



Research and  
Development Center

城市矿山循环领军企业，三轨驱动产能有待释放  
—— 格林美（002340.SZ）首次覆盖报告

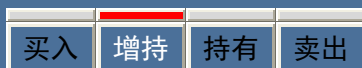
2015年10月19日

范海波 行业分析师  
吴漪 行业分析师  
丁士涛 行业分析师  
王伟 行业分析师

## 证券研究报告

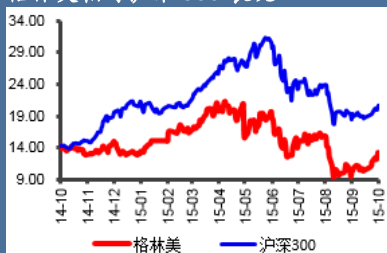
### 公司研究——首次覆盖

#### 格林美 (002340.SZ)



#### 首次评级

#### 格林美相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2015.10.16)

收盘价(元)	13.18
52周内股价波动区间(元)	8.91-21.89
最近一月涨跌幅(%)	40.21
总股本(亿股)	12.01
流通A股比例(%)	97.30
总市值(亿元)	158.29

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

**范海波** CFA, 行业分析师  
执业编号: S1500510120021  
联系电话: +86 10 63081252  
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

**吴漪** 行业分析师  
执业编号: S1500512110003  
联系电话: +86 10 63081085  
邮箱: wuyi@cindasc.com

**丁士涛** 行业分析师  
执业编号: S1500514080001  
联系电话: +86 10 63080936  
邮箱: dingshitao@cindasc.com

**王伟** 行业分析师  
执业编号: S1500515070001  
联系电话: +86 10 63081273  
邮箱: wangwei2@cindasc.com

## 城市矿山循环领军企业，三轨驱动产能有待释放

### 首次覆盖报告

2015年10月19日

#### 本期内容提要：

- ◆ **国内再生资源行业行业的先行者。**格林美是国内再生资源行业的领先企业，致力于对城市矿产的循环利用与循环再造产品的研究与产业化，目前已在湖北、江西、江苏等地建成八大循环产业园，构建了废旧电池与钴镍钨稀有金属废物循环利用、报废电子电器循环利用与报废汽车循环利用等三大核心循环产业群，循环再造钴、镍、铜、钨等二十多种稀缺资源以及新能源材料、塑木型材等多种高技术产品。
- ◆ **各项业务行业前景广阔。**稀有金属回收行业，钴镍资源的回收可用于循环生产钴镍产品与电池材料；手机电脑等产品的普及，加之新能源汽车的快速发展，为电池材料未来拥有广阔的市场需求。废弃电器电子产品拆解行业，我国家电产品已达到报废的高峰期，且拆解量还在持续上升，给家电回收行业带来了发展机会，加之政策的扩容，补贴政策呼之欲出利好行业。汽车拆解行业，我国机动车的保有量大，且还在逐年递增，对报废汽车的处置需求也已显现；《报废机动车回收拆解管理条例》预计2016年实行，将为汽车拆解行业奠定规范。
- ◆ **定增预案获证监会批准，并购在即。**近期，公司发行定增预案已获证监会审批，将用于三家公司的股权收购，已获证监会审核通过。并购成功后，公司的钴镍钨回收业务与电池材料业务将迎来产业链整合的新机遇，完成产业链闭环循环。标的公司15-17年承诺净利润之和分别为1.35亿，1.67亿和2.04亿人民币，相当于公司2014年净利润的52.12%，64.48%和78.76%，将大大提高公司的盈利能力。
- ◆ **水生态治理业务出具雏形。**荆门格林美已与广州市新之地生态环境修复有限公司将共同出资成立合资公司——湖北江河生态治理有限公司。公司已固废与废渣污泥资源化处理方面为技术支撑，以现有八大循环产业基地为依托，进军生态修复治理环保领域。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**以公司目前股本12.01亿股计算，我们预计格林美15-17年摊薄EPS分别为0.24元、0.36元和0.47元。以2015-10-16收盘价13.18元，对应的15-17年PE分别为56X、37X和28X。选取与格林美主营业务相似的A股上市公司做为可比上市公司进行对比分析。格林美的市盈率(2015E)低于行业平均水平。我们看好格林美未来在循环产业的产业链整合和废弃电器电子以及报废汽车拆解业务的前景，给予公司2015年65倍的市盈率，按2015年EPS 0.24元计算，公司目标价15.6元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**并购成功形成产业链整合；资源回收行业政策延伸；业务领域拓展等。
- ◆ **风险因素：**股权分散治理风险；产品价格变动风险；产能不达预期风险。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,486.03	3,908.86	5,069.14	6,547.70	7,872.21
增长率 YoY %	145.77	12.13	29.68	29.17	20.23
归属母公司净利润(百万元)	144.12	211.05	284.98	428.60	564.35
增长率 YoY%	7.04	46.44	35.03	50.40	31.67
毛利率%	16.57	18.63	20.18	21.37	21.70
净资产收益率 ROE%	6.32	6.37	6.44	8.98	10.74
摊薄每股收益 EPS(元)	0.12	0.18	0.24	0.36	0.47
市盈率 P/E(倍)	69	58	56	37	28
市净率 P/B(倍)	5	3	3	3	3

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2015 年 10 月 16 日收盘价

## 目 录

公司简介	1
城市矿山循环领军企业，三轨驱动发展潜力巨大	3
钴镍钨稀有金属回收业务：做产业链闭环	3
电子废弃物回收业务：预计 15 年增长 50%，16 年政策扩容拆解量有望继续大幅增长	10
电池材料业务：携手三星、比亚迪，拓展锂离子电池与储能电站业务	14
报废汽车拆解业务：积极布局中，16 年新利润增长点	17
设立合资公司，涉足水生态治理业务	19
定增预案获批通过，并购实施在即	19
盈利预测	20
相对估值与投资评级	20
风险因素	21

## 图 目 录

图 1: 格林美股权结构	2
图 2: 2010 - 2014 格林美营业收入和增长率 (亿元, %)	2
图 3: 2010 - 2014 格林美净利润和增长率 (亿元, %)	2
图 4: 钴产品的价值链	6
图 5: 镍产品的价值链	6
图 6: 格林美废弃钴镍资源-钴镍高技术产品循环模式图	7
图 7: 2009-2015 年钴粉价格变动	8
图 8: 2009-2015 年格林美钴粉产品销售收入与毛利率	8
图 9: 2010-2015 年长江有色市场 MB 超细镍粉价格变动	8
图 10: 2009-2015 年格林美镍粉产品销售收入与毛利率	8
图 11: 2012-2015 年格林美碳化钨产品销售收入与毛利率	9
图 12: 2006-2014 我国常用家用电器销量	10
图 13: 公司电子废弃物处理流程	12
图 14: 格林美历年家电拆解量 (万台)	13
图 15: 格林美电子废弃物业务历年销售收入与毛利率	13
图 16: 2013 年全球锂电池正极材料供应占比	15
图 17: 格林美电池材料业务销售收入与毛利率	16
图 18: 2005-2014 年我国民用汽车拥有量 (万辆)	18

## 表 目 录

表 1: 格林美发展历程	1
表 2: 2012-2014 格林美营业收入构成 (亿元, %)	2
表 3: 2005 年至今循环产业政策一览	4
表 4: 钴镍钨废弃资源产品产能利用情况 (吨)	7
表 5: 常用家用电器使用寿命	10
表 6: “四机一脑”产品处理目录	11
表 7: 废弃电器电子产品目录新增 9 种产品	11
表 8: 我国现行机动车强制报废标准	17
表 9: 标的公司承诺 2015-2017 年度扣除非经常性损益后的净利润 (万元)	20
表 10: 并购完成后公司利润	20
表 11: 格林美可比公司估值	21

## 公司简介

格林美股份有限公司成立于 2001 年 12 月 28 日，是国内再生资源行业的先行者。公司致力于对城市矿产的循环利用与循环再造产品的研究与产业化，目前已在湖北、江西、江苏等地建成八大循环产业园，构建了废旧电池与钴镍钨稀有金属废物循环利用、报废电子电器循环利用与报废汽车循环利用等三大核心循环产业群，循环再造钴、镍、铜、钨等二十多种稀缺资源以及新能源材料、塑木型材等多种产品。

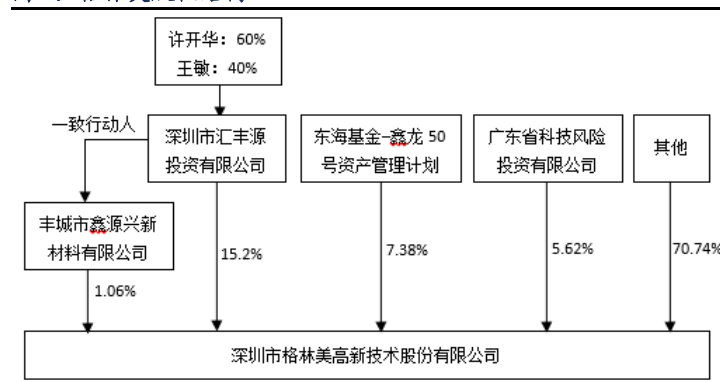
**表 1: 格林美发展历程**

时间	事件
2001.12	深圳市格林美环境材料有限公司成立，注册资本 2000 万元，主营业务为回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉体材料等产品
2002.1	更名为深圳市格林美高新技术有限公司
2004.1	启动建设荆门产业园、深圳沙井生产基地
2006.12	完成股份制改造任务，更名为深圳市格林美高新技术股份有限公司
2007.11	由国家发改委认定为第二批国家循环经济示范项目单位
2008.6	电子废弃物线路板干法处理示范线在深圳建成，为公司从事电子废弃物处理奠定了技术基础
2009.6	塑木型材正式投入小规模生产
2009.12	公司第一条废旧家电与电子废弃物处理生产线在湖北荆门循环产业园投入运行，标志公司循环产业由钴镍废弃物、废旧电池向电子废弃物和废旧家电延伸
2010.1	公司在深圳证券交易所 A 股正式挂牌上市
2010.5	成立江西格林美资源循环有限公司，在江西丰城启动电子废弃物循环产业基地建设
2011.3	格林美武汉阳逻生产基地电子废弃物循环利用生产线正式投产
2011.7	成立荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司，标志公司由钴镍废弃物向钨资源回收拓展，延伸稀有金属处理链
2011.11	力拓公司与格林美签署镍粉战略合作协议，格林美与世界巨头展开战略合作
2012.11	签约格林美（武汉）城市矿产循环产业园投资项目
2013.12	江西格林美报废汽车产业园开展废旧钢铁破碎线设备验收试运行工作
2014.7	格林美（天津）城市矿产循环产业发展有限公司项目建设开工，总投资 12 亿元，占地 600 亩
2014.11	与日本三井物产、HONEST 两家公司在武汉签约，共同合资投建汽车零部件再造项目
2015.2	与湖北省供销合作总社签署战略合作框架协议

