格林美
（002340.sz）

新股询价

询价区间
20.06-23.6 元

发行上市资料	
发行股数（万股）	2333
主承销商	中德证券
基础数据（发行前）2009 年半年报	
每股净资产	3.61 元
总股本（万股）	6999
流通 B 股（亿股）	0

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师
李莉、于剑

Tel: (86531) 81776398
Fax: (86531) 81283791
Email:
lili@qlzq.com.cn
yujian@qlzq.com.cn

高端资源再造循环模式助企业成长

—格林美（002340）新股分析报告

投资要点:

- 本次发行前的总股本为 6,999 万股。本次拟发行不低于 2,333 万股，不低于发行后总股本的 25%，发行后公司总股本不低于 9,332 万股。此次拟募集资金 2.725 亿元用于“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”项目。
- 公司主营业务为回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉体材料等产品。
- 未来我国钴镍产品供需缺口明显，公司发展潜力巨大。
- 公司在成立伊始就以循环再造钴镍高端产品为目标，建立了利用废弃钴镍资源制备钴镍粉体材料的循环再造技术体系，实现从钴镍废料到超细钴粉、超细镍粉等高端产品的循环再造，产品性能和质量不但达到以原矿为原料的产品水平，而且达到国际同类产品的先进水平，体现了再生钴镍资源“资源化”回收的高级水平。
- 公司被认定为高新技术企业，享受企业所得税优惠政策。
- 公司过去 2 年业绩稳定增长，2007、2008 年分别实现销售收入 21949.26 万元、30438.46 万元。我们预计公司 2009、2010 年的营业收入分别为 3.93 亿元、4.58 亿元，分别增长 29.12%、16.55%，对应每股收益为 0.59 元、0.76 元。
- 建议询价区间为 20.06-23.6 元，对应的询价市盈率 34-40 倍，对应的资金超募倍数为 0.71 倍、1.02 倍。
- 风险提示：产品价格变动的风险；项目完成后的市场拓展风险；原材料采购的风险；税收优惠政策变动的风险；市场化发行政策下的系统性风险。

财务数据摘要	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（百万元）	304.38	393.04	458.09	569.68
主营业务收入增长率	0.39	0.29	0.17	0.24
净利润（百万元）	41.34	55.46	71.29	97.22
净利润增长率	0.14	0.34	0.29	0.36
每股收益（元）	0.33	0.59	0.76	1.04

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

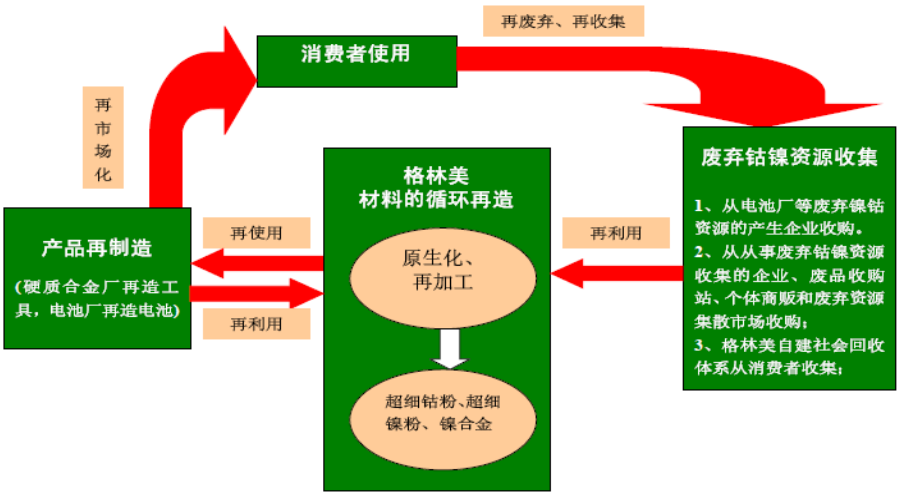
一、公司概况及发行情况

公司为国际上采用废弃钴镍资源生产超细钴镍粉体材料的先进企业，是中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。

