

新能源汽车和美丽中国双重标的

—格林美（002340）深度报告

公司评级：买入

分析师：陈勇

执业证书编号：S0300515060002

Email:chenyong@lxsec.com

研究助理：王保庆

日期：2015年12月3日

www.lxsec.com

要点：

1、公司于2010年1月成功在深圳证券交易所中小板上市，是我国再生资源回收行业第一家上市公司。上市五年来，借助资本市场，大量募集资金进行自建和并购，实现了跨越式发展。五年实现营业收入增加5.85倍，归属母公司净利润增加1.46倍。形成了电池材料制造、废旧家电回收、废钴镍钨回收和报废汽车拆解四大核心业务，是全国最大锂电池正极材料生产商、全国第二大废旧家电回收企业，且仍处于高速扩张状态。

2、电池正极材料全面拥抱新能源汽车。新能源汽车市场需求拉动锂电池产业高速增长，纯电动汽车锂电池方面未来5年将爆发式的增长4倍，对三元材料需求量将达20万吨。公司已拥有钴酸锂、三元前驱体及正极材料产能18000吨/年，位居正极材料行业第一。在建25000吨/年产能为国内最大扩产计划。

3、废旧家电电子回收仍持续高速增长。我国废旧家电市场庞大且快速成长，国家补贴政策继续强化，“美丽中国”为行业发展提供了新机遇。公司通过“互联网+分类回收”，打通资源回收线上线下环节。公司废旧家电处理能力突破1500万台/年，2015年回收量有望超过1000万台，处理能力和回收量稳居行业前两位。

4、废钴镍钨回收手机带来新机遇。未来5年每年手机理论报废量将持续超过1亿台，手机被纳入废弃电器电子产品处理名录，公司凭借在废钴镍钨回收的优势，钴的回收量将大幅增长。钴价格的上涨机会也将体现公司3000吨钴资源的价值。

5、报废汽车拆解万事俱备静待政策。2015年我国汽车报废进入高峰期，淘汰黄标车提供了发展契机，30%以上的增值税退税优惠有利于行业健康发展。公司三大汽车拆解已经全部建成并陆续投产，拆解能力超过30万辆/年，拟携手三井物产开发零件再造。

6、公司盈利预测及评级：预计公司2015-2017年EPS分别0.20、0.38和0.54元，参考可比公估值和公司的高速发展，给予PE分别为100、50和35倍。本研究报告为首次覆盖，给予公司“买入”投资评级，目标价20元/股。

7、风险提示

1) 国家补贴政策调整或不及预期；2) 新项目未如期投产达效；3) 金属价格下跌超预期



联讯证券

目录

一、	公司概况：以再生资源回收为起点高速成长	3
	(一) 第一只再生资源回收的股票	3
	(二) 借助资本市场实现跨越式发展	3
	(三) 四大核心业务逐渐清晰	3
二、	电池正极材料制造：全面拥抱新能源汽车	4
	(一) 锂电池行业的春天已经来临	4
	(二) 全国最大三元锂电池正极材料生产商	4
三、	废旧家电回收：业务全面释放并高速成长	6
	(一) 我国废旧家电市场庞大且快速成长	6
	(二) 国家政策是行业健康发展的关键	8
	(三) 全国第二大废旧家电回收企业	9
四、	废钴镍钨回收：手机带来新机遇	10
	(一) 手机带来新机遇 新能源汽车是未来	10
	(二) 废钴镍钨回收业务仍独步全国	11
五、	报废汽车拆解：静待政策利好	12
	(一) 我国汽车报废进入高峰期	12
	(二) 政策仍需进一步加码	14
	(三) 三大拆解基地已经全部建成正逐步投产	15
六、	其他业务：拓展储能电站和生态修复	16
七、	盈利预测及评级	17
	(一) 分步盈利预测	17
	(二) 综合盈利预测及估值	19
八、	风险提示	19

一、公司概况：以再生资源回收为起点高速增长

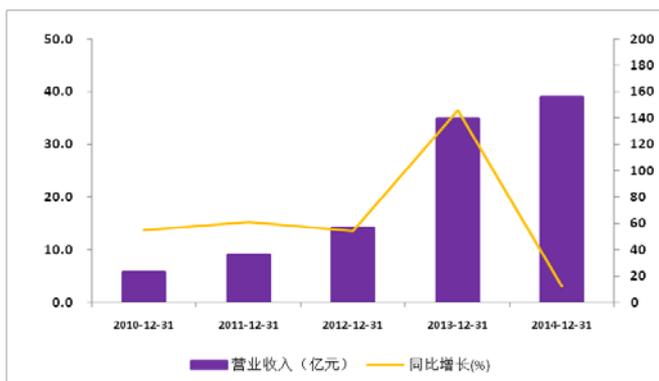
(一) 第一只再生资源回收的股票

公司成立于 2001 年，2010 年 1 月成功在深圳证券交易所中小板上市。是我国再生资源回收行业第一家上市公司。坚持“资源有限、循环无限”的发展理念，以“消除污染、再造资源”为己任，始终致力于电子废弃物、废旧电池等“城市矿产”报废资源的循环利用与循环再造产品的产业化。

(二) 借助资本市场实现跨越式发展

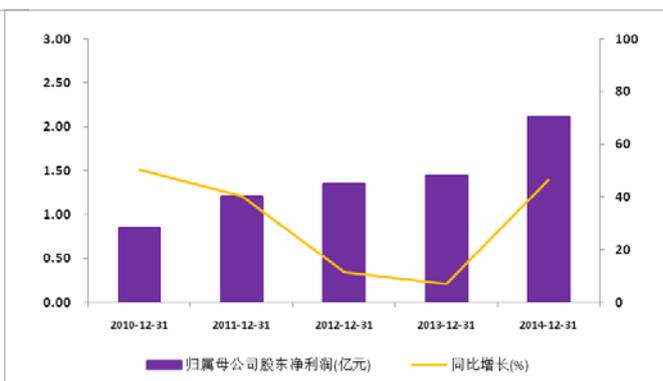
公司自 2010 年上市开始，借助资本市场，大量募集资金进行自建和并购，实现了公司的高速发展。2010 年的营业收入仅为 5.7 亿元，到 2014 年达到了 39.1 亿元，增加 33.4 亿元，增加 5.85 倍。2010 年归属母公司净利润仅为 0.86 亿元，到 2014 年达到了 2.11 亿元，增加 1.46 倍。

图表1 五年营业收入增加5.85倍



资料来源：Wind，联讯证券投资研究中心

图表2 五年净利润增加1.46倍

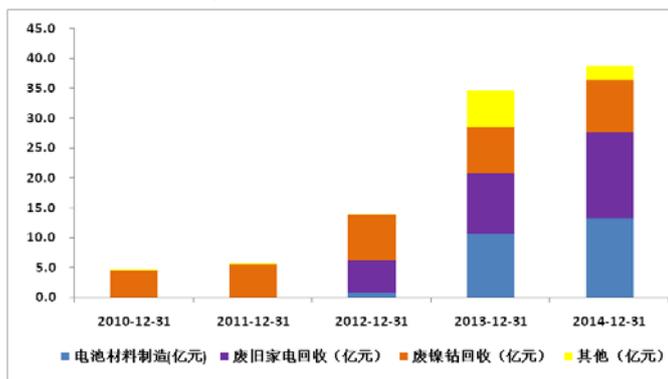


资料来源：Wind，联讯证券投资研究中心

(三) 四大核心业务逐渐清晰

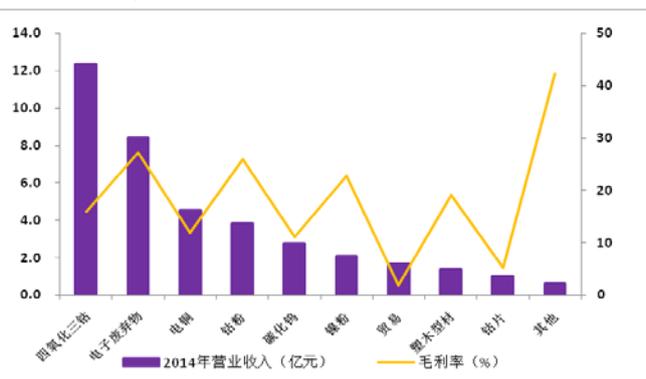
随着公司的快速扩张，公司四大产业轮廓逐渐清晰。上市之初以废钴镍钨回收起家，逐步拓展到废旧家电回收、报废汽车拆解和电池材料制造三大领域，同时涉猎水资源处理、储能电站和硬质合金制造等行业。目前，已经形成五大废旧家电回收基地（湖北荆州、湖北武汉、江西丰城、河南兰考、江苏扬州）、三大汽车拆卸基地（湖北武汉、江西丰城、天津），三大电池材料制造基地（江苏泰州、湖北荆州、浙江余姚），一个废钴镍钨基地（湖北荆州），完成对华北、华东、华中地区 6 省市的布局。