资料来源：公司网站，公司公告，信达证券研发中心

2010年1月在深交所中小板上市，目前总股本超过12亿股，净资产近43亿元。截止目前，控股股东汇丰源及其一致行动人的股权占比为16.26%，许开华、王敏夫妇为公司实际控制人。

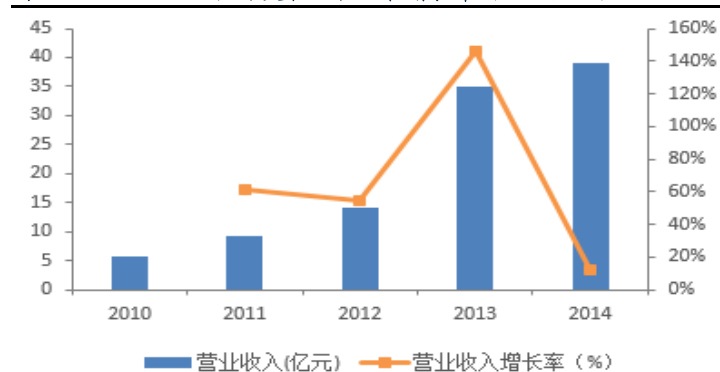
图 1: 格林美股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

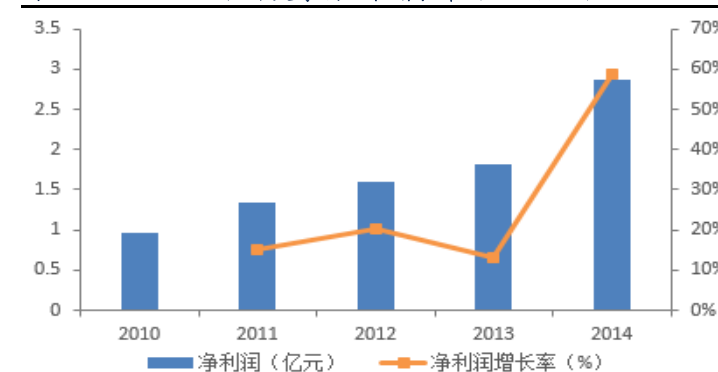
公司业绩在过去的5年中快速增长，营业收入年复合增长率61.8%，归属母公司净利润年复合增长率25.3%。根据公司近三年的营业收入占比数据，电池材料业务收入占比从5%上升至32%，而钴镍钨资源回收业务占比从56%降至25%；到目前为止，公司以废弃电器电子、电池材料和钴镍钨资源回收三项业务为盈利的三驾马车，并驾齐驱，既拓展了公司的盈利模式，又避免了之前仅开展钴镍钨资源回收业务而带来的盈利不确定性。

图 2: 2010 - 2014 格林美营业收入和增长率 (亿元, %)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3: 2010 - 2014 格林美净利润和增长率 (亿元, %)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 2: 2012-2014 格林美营业收入构成 (亿元, %)

业务板块	产品种类	2012	2013	2014
------	------	------	------	------

		收入	占比	收入	占比	收入	占比
电子废弃物	电子废弃物	1.89	13.33	4.52	12.97	8.44	21.60
	电积铜	2.86	20.15	4.98	14.28	4.55	11.63
	塑木型材	0.66	4.64	0.69	1.98	1.40	3.58
	<b>合计</b>	<b>5.41</b>	<b>38.12</b>	<b>10.19</b>	<b>29.23</b>	<b>14.39</b>	<b>36.81</b>
电池材料	四氧化三钴	0.65	4.58	9.38	26.91	12.33	31.54
	三元材料	0.07	0.49	0.50	1.43		
	<b>合计</b>	<b>0.72</b>	<b>5.07</b>	<b>9.88</b>	<b>28.34</b>	<b>12.33</b>	<b>31.54</b>
钴镍钨回收	超细钴粉	4.26	30.60	3.33	9.55	3.84	9.83
	碳化钨	1.75	12.35	2.93	8.40	2.78	7.12
	超细镍粉	1.67	11.78	1.46	4.19	2.11	5.39
	钴片	0.16	1.11	0.79	2.27	1.01	2.58
	<b>合计</b>	<b>7.84</b>	<b>55.84</b>	<b>8.51</b>	<b>24.41</b>	<b>9.74</b>	<b>24.92</b>
其他	贸易	--	--	5.62	16.13	1.17	4.37
	其他	0.22	0.86	0.66	1.89	0.92	2.36
<b>合计</b>		<b>14.18</b>	<b>100</b>	<b>34.86</b>	<b>100</b>	<b>39.09</b>	<b>100</b>

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2014年公司主营业务计算口径发生变化，将电池材料板块的四氧化三钴和三元材料合并计算。

## 城市矿山循环领军企业，三轨驱动发展潜力巨大

### 钴镍钨稀有金属回收业务：做产业链闭合循环

钴镍钨金属回收业务是格林美最早开展的主营业务，主要从事钴镍钨稀有金属废弃物的循环利用，生产超细钴粉、超细镍粉等高附加值产品。

钴为银灰色金属，钴与其他金属的合金具有高温强度高、耐热性好、耐腐蚀性高且与其他金属的浸润性好等特点。钴是一种重要的战略金属，钴及其合金广泛应用于电机、机械、化工、航空航天、硬质合金、粉末冶金、催化剂、陶瓷、粘结剂、皂化剂、干燥剂等领域。钴产量的 75%~80% 用于制造合金，20%~25% 以各种化合物形态用于化工、电子等行业。钴的产品主要有钴的基础化工产品、钴的金属态产品（钴片等）和钴粉体材料。

据美国地质调查局统计，截至 2014 年的勘探显示，全球钴的储量 720 万吨，其中刚果(金)、澳大利亚、古巴三国钴矿资源

居前三位，分别占世界储量的 47%，15%和 7%。我国的钴储量在 8 万吨，仅占世界储量的 1.11%，是钴资源相当贫乏的国家。但我国又是钴资源开采和出口大国，主要依靠进口钴矿砂及其精矿进行生产。

镍是银白色金属，镍及其合金具有许多良好的物理、化学、力学性能，如高的强度和韧性、优良的抗腐蚀性能、良好的电真空性能、具有铁磁性等，被广泛应用于不锈钢、硬质合金、粉末冶金、电池等行业。据美国地质调查局的数据，截至 2014 年世界镍储量为 8100 万吨，主要分布在澳大利亚、俄罗斯、古巴、加拿大、巴西、新喀里多尼亚等地。中国的镍储量位 300 万吨，占全球镍储量的 3.7%。从 2005 年开始中国取代日本成为世界镍消费第一大国，2014 年镍金属消耗量占全球的 50%。

对钴镍资源的大量使用，使我国每年的再生资源量持续增加。这些资源得不到适当回收，在废弃之后给环境带来了一定压力。因此，给再生资源回收处理行业带来了契机，近年来我国钴镍等稀有金属的循环回收利用得到了发展。我国政府已经高度重视再生资源的循环利用，先后出台了一系列行业法律法规与相关政策。

**表 3: 2005 年至今循环产业政策一览**

政策	发布时间	内容
《产业结构调整指导目录(2005 年本)》	05.12	“环境保护与资源节约综合利用行业的‘三废’综合利用及治理工程、再生资源回收利用产业化”以及“有色金属行业的超细粉体材料、电子浆料及其制品生产”属鼓励类项目
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南(2007 年度)》	07.01	把固体废弃物的资源综合利用列为 130 项高技术产业化重点领域之一
《循环经济促进法》	08.08	对循环经济的规划，抑制资源浪费和污染物排放的总量控制，循环经济的评价和考核，以生产者为主的责任延伸制度，对高耗能、高耗水企业的重点监管制度和强化的经济措施等方面进行了规定
《关于推进园区循环化改造的意见》	12.03	到 2015 年，50% 以上的国家级园区和 30% 以上的省级园区实施循环化改造。通过循环化改造，实现园区的主要资源产出率、土地产出率大幅度上升，固体废物资源化利用率、水循环利用率、生活垃圾资源化利用率显著提高，主要污染物排放量大幅度降低，基本实现“零排放”。同时培育百个国家循环化改造示范园区，示范、推广一批适合我国国情的园区循环化改造范式、管理模式，为各类产业园区通过发展循环经济，实现转型发展提供示范
《废物资源化科技工程“十二五”专项规划》	12.04	“十二五”期间，重点选择再生资源、工业固废、垃圾与污泥等量大面广和污染严重的废物，以废物资源化全过程清洁控制为基本前提，加强废物循环利用理论研究，大力推进废物资源化全过程污染控制技术研发，发展废物预处理专用技术，加快废物资源化利用技术研发，形成 100 项左右重大核心技术，开发 100 项左右市场前景好、附加值高的废物资源化产品。选择特色鲜明的城市(区域)，推进 100 项左右示范工程建设；统筹技术研发、创新基地、创新团队、中介服务、公共平台等建设，完善技术标准规范与产品认证体系，健全有利于废物资源化技术研发、成果转化和产业发展的创新环境，加快先进适用技术的推广普及，提高科技进步对废物资源化的贡献。”