公司牵头和参与制定了废弃钴镍资源回收利用的12 项国家和行业标准，成为中国废弃钴镍资源循环利用领域制定技术标准的先导企业。公司拥有40 项专利，被先后确定为国家循环经济试点单位、国家火炬计划重点高新技术企业；承担了国家“863”计划、国家创新基金计划、国家高技术产业化示范工程等国家科技计划项目，为中国废弃钴镍资源循环利用领域的技术领先企业。2008 年12 月，公司及子公司荆门格林美分别被深圳市和湖北省认定为高新技术企业。

本次发行前的总股本为6,999 万股。本次拟发行不低于2,333 万股，不低于发行后总股本的25%，发行后公司总股本不低于9,332 万股。公司第一大股东为汇丰源，其实际控制人为许开华、王敏夫妇。此次拟募集资金2.725亿元用于“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”项目。募集资金未达到上述项目投资总额时，缺口部分由公司自筹解决；募集资金超过上述项目投资总额时，剩余部分将用于补充公司流动资金。

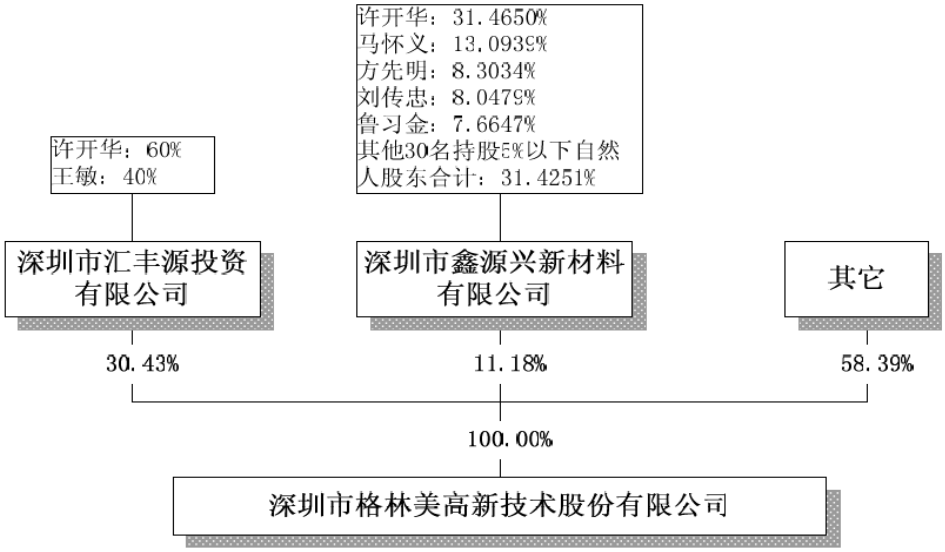
图表1：公司资源再造循环模式介绍



格林美公司从废弃钴镍资源循环再造钴镍高技术产品的循环模式图

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表2：发行前格林美控股情况



资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

二、钴镍资源概况及行业发展前景

钴镍金属具有优异的储能、防腐、耐磨、耐高温和高强度等特殊性能，是不锈钢、充电电池、电镀、汽车配件、关键工具、军工器件等行业的关键原料，是国民经济发展的重要战略物资。

根据美国地质调查局数据，2006 年世界钴储量为700 万吨，主要集中在刚果(金)、澳大利亚、古巴、赞比亚、俄罗斯和新喀里多尼亚，它们合计储量约占世界钴总储量的93.6%。中国基本没有单一的钴矿，钴资源主要伴生在镍矿中。按照中国国土资源部2005 年全国矿产资源储量通报，中国钴储量基础为7.33 万吨，但具有开采经济价值的储量仅为4.09 万吨，占世界可开采量的1.03%。中国是钴资源贫乏的国家。

跟据美国地质调查局的数据，2006 年世界镍储量为6,400 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、南非、印度尼西亚和中国，它们约占世界镍总储量的90.6%。根据中国国土资源部新公布的数据显示，中国镍储量为232 万吨，占全球总量的3.56%，位居世界第九位。按中国2007 年21 万吨左右镍产量计算，国内镍储量仅够开采10 年左右，未来镍资源将处于紧张的状态。

1、再生钴镍资源循环利用发展状况

再生钴是世界钴供应重要的来源之一，1995 年至2005 年，全世界钴的产量中大约有18－20%来自于再生钴，其数量从1995 年的4,200 吨增加到2005年的近10,000 吨，预计到2011 年再生钴占全球钴供应量的15%，即15,000 吨。中国是钴资源的使用大国，钴资源严重依赖进口，年使用量达到15,000 吨以上，接近世界消耗总量的25%。中国对钴资源的大量使用，使中国每年再生钴资源量在10,000