图表3 电池材料业务和废旧家电业务成为主导业务



资料来源: Wind, 联讯证券投资研究中心

图表4 四氧化三钴和电子废弃物已成为最主要营业收入



资料来源: Wind, 联讯证券投资研究中心

二、电池正极材料制造：全面拥抱新能源汽车

(一) 锂电池行业的春天已经来临

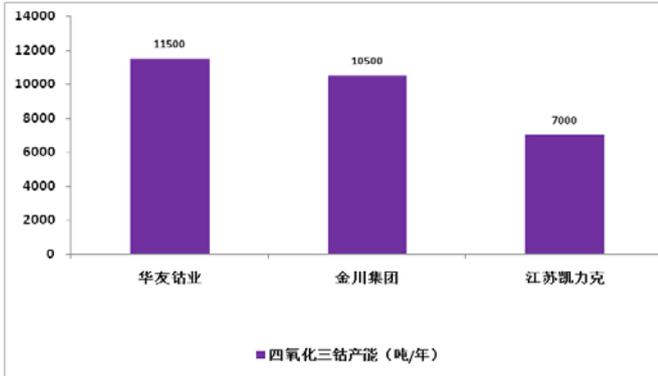
新能源汽车市场需求拉动锂电池产业高速增长。工信部最新统计数据显示，2015年1-9月新能源汽车生产144284辆，销售136733辆，同比分别增长2.0倍和2.3倍。受新能源汽车产量爆发式增长的影响，2015年上半年动力电池产量达2.72GWh，较去年上半年的0.94GWh增长近2倍。目前，动力锂电池已经持续处于供不应求的局面，成为制约新能源汽车产量增长的重要障碍。近两年来，我国国内企业和韩国在华企业大量投资和建设动力锂电池项目，预计未来几年将迎来动力锂电池投产的高峰期。在三元动力锂电池日渐成为主导的格局下，三元前驱体及正极材料的消费量已经开始爆发。

2015年全球三元正极材料产量预计将达6.5万吨，较2014年增长30%，中国占据40%的份额，三元正极材料出货量将达2.6万吨。预计到2020年，CE及便携式设备方面的三元材料使用量将达5万吨。纯电动汽车锂电池方面未来5年将爆发式的增长4倍，对三元材料的需求量将达20万吨。镍钴铝（NCA）三元正极材料、镍钴锰（NCM）三元正极材料则是制作三元动力锂电池的最主要的材料。

(二) 全国最大三元锂电池正极材料生产商

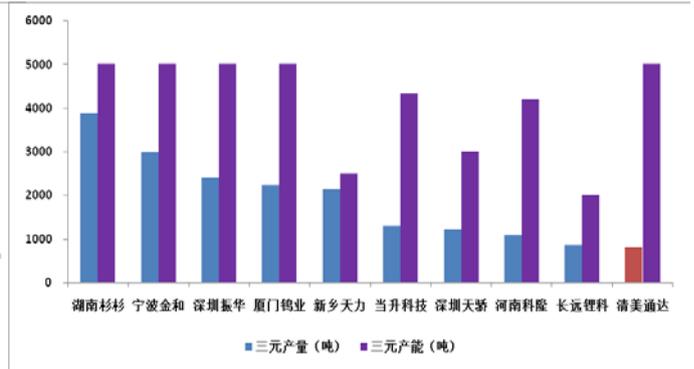
收购凯力克进入钴酸锂电池前驱体材料行业。公司从收购江苏凯力克公司进入锂电池前驱体材料行业。凯力克公司四氧化三钴产能超过7000吨/年，在国内钴行业内排名第三，公司技术先进、成本控制能力行业领先、产品质量稳定，与韩国三星、日本清美、湖南杉杉、中信国安等国内外主要钴产品需求厂商建立了长期的合作关系，产品质量受到业内广泛认可。

图表5 凯力克四氧化三钴产能位居第三



资料来源：富宝资讯，联讯证券投资研究中心

图表6 清美通达三元材料产能释放空间大

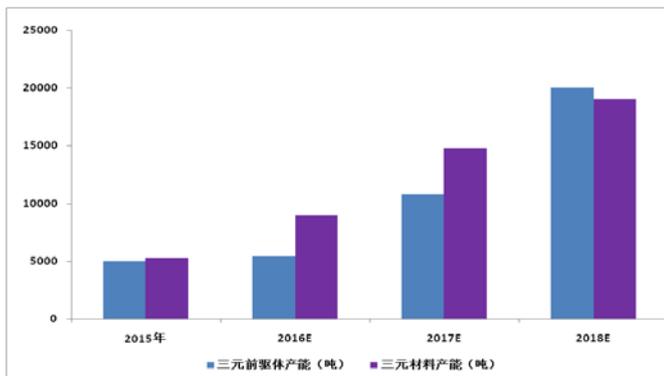


资料来源：高工锂电，联讯证券投资研究中心

三元前驱体及正极材料产业链已经打通。凯力克的子公司清美通达锂电科技（无锡）有限公司，已建成年产5000吨镍钴锰酸锂三元动力电池正极材料生产线。2014年投产已经生产800吨，位居国内第十位。但生产线产能有5000吨/年，位居第一梯队，2015年三元电池正极材料产量上升空间巨大。同时，公司在湖北荆门5000吨镍钴锰（NCM）三元材料前驱体已于今年投产。公司已经打通“废电池回收—资源化—电池材料前驱体再造—动力电池正极材料”的完整产业链。

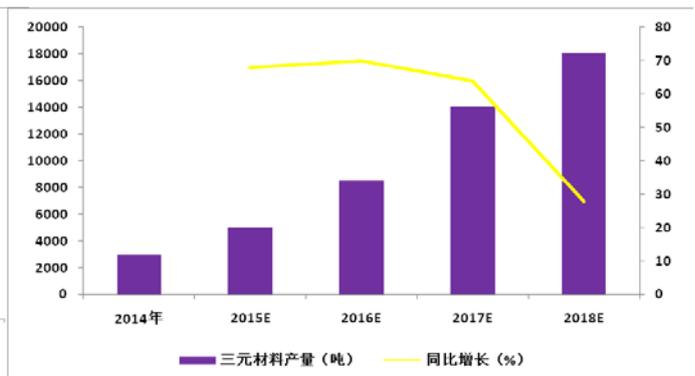
并购与巨资自建结合，打造全国最大三元锂电池正极材料生产商。公司对兴友金属增资持有65%股权，新增年产4000吨镍钴锰（NCM）三元动力电池材料生产线，公司已经拥有国内最大的三元电池正极材料产能。同时，公司计划投资6.57亿元，用于年产5000吨镍钴铝（NCA）三元动力电池材料前驱体原料、年产10000吨动力电池用镍钴锰酸锂三元正极材料以及年产10000吨镍钴锰（NCM）三元前驱体原料的动力电池材料项目建设，为目前国内三元材料行业最大的扩张计划之一。到2018年公司三元前驱体和三元材料产能将分别达到20000吨/年和19000吨/年，占国内市场10%的市场份额。公司将成为国内三元前驱体材料及正极材料最大的生产企业之一，成为全球最具核心竞争力的动力电池原料与材料的供应商之一。2014年三元材料产量为3000吨，基于行业发展及公司现状，预测2015年-2017年三元材料产量将分别达到5035吨、8550吨和14060吨。

