常细密的回收网络。湖北省供销社系统中，全省拥有各类回收网点 3459 个，系统从业人员近万人，再生回收网络终端村级综合服务社已建成 20471 家，全省行政村覆盖率达到 78%，回收采购大多可以延伸至中小回收者，具备很强的前端渠道回收优势。但由于其后端深度综合回收的投资能力、技术能力较差，很难形成真正环保的深度拆解、综合利用。

从行业整合能力看，光靠供销社系统难当此大任，国企混改势在必行。由于当前大宗商品价格低迷，再生资源业务盈利性很差，仅凭供销社系统自己的财力、技术资源，以及缺乏活力的国企体制，难以承担起整合、推进湖北省再生资源循环产业的历史重任，引入市场化机制和具有资本、技术、产能优势的战略合作者势在必行。

格林美拥有后端深度综合回收拆解优势和上市公司融资优势，同时，湖北是公司主力产能聚集地，在当地整合产业资源得天独厚。公司在上市以来，快速地利用资本市场跑马圈地，已在湖北武汉、湖北荆门、江西丰城、河南兰考、江苏泰州、江苏扬州等地迅速建成八大循环产业园，具有中国最完整的稀有金属资源化循环产业链，并和日本三井物产、Honest 商社合资布局报废汽车再制造，后端综合回收、拆解、再制造能力凸显。这些产业园中，以湖北基地最大、最成熟（荆门、武汉、仙桃），在当地整合产业资源得天独厚。

表 11：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、锗回收	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

表 12：格林美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

我们非常看好此次格林美与湖北省供销合作总社的战略合作，这将为格林美提供参与供销合作社体系国企混改的绝佳机遇。由于此次战略协议明确提及接下来会前述投资协议，我们预计格林美应大概率参与湖北供销社国企混改。公司将凭借其在湖北省无可争辩的后端深度综合回收优势，以及上市公司的融资优势，盘活供销合作社体系中的大量再生资源资产，获得供销社体系前端回收报废汽车、电子废弃物的渠道优势，实现类似“秦岭水泥+格林美”在“渠道+深度综合回收”优势的双剑合璧，强化公司原料保障能力，大幅提升在湖北市场的回收份额，为公司进一步做大做强提供新动力。

更进一步，我们认为，这将为公司在其他省区参与类似的当地供销合作国企混改，提供了非常好的样本。一旦湖北的行业整合成功进行，我们不排除将在其他省区进行复制，这将极大提升格林美在再生资源领域的资源掌控能力和市场份额。

4.2. 报废汽车拆解政策松绑在即，整合湖北报废汽车回收产业正逢其时

格林美即将成为湖北省报废汽车拆解的整合主体。按照战略协议，双方将对武汉鑫汇投资，整合湖北省全省报废汽车回收拆解、零部件再制造的业务经营，建立全省报废汽车回收拆解利用网络体系。

2015 年，报废汽车拆解行业将迎来一系列政策利好，行业整合正逢其时。一是“五大总成再制造”有望解禁，系统性提升行业盈利水平。二是，“以旧换再”企业补贴展开，消费者购买补贴预计将出台。三是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。四是增值税即征即返 50%的政策有望落地。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 02 月 17 日)