吨（金属量）左右，是中国目前钴开采量的5 倍以上；而中国每年从再生钴资源中回收的钴不到2,000 吨（金属量），仅占年消耗量的15%左右。从事再生钴资源的回收利用与再生钴资源的再资源化，提高再生钴资源的比重是解决中国钴资源供给的有效途径。

近年来，再生镍的发展也很快，增长超过了原生镍的生产。根据安泰科的行业咨询报告，2003 年以来，全球再生镍占镍总供应量的比例已经达到30%以上。再生镍原料主要来源于电池、催化剂、电镀、冶炼、不锈钢、超级合金等行业的各种形式的含镍废料。目前，国内每年产生的含镍废料为15 万吨（金属量）其中除废不锈钢外的其它含镍废物估计达5 万吨（金属量）左右。近年来，我国废杂镍的回收利用增长显著，但是，国内大多数废杂镍的回收主要以镍盐、镍铁等初级产品为主。

图表3：2003-2008全球原生镍及再生镍供应情况

	原生镍（千吨）	再生镍（千吨）	总计（千吨）	再生镍占有量比例（%）
2003	1192	539	1731	31.1
2004	1250	595	1845	32.2
2005	1293	589	1882	31.2
2006	1349	693	2042	33.9
2007	1456	606	2062	35.9
2008	1367	615	1982	31.1

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

2、再生钴镍资源回收利用的发展趋势

国内钴镍资源缺乏，但消耗量巨大，国内资源供给无法满足需求。钴镍资源需求和供给的矛盾，将迫使国内寻求新的资源供给来源，而唯一能够迅速增加新供给来源的是大量没有得到有效回收利用的废旧钴镍资源。因此，可以预见未来再生钴镍资源回收利用产业规模将会得到快速扩张。

中国是世界上最大的电池生产与消费大国，据统计，2001-2005 年国内消费的二次电池量77.3 亿只，按三年使用寿命和每个镍镉、镍氢及锂离子电池平均重量为25 克计算，则所有废旧二次电池的总重量约为19.3 万吨，其中含镍约3.28 万吨、含钴约为1.28 万吨（相当于中国探明原钴矿总储量的30%，相当于中国年钴矿开采量的5 倍以上）。这些电池如果全部进入大自然，将导致大约650 亿立方米的水体污染或27000 平方公里左右土壤丧失功能，所以，废旧电池不仅对环境造成巨大压力，同时也在浪费大量稀缺的资源。因此，开展废旧电池等钴镍再生资源的专门回收，也是保护中国城市环境、回收钴镍稀缺资源的有效途径。

3、钴镍粉体行业基本情况、市场容量及发展趋势

钴镍粉体是钴镍产业链中高附加值、高技术产品，同时也是一种典型的资本密集型产品，具有市场国际化、质量国际化和制造国际化等特点，市场主要被世

界级大公司所主导，而国内能够生产适应电池行业和高端硬质合金行业用途的超细钴镍粉体的公司不多，生产能力还不能满足国内的需求。近年来我国厂商加大技术研发力度，缩小了与国外产品在产品质量上的差距，特别是南京寒锐和本公司的钴粉产品，达到了国际著名品牌比利时Umicore 公司的产品质量水平。但是，我国绝大部分厂商在生产规模上、装备水平和制造技术上仍然与国外公司有一定差距。

世界钴粉的主要生产厂商有：比利时Umicore 公司、美国OMG 公司、法国钨业公司、日本关西触媒等，中国钴粉主要厂家有南京寒锐、本公司等。国内钴粉生产企业与国际大公司相比，在规模上有相当大的差距，钴粉市场主要由国际大公司主导。

世界上镍粉的主要生产企业有加拿大Inco 公司、日本川铁采矿公司、俄罗斯矿产金属公司、俄罗斯斯诺里斯克、澳大利亚西澳矿产公司等企业，大部分企业以自有矿山为基础向下游产业链延伸，无自有矿山的镍粉生产企业较少。国际镍粉市场一直由国际公司主导，行业龙头为加拿大Inco 公司。国内企业与国际公司在技术、规模、市场影响力等方面差距明显。