图表7 公司已为全国最大三元供应商



资料来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

图表8 未来两年三元材料产量有望保持60%以上增长



资料来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

借道ECOPRO进入三星SDI动力锂电池正极材料供应链。目前是全球第二大NCA正极材料生产商，是三星SDI唯一的NCA正极材料外部供应商。ECOPRO同意将三星SDI公司的锂离子电池前驱体制造项目委托于格林美，格林美接受委托，同意生产产品。今年10月，三星SDI西安工厂拥有年产4万台高性能汽车动力(纯电动EV标准)电池的生产线正式投产，公司产品的销量已经打开。

图表9 三元电池正极材料正急速扩张

时间	项目内容
2015.11	韩国 ECORPO 公司签署 NCA 车用动力电池材料战略合作备忘录：目前是全球第二大 NCA 正极材料生产商，是三星 SDI 唯一的 NCA 正极材料外部供应商。ECOPRO 同意将三星 SDI 公司的锂离子电池前驱体（“产品”）制造项目委托于格林美，格林美接受委托，同意生产产品。
2015.10	现金 2971.43 万元对余姚市兴友金属材料有限公司增资扩股，持有 65% 股权。公司拥有年产 4000 吨镍钴锰（NCM）三元动力电池材料生产线，拥有可靠先进的技术和成熟市场体系。
2015.10	荆门格林美拟投资 6.57 亿元建设投资动力电池材料项目，用于年产 5000 吨镍钴铝（NCA）三元动力电池材料前驱体原料（2016 年 11 月完工）、年产 10000 吨动力电池用镍钴锰酸锂三元正极材料（2017 年 5 月完工）以及年产 10000 吨镍钴锰（NCM）三元前驱体原料的动力电池材料（2017 年 11 月完工）项目。
2015.2	以非公开发行股票募集资金 3.86 亿收购江苏凯力克钴业股份有限公司 49% 股权，承诺利润 2015 年、2016 年和 2017 年分别为 7,500 万、8,700 万和 10,400 万。
2015.4	公司通过控股子公司江苏凯力克钴业股份有限公司收购清美通达锂电科技（无锡）有限公司的 59% 股权，清美通达已建成年产 5000 吨镍钴锰酸锂三元动力电池正极材料生产线。
2013.2	全资子公司荆门市格林美新材料有限公司拟投资 9500 万元，建设年产 3000 吨镍钴锰（NCM）前驱体材料生产线。
2012.5	2.73 亿元收购凯力克 51% 股权，主要产品为电积钴、四氧化三钴，2011 年分别生产 1100 吨和 3100 吨（钴金属量）。2012-2015 年净利润承诺分别为 2,201.68 万元、4,166.70 万元、5,581.91 万元和 7,153.90 万元。

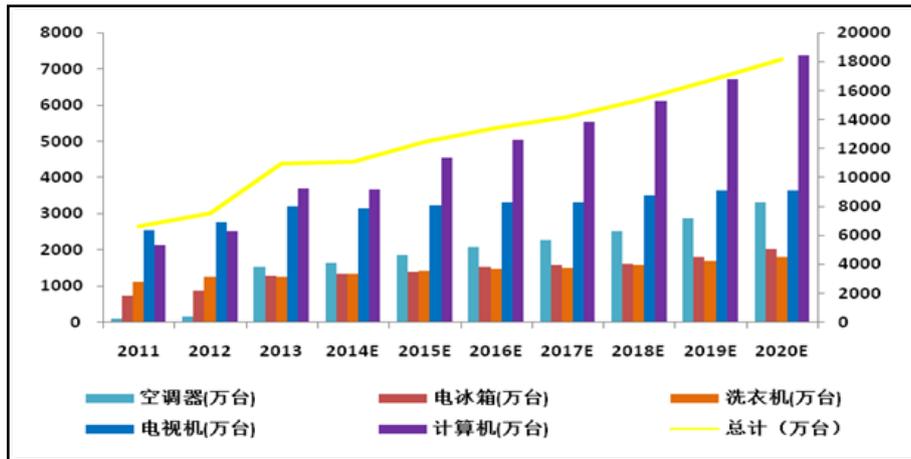
数据来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

三、废旧家电回收：业务全面释放并高速增长

（一）我国废旧家电市场庞大且快速成长

“四机一脑”废旧家电数量持续增长。我国是世界上最大的电器电子产品制造和消费、出口国，也是世界最大的家电保有国，2012 年我国空调器、电冰箱、洗衣机、电视机和计算机（以下简称四机一脑）的保有量已经超过 18 亿台，2015 年预计会超过 20 亿台。同时，经过二十多年的发展，也已进入报废的高峰期。2013 年我国“四机一脑”的理论报废量超过 1 亿台。预计今后 5 年，废家电将持续增长，其中因空调和计算机普及较电视洗衣机晚，空调和计算机的报废量将大幅增加。到 2020 年“四机一脑”的理论报废量超过 1.8 亿台。

图表10 废旧空调和计算机潜力巨大



数据来源：中国家用电器研究院，联讯证券投资研究中心

正规渠道回收数量将稳步增长。非正规渠道回收和拆解主导市场一直是我国废旧家电回收行业的顽疾，因其回收渠道灵活多样、回收价格高，处理无需环保成本等优势，导致正规回收拆解企业一直处于收不到旧家电、开工不足甚至亏损的状态。从2010年的家电以旧换新政策到后来的基金补贴，国内“四机一脑”等家电回收利用行业逐步整合规范，正规渠道回收处理量占理论报废量的比重正稳步提升。2013年我国正规渠道回收废家电的数量为4173万台，占理论报废量的38%，预测2015年回收率达到46%，可回收量将达到5500万台以上，到2020年回收率有望超过60%，达到将达到1.2亿台。

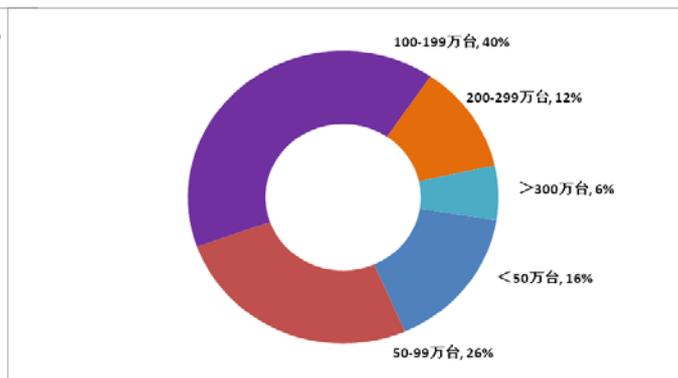
行业分散龙头企业逐步形成。截止到目前，我国拥有废家电回收资质的企业共有111家。但处理量超过300万的仅为6%，超过40%的企业回收数量不足100万台。中小回收企业普遍面临收不到废旧家电，收到后无法最大限度的回收价值的局面，最终相当一部分中小回收企业甚至一些规模较大的企业出现亏损。我们认为，行业整合将是废旧家电回收行业的发展趋势，一些行业龙头企业会通过并购中小回收企业，实现规模经营，获取规模效益。未来，回收资质将向行业龙头企业集中，有望形成3-5家处理量超过1000万/年的行业龙头企业。

图表11 “四机一脑”回收率将稳步提高



资料来源：中国家用电器研究院，联讯证券投资研究中心

图表12 超过40%的企业处理量不足100万台



资料来源：中国家用电器研究院，联讯证券投资研究中心

(二) 国家政策是行业健康发展的关键

以旧换新政策拉开废旧家电回收开端。2010 年《家电以旧换新实施办法（修订稿）》发布，由中央财政和省级财政实施家电补贴和处理补贴，对购买者和处理者进行购买补贴和处理补贴。因补贴力度大，政策实施效果十分明显，大量废旧家电被正规渠道回收，仅 2011 年废旧家电实际处理量就达到了 5633 万台，占当年家电理论报废量的 84%。

以生产企业补贴回收企业模式使行业发展进入快车道。2012 年，《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》发布，国家税务局对电器电子产品生产者征收基金，对处理企业给予电视机 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/台的补贴。正规回收拆解企业优势增加。

处理名录扩充带来新机遇。《废弃电器电子产品处理目录(2014 年版)》将于 2016 年 3 月实施，补贴种类将增加吸油烟机、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、电话单机 9 个品种。