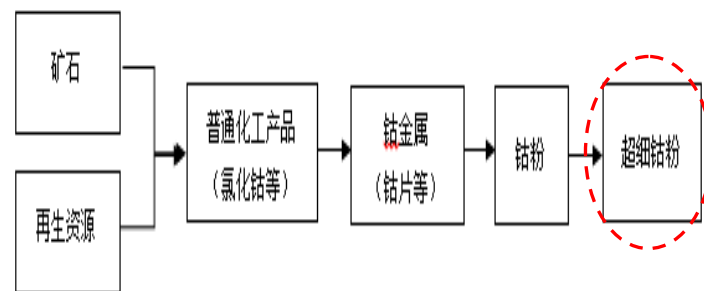
《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》	12.05	<p>对处理企业按照实际完成拆解处理的废弃电器电子产品数量给予定额补贴。基金补贴标准为：电视机 85 元/台、电冰箱 80 元/台、洗衣机 35 元/台、房间空调器 35 元/台、微型计算机 85 元/台。上述实际完成拆解处理的废弃电器电子产品是指整机，不包括零部件或散件。财政部会同环境保护部、国家发展改革委、工业和信息化部根据废弃电器电子产品回收处理成本变化情况，在听取有关企业和行业协会意见的基础上，适时调整基金补贴标准。</p>
《“十二五”危险废物污染防治规划》	12.10	<p>到 2015 年，基本摸清危险废物底数，规范化管理水平大幅提高，环境风险显著降低。具体目标和指标是：1、利用处置指标：完成铬渣污染综合整治任务；持证单位危险废物（不含铬渣）年利用处置量比 2010 年增加 75% 以上；市级以上重点危险废物产生单位自行利用处置危险废物基本实现无害化；设城市（包括县级市、地级市和直辖市）医疗废物基本实现无害化处置。2、设施建设和运行指标：完成《设施建设规划》内医疗废物和危险废物集中处置设施建设任务；《设施建设规划》内危险废物（不含医疗废物）焚烧设施负荷率达到 75% 以上。3、规范化管理指标：全国危险废物产生单位危险废物规范化管理抽查合格率达到 90% 以上，危险废物经营单位危险废物规范化管理抽查合格率达到 95% 以上。重点工程包括危险废物产生与堆存情况调查工程、利用和处置工程、监管能力和人才建设工程等三项工程。重点工程资金需求为 261 亿元。</p>
《循环经济发展战略及近期行动计划》	13.01	<p>到“十二五”末的目标（近期目标）是：主要资源产出率比“十一五”末提高 15%，资源循环利用产业总产值达到 1.8 万亿元。到 2015 年，单位工业增加值能耗、用水量分别比 2010 年降低 21%、30%，工业固体废物综合利用率达到 72%，50% 以上的国家级园区和 30% 以上的省级园区实施了循环化改造。到 2015 年，农业灌溉用水有效利用系数达到 0.53，秸秆综合利用率提高到 80%，设施渔业养殖废水处理与综合利用率达 80% 以上，林业“三剩物”综合利用率达 80% 以上。实施循环经济十大示范工程：资源综合利用示范工程；产业园区循环化改造示范工程；再生资源回收体系示范工程；“城市矿产”基地建设示范工程；再制造产业化示范试点工程；餐厨废弃物资源化利用和无害处理示范试点工程；生产过程协同资源化处理废弃物示范工程；农业循环经济示范工程；循环型服务业示范工程；资源循环利用技术产业化示范推广工程。</p>
《2014 年黄标车及老旧车淘汰工作实施方案》	14.09	<p>预计到 2015 年，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。要求 2014 年 10 月底前，重点区域地级及以上城市完成黄标车限行和禁行区域划定工作；年底前实施限行区域黄标车分时段限行，城市核心区域全天禁行；2015 年 6 月底前，所有地级及以上城市实现黄标车限行、禁行。与此同时，地方各级人民政府对淘汰黄标车及老旧车工作负总责，国务院已将黄标车及老旧车淘汰任务完成情况纳入《大气污染防治行动计划》考核，各地要尽快制定淘汰计划，明确各部门职责，确保目标如期实现。</p>
《关于推行环境污染第三方治理的意见》	15.01	<p>《意见》提出环境污染第三方治理的总体目标，即到 2020 年，环境公用设施、工业园区等重点领域第三方治理取得显著进展，污染治理效率和专业化水平明显提高，社会资本进入污染治理市场的活力进一步激发。《意见》强调，要坚持排污者付费、市场化运作、政府引导推动的基本原则，尊重企业主体地位，积极培育可持续的商</p>

		业模式，创新投资运营机制，加强政策扶持和激励，强化市场监管和服务。
		加强报废汽车回收拆解监管工作，促进老旧汽车淘汰，做好老旧汽车报废更新补贴政策有关实施工作，引导报废汽车回收拆解企业完善回收网络、拓展服务功能，探索建立相关激励机制，促进报废汽车有效回收。修订完善汽车产品回收利用技术政策，加强与再制造回收体系的衔接。提高废弃电器电子产品利用水平。对《废弃电器电子产品处理目录》进行跟踪评估，研究改善基金补贴方式。制定废弃电器电子产品资源化利用相关标准，规范废弃电器电子产品资源化利用行为。开展电器电子领域生产者责任延伸试点工作。制定发布电动汽车动力电池回收利用技术政策，加快制定废旧铅酸电池回收利用管理办法。同时，推进餐厨废弃物资源化利用和无害化处理，加强污泥处理迟滞设施的建设。
《2015年循环经济推进计划》	15.04	

资料来源：各部委网站，信达证券研发中心整理

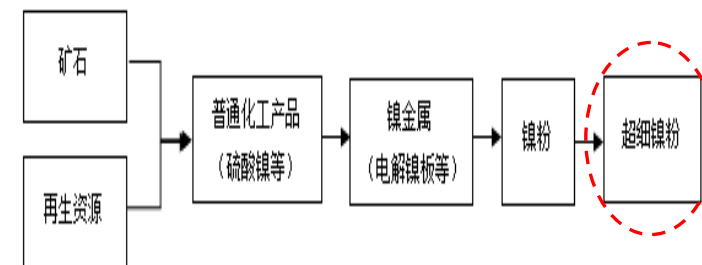
目前，国内再生资源回收体系尚不完善，还未完全形成集中收集、科学回收的体系，资源回收率不高，资源化水平不高，规模也较小，难以实现资源回收、减少环境危害的社会责任。通常钴镍金属均以原矿为原料进行生产加工，而格林美以废弃钴镍资源（如废弃二次电池）的循环利用为切入点，提纯钴镍金属。随着产品加工技术深化，产品升级，钴镍产品附加值不断提升。格林美选择制造在钴镍产品中附加值较高的超细钴粉和超细镍粉。产品替代了以原矿为原料的产品和进口产品，公司循环再造产品的质量已达到较高水平。

图 4：钴产品的价值链



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：镍产品的价值链

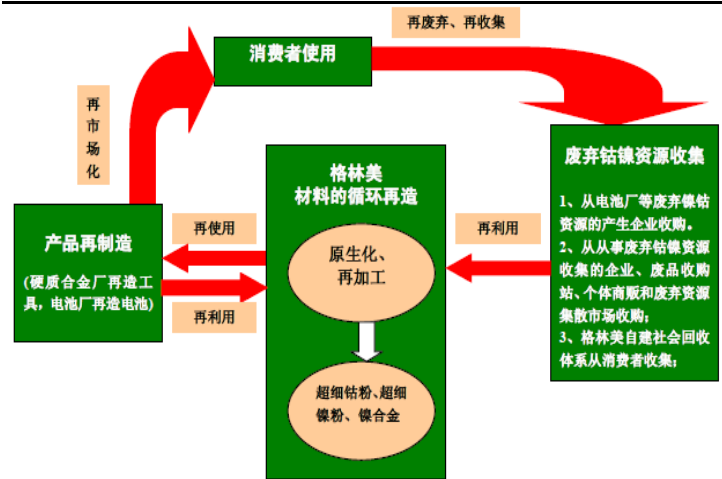


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业上游：（1）使用镍钴原料加工镍钴产品的企业，如电池厂、硬质合金厂、电镀厂、不锈钢冶炼行业等使用镍钴的工厂，这些工厂产生一定量的钴镍工业废弃物，如电池厂的边料、废品，电镀厂的废弃电镀液和电镀渣，合金厂的废料等；（2）使用镍钴产品的制造业：使用电池、硬质合金工具、钴镍催化剂等钴镍产品的企业，这些企业会定期报废镍钴产品；（3）从事钴镍废料收购的企业、个体收购者和广大的消费者。

行业下游：电池行业、硬质合金行业、粉末冶金行业等。随着中国成为电池、硬质合金和粉末冶金的制造大国，下游行业的景气度和产品技术的提高将带动钴镍粉体行业的发展。

图 6: 格林美废弃钴镍资源-钴镍高技术产品循环模式图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

自成立之初，格林美致力于对钴镍资源循环利用生产超细钴镍粉产品。2002-2004 年是公司生产技术研发阶段：公司致力于废弃钴镍资源的循环再造技术的研究开发，开发了废弃钴镍资源的循环再造等多项技术，完成了实验室技术的研究，形成了公司核心的专利技术体系。2005 - 2006 年是公司技术成果产业化阶段：公司在深圳建立了 100 吨生产线，开始核心技术的产业化探索。在深圳生产线能够稳定生产，产业化取得初步成功后，公司为开展大规模生产，在国内选择合适的生产基地，并最终决定在湖北荆门建立生产基地，并于 2006 年在荆门先期建成了 300 吨钴镍粉体材料生产线，公司进入快速发展的阶段。2007 年迄今，是公司规模化生产与经营阶段：在前期生产基础上完善和扩大规模，形成了年产 3,000 吨以上超细钴镍粉末、1000 吨以上碳化钨的生产能力，产品大规模进入市场，成为我国规模最大的采用废弃资源循环再造超细钴镍粉体的企业。