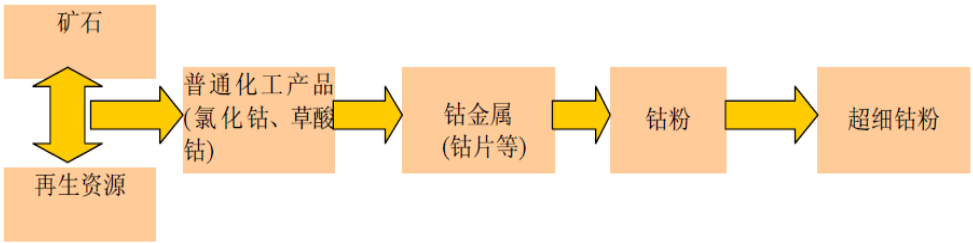
随着中国成为世界的硬质合金制造中心和世界电池制造中心，中国将成为世界钴粉的消耗中心，未来钴粉的消耗量将大大增加。然而，受到国内钴资源贫乏和钴资源供应国对钴矿石出口限制的影响，国内钴粉的生产能力将长期不能满足国内市场的需求。根据安泰科预测，未来5 年中国钴粉的市场消耗量将从2008 年的3,020 吨增长到2013 年的4,330 吨；国内钴粉缺口将从2008 年的2,400 吨增加到2012 年的3,130 吨左右。因此，以废弃钴资源生产钴粉由于不受原矿资源的限制，具有良好的发展前景。

图表4：2008-2013中国钴粉供需状况（单位：吨）

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国钴粉消耗量	3020	2800	3080	3450	3865	4330
中国钴粉供应量	600	1000	1100	1100	1200	1200
供需缺口	2400	1800	1980	2350	2665	3130

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表5：钴产品价值增值过程



资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

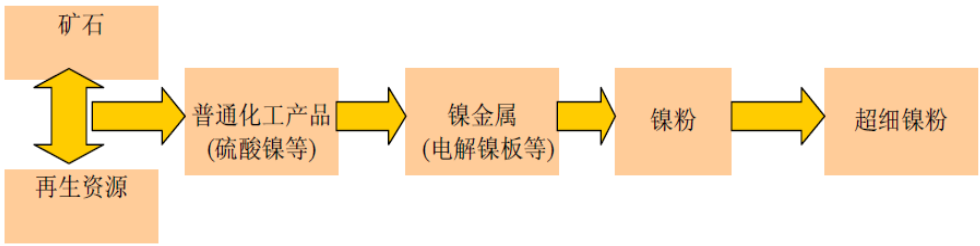
中国2008 年镍粉的年用量达到5,100 吨左右，主要用于电池行业、硬质合金行业、粉末冶金行业和催化剂行业，其中，电池行业占30%、硬质合金行业和粉末冶金行业占63%，其他占7%。随着中国粉末冶金、镍氢电池行业的快速发展，中国国内对镍粉的需求将持续增长，需求量将在未来5 年内增加一倍以上。而国内镍粉的供应主要依赖进口，2008 年国内仅能供应2,100 吨，缺口达3,000 吨，到2013 年，国内供应能力能增加到4,000 吨，但是需求缺口仍然有4,050 吨。未来发展潜力巨大。

图表6：2008-2013中国镍粉供需状况（单位：吨）

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国镍粉需求	5100	5500	6050	6655	7320	8050
中国镍粉产量	2100	2500	3000	3500	3800	4000
供需缺口	3000	3000	3050	3155	3520	4050

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表7：镍产品价值增值过程



资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

4、影响行业发展的有利因素和不利因素

首先，国家产业政策、循环经济政策鼓励资源循环产业迅速发展，这为行业发展带来机遇。其次，中国钴镍资源短缺为行业及企业的未来提供了巨大的潜力。第三，开展废旧电池回收利用有助于环境保护和资源节约，符合国家长期战略计划。

不利因素主要有两个方面，第一方面是资源回收体系尚不完善，在一定程度上制约了专业化回收处理工厂的发展；其次是中国还没有形成以消费者、生产者延伸责任付费为主导的再生资源处理的计费体系，从事再生资源回收的企业仍然需要付费购买废料，，挤压了中国再生资源循环利用企业的技术研究投入，不利于中国再生资源循环利用企业的快速发展。