政策红利仍确定。电子废弃物非法拆解会产生大量有毒的固体和气体，对空气、水体和土壤造成重度污染。“生态文明建设”首次被纳入五年规划中，国家从战略高度来强调环保的重要性。在新《环保法》下，对电子废弃物的非法拆解的环保监管将更加严厉。广东贵屿镇曾是全球闻名的电子垃圾拆解地，在广东省政府、汕头市和潮阳区三级政府不断对非法拆解进行打压，关停 2000 多家非法企业，取得了重大进展。

图表13 政策不断促进废旧家电回收规范化

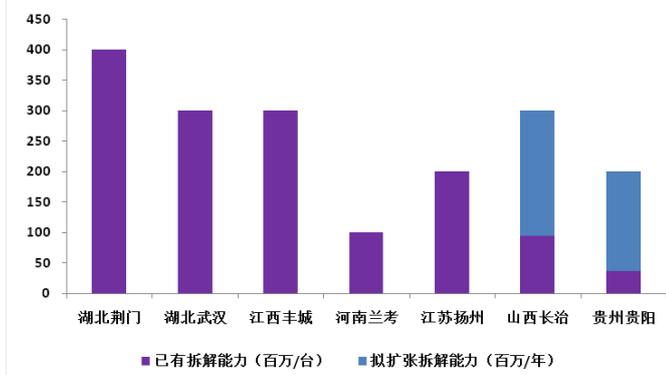
时间	政策内容
2015.6	两部委印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，自 2015 年 7 月 1 日起实施。根据增值税优惠目录，对于废旧电池、废旧电器电子产品、废旧线路板等循环再造的金属及其化合物和塑料制品等，将享受 30% 以上的增值税退税优惠。
2015.2	发改委等六部委公布《废弃电器电子产品处理目录（2014 年版）》，吸油烟机、电热水器、燃气热水器、打印机、复印机、传真机、监视器、移动通信手持机、电话单机进入废弃电器电子产品处理目录，自 2016 年 3 月 1 日起实施
2012.7-2015.9	财政部等四部委先后公布五批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单
2012.5	财政部等六部委印发《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》，国家税务局对电器电子产品生产者征收基金，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。
2010.9	发改委等三部委公布《废弃电器电子产品处理目录（第一批）》，电视机、电冰箱、洗衣机、房间空调器、微型计算机进入废弃电器电子产品处理目录，自 2011 年 1 月 1 日起施行
2010.6	商务部等七部门印发《家电以旧换新实施办法（修订稿）》，由中央财政和省级财政实施家电补贴和处理补贴，实施暂定为 2010 年 6 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日，家电补贴按新家电销售价格的 10% 给予补贴，补贴上限为：电视机 400 元/台，电冰箱（含冰柜）300 元/台，洗衣机 250 元/台，空调 350 元/台，电脑 400 元/台；拆解处理补贴标准为：电视机 15 元/台、电冰箱（含冰柜）20 元/台、洗衣机 5 元/台、电脑 15 元/台，空调不予补贴。
2008.1	国务院通过《废弃电器电子产品回收处理管理条例》，规定的从 2011 年起设立废弃电器电子产品处理基金政策，对未取得废弃电器电子产品处理资格擅自从事废弃电器电子产品处理活动的进行处罚

数据来源：政府部委网站，联讯证券投资研究中心

(三) 全国第二大废旧家电回收企业

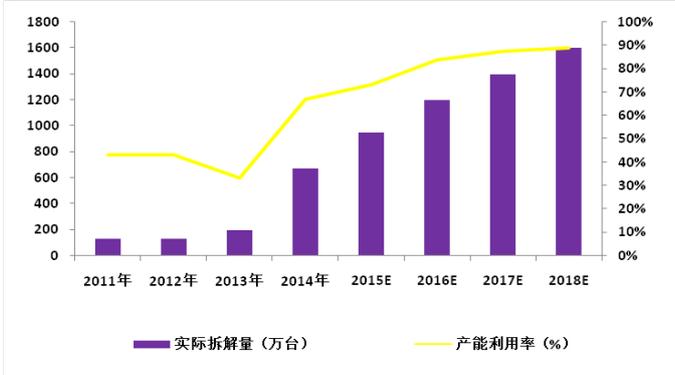
业务全面释放并继续成长。林美目前已经建成湖北荆门、湖北武汉、江西丰城、河南兰考、江苏扬州 5 大废弃家电拆解处理基地，拆解能力超过 1300 万台/年，位居行业第二。2015 年协议收购山西洪祥海鸥 80% 的股权，形成电子废弃物处理业务链接东西、贯穿南北的产业布局，实现全国范围内的产业大布局。同时还与贵阳市供销合作社签署合作框架协议，双方合资建设电子废弃物处置中心，公司借此进入西南地区。两项协议完成后，公司控制的具有回收补贴资质的企业数量将达到 7 家，拆解能力将突破 1400 万台/年，位居行业第二。同时，370 万台/年的扩产计划的实施完成后，公司将拥有 7 大废旧电器电子拆解基地，拆解能力达到 1800 万台/年。2014 年实际拆解量达到 670 万台，基于行业发展及公司现状，预测 2015 年-2017 年实际拆解数量将分别达到 950 万、1200 万和 1400 万台。

图表14 七大拆解基地已初具规模



资料来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

图表15 废旧家电拆解量将继续增长



资料来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

图表16 废旧家电业务继续高速增长

2015.11	山西电子废弃物处理项目股权转让框架协议拟 并购山西洪祥海鸥 80% 股权 ，处理资质能力 95 万台/年 ，并约定扩容至报废电子电器处理总量为 300 万台以上。
2015.10	与贵阳市供销合作社签署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：已具备处理资质 36.6 万台/年 。双方设立合资企业，格林美持有不低于 65%，处置规模将扩大到 200 万台以上 ，预计在 11 月 30 日前签署最终的合资协议；
2015.7	与湖北省及武汉市供销合作总社签署“ 互联网+分类回收 ”框架协议书公告：以“回收哥”为形象主体，开展“互联网+分类回收”，采用 O2O (onlinetooffline) 方式，利用手机 APP、微信和网站实现居民、回收哥、政府、企业的共享共用、共生共赢的循环发展方式，建设“互联网+分类回收”的废旧商品与再生资源回收体系。
2014.7	以现金 30,000 万元收购 扬州宁达贵金属有限公司 60% 股权 ：拥有电视机、洗衣机、冰箱、空调及电脑处置资质能力约 200 万台/年 ，锆等稀散金属回收、工业固体废物填埋及环保设备研制等业务。利润承诺 2014-2016 年不低于 3850、5000 和 6000 万。
2012.11	收购吴克金持有的河南格林美中再生资源有限公司 45% 股权，本次收购完成之后，河南格林美将成为公司的全资子公司。
2011.6	增资河南中钢再生资源有限公司，开展兰考城市矿产资源循环利用基地项目建设。
2011.4	荆门格林美废旧电路板中稀贵金属与废旧五金电器、废塑胶循环利用项目，建设期 4 年：项目一期：2011-2013 年，建成年处理 1 万吨废旧电路板及 10 万吨废旧五金电器 的生产规模；项目二期：2013-2015 年，建成年处理 1 万吨废旧电路板、

5万吨废旧五金电器及13万吨废塑胶的生产规模。项目建成后，新增处理能力金2.55吨，银18吨，铂钯0.8吨，锡315吨，镍315吨，铜30000吨，铁86300吨，铝1200吨，塑胶142300吨。

荆门格林美设立武汉分公司，实施“武汉城市圈电子废弃物循环利用与资源化项目”，建设期2年：形成**年处理电子废弃物3万吨能力**，生产塑木型材1万吨，塑料粒1万吨，铜/铝合金5000吨，1000吨镍/钴/锡金属，其他资源化产品（玻璃等）1500吨。

使用超募资金设立江西格林美，执行电子废弃物回收与循环利用项目，7年达产：项目一期：在南昌城市圈及江西11个地级城市建设电子废弃物回收站及相关配套设施，形成**年处理电子废弃物2万吨的产能**；项目二期：在南昌城市圈及20个县级以上城市建立电子废弃物回收体系，形成**年处理电子废弃物3万吨的产能**。