至 2012 年，公司的钴镍钨稀有金属产能已达到饱和状态。产量方面，超细钴粉、超细镍粉和碳化钨三种产品的产能利用率近三年逐步上升，已达到满负荷生产的能力；而电积钴的产能利用率在 2014 年有所下降，仅为 34%。电积钴在主营收入中占比较少，对公司业绩影响不大。

表 4: 钴镍钨废弃资源产品产能利用情况 (吨)

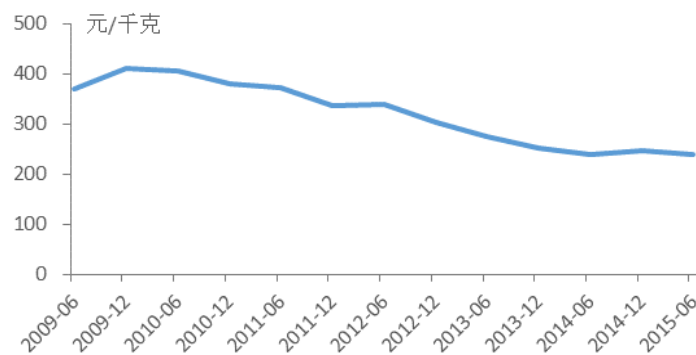
产品	2012			2013			2014		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率

超细钴粉	2000	1670.57	83.53%	2000	1636.11	81.81%	2000	2025.96	101.30%
超细镍粉	1300	1238.97	95.31%	1300	1461.62	112.43%	1300	1712.45	131.73%
碳化钨	1200	873.08	72.76%	1200	1371.67	114.31%	1200	1255.42	104.62%
电积钴	1800	180		1800	992.12	55.12%	1800	617.59	34.31%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

钴镍产品的销售收入与毛利受市场价格的影响较大。2009-2015 年，钴镍粉产品市场价格均呈下滑的态势，产品销量虽有上升，但毛利率依然随市价波动而一路下降。此外，格林美还以废旧资源为原料生产碳化钨产品。碳化钨自 2012 年开始生产，毛利率分别为 18%，22%和 11%，2014 年毛利率同比减少 50%，究其原因，也是由碳化钨的市场价格下降所致。总的来说，市场价格的变动给公司在有色金属废旧资源回收处理这一大主营业务上带来了不利影响。但是，我们预计钴镍钨产品的市场价格已到达成本支撑线，未来继续下降的空间有限。

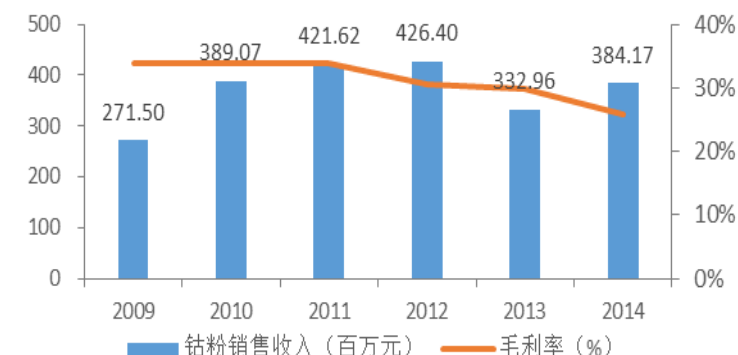
图 7：2009-2015 年钴粉价格变动



资料来源：Wind，信达证券研发中心

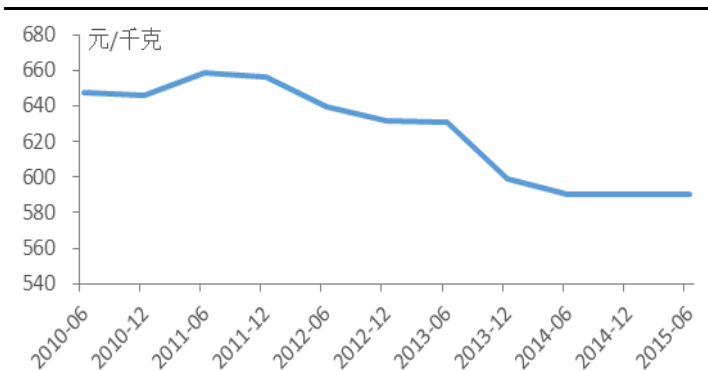
图 9：2010-2015 年长江有色市场 MB 超细镍粉价格变动

图 8：2009-2015 年格林美钴粉产品销售收入与毛利率



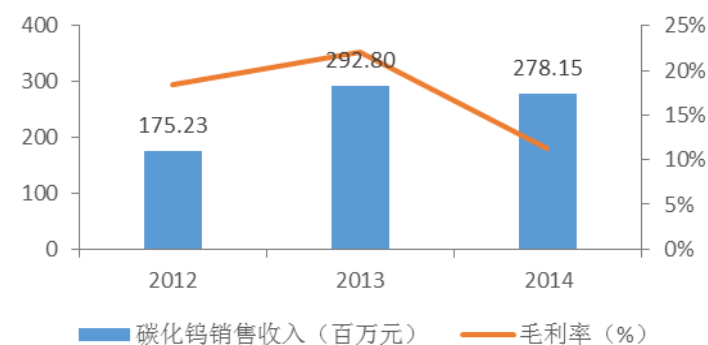
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 10：2009-2015 年格林美镍粉产品销售收入与毛利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

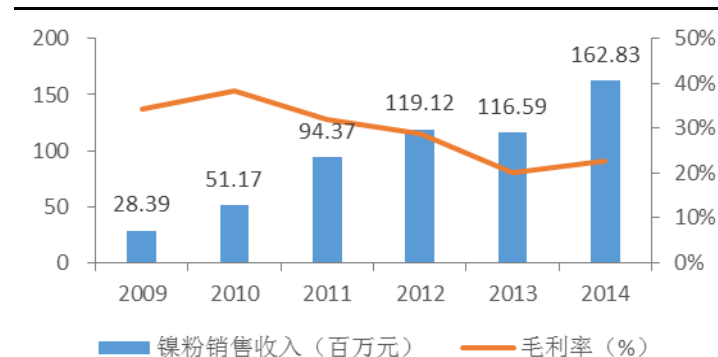
图 11: 2012-2015 年格林美碳化钨产品销售收入与毛利率



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

格林美对钴镍钨稀有金属业务的布局在于, 通过并购整合产业链, 形成产业链闭环循环。本次定增预案中, 欲以 1.95 亿元收购 65% 股权的浙江德威和以 1.62 亿元收购剩余 49% 股权的德威格林美, 均是公司闭环产业链中的重要环节。收购完成后德威格林美将成为格林美的全资孙公司。

浙江德威主要以钴钨等为原料, 从事硬质合金的生产、销售业务, 系钴镍钨产业链的下游企业。本次发行完成后, 公司将持有浙江德威 65% 股权。公司的钴镍钨产业链将进一步向下游深加工领域延伸, 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。



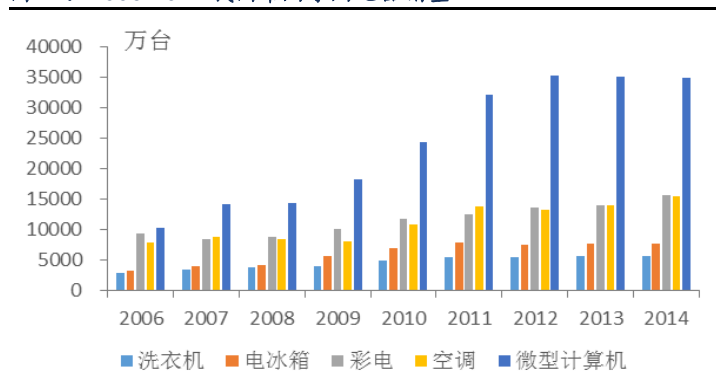
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 电子废弃物回收业务：预计 15 年增长 50%，16 年政策扩容拆解量有望继续大幅增长

随着家用电器、电子产品普及率的提升和更新换代的加速，电子垃圾也与日俱增。联合国大学发布报告称，2014 年，全球丢弃的电子垃圾总量共有 4180 万吨，且还在以每年 200 万吨的速度增长。我国的电子垃圾制造量为 603.3 万吨，仅次于美国位列第二。我国已进入电器电子产品报废的高峰期，报废量年均增长 20%，预计到 2020 年每年报废数量将达到 1.37 亿台。

我国人民生活水平不断提高，从上世纪 80 年代开始，家用电器在人们的生活中普及率越来越高。尤其是在 2000 年之后，家用电器的销量呈现爆发式增长。彩电、空调的年销量已上亿，微型计算机的销量在每年 3 亿台以上。

图 12: 2006-2014 我国常用家用电器销量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

而家电产品的使用寿命一般在 10 年以内，这意味着，我国已进入家电产品报废的高峰期，每年有一亿台以上的废弃家电需要回收处理，且随着家用电器种类的增加，报废量还在逐年上升。

表 5: 常用家用电器使用寿命

产品名称	使用寿命	产品名称	使用寿命
电视机	8-10 年	微波炉	10 年
电冰箱	12-16 年	电饭煲	10 年
洗衣机	8 年	煤气灶	8 年
房间空调器	8-10 年	吹风机	4 年
微型计算机	6 年	电风扇	10 年
电热水器	8 年	.....	.....