三、公司情况介绍

1、企业主要业务情况

公司主营业务为回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉体材料等产品。面对资源紧缺、环境恶化的现实，公司作为资源循环利用企业，始终秉承“消除污染，再造资源”的产业理念，利用自主开发的专利技术，采用废弃钴镍资源循环再造超细钴粉、超细镍粉等高附加值产品，建立了从废弃钴镍资源到超细钴镍粉末的高端循环再造模式，摆脱了传统企业依赖有限的钴镍矿产资源作为最终资源来源的制造模式，形成了以废弃资源无限的“城市矿山”为资源和高端循环再造的盈利模式，具有持续的竞争力和广阔发展前景；公司循环再造钴镍产品，将废弃钴镍资源变废为宝，减少了废弃钴镍资源带来的环境污染问题。目前公司年循环利用的钴资源占中国本土开采钴资源的26%以上。

2、公司的业务特点及优势

（1）废弃钴镍资源的高端循环

公司在成立伊始就以循环再造钴镍高端产品为目标，建立了利用废弃钴镍资源制备钴镍粉体材料的循环再造技术体系，实现从钴镍废料到超细钴粉、超细镍粉等高端产品的循环再造，产品性能和质量不但达到以原矿为原料的产品水平，而且达到国际同类产品的先进水平，体现了再生钴镍资源“资源化”回收的高级水平。

（2）资源模式打造战略优势

与以原矿为原料生产钴镍粉体材料的资源模式不同，公司以废弃钴镍资源为原料生产钴镍粉体材料，具有资源和成本优势。除极少数国内企业拥有矿山外，其余大都从国内外购买钴镍原矿资源。由于国际市场钴镍价格和国外矿产资源出口政策变动频繁，导致国内大部分钴镍粉体企业原料来源不稳定；同时，随着能源价格的上涨和环境保护的加强，钴镍原矿的开采成本将持续增长，导致以原矿为资源制造钴镍粉体材料的生产成本呈长期增加趋势。然而，国内每年产生大量的钴镍废料，大部分没有充分回收利用，形成了废弃钴镍资源的无限“城市矿山”。公司以开采“城市矿山”的模式来生产钴镍粉体材料，不再受中国钴镍资源日益贫乏的限制；公司已先后在深圳、武汉城市圈等 12 个城市建立了废弃电池的回收体系，初步建立了低成本获取生产原料的社会通道，随着公司废弃资源社会回收体系功能的发挥，公司的原料成本将逐步降低。

2007 年 12 月，国家发展和改革委员会、国家环境保护部等部委批准本公司作为国家废旧电池循环利用的试点单位，将促进公司以深圳、武汉为起点，逐步构建遍布全国的废旧电池等再生钴镍资源的社会回收体系建设，为公司不断扩大再生钴镍资源处理规模，提供更加充分的资源保证。

（3）产品计价模式助公司提升抗风险能力

废弃钴镍资源的计价形成了以国际LME、MB 等交易市场的指导价格为基准的市场化计价体系，同时产品销售价格也以国际金属交易市场价格为基础，废料价

格和产品销售价格同向变化，变动幅度较为接近，且由于废料原料占成本比例在70%以上，在国际市场钴镍价格变化的过程中，基本保持了产品毛利率的稳定。报告期内公司主导产品的毛利率稳定在25－32%，具有抵御国际市场镍钴金属价格变化带来的风险的能力。随着公司社会回收体系的建设以及未来生产者和消费者延伸责任环保制度的实施，将逐步降低公司废弃资源的回收成本。

（4）技术团队保证创新能力和技术优势

公司形成了以高校教授和公司工程师相结合的产业技术开发模式，拥有装备先进的研发实验室和中试实验室，保证了公司在国内同行业的技术领先水平，使公司具有了与国际同行进行技术竞争的创新能力。公司研发中心拥有CNAS 国家认可实验室和CMA 国家计量认证双重资格的公共技术平台，是深圳市环境友好金属材料工程技术研究开发中心、湖北省二次有色金属资源循环利用工程技术研究开发中心的依托单位。公司研发中心技术装备先进，具有独立完成材料检测、性能评价以及开展基础研究的实验装备与技术能力，公司承担了包括“863”计划项目在内的20 多项国家级、省级、市级科技项目，荣获国家级、省级、市级科技成果奖3 项。