数据来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

通过“互联网+分类回收”，打通资源回收线上线下环节。2015年7月公司分别与拥有线下再生资源回收渠道湖北省供销合作总社和武汉供销合作总社合作。开展“互联网+分类回收”，采用O2O(online tooffline)方式，利用手机APP、微信和网站实现居民、回收哥、政府、企业的共享共用、共生共赢的循环发展方式，有利于公司借助供销社系统的线下优势，推动公司建立线上线下一体化的回收体系，弥补公司资源回收环节的短板，为公司的原料供应提供强有力的保障，促进废旧家电产能的进一步释放。

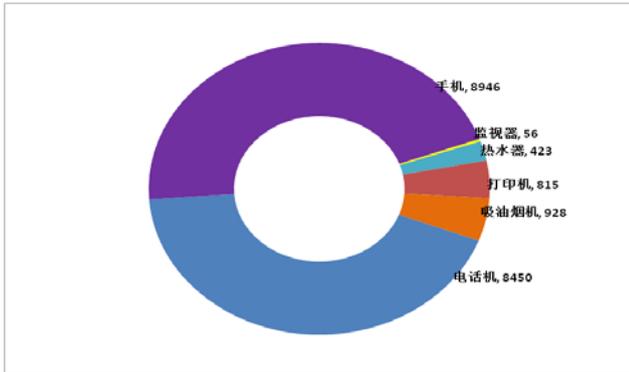
资源处理技术优势突出。公司从废旧电池的深加工开始，看到前端的效益后，从后端向前端延伸。相比于国内其他废旧家电拆解企业，格林美在资源处理具备突出的领先技术优势。2014年10月获得批准组建“国家电子废弃物循环利用工程技术研究中心”该工程技术研究中心作为**行业内唯一的国家级工程技术研究中心**，将通过技术创新进一步提升电子废弃物的资源化技术水平，推动电子废弃物资源化又快又好的发展。

四、废钴镍钨回收：手机带来新机遇

（一）手机带来新机遇 新能源汽车是未来

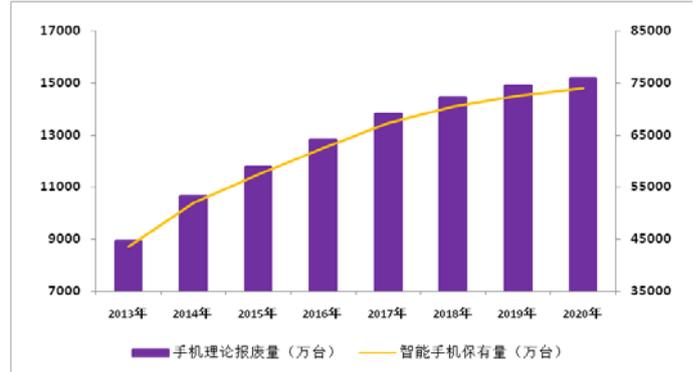
手机带来新机遇。2013年我国将废弃电器电子产品处理目录由8个品种扩展到14个品种，手机和电话单机因保有量巨大，2013年手机保有量超过4.3亿台，手机理论报废量达8946万台，电话单机8450万台。我国2015年的智能手机保有量将达5.7亿台，到2020年将增加到7.4亿台。按照每年20%报废，2015年，手机理论报废量已经突破1.1亿台，2020年达到1.5亿台。手机虽然较小，但平均使用时间仅为2-3年，且智能手机含有大量的钴、银、锡等价值量较高的金属，未来市场值得期待。

图表17 电话和手机占到报废量的近90%



资料来源：中国家用电器研究院，联讯证券投资研究中心

图表18 手机理论报废量每年增加1000万台



资料来源：eMarketer，联讯证券投资研究中心

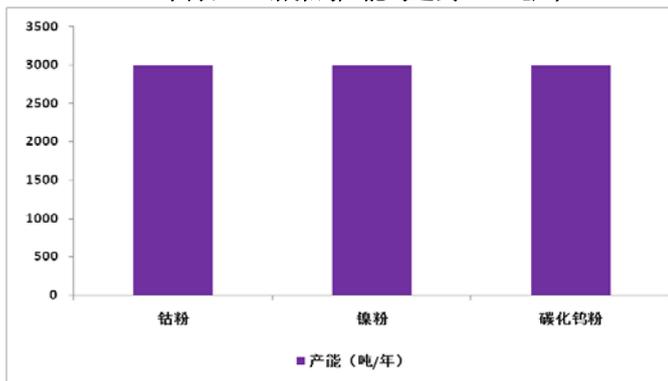
新能源汽车是未来。据资料显示，2015年新能源汽车电池累计报废量将约达到2-4万吨，2008年奥运会的新能源汽车已经报废。随着我国新能源汽车进入爆发期，新能源汽车未来的报废量将持续增加，将为公司带来前所未有的机遇。同时新能源汽车电池中三元电池的比重不断提高，一辆车要用大量的锂电池，一辆特斯拉需要使用7000节18650镍钴铝三元动力电池，按1节电池含钴1.6克计算，一辆车含有11.2公斤的钴，钴的可回收量会大幅增长。

（二）废钴镍钨回收业务仍独步全国

回收名录扩充最大受益者。公司的废钴原料中超过20%来自锂电池。公司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。随着手机进入废弃电器电子产品处理目录，公司因在电池处理方面的优势，将在电池回收中大幅领先其他废旧家电电子回收企业。

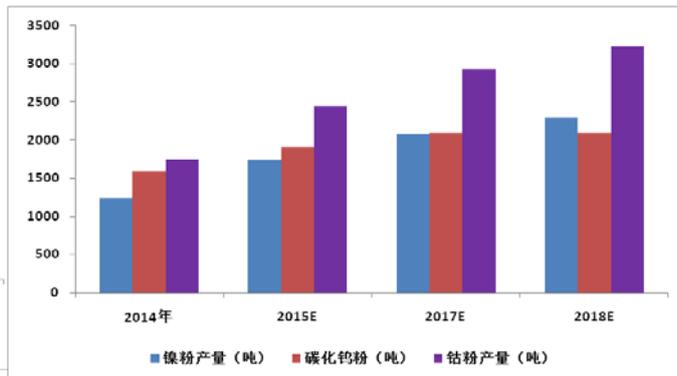
钴镍钨产量稳步提高。作为公司起家的业务，经过IPO募集项目和使用超募资金，公司投资的钴粉1500吨/年和镍粉1000吨/年的项目顺利投产完工。目前公司已经具备钴粉3000吨/年，镍粉3000吨/年，碳化钨粉3000吨/年的生产能力。目前，超细钴粉国内市场占有率达到50%以上，超细镍粉成为世界三大镍粉品牌之一，并成为力拓等世界巨头的供应商。2014年钴粉、镍粉和碳化钨粉实际产量分别为1900吨、3000吨和2000吨。基于行业发展及公司现状，预测2015年-2017年钴粉、镍粉和碳化钨粉产量将保持10%-40%左右的增长。

图表19 钴镍钨产能均达到3000吨/年



资料来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

图表20 钴镍钨产量将稳步增长



资料来源：联讯证券投资研究中心

收购浙江德威硬质合金 65%股权。公司“含钨钴原料—资源化—碳化钨—硬质合金”的完整产业链的产业链初步形成。全面拉通公司在废弃钨资源回收、钴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。

图表 21 传统废钴镍钨回收产业链不断完善

时间	项目内容
2015.2	以 1.95 亿元收购浙江德威硬质合金制造有限公司 65%股权。承诺利润 2015-2017 年分别为 3000 万、4000 万和 5000 万。
2015.2	以 1.62 亿元收购荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司 49%股权，拥有 3,000 吨碳化钨和 APT 的生产能力。承诺利润 2015-2017 年分别为 3000 万、4000 万和 5000 万。
2011.8	与浙江德威硬质合金制造有限公司设立合资公司——荆门德威格林美钨资源循环利用有限公司，从事钨、钴回收业务。
2010.7	使用超募资金用于“年产 500 吨超细钴粉”扩产项目等，建设期 2 年。
2010.1	IPO 募投项目：新增超细钴粉 1000 吨，超细镍粉 1000 吨，镍合金 600 吨，氧化锌 400 吨。