资料来源: 信达证券研发中心

废弃电器电子回收具有重要意义。废弃电器电子产品中有许多有用的资源，如铜、铝、铁及各种稀贵金属、玻璃、塑料等。长期以来，由于缺乏完善的回收处理体系，浪费大量资源，对环境造成严重影响，也给消费者带来安全隐患。2014年，全球4180万吨电子垃圾中含有超过1600万吨的铁，190万吨的铜和300万吨的金以及其他诸如钨的贵金属。据估算，所有这些珍贵资源的总价值约为520亿美元（约合人民币3221亿元）。

在我国，废弃电器电子回收行业起步较晚。2010年9月，我国发布了《废弃电器电子产品处理目录（第一批）》，对废弃电器电子回收这一行业开始进行规范，将电视机、电冰箱、洗衣机、房间空调器和微型计算机（简称“四机一脑”）五种家用电器列入了家电回收的范围内。2012年5月，《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》发布，对“四机一脑”回收的补贴基金进行了规定。

**表 6: “四机一脑”产品处理目录**

产品名称	产品范围与定义	现行补贴标准
电视机	阴极射线管（黑白、彩色）电视机、等离子电视机、液晶电视、OLED 电视机、背投电视机、移动电话接收终端及其他含有电视调谐器（高频头）的用于接收信号并还原出图像及伴音的终端设备。	85 元/台
电冰箱	冷藏冷冻箱（柜）、冷冻箱（柜）、冷藏箱（柜）及其他具有制冷系统，消耗能量以获取冷量的隔热箱体（容积≤800 升）。	80 元/台
洗衣机	波轮式洗衣机、滚筒式洗衣机、搅拌式洗衣机、脱水机及其他依靠机械作用洗涤衣物（含兼有干衣功能）的器具（干衣量≤10 公斤）。	35 元/台
房间空调器	整体式空调器（窗式、穿墙式等）、分体式空调器（挂壁式、落地式等）、一拖多空调器等制冷量在14000W 及以下（一拖多空调时，按室外机制冷量计算）的房间空气调节器具。	35 元/台
微型计算机	台式微型计算机（含一体机）和便携式微型计算机（含平板电脑、掌上电脑）等信息事务处理实体。	85 元/台

资料来源：国家发改委，信达证券研发中心整理

2015年2月，国家发改委等部门发布《废弃电器电子产品处理目录（2014年版）》，自2016年3月1日起实施。《废弃电器电子产品处理目录（第一批）》同时废止。新发布的文件中，新增了9种废弃电器电子产品：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、移动通信手持机和电话单机。产品目录的出台仅是开始，而补贴基金与企业名录的发布才是核心。我们预计相关配套政策将在15年下半年出台。

**表 7: 废弃电器电子产品目录新增 9 种产品**

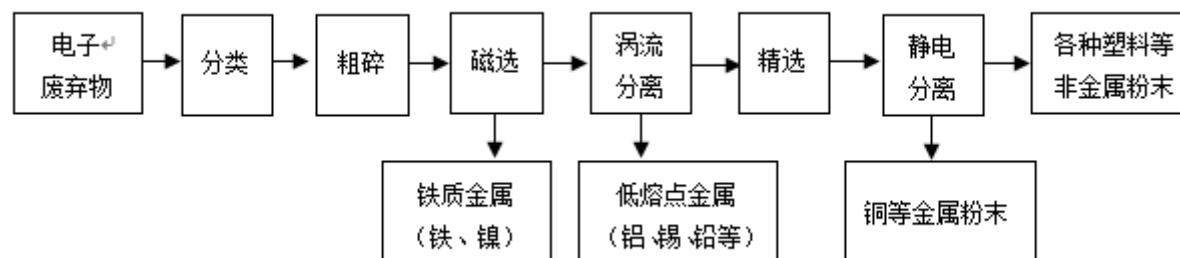
产品名称	产品范围与定义
吸油烟机	深型吸排油烟机、欧式塔型吸排油烟机、侧吸式吸排油烟机和其他安装在炉灶上部，用于收集、处理被污染空气的电动器具。
电热水器	储水式电热水器、快热式电热水器和其他将电能转换为热能，并将热能传递给水，使水产生一定温度的器具（容量≤500 升）。

燃气热水器	以燃气作为燃料,通过燃烧加热方式将热量传递到流经热交换器的冷水中以达到制备热水目的的一种燃气用具(热负荷≤70kw)。
打印机	激光打印机、喷墨打印机、针式打印机、热敏打印机和其他与计算机联机工作或利用云打印平台,将数字信息转换成文字和图像并以硬拷贝形式输出的设备,包括以打印功能为主,兼有其他功能设备(印刷幅面<A2,印刷速度≤80张/分钟)。
复印机	静电复印机、喷墨复印机和其他用各种不同成像过程产生原稿复印品的设备,包括以复印功能为主,兼有其他功能的设备(印刷幅面<A2,印刷速度≤80张/分钟)。
传真机	利用扫描和光电变换技术,把文字、图表、相片等静止图像转换成电信号发送出去,接收时以记录形式获取复制稿的通信终端设备,包括以传真功能为主,兼有其他功能的设备。
监视器	阴极射线管(黑白、彩色)监视器、液晶监视器等由显示器件为核心组成的图像输出设备(不含高频头)。
移动通信手持机	GSM手持机、CDMA手持机、SCDMA手持机、3G手持机、4G手持机、小灵通等手持式的,通过蜂窝网络的电磁波发送或接收两地讲话或其他声音、图像、数据的设备。
电话单机	PSTN普通电话机、网络电话机(IP电话机)、特种电话机和其他通信中实现声能与电能相互转换的用户设备。

资料来源: 国家发改委, 信达证券研发中心整理

格林美自 2009 年开始推行电子废弃物回收与利用的新业务。一方面, 在武汉等五个城市建设了电子废弃物回收超市, 开辟了电子废弃物回收的新型模式, 在深圳成为家电以旧换新的中标企业, 参与了深圳市家电以旧换新的活动, 成功地实现了由废旧电池向电子废弃物回收的战略转移, 为公司构建“城市矿山”资源开采体系奠定坚实基础; 另一方面, 公司开展了电子废弃物综合利用生产线建设, 继钴镍金属回收业务之后, 成为公司新的利润增长点。2009 年起, 公司先后在湖北、江西、河南建立了四个电子废弃物产业基地。2011 年, 格林美在湖北、江西的三大电子废弃物产业基地全面运行, 废旧家电的拆解总量达 130 余万台, 成为湖北、江西废旧家电拆解的主力企业。2012 年, 荆门格林美、江西格林美入选国家第一批废弃电器电子产品基金补贴名单; 2013 年 12 月, 河南格林美、武汉城市矿产公司同时入选国家第三批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单。至此, 格林美四个电子废弃物处理基地全部入选国家废弃电器电子产品处理基金补贴企业。

图 13: 公司电子废弃物处理流程

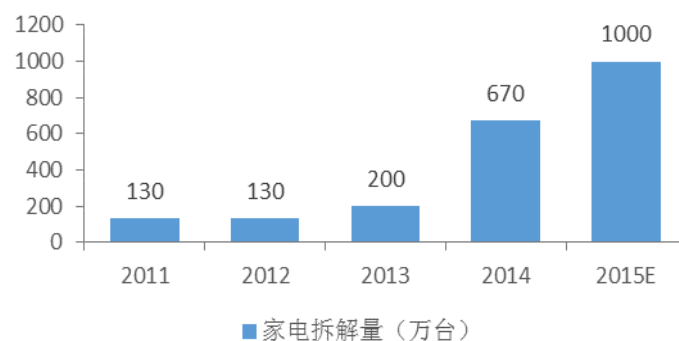


资料来源: 《格林美在中国的循环产业实践报告》, 信达证券研发中心

2014年，公司电子废弃物业务全面释放产能，电子废弃物拆解量达到670万台以上，江西格林美拆解量突破230万台，成为中国单体拆解量最大的电子废弃物拆解企业。河南兰考电子废弃物项目建成投产，年处理量约为200万台，2015年将开始对公司业绩有所贡献。此外，公司还成功并购扬州宁达，循环产业布局长三角，进一步拓展了电子废弃物业务的战略覆盖区域。截至目前，荆门格林美、武汉格林美、江西格林美、河南格林美和扬州宁达5个循环产业园电子废弃物拆解总产能约1650万台，覆盖湖北、江西、河南、江苏四省，奠定格林美在中国电子废弃物处理领域的优势地位，为格林美电子废弃物处理核心业务的持续发展打下坚实基础。

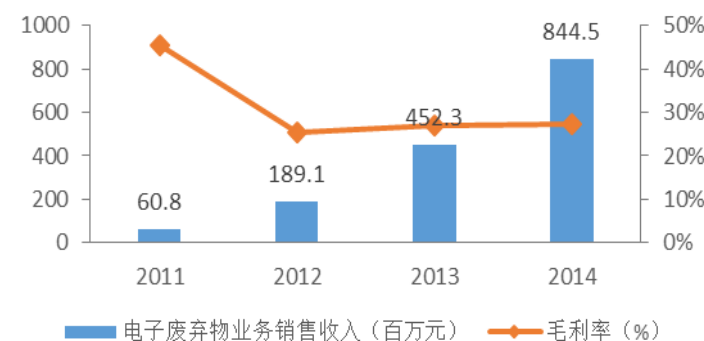
电子废弃物业务自2011年开始在财务报表中贡献收入，销售收入在此后的三年间快速增长。近三年的毛利率均在30%左右。

图 14: 格林美历年家电拆解量 (万台)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 格林美电子废弃物业务历年销售收入与毛利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2015年电子废弃物拆解名录扩容，暂时对格林美的业务不构成实质性利好，要等待更多关于拆解规范和补贴金额政策的出台。但是可以预计，在政策的影响下，格林美2016年的拆解量有望大幅增加。

2015年6月，国家财政部、国家税务总局联合发布了《关于印发<资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录>的通知》[财税(2015)78号]，自2015年7月1日起实施。根据增值税优惠目录，对于废旧电池、废旧电器电子产品、报废汽车、废旧线路板、废塑料等循环再造的金属及其化合物和塑料制品等，将享受30%以上的增值税退税优惠。再生资源行业增值税优惠，有望给公司带来几千万元财费缩减。