3、公司的产销量及市场占有率

2007 年初，公司新建700 吨循环技术生产超细钴镍粉体材料项目，以分步建设分步投产的方式，2007 年底建成投产，新增钴粉300 吨、镍粉100 吨生产能力，故2007 年底公司钴镍粉体总产能增加到钴粉550 吨、镍粉250 吨。2008 年公司钴粉设计产能500 吨，镍粉设计产能300 吨，产能利用率分别达到了104.40%和85.33%。2008 年，公司募投项目“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍技术产品”经批准可以采取分期建设，分期投产的形式。截至2009 年上半年，公司第一期建设设计产能为钴粉700 吨已经完工并转为固定资产，公司钴粉的设计产能增加至1,200 吨；同时公司新产品塑木型材生产线也已建成投产，设计产能为5,000 吨。公司镍合金的产量大幅下降的原因主要是因为镍合金市场较为低迷，公司主动降低了镍合金的产量。

图表8：2007-2009.6公司市场产销量及平均售价

	超细钴粉			超细镍粉			镍合金			塑木型材
	2007	2008	2009.6	2007	2008	2009.6	2007	2008	2009.6	2009.6
产量（吨）	260	522	522	205	256	144	147	235	47	914
设计产能（吨）	550	500	1200	250	300	300	200	200	200	5000
销量（吨）	256	467	464	200	229	141	147	235	47	914
产销率（%）	98.46	90.5	88.89	97.56	89.45	97.92	100	100	100	100
产能利用率（%）	47.20	104.40	43.50	82.00	85.33	48.00	73.50	117.50	23.50	18.28
平均销售价格（元/公斤）	490.52	463.97	275.82	269.37	210.23	118.23	211.5	162.16	91.17	5.6

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

公司产品产量2006-2008年快速增长，市场份额不断扩大。2008年钴粉及镍粉的市场份额分别为15.56%、4.50%。

图表9：2006-2008公司市场占有率变化情况

	产品	公司（吨）	全国（吨）	占有率（%）
2006 年	钴粉	195	2930	6.65
	镍粉	162	6470	2.50
2007 年	钴粉	256	3490	7.34
	镍粉	200	7600	2.63
2008 年	钴粉	467	3020	15.56
	镍粉	229	5100	4.50

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

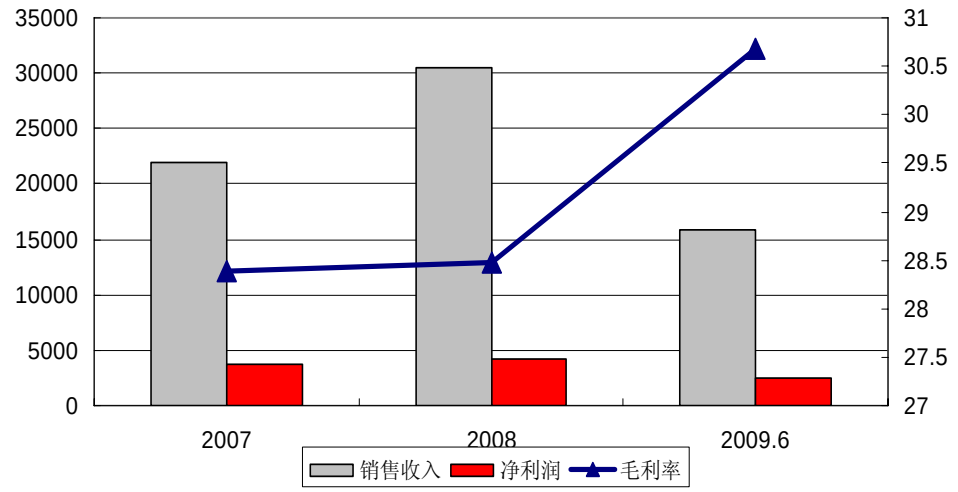
4、公司所得税优势

公司是经深圳市科技和信息局认定的深圳市高新技术企业。深圳市宝安区国家税务局直属分局于2004 年3 月16 日作出《深圳市国家税务局减、免税批准通知书》（深国税宝直减免（2004）0279 号），依据深府[1999]171 号《关于进一步扶持高新技术产业发展的若干规定（修订）的通知》的有关规定，同意公司从获利年度起，第1 年至第2 年的经营所得免征企业所得税，第3 年至第10 年减半征收企业所得税。据此，本公司2003 年度和2004 年度为免税年度，2005 年度至2012 年度为减半征收年度，税率为7.5%。