数据来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

(三)、**钴的价值或突显。**我国是缺少钴的国家，目前 90%以上的钴资源需要从国外进口。格林美通过综合回收获得 2000 吨钴资源，钴资源产量仅次于金川集团、华友钴业位居第三位。随着三元动力锂电池的发展，中国钴企业基本完成了去库存，但今年进口大增，对国内供需平衡产生一定压力。国际方面，民主刚果及赞比亚电力供应依旧紧张，将有可能对当地矿企造成产能不足的情况；受全球疲软经济形势的影响，不排除海外铜镍矿产项目停减产的可能，钴的供应面可能缩紧。我们认为 2016 年，最迟 2017 年钴的价格可能会出现大幅上涨的行情。

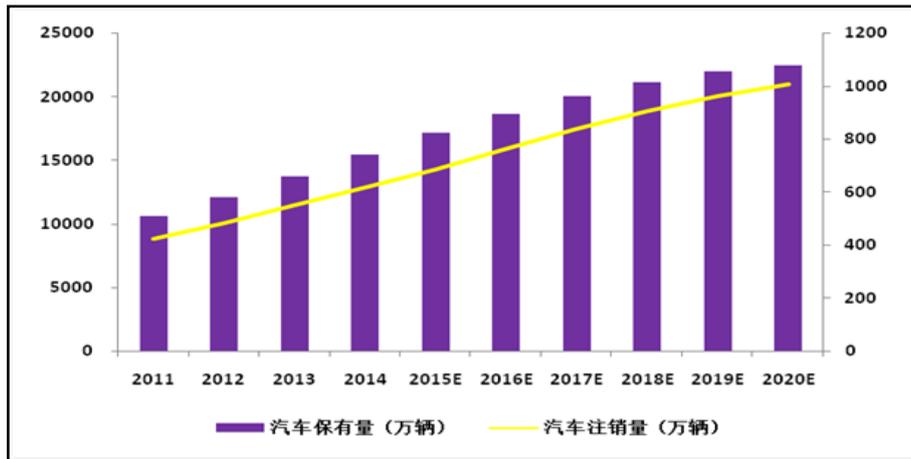
五、报废汽车拆解：静待政策利好

(一) 我国汽车报废进入高峰期

我国汽车报废进入高峰期。自 2000 年，我国汽车工业爆发式增长，汽车产销量已多年稳居世界

第一，2013年汽车保有量已超过美国成为世界第一，2014年汽车保有量达1.54亿辆，预测2015年汽车保有量将超过1.7亿辆，2020年将超过2.2亿辆。同时，按汽车通常报废期限为10-15年推算，2015年汽车报废也已经进入高峰期，按照成熟市场报废汽车占汽车保有量6%~8%的水平，根据我国的实际情况，按4%-4.5%的水平计算，预测2015年汽车注销量将达到684万辆，2020年将超过1000万辆。未来市场空间巨大。

图表22 2015年汽车注销量将达684万辆

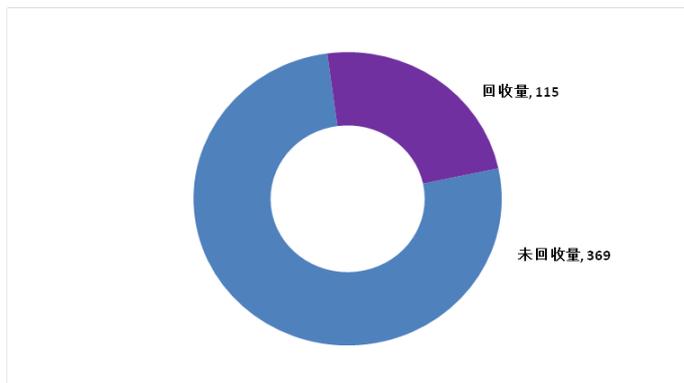


资料来源：国家统计局，联讯证券投资研究中心

多数注销车辆仍无法通过正当渠道回收。目前拆解企业技术落后，普遍无法实行汽车零件再造，报废汽车回收价格低。受利益驱动大部分废旧车辆被拆解零件通过汽车维修厂被卖出或流入边远地区继续使用。截至2012年底，回收报废机动车115万辆，仅占理论报废量的23.78%。2014年我国淘汰黄标车取得重大进展，回收拆解企业回收数量大幅提高，开工率提高。但因黄标车数量下降，回收拆解企业回收数量或有所。

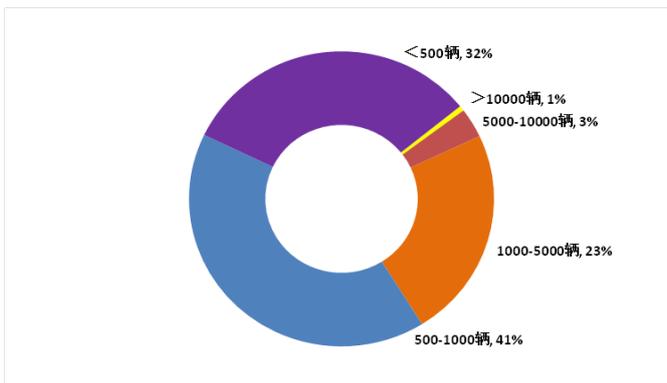
行业混乱集中度低。目前我国报废汽车拆解行业仍处于基础薄弱、规模小，技术和管理手段落后，环保、资源利用水平低，散、乱、差的局面。截至2012年底，我国报废汽车回收拆解企业达到522家。其中，回收报废汽车万辆以上企业仅有3家，5000辆以上企业不到20家，不到1000辆的超过七成，不到500辆的超过三成。

图表23 报废汽车回收量仅占总数的24%



资料来源：商务部，联讯证券投资研究中心

图表24 70%以上的企业回收量不足1000辆



资料来源：商务部，联讯证券投资研究中心

(二) 政策仍需进一步加码

淘汰黄标车成为行业规范发展的契机。目前，我国对于报废汽车行业的政策仍立足于环保，重点淘汰黄标车的阶段。2014年和2015年的政府工作报告提出两年内淘汰2005年底前注册营运黄标车的任务。2014年，全国累计淘汰黄标车及老旧车逾700万辆。截至10月底，全国累计淘汰2005年底前注册营运的黄标车99.52万辆，占淘汰任务的85.46%，北京等6个省份淘汰未达到时序要求，其负责人有可能因此被环保部约谈，全年任务仍有望完成，淘汰黄标车取得重大阶段性成果。

30%以上的增值税退税优惠有利于行业健康发展。2015年7月1日起对于报废汽车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。这是国家对再生资源综合利用的结构性减税，将有效的降低正规回收企业的税收成本，提高企业的竞争力。

政策仍需进一步加码。目前的国家政策并不能使正规汽车拆解企业具备较大的优势，报废汽车的行业发展仍然存在很大的不确定性。我们乐观认为因报废汽车油耗超标、污染量是正常车的30倍以上，对环境污染极大。在十三五规划强调坚持绿色发展，以提高环境质量为核心，实行最严格的环境保护制度的背景下。国家政策或将进一步加强对报废汽车回收拆解的扶持和管理，比如报废汽车处理补贴等，行业前景乐观。

图表25 国家不断政策加码废旧汽车报废

时间	政策内容
2015.9	三部委发布2015年老旧汽车报废更新补贴资金发放范围及标准公告，2015年1月1日至12月31日期间交售给报废汽车回收拆解企业的，对符合要求的半挂牵引车、重型载货车每辆车补贴18000元人民币，中型载货车每辆车补贴13000元人民币。
2015.6	两部委印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》，自2015年7月1日起实施。根据增值税优惠目录，对于报废汽车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。
2015.3	2015年政府工作报告提出年内“淘汰2005年底前注册营运的黄标车”。
2014.9	六部委印发《2014年黄标车及老旧车淘汰工作实施方案》，确保完成《政府工作报告》提出的2014年淘汰黄标车及老旧车600万辆的任务。