利润表

（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**
减:营业成本	1,052.2	2,908.5	3,767.5	5,116.0	5,792.7
营业税费	6.4	9.3	14.5	22.0	26.1
销售费用	22.4	31.8	34.5	52.3	62.2
管理费用	165.8	226.1	234.4	355.9	404.3
财务费用	91.0	201.1	194.7	210.9	212.8
资产减值损失	3.7	19.5	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-1.4	-9.7	-	-	-
营业利润	**75.4**	**80.1**	**201.7**	**476.1**	**721.5**
加:营业外净收支	84.7	101.0	100.0	80.0	80.0
利润总额	**160.1**	**181.0**	**301.7**	**575.6**	**827.5**
减:所得税	15.8	12.7	36.2	69.1	99.3
净利润	**134.6**	**144.1**	**230.5**	**482.6**	**700.2**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,171.4	719.5	500.2	4,539.7	5,156.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	339.7	475.7	578.1	810.3	938.6
应收票据	143.3	163.2	222.4	249.3	216.6
预付帐款	185.7	237.1	376.7	511.6	579.3
存货	1,209.4	1,619.6	1,883.7	2,302.2	2,317.1
其他流动资产	7.0	108.2	6.0	6.0	6.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	96.5	85.3	85.0	85.0	85.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	2,083.5	2,244.0	2,316.6	2,459.2	2,386.8
在建工程	764.0	1,398.1	0.2	0.2	0.2
无形资产	304.1	441.3	359.0	347.0	335.0
其他非流动资产					
资产总额	**6,350.3**	**7,736.6**	**8,122.3**	**12,804.8**	**13,515.2**
短期债务	1,952.2	2,059.2	2,000.0	2,500.0	2,500.0
应付帐款	191.0	259.9	565.1	767.4	868.9
应付票据	-	183.7	188.4	255.8	289.6
其他流动负债					
长期借款	637.9	1,147.8	700.0	1,200.0	1,200.0
其他非流动负债					
负债总额	**3,860.6**	**5,084.2**	**4,327.7**	**5,624.2**	**5,774.3**
少数股东权益	**265.9**	**314.0**	**300.9**	**324.9**	**352.9**
股本	579.6	753.5	923.8	1,166.6	1,166.6
留存收益	1,645.5	1,586.8	2,870.8	6,014.1	6,574.3
股东权益	**2,489.7**	**2,652.4**	**3,794.6**	**7,180.6**	**7,740.8**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	54.4%	145.8%	27.6%	40.2%	15.8%
营业利润增长率	-12.1%	6.2%	151.8%	136.1%	51.5%
净利润增长率	11.7%	7.0%	59.9%	109.4%	45.1%
EBITDA 增长率	32.4%	69.7%	22.1%	47.8%	27.5%
EBIT 增长率	16.5%	68.9%	41.0%	73.3%	36.0%
NOPLAT 增长率	16.4%	74.3%	28.7%	79.7%	36.9%
投资资本增长率	79.1%	21.6%	11.9%	5.2%	-0.8%
净资产增长率	13.3%	6.5%	43.1%	89.2%	7.8%
利润率					
毛利率	25.8%	16.6%	15.3%	17.9%	19.8%
营业利润率	5.3%	2.3%	4.5%	7.6%	10.0%
净利润率	9.5%	4.1%	5.2%	7.7%	9.7%
EBITDA/营业收入	20.7%	14.3%	13.7%	14.4%	15.9%
EBIT/营业收入	11.7%	8.1%	8.9%	11.0%	12.9%
运营效率					
固定资产周转天数	428	223	185	138	121
流动营业资本周转天数	309	189	171	147	141
流动资产周转天数	620	329	279	346	440
应收帐款周转天数	59	42	43	40	44
存货周转天数	222	146	142	121	115
总资产周转天数	1,304	727	642	604	656
投资资本周转天数	975	565	515	398	351
投资回报率					
ROE	5.8%	6.3%	7.0%	7.1%	9.4%
ROA	2.3%	2.2%	3.3%	4.0%	5.4%
ROIC	5.4%	5.3%	5.6%	9.0%	11.7%
费用率					
销售费用率	1.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%
管理费用率	11.7%	6.5%	5.3%	5.7%	5.6%
财务费用率	6.4%	5.8%	4.4%	3.4%	2.9%
三费/营业收入	19.7%	13.2%	10.4%	9.9%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	60.8%	65.7%	53.3%	43.9%	42.7%
负债权益比	155.1%	191.7%	114.0%	78.3%	74.6%
流动比率	1.29	1.10	1.29	2.36	2.48
速动比率	0.78	0.57	0.61	1.71	1.85
利息保障倍数	1.83	1.40	2.04	3.26	4.39
分红指标					
DPS(元)	0.03	-	-	-	-
分红比率	21.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	144.3	168.3	230.5	482.6	700.2
加:折旧和摊销	135.1	223.5	212.2	212.2	212.2
资产减值准备	3.7	19.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	95.8	205.2	194.7	210.9	212.8
投资损失	-1.4	9.7	-	-	-
少数股东损益	9.6	24.2	35.0	24.0	28.0
营运资金的变动	-643.1	-690.9	-272.3	-515.9	-27.9
经营活动产生现金流量	**-250.6**	**22.9**	**400.1**	**413.7**	**1,125.3**
投资活动产生现金流量	**-1,116.9**	**-960.7**	**0.3**	**-**	**-**
融资活动产生现金流量	**1,518.0**	**487.2**	**-764.0**	**1,714.1**	**-325.9**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	0.15	0.16	0.25	0.41	0.60
BVPS(元)	2.41	2.53	3.78	5.88	6.33
PE(X)	103.1	96.3	60.2	36.3	25.0
PB(X)	6.2	5.9	4.0	2.6	2.4
P/FCF	-1,272.7	-51.0	-10.8	15.4	23.2
P/S	9.8	4.0	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	32.4	22.8	28.1	19.7	14.9
CAGR(%)	52.0%	62.9%	30.2%	52.0%	62.9%
PEG	2.0	1.5	2.0	0.7	0.4
ROIC/WACC	0.7	0.7	0.8	1.2	1.6
REP	2.6	2.6	3.3	2.0	1.5

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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
	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。