2015年2月，格林美与湖北省供销合作总社签署了《关于促进再生资源产业跨越发展的战略合作框架协议》，双方将建立全方位的合作关系，开展再生资源产业的投资合作，推动湖北再生资源产业的发展。7月，双方签署“互联网+分类回收”框架协议书，将以“回收哥”为形象主体，利用互联网、大数据等现代信息手段，利用手机APP、微信和网站实现居民线上交投

废品与“回收哥”线下回收的深度融合，打造国内“互联网+分类回收”的模式。与湖北省供销合作总社进行合作，对公司未来在省内开展废弃电器电子产品回收业务和汽车拆解业务打下基础。

2015年10月14日，格林美签署山西电子废弃物处理项目股权转让框架协议，以进一步拓展公司电子废弃物处理业务在西北部的布局，提高公司电子废弃物处理业务的市场占有率。格林美和樊飞与山西洪洋海鸥废弃电器电子产品回收处理有限公司原股东陈武杰等四人经协商，转让其持有的公司80%股权。山西洪洋海鸥废弃电器电子产品回收处理有限公司，主要从事电子废弃物回收拆解业务，拥有《废弃电器电子产品处理资格证书》，是国家定点的废弃电器电子产品处理企业，享受国家废弃电器电子产品处理基金补贴，资质许可处理总量为年处理95万台报废电子电器。本次股权转让完成后，格林美将持有标的公司68%股权。

目前格林美已拥有湖北荆门、湖北武汉、江西丰城、河南兰考、江苏扬州5大废弃电器电子产品拆解处理基地，覆盖中南、中原与华东地区，但是缺失对西北部地区的市场覆盖。本次股权转让完成后，公司电子电器废弃物拆解业务将扩展延伸覆盖西北部地区，扩大业务覆盖范围，并且通过目标公司环评扩容，增加目标公司厂房面积、扩大产能规模，提高了公司废旧电子电器的整体处理能力；同时，公司拥有的入选国家废弃电器电子产品处理基金补贴企业将增至6家，进一步巩固公司在该领域的领先地位，提升核心业务的盈利能力。

10月18日，公司电子废弃物业务扩张再下一城，与贵阳市供销合作社签署《关于开展报废电子电器绿色处理、促进贵阳市再生资源产业跨越发展的战略合作框架协议》，以进一步拓展公司电子废弃物处理业务在西南地区的布局，提高公司电子废弃物处理业务的市场占有率。双方同意开展以下领域与项目的战略合作：报废电子电器绿色处理项目、“互联网+分类回收”O2O电商回收网络项目、报废汽车循环利用项目、工业固体废物处理业务项目和回收利用废弃家具等其他再生资源合作项目。双方将采取资本、技术与资源合作的方式，设立合资企业。

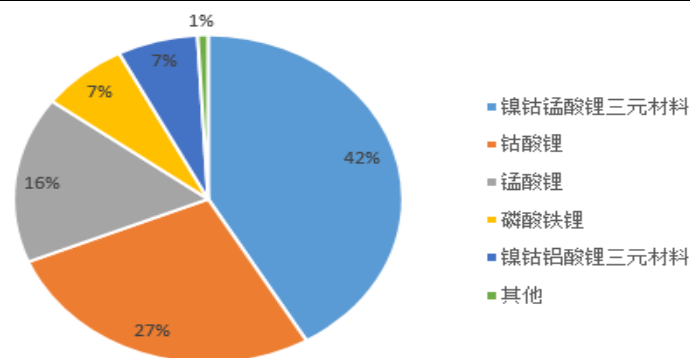
贵阳市供销合作社是贵阳市再生资源经营发展主体，其下属企业拥有废旧电子电器产品资质及报废汽车处理资质，再生资源回收网站广泛，重视再生资源产业发展；并且贵阳市地理位置优越，辐射覆盖西南地区的再生资源原材料供应。本次合作标志着公司电子电器废弃物拆解业务将扩展延伸到西南地区，扩大了公司的业务覆盖范围，进一步强化公司连接东西、贯穿南北的全国范围内循环产业大布局，提高了公司废旧电子电器的整体处理能力；双方通过战略合作，实现资源、技术与资本的大联合，能迅速推动公司再生资源产业的大发展，强化公司城市矿山循环产业的原料保障体系建设，能进一步提升公司盈利能力与核心竞争力。

### 电池材料业务：携手三星、比亚迪，拓展锂离子电池与储能电站业务

锂电池是一类由锂金属为负极材料、使用非水电解质溶液的电池，主要分为锂金属电池和锂离子电池。由于锂金属电池技术难度较大，锂离子电池应用更广泛。锂离子电池作为新一代绿色高能电池，具有电压高、能量密度大、循环性能好、自放电

小、无记忆效应、工作稳定范围宽等众多优点，已被广泛应用于移动电话、笔记本电脑、电子仪表等各类电子产品中，并在电动汽车中也具有良好的应用前景。未来，随着消费类电子产品、电动汽车需求的快速增长，锂离子电池需求将持续旺盛。受益于锂电池需求的快速增长，其核心原料正极材料也迎来发展契机。目前，较成熟的锂电池正极材料主要包括钴酸锂、镍钴酸锂、镍钴锰三元材料、镍钴铝三元材料、锰酸锂、磷酸铁锂等。其中，镍钴锰酸锂三元材料和钴酸锂的应用最为广泛。

图 16: 2013 年全球锂电池正极材料供应占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

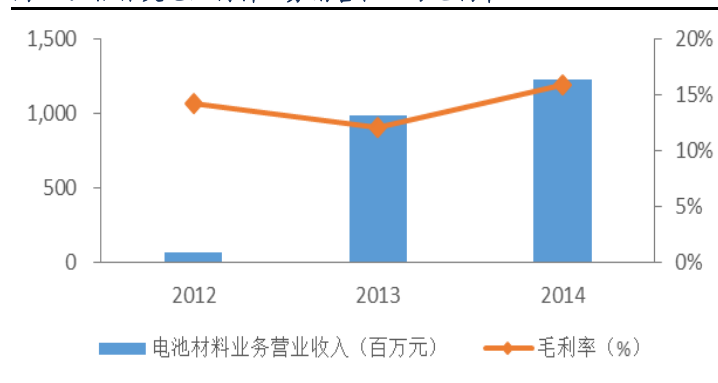
2012 年，格林美经过多年发展，形成了废电池、钴镍废物到电池材料的产业链，主要生产四氧化三钴和三元材料两种产品，其中，四氧化三钴是生产钴酸锂的原料。钴酸锂电池结构稳定、容量比高、综合性能突出、但是其安全性差、成本非常高，主要用于中小型号电芯，广泛应用于笔记本电脑、手机、MP3/4 等小型电子设备中。三元材料主要是指 NCM，即同时包含了镍（Ni）、钴（Co）、锰（Mn）三种元素，具有容量高、电压高等优点，做正极的电池相对于钴酸锂电池安全性高，但是用在手机上会有明显容量不足的感觉，主要用作小型动力电池，逐渐成为电动汽车应用主流，未来具备广阔的市场前景。

2012 年 12 月，格林美以现金收购了江苏凯力克钴业股份有限公司（简称“凯力克”）51%的股权。凯力克是一家专注于钴金属湿法冶炼及钴新能源材料产品深加工的高新技术企业。公司主要生产四氧化三钴、电积钴、三元前驱体等产品。凯力克是电池正极材料领域与战略钴金属领域的知名企业，生产的四氧化三钴销售给 SAMSUNG、湖南杉杉新材料有限公司等国内外知名下游企业。

公司发行定增预案，拟收购凯力克剩余 49%的股权，收购完成后，将充分发挥公司以及凯力克在钴产品产业链的互补效应，实现钴产品产业链与产品市场的战略整合，夯实公司在钴产品产业链的竞争地位，全面提升公司在锂离子电池正极材料制造业务的核心竞争力，强化公司从废旧电池回收动力电池材料再造的全产业链建设，推动公司快速发展成为具有国际竞争力的锂离子动力电池正极原料制造商，提升公司在新能源材料制造业务方面的国际竞争力与综合盈利能力。

自 2013 年起，凯力克贡献利润，电池材料销售量与销售收入大幅上升。目前，在格林美的所有产品中，三氧化二钴的收入与净利润最高，是公司的核心产品之一。电池材料销售量突破 10000 吨，占中国市场的 25% 以上，成为中国最大锂离子钴系正极原料供应商。基于公司的发展前景，预计 2015 年电池材料销售量增加 20%-50%。

图 17: 格林美电池材料业务销售收入与毛利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2015 年 4 月 9 日，公司及控股子公司江苏凯力克钴业股份有限公司与全球最大锂电池制造商三星集团就有关锂离子电池正极材料关联业务签署了谅解备忘录，将在新正极材料前驱体原料(氧化钴、NCM-P、NCA-P 等)开发上积极合作。谅解备忘录的签订，为公司及控股子公司凯力克三氧化二钴、三元电池材料等产品开拓了重要销售渠道，促进了格林美在国际层面业务的发展与扩大，为格林美全面提升电池材料技术水平提供有力保障。同时 SDI 作为全球最大的锂电池制造商，对三氧化二钴、三元电池材料的需求量大、质量要求高，该备忘录的签署可以使格林美电池材料产业链的技术水平与国际接轨，提升格林美电池材料的盈利能力和核心竞争力。

2015 年 7 月，格林美与深圳市动力创新和深圳市安利豪签署石墨烯项目合资经营协议书，三方共同出资建立合营公司，主要经营石墨烯技术开发及其在新能源材料、超细粉体材料、导电材料、新型涂料等领域的产业化应用等。合营公司的建立将增强格林美在钴镍电池材料与粉体材料领域的技术水平，保持行业的竞争优势；推进石墨烯电池材料与石墨烯粉体材料的新兴市场应用，与格林美现行电池原料与粉体材料形成上下游产业链。格林美致力于打造电池材料上下游全产业链，合营公司的建立将为公司带来持久的积极作用。2015 年 9 月 28 日，公司发布公告称，合营公司——深圳市本征方程石墨烯技术股份有限公司已完成工商登记。