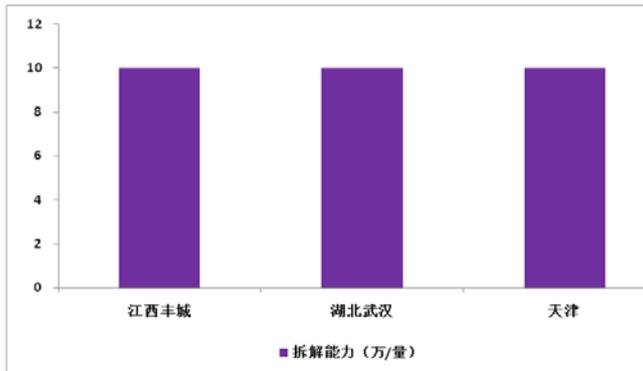
- 2012.8 四部委发布《机动车强制报废标准规定》，国家对达到报废标准的机动车实施强制报废，其所有人应当将机动车交给报废机动车回收拆解企业，进行登记、拆解、销毁等处理。自2013年5月1日起施行。
- 2010.6 五部委印发《关于全面推进黄标车淘汰工作的通知》。
- 2009.4 两部委发布《老旧汽车报废更新补贴资金管理暂行办法》，2009年1月1日—12月31日期间交给报废汽车回收企业的，对符合要求的农村客运车、载客汽车、城市公交车、货汽车每辆车分别补贴10000元，5000元，15000元，10000元和5000元。

数据来源：政府部委网站，联讯证券投资研究中心

（三）三大拆解基地已经全部建成正逐步投产

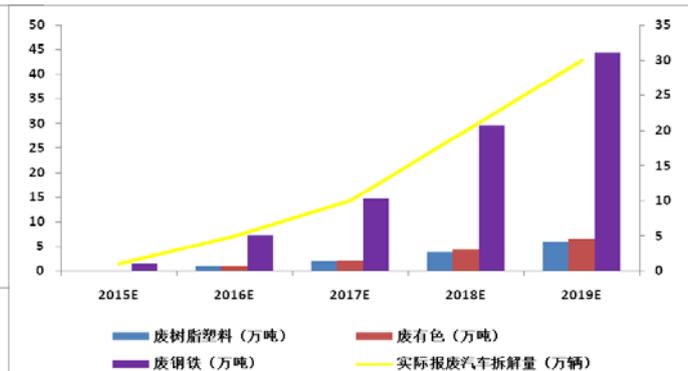
三大拆解基地2016年形成规模。目前，江西报废汽车工业园已经投产，处理能力不断提高。2014年度，天津、武汉两大报废汽车产业园区部分主体工程建成，进入调试阶段，预计2016年形成规模、产生效益。三大基地均可实现报废汽车拆解处理过程流程化与机械化、实施报废汽车从粗拆精拆到产品深度处理过程及零部件的再制造，处于国内领先水平。目前公司的拆解能力达到了30万辆/年。基于行业发展、国家政策及公司现状，我们对公司的实际报废汽车拆解量进行比较保守的预测，预测2015年-2017年报废汽车实际拆解数量将分别达到5万辆、10万辆、15万辆。按每辆车2吨计算，根据行业惯例一辆报废汽车重量的74%为废钢、11%为废铝和10%为废塑料树脂，计算得出可回收的主要金属量。

图表26 三大报废汽车拆解基地已全部投产



资料来源：商务部，联讯证券投资研究中心

图表27 实际拆解数量有望稳步提高



资料来源：商务部，联讯证券投资研究中心

拟携手三井物产开发零件再造 2015年11月与三井物产达成意向协议，将合作从武汉扩展到天津、江西，计划**组建报废汽车综合利用产业合资集团**，双方研究在建设上述产业链业务上，充分利用双方的优势，并联合日本拥有技术优势的**资源再生企业**与人才体系，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。一旦合作达成，将有效整合国际国内技术，推动格林美报废汽车产业链的技术水平与国际先进水平接轨，提升格林美报废汽车产业链盈利能力与核心竞争力。

图表 28 公司积极布局三大废旧汽车拆卸基地

时间	项目内容
2015.10	与三井物产株式会社签署 报废汽车产业战略合作备忘录 ：约定以甲方武汉、天津、江西等报废汽车处理基地为中心，探索联合组建报废汽车，充分利用双方的优势，拓展再制造、有色金属深度分选、废轮胎废塑料等各种资源循环再生业务。
2015.4	天津子公司获得老旧汽车报废更新信息管理系统登录账号和密钥的公告。
2014.6	增资 格林美（天津）城市矿产循环产业园报废汽车综合利用项目 ，项目实现年处理报废汽车及其他复杂废料 30 万吨（其中 年处理报废汽车 20 万吨 ，其他含有色金属复杂废料 10 万吨），工程建设期两年。
2014.6	增资 格林美（武汉）城市矿产循环产业园报废汽车综合利用项目 ，项目实现年处理报废汽车及其他复杂废料 30 万吨（其中 年处理报废汽车 20 万吨 ，其他含有色金属复杂废料 10 万吨）年处理能力，工程建设期两年。
2014.4	与 HONEST 和三井东京签署合作意向书，以中国武汉为基地，共同推进汽车零部件再制造事业，构造国际先进的汽车零部件再造产业体系，探讨格林美作为第一股东，HONEST 和三井东京以输入技术、资本为主的合作方式于武汉市成立三方合资公司的可行性，研究中国汽车零部件再造事业武汉基地的发展，三方共同签署本意向书。
2013.2	投资建设 格林美（天津）城市矿产循环产业园 ，项目总投资 10 亿元，年循环处理废旧电子电器产品 5 万吨、废旧线路板 1.2 万吨、废五金 10 万吨、废旧灯管 3300 吨、 报废汽车与废钢 25 万吨 。
2012.1	新建 格林美（武汉）城市矿产循环产业园 ，项目总投资 12 亿元，年循环处理各类废弃物 51.5 万吨，包括年处理废旧电子电器产品及废旧线路板 7 万吨（其中处理废旧电路板 2 万吨）、废旧五金电器 6.5 万吨、废塑胶 8 万吨、报废汽车与废钢 30 万吨（回收处理报废汽车 5 万吨（合计报废汽车 3 万辆），废钢铁 25 万吨）。
2012.3	荆门格林美取得报废汽车回收拆解资质许可。
2012.12	获得湖北省商务厅关于开展报废汽车回收拆解业务经营的许可。
2012.2	投资建设 江西报废汽车与废钢综合利用项目 ，涉及产能 30 万吨（ 报废汽车 5 万吨，废钢铁 25 万吨 ），建设期 3 年。
2012.1	设立“格林美（武汉）城市矿产循环产业园开发有限公司”，公司主要经营城市矿产资源产业园开发、运营与管理、物业服务、仓储服务，再生资源回收与批发，报废汽车回收、拆解等。

数据来源：上市公司公告，联讯证券投资研究中心

六、其他业务：拓展储能电站和生态修复

牵手比亚迪合作储能电站和光伏电站项目。按照《节能与新能源汽车产业发展规划(2011~2020)》，建立动力电池梯级利用和回收管理体系应该是一种可行的选择。比如，容量低于80%的电池从电动汽车上退下后，可继续用于电网储能，或作为电动场地车等低速车的动力源。9月11日，国家发改委和工信部联合发布《关于电动汽车动力蓄电池回收利用技术政策(2015版)》征求意见中，明确了汽车厂商将成为电动汽车废旧动力蓄电池回收利用的主体。但回收电池的技术路线相当复杂，由专门的电池回收机构来处理更具优势。双方利用各自的优势进行联手，或将会**建立在动力电池梯度利用和回收利用领域的领先地位**。

携手新之地开拓生态修复业务。与广州市新之地生态环境修复有限公司共同出资成立合资公司，发挥公司在废渣污泥领域处理的技术优势，开展特定区域内以江、河、湖、海为主体的**生态环境修复及环境综合治理业务**，积极参与中国水生态治理与综合环境治理大潮，进军生态修复治理环保领域，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。

七、盈利预测及评级

(一) 分步盈利预测

电池材料制造：基于公司已有产能释放和新建三元材料产能的陆续投产，电池材料总体价格上涨的假设。预测2015-2017年电池材料制造的营业收入分别为15.7亿元、22亿元和32.4亿元；毛利分别为2.56亿元、3.83亿元和5.72亿元。