5、公司财务状况分析

在成长方面，公司的销售收入以及净利润 2007 年以来一直保持着稳定的增长势头，在募集资金项目全部投产后，预计将进一步弥补国内供需缺口，收入有进一步上涨的空间。公司的定价模式决定了毛利率的稳定。钴镍价格的变化会影响毛利的水平，但毛利率将保持在一个相对稳定的区间内。

图表10：2007-2009.6公司收入、利润及毛利率情况（单位：万元、%）



资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

四、募集资金项目分析

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股A 股不低于2,333 万股，募集资金将全部投资于“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”项目，项目总投资27,250 万元。募集资金未达到上述项目投资总额时，缺口部分由公司自筹解决；募集资金超过上述项目投资总额时，剩余部分将用于补充公司流动资金。

图表11：募集资金项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	第一年投资额	第二年投资额
二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品	27250	13236	14014

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

注：湖北省环境保护局鄂环函[2009]89 号文批复，同意本项目在2 年建设期内，分三期建设，分期验收，每期建成1,000 吨产能。截至2009 年6 月30 日，本项目第一期已经建成并达产，形成700 吨钴粉和300 吨氧化锌的生产能力。其余二期，将在剩余建设期内完成。

项目投产后，公司超细钴镍粉体材料的生产能力为2,800 吨，较目前增加产能2,000 吨，其中超细钴粉的产能由500 吨增长到1500 吨，超细镍粉的产能由300 吨增长到1300 吨，生产规模有较大增长。据测算，本次募集资金项目生产能力利用率达41.51%时就可保本，具有较强的抗风险能力。

图表12：项目投产后产能增加情况

项目	项目实施前设计产能（吨）	项目新增设计产能（吨）	项目实施后产能（吨）
超细钴粉	500	1000	1500
超细镍粉	300	1000	1300
镍合金	200	600	800
氧化锌	100	400	500
合计	1100	3000	4100

资料来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

目前，我国每年大约产生10,000 吨（金属量）左右的钴废料和50,000 吨（金属量）左右的镍废料（除废不锈钢外）。同时，中国每年回收不到2,000 吨左右的钴和 10,000 吨左右的镍，再生钴镍资源的回收还有很大的发展空间。而公司募集资金投资项目将每年需要1,025 吨（金属量）含钴废料和1,394 吨（金属量）含镍废料，分别占目前国内每年产生钴镍废料（金属量）的10.25%和2.72%。未来随着中国经济的不断增长，对钴镍的耗用量将会不断增长，也造成生产过程中钴镍废弃量的不断增长，同时民用消耗品的使用寿命结束后也将大量增加钴镍废弃量。未来公司募集资金项目所需废料来源十分充足，对原料市场价格的影响很小。

本次募集资金投资项目建成后，每年新增回收各种含镍、钴废弃物近20,000 余吨（其中处理废旧电池近5000 吨），大约回收处理重金属3,000吨左右，将避免30 亿立方米水源免遭污染，或者使220 平方公里土壤免遭污染，减排温室气体4,700 余吨，节能1 万余吨标准煤，循环利用废水80 万立方米 ，具有巨大的环境贡献。

本项目建设期2 年，建成后第一年达产50%，第二年达产80%，第三年完全达产。本项目正常达产后，年均新增销售收入43,372 万元，增加利润总额8,907万元，财务内部收益率31.23%（所得税前），静态投资回收期6.99 年（含建设期 2 年）

五、公司盈利预测

在目前已知的经济环境下，我们预计公司2009、2010、2011三年的营业收入分别为3.93亿元、4.58亿元、5.69亿元，分别增长29.12%、16.55%、24.36%，对应每股收益为0.59元、0.76元、1.04元。