2015 年 9 月，格林美与比亚迪股份有限公司签署了《储能电站和光伏电站项目合作框架协议书》，双方合作旨在进一步推广储能电站和光伏电站在工业园区的商业化应用，使储能电站和光伏电站成为工业节能减排的主导方式，促进电池制造、储能电站、光伏电站到报废产品循环再造的全产业链建设。比亚迪是国内动力电池、储能电站和光伏电站领域的领先企业，格林

美作为电池回收和动力电池材料循环制造的先进企业与国家循环经济教育示范基地；因此，双方合作将充分利用比亚迪在动力电池、储能电站和光伏电站的技术与产品优势，充分利用格林美作为国家循环经济教育示范基地与国家城市矿产示范基地的示范效应，推广储能电站和光伏电站在工业园区的商业化应用。

10月8日，公司发布公告称，与比亚迪下属公司深圳市比亚迪投资管理有限公司共同投资设立的合资公司——储能电站（湖北）有限公司已完成工商登记。合资出资额为1亿元，其中甲方占比55%，乙方占比45%。合资公司设立完成后，将按照签署的相关协议，迅速推进储能电站和光伏电站的建设，快速推广储能电站和光伏电站在工业园区的商业化应用，使储能电站和光伏电站成为工业节能减排的主导方式，打通公司废旧材料——新型电池材料——储能电站的大产业链，形成产业链的完整闭合回路，进一步拓展公司业务领域，提升公司产业链的核心竞争力和盈利能力。

### 报废汽车拆解业务：积极布局中，16年新利润增长点

2013年1月，国家商务部、发改委、公安部、环保部四部委联合发布《机动车强制报废标准规定》，自2013年5月1日起正式实施。文件中规定，对达到一定使用年限和行驶里程的机动车引导报废。

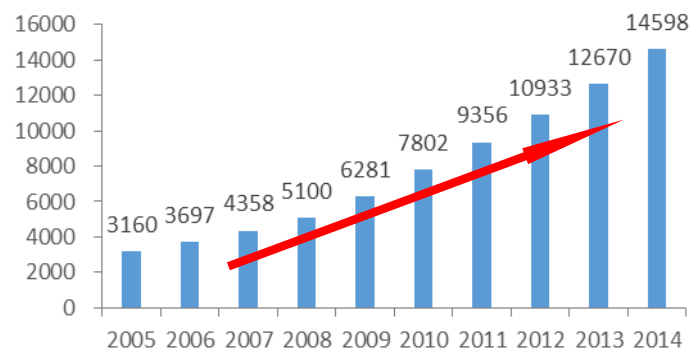
表 8：我国现行机动车强制报废标准

车辆类型与用途		使用年限（年）	行驶里程（万公里）
出租客运	小、微型	8	60
	中型	10	50
	大型	12	60
租赁		15	60
教练	小型	10	50
	中型	12	50
	大型	15	60
公交客运		13	40
其他运载客汽车	小、微型	10	60
	中、大型	15	50
非营运载客汽车	小、微型	无限制	60
	中型	20	50
	大型	20	60
……	……	……	……

资料来源：国家发改委，信达证券研发中心

我国在 2005-2014 年之间的民用汽车拥有量以每年 10% 以上的速度递增。截止 2012 年底，已突破 1 亿量，预计至 2015 年我国汽车保有量将达到 1.5 亿辆的水平，2020 年将超过 2 亿辆，且我国汽车市场将逐渐进入更新换代高峰期。按照成熟市场报废汽车占汽车保有量 6%~8% 的水平来计算，2015 年我国年报废汽车量将达到 900 万~1200 万辆，2020 年将达到 1200 万~1600 万辆，报废量巨大，市场前景广阔。

图 18: 2005-2014 年我国民用汽车拥有量 (万辆)



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

2012 年，格林美取得武汉、天津、江西等大型城市的报废汽车回收处理资质，正式启动了湖北、江西的报废汽车处理基地的建设。2013 年，格林美江西报废汽车循环产业园已完成建设，年综合处理报废汽车与各种复杂金属废料能力可达 30 万吨（其中报废汽车 10 万吨，各种金属复杂废料 20 万吨）。格林美利用自主研发的技术优势，首创了“流程化、机械化、无害化、资源化、信息化、教育化”的中国报废汽车处理模式，对报废汽车和各种复杂金属废料进行分类回收，实现报废汽车的资源化利用，成为中国第一条世界先进水平的报废汽车处理示范线，为公司未来大规模进入报废汽车行业奠定了坚实的基础。2014 年度，天津、武汉两大报废汽车产业园区部分主体工程建成，进入调试阶段，预计 2016 年形成规模、产生效益。

政策方面，《报废机动车回收拆解管理条例》预计 2016 年实行。汽车拆解市场目前各地壁垒严重，格林美在武汉、江西和天津已取得的拆解资质将对公司业务产生积极影响。2015 年 4 月，格林美天津公司已经正式获得老旧汽车报废更新信息管理系统登录账号和密钥。这表明，公司可以在天津地区开展老旧汽车的报废核销、回收拆解业务。此资格的认定为格林美天津公司开展报废汽车回收拆解业务以及进一步推动公司报废汽车循环利用项目提供了有力支撑。2015 年 7 月，公司与湖北省供销社合作总社签署“互联网+分类回收”框架协议书，该框架协议的签订，将促进公司与湖北省政府的进一步合作，对公司获得湖北市场的汽车拆解资质具有积极作用。目前，公司报废汽车拆解业务尚未并表，江西报废汽车项目预计 2015 年下半年开始正常生产，武汉报废汽车项目及天津报废汽车项目预计 2016 年逐步投产，项目投产后将逐步释放产能与效益，报废汽车拆解收入将逐年增加。

2015年10月，格林美与三井物产株式会社签署报废汽车产业战略合作备忘录。双方决定扩大在中国报废汽车业务及其下游产业链的全面合作，联合日本技术优势与人才体系，建设具有核心竞争力及优越性的报废汽车综合利用产业链，约定以格林美武汉、天津、江西等报废汽车处理基地为中心，全面研究中国报废汽车循环利用产业的政策、市场与模式，探索联合组建报废汽车产业集团，实施在中国开展报废汽车循环利用整体产业链合作的规划、项目与模式，迅速拓展再制造、有色金属深度分选、废轮胎、废催化剂、废塑料等各种资源循环再生业务，同时积极探索与全球范围内实力企业的合作，提升双方报废汽车循环利用业务的全球核心竞争力。

三井东京是世界最大的综合商社之一，公司携手三井东京，在共同合作的基础上，探索研究整个报废汽车处理业务板块的战略合作，有利于组合日本先进的技术与产业模式，利用三井东京在全世界拥有的完善的商务市场网络，以中国最合适的报废汽车处理方法和合作模式，迅速做大做强格林美报废汽车全产业链业务，缩短实现规模效益的时间周期，提升格林美报废汽车全产业链盈利能力与全球核心竞争力。

## 设立合资公司，涉足水生态治理业务

2015年10月，格林美发布《关于全资子公司签署江河生态治理项目合资经营协议的公告》，荆门格林美已与广州市新之地生态环境修复有限公司签订《合资经营协议》，两公司将共同出资成立合资公司——湖北江河生态治理有限公司。注册资本为1000万元，由双方以货币形式出资，其中荆门格林美出资550万元，广州新之地出资450万元。合资公司集中在湖北省内市场区域，主营业务为水环境综合治理，土壤修复与污泥处理，环境生态综合整治，技术咨询与环境服务等。

广州新之地是国内知名的环保装备制造及环境综合服务提供商，在水环境生态修复、污泥处理等业务领域处于国内优势地位，是广州市污泥处理装备工程技术研究开发中心的依托单位。公司经营范围主要有：生态监测；河湖治理及防洪设施工程建设；土壤修复；商品批发贸易；水资源管理；景观和绿地设施工程施工；风景园林工程设计服务；城市水域垃圾清理；商品零售贸易；水污染治理。

格林美携手广州新之地，进军生态修复治理环保领域，将发挥双方在水资源生态修复治理与污泥治理的技术优势，推广生态修复治理业务示范模式与盈利模式，拓展公司“废物再生+环保服务”新模式，提升公司在废物再生产业的核心竞争力和盈利能力。

## 定增预案获批通过，并购实施在即

2015年6月，格林美发布非公开发行股票预案，拟对深圳中植、上海星鸿、星通创投、中邮基金、平安资管、华夏人寿、德溢慧心和中企港等公司非公开发行股票不超过270,232,180股，发行价格为9.50元/股。募集资金总额不超过2,567,205,710元，募集资金净额将用于：（1）收购凯力克49%的股权；（2）收购德威格林美49%的股权；（3）收购浙江德威65%的股权；

(4) 偿还银行贷款；(5) 补充流动资金。2015年10月14日，公司收到证监会《关于核准格林美股份有限公司非公开发行股票批复》。

公司现有股本为1,200,992,217股，本次非公开发行股票发行完成后，公司总股本将增加到1,471,224,397股，汇丰源及其一致行动人鑫源兴持有公司的股份比例为13.27%，汇丰源仍为公司的控股股东，许开华和王敏夫妇仍为公司的实际控制人。

本次拟收购的三家标的公司对未来三年盈利情况做出的业绩承诺如下：

**表 9: 标的公司承诺 2015-2017 年度扣除非经常性损益后的净利润 (万元)**

标的公司	2015 年度	2016 年度	2017 年度
凯力克	7500	8700	10400
德威格林美	3000	4000	5000
浙江德威	3000	4000	5000

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

假设公司 2015 年末完成定增预案，2016 年 1 月起并表，则按增发后新股本 14.71 亿股计算，预计格林美 2016-17 年摊薄 EPS 分别为 0.35 元和 0.46 元。