图表 29 电池材料营业收入和毛利将快速增长

	2014年	2015E	2016E	2017E
关键假设：				
电池材料价格（万元/吨）	12.33	12.33	13.56	14.92
电池材料产量（吨）	10000	12035	15550	21060
分产品收入：				
电池材料收入（万元）	123,299.21	148,390.60	210,903.30	314,198.44
钴片收入（万元）	10,087.64	9,078.88	9,078.88	9,532.82
电池材料合计：				
收入(万元)	133,386.85	157,469.48	219,982.17	323,731.26
成本(万元)	113,207.91	131,855.47	181,669.48	266,549.39
毛利(万元)	20,178.94	25,614.01	38,312.69	57,181.87
毛利	15%	16%	17%	18%

数据来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

废旧家电回收：基于所有相关产品产量均与回收数量同步增长、铜价下跌趋稳和塑木价格稳定的假设。预测2015-2017年废旧家电回收的营业收入分别为19.12亿元、23.82亿元和27.8亿元；毛利分别为3.56亿元、4.28亿元和4.93亿元。

图表 30 废旧家电回收的营业收入和毛利将继续增长

	2014年	2015E	2016E	2017E
关键假设：				
废旧家电拆解量（万台）	670	950	1200	1400
塑木价格变化（元/吨）		0	0	0
电解铜价格变化（元/吨）		-20%	-5%	0
分产品收入：				
电子废弃物收入(万元)	84,446.73	51,563.78	61,876.53	72,189.29
塑木收入(万元)	14,013.19	14,013.19	14,013.19	14,013.19
电解铜收入(万元)	45,457.54	58,009.25	69,611.10	81,212.95
废旧家电合计：				
收入(万元)	143,917.46	191,171.13	238,222.66	277,926.43
成本(万元)	112,778.29	155,597.24	195,431.46	228,588.99
毛利(万元)	31,139.17	35,573.89	42,791.20	49,337.44
毛利	22%	19%	18%	18%

数据来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

废钴镍钨回收: 基于钴镍钨产量的增加和价格下跌假设, 结合公司的浙江德威并表, 预测2015-2017年废钴镍钨回收的营业收入分别为1.1亿元、1.6亿元和1.7亿元, 毛利分别为2.08亿元、2.9亿元和2.35亿元。

图表31 钴镍钨产量增长弥补价格下跌

	2014年	2015E	2016E	2017E
关键假设:				
钴镍钨产量变化		40%	20%	10%
钴粉价格变化		-10%	0	5%
镍粉价格变化		0	0	0
碳化钨粉价格变化		-20%	-5%	0
硬质合金价格变化		-20%	-5%	0
分产品收入:				
钴粉收入(万元)	38,416.79	48,405.16	58,086.19	67,089.55
镍粉收入(万元)	21,067.11	29,493.95	35,392.74	38,932.02
碳化钨粉收入(万元)	27,815.14	31,152.96	35,514.37	39,065.81
硬质合金收入(万元)			26,412.76	29,054.04
废钴镍钨合计:				
收入(万元)	87,299.04	109,052.07	155,406.06	174,141.41
成本(万元)	69,438.81	88,219.88	126,359.39	140,601.52
毛利(万元)	17,860.21	20,832.19	29,046.68	33,539.89
毛利	20%	19%	19%	19%

数据来源: 联讯证券投资研究中心

报废汽车拆解: 基于报废汽车回收数量预测得出的废旧金属产量, 结合我们对废钢、废铝和废旧塑料树脂未来价格的判断。预测该项业务2016-2017年的营业收入分别为2.05和3.72亿元, 毛利分别为1.15亿元和1.92亿元。

图表32 报废汽车拆解量有望逐步释放

	2014年	2015E	2016E	2017E
关键假设:				
报废汽车拆解量(万台)		1	5	10
废钢价格(元/吨)		1000	900	850
废铝价格(元/吨)			8500	8500
废塑料树脂(元/吨)			4500	4500
分产品收入:				
废钢收入(万元)			6,660.00	12,240.00
废铝收入(万元)			9,350.00	18,700.00
废塑料树脂收入(万元)			4,500.00	6,300.00
报废汽车合计:				

收入	20,510.00	37,240.00
成本	9,000.00	18,000.00
毛利	11,510.00	19,240.00
毛利率	56%	52%

数据来源: Wind, 联讯证券投资研究中心

(二) 综合盈利预测及估值

预计公司2015-2017年EPS分别**0.20、0.38和0.54元**,参考可比公司2015-2017年PE中值分别为64、51和35倍。考虑公司受新能源汽车影响,电池材料业务比重最大且发展迅速,成长空间大,给予PE分别为**100、50和35倍**。本研究报告为首次覆盖,给予公司“**买入**”投资评级,目标价**20元/股**。

图表33 可比公司盈利预测及估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS (元/股)				PE			
				2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
600217.SH	*ST 秦岭	8.92	120	-0.38	0.13	0.21	0.32	-25	75	45	29
002672.SZ	东江环保	20.1	156	0.72	0.41	0.59	0.8	30	53	37	27
000693.SZ	华泽钴镍	20.45	111	0.39	0.18	0.12	0.11	52	109	163	177
300073.SZ	当升科技	34.4	62.96	-0.16	0.15	0.56	0.83	-198	204	57	38
002070.SZ	众和股份	-	102	0.02	0.26	0.41	0.51	762	62	39	32
603799.SH	华友钴业	27.71	148	0.33	-0.04	0.11	0.18	91	-690	269	164
中值								41	64	51	35

数据来源: Wind, 联讯证券投资研究中心

备注: 以上公司盈利预测及估值来自Wind一致预期,收盘价截止2015.11.27

八、风险提示

1) 国家补贴政策调整或不及预期; 2) 新项目未如期投产达效; 3) 金属价格下跌超预期

财务报表及财务指标
利润表 (百万元)

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	3909	4840	6604	8393
营业成本	3181	3983	5351	6764
营业税金及附加	10	12	16	21
销售费用	38	45	62	79
管理费用	273	300	400	480
财务费用	231	240	250	260
资产减值损失	22	10	10	10
营业利润	162	249	514	779
营业外收入	129	130	130	130
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	287	377	642	907
所得税	28	38	64	91
净利润	259	339	578	817
少数股东损益	48	48	28	32
归属净利润	211	291	550	785

主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入同比增长	12.1%	23.8%	36.5%	27.1%
净利率同比增长	46.4%	37.8%	89.1%	42.6%
毛利率	18.6%	17.7%	19.0%	19.4%
净利率	4.0%	5.1%	7.8%	9.3%
资产负债率	59%	56%	56%	51%
ROE	6.4%	5.4%	8.4%	10.2%
ROA	2.6%	2.0%	3.6%	4.4%
每股净利润 (元)	0.25	0.20	0.38	0.54
每股净资产 (元)	4.6	4.4	4.6	6.0
P/E	64	80	50	35
P/B	3.4	3.6	4.1	3.1

资产负债表 (百万元)

	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1154	1572	1651	2098
应收票据	352	581	792	1007
应收账款	846	1065	1453	1847
预付款项	213	484	330	420
其他应收款	13	29	28	28
存货	2244	2662	2972	3777
其他流动资产	197	242	330	420
流动资产合计	5020	6634	7557	9596
可供出售金融资产	30	44	40	400
长期股权投资	3	20	30	40
固定资产	2530	3033	3779	4179
在建工程	2469	2879	1979	1579
无形资产	1041	1210	1321	1679
开发支出	39	86	59	47
商誉	227	236	230	230
长期待摊费用	19	18	23	25
递延所得税资产	29	29	29	29
其他非流动资产	180	357	200	200
资产总计	11587	14547	15247	18004
短期借款	2812	2601	2601	2601
应付票据	342	436	594	755
应付账款	513	726	991	1259
预收款项	74	70	80	90
应付职工薪酬	30	30	38	42
应交税费	35	48	66	84
应付利息	3	50	30	30
其他应付款	130	170	170	170
一年内非流动负债	460	800	800	800
其他流动负债	12	11	11	11
流动负债合计	4411	4942	5381	5842
长期借款	1369	1600	1600	1800
应付债券	794	1294	1294	1294
长期应付款	120	120	130	140
递延所得税负债	19	22	22	22
递延收益-非流动负债	134	130	130	130
负债合计	6850	8112	8560	9232
所有者权益合计	4289	6386	6658	8740
负债和所有者权益总计	11587	14547	15247	18004

数据来源:Wind, 联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。