**表 10: 并购完成后公司利润**

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
公司本部净利润 (元)	284,980,947.93	428,599,177.27	564,351,802.32
标的公司归属净利润 (元)	--	88,230,000.00	107,960,000.00
公司净利润 (元)	284,980,947.93	516,829,177.27	672,311,802.32
股本数 (股)	1,200,992,217	1,471,224,397.00	1,471,224,397.00
EPS (元)	0.24	0.35	0.46

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 盈利预测

按公司目前股本 12.01 亿股计算，我们预计格林美 15-17 年摊薄 EPS 分别为 0.24 元、0.36 元和 0.47 元。以 2015-10-16 收盘价 13.18 元，对应的 15-17 年 PE 分别为 56X、37X 和 28X。

## 相对估值与投资评级

我们选取与格林美主营业务相似的 A 股上市公司做为可比上市公司进行对比分析。可比公司的 PE (2015E) 均值为 65 倍，中值为 70 倍。相比之下，格林美的市盈率(2015E)为 56X，低于行业平均水平。我们看好格林美未来在循环产业的产业链整合和废弃电器电子以及报废汽车拆解业务的前景，给予公司 2015 年 65 倍的市盈率，按 2015 年 EPS 0.24 元计算，公司目标价 15.6 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11: 格林美可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			PB	
			2015E	2016E	2017E	TTM	2015E	2016E	2017E		
603799.SH	华友钴业	18.13	0.20	0.30	0.35	108	90	60	52	4	
000693.SZ	华泽钴镍	17.10	0.51	0.63	0.93	40	34	27	18	6	
002672.SZ	东江环保	21.11	0.42	0.60	0.82	63	50	35	26	7	
600217.SH	*ST 秦岭	7.32	0.23	0.32		-284	32	23		13	
002460.SZ	赣锋锂业	29.76	0.31	0.40	0.47	115	96	74	63	6	
002466.SZ	天齐锂业	71.99	0.79	1.21	1.65	122	91	60	44	6	
中值								70	47	44	6
均值								65	47	41	7

资料来源：除格林美外，其他公司盈利预测来自 wind 一致预期，股价为 2015 年 10 月 16 日收盘价

## 风险因素

- 1、股权分散治理风险。本次定增发行前，公司控股股东为汇丰源，其持有公司 182,511,431 股股份，占公司总股本的 15.20%；汇丰源的一致行动人鑫源兴持有公司 12,763,343 股股份，占公司总股本的 1.06%。汇丰源及其一致行动人鑫源兴合计持有公司 195,274,774 股股份，占公司总股本的 16.26%。发行完成后，公司第一大股东汇丰源及其一致行动人持有公司的股权比例将降低为 13.27%，公司股权更加分散，可能会对公司未来的经营战略的实施和业务发展带来不利的影响。
- 2、产品价格变动风险。公司的钴镍粉销售业务受市场价格的影响较大。2013-2014 年，由于钴镍价格下行，导致相关业务板块的销售量虽有增加，但收入并没有随之增加，且毛利率下降，对业绩造成了一定影响。
- 3、产能不达预期风险。公司现存大量在建工程，将在 2015-2017 年陆续建成投产。未来三年公司将陆续投产或达产的主要项目包括：稀贵金属、废旧五金电器、废塑料循环利用项目计划 2015 年下半年完工，并投入生产，逐步释放产能与效益；河南格林美电子废弃物拆解项目以及武汉园区新增产能将于 2015 年下半年投入运营，保障电子废弃物收入未来三年持续稳定的增长；动力电池用高性能三元电池材料项目已于 2015 年投入生产运行，并逐步释放产能与效益，导致电池材料收入增长；江西报废汽车项目预计 2015 年下半年开始正常生产，武汉报废汽车项目及天津报废汽车项目预计 2016 年逐步投产，项

目投产后将逐步释放产能与效益，导致报废汽车拆解收入将逐年增加。大量在建工程能否如期释放产能将是未来几年公司业绩增长的关键所在。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3,323.18	5,020.04	6,784.18	7,206.12	7,869.77
货币资金	719.47	1,153.51	1,893.78	1,010.83	484.51
应收票据	163.19	351.54	455.89	588.87	707.99
应收账款	463.01	846.05	1,097.19	1,417.21	1,703.90
预付账款	237.09	212.76	270.63	344.40	412.29
存货	1,619.57	2,244.49	2,855.00	3,633.14	4,349.41
其他	120.85	211.67	211.67	211.67	211.67
<b>非流动资产</b>	4,413.43	6,566.78	7,354.64	7,858.51	8,259.31
长期投资	85.27	2.56	2.56	2.56	2.56
固定资产	2,244.02	2,529.84	2,628.60	2,592.89	2,526.37
无形资产	420.15	1,040.87	1,184.31	1,275.07	1,282.28
其他	1,663.99	2,993.51	3,539.16	3,987.98	4,448.10
<b>资产总计</b>	7,736.61	11,586.82	14,138.81	15,064.63	16,129.08
<b>流动负债</b>	3,010.04	4,411.43	5,574.33	5,986.42	6,370.64
短期借款	2,059.20	2,811.78	3,709.58	3,783.80	3,858.02
应付账款	224.57	513.26	652.87	830.81	994.60
其他	726.27	1,086.39	1,211.88	1,371.81	1,518.01
<b>非流动负债</b>	2,074.13	2,438.07	3,489.61	3,489.61	3,489.61
长期借款	1,147.82	1,368.92	2,420.46	2,420.46	2,420.46
其他	926.31	1,069.15	1,069.15	1,069.15	1,069.15
<b>负债合计</b>	5,084.17	6,849.50	9,063.94	9,476.04	9,860.25
少数股东权益	314.02	448.18	512.76	609.90	737.79
归属母公司股东权益	2,338.42	4,289.14	4,562.11	4,978.70	5,531.04
<b>负债和股东权益</b>	7,736.61	11,586.82	14,138.81	15,064.63	16,129.08

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,486.03	3,908.86	5,069.14	6,547.70	7,872.21
同比(%)	145.77%	12.13%	29.68%	29.17%	20.23%
归属母公司净利润	144.12	211.05	284.98	428.60	564.35
同比(%)	7.04%	46.44%	35.03%	50.40%	31.67%
毛利率(%)	16.57%	18.63%	20.18%	21.37%	21.70%
ROE(%)	6.32%	6.37%	6.44%	8.98%	10.74%
每股收益(元)	0.12	0.18	0.24	0.36	0.47
P/E	69	58	56	37	28
P/B	5	3	3	3	3
EV/EBITDA	23.32	23.06	21.08	16.49	14.17

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	3,486.03	3,908.86	5,069.14	6,547.70	7,872.21
营业成本	2,908.46	3,180.83	4,046.02	5,148.77	6,163.85
营业税金及附加	9.33	9.72	12.61	16.29	19.58
营业费用	31.77	37.50	48.63	62.82	75.53
管理费用	226.08	273.12	354.19	457.50	550.05
财务费用	201.06	230.53	300.17	348.24	362.37
资产减值损失	19.55	22.15	27.04	38.85	43.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-9.69	7.36	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	80.09	162.36	280.47	475.22	657.37
营业外收入	102.34	128.59	133.11	145.62	159.37
营业外支出	1.39	3.81	2.33	2.33	2.33
<b>利润总额</b>	181.04	287.13	411.25	618.51	814.41
所得税	12.69	28.26	61.69	92.78	122.16
<b>净利润</b>	168.35	258.88	349.57	525.73	692.25
少数股东损益	24.23	47.83	64.58	97.13	127.90
<b>归属母公司净利润</b>	144.12	211.05	284.98	428.60	564.35
EBITDA	609.79	763.74	1,101.02	1,412.37	1,648.93
EPS (摊薄)	0.12	0.18	0.24	0.36	0.47

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	22.89	22.64	277.01	347.25	640.77
净利润	168.35	258.88	349.57	525.73	692.25
折旧摊销	223.55	250.22	392.32	445.82	482.77
财务费用	205.21	226.39	297.45	348.04	351.75
投资损失	9.69	-21.13	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-586.50	-726.90	-785.81	-1,005.87	-923.44
其它	2.60	35.18	23.49	33.53	37.45
<b>投资活动现金流</b>	-960.68	-2,028.07	-1,176.62	-944.37	-877.56
资本支出	-949.56	-1,653.29	-1,176.62	-944.37	-877.56
长期投资	0.12	-305.45	0.00	0.00	0.00
其他	-11.24	-69.33	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	487.17	2,369.33	1,639.88	-285.83	-289.54
吸收投资	2.70	1,775.36	0.00	0.00	0.00
借款	749.56	882.34	1,949.34	74.22	74.22
支付利息或股息	257.54	283.00	309.46	360.05	363.76
<b>现金净增加额</b>	-451.95	364.45	740.27	-882.95	-526.32

## 分析师简介

**范海波**, CFA, 行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**, 行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券。

**丁士涛**, 行业研究员。中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验, 2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

**王伟**, 有色/钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验, 2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心, 现从事钢铁、有色金属行业研究工作。

## 有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117.SH	西部资源	600139.SH	荣华实业	600311.SH	江西铜业	600362.SH	中金黄金	600489.SH	方大炭素	600516.SH
山东黄金	600547.SH	厦门钨业	600549.SH	刚泰控股	600687.SH	盛屯矿业	600711.SH	赤峰黄金	600988.SH	中国铝业	601600.SH
西部矿业	601168.SH	紫金矿业	601899.SH	洛阳钼业	603993.SH	兴业矿业	000426.SZ	盛达矿业	000603.SZ	焦作万方	000612.SZ
新兴铸管	000778.SZ	云南铜业	000878.SZ	安泰科技	000969.SZ	中科三环	000970.SZ	银泰资源	000975.SZ	闽东电力	000993.SZ
中捷股份	002021.SZ	东方锆业	002167.SZ	恒邦股份	002237.SZ	章源钨业	002378.SZ	江海股份	002484.SZ	钢研高纳	300034.SZ

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。