图表13：盈利预测简表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	103.66	219.49	304.38	393.04	458.09	569.68
增长率(%)	/	111.73%	38.68%	29.12%	16.55%	24.36%
归属母公司股东净利润（百万元）	12.00	36.16	41.34	55.46	71.29	97.22
增长率(%)	/	201.46%	14.31%	34.16%	28.55%	36.37%
每股收益(EPS)（元）（以发行后股本摊薄）	0.10	0.29	0.33	0.594	0.764	1.042
每股经营现金流（元）（以发行后股本摊薄）	0.05	0.14	0.43	0.442	1.930	0.748
销售毛利率（%）	25.41%	28.38%	28.48%	28.00%	28.00%	28.00%
销售净利率（%）	12.11%	17.14%	13.58%	14.11%	15.56%	17.06%
净资产收益率(ROE)（%）	18.11%	28.79%	17.96%	20.20%	9.12%	11.31%
投入资本回报率(ROIC)（%）	/	41.60%	30.11%	21.68%	13.02%	14.92%

资料来源：招股说明书，WIND、齐鲁证券研究所

六、建议申购价格区间为：20.06-23.6 元

2009 年统计中小板发行情况，以 2008、2009 两年摊薄后每股收益计算的平均市盈率分别为 44.83和34.13,以此估算格林美的对应价格分别为14.89元和20.27元（以发行后股本摊薄计算）。本次募集资金项目计划共需 2.73 亿元人民币，结合以上两个价格，以公司发行 2333 万股计算，资金超募倍数分别为 0.27 倍、0.73 倍（超额融资部分），远低于之前中小板发行平均超募 1.18 倍的数据。

按照平均资金超募 1.18 倍来计算，对应的发行价格为 25.51 元，该价格对应 08、09 年（发行后股本全面摊薄）的每股收益计算发行市盈率分别为 77.3、43.23，明显对应市盈率偏高、但基本符合目前有色金属行业市盈率偏高的特性。

结合以上分析、最近市场运行情况以及公司面临的相关风险，我们认为给予格林美 09 年每股收益对应的询价市盈率 34-40 倍，建议询价区间为 20.06-23.6 元，对应的资金超募倍数为 0.71 倍、1.02 倍。

图表14：中小板发行数据统计

代码	名称	发行价格（元）	EPS		发行 PE		发行数量（万股）	超募倍数（倍）
			2008 年	2009 年	2008 年	2009 年		

002275.SZ	桂林三金	19.80	0.60	0.74	32.84	26.67	4600.00	0.44
002276.SZ	万马电缆	11.50	0.37	0.47	30.87	24.47	5000.00	0.68
002277.SZ	家润多	19.58	0.62	0.77	31.63	25.41	5000.00	0.96
002278.SZ	神开股份	15.96	0.50	0.57	31.64	28.19	4600.00	0.20
002279.SZ	久其软件	27.00	0.80	0.97	33.93	27.93	1530.00	0.89
002281.SZ	光迅科技	16.00	0.48	0.62	33.68	25.99	4000.00	0.95
002280.SZ	新世纪	22.80	0.68	0.79	33.77	28.72	1350.00	1.00
002283.SZ	天润曲轴	14.00	0.42	0.53	33.18	26.63	6000.00	0.37
002282.SZ	博深工具	11.50	0.32	0.31	36.06	37.12	4340.00	0.23
002285.SZ	世联地产	19.68	0.52	0.84	37.96	23.32	3200.00	0.97
002284.SZ	亚太股份	18.80	0.51	0.83	36.95	22.77	2400.00	0.03
002286.SZ	保龄宝	20.56	0.56	0.62	36.73	33.13	2000.00	0.51
002287.SZ	奇正藏药	11.81	0.33	0.38	35.31	30.85	4100.00	0.67
002289.SZ	宇顺电子	15.88	0.49	0.60	32.16	26.47	1850.00	0.18
002288.SZ	超华科技	12.10	0.36	0.44	33.96	27.36	2200.00	0.86
002291.SZ	星期六	18.00	0.48	0.57	37.59	31.46	5500.00	0.77
002290.SZ	禾盛新材	27.80	0.80	0.95	34.91	29.34	2100.00	1.33
002292.SZ	奥飞动漫	22.92	0.41	0.67	56.26	34.27	4000.00	0.96
002294.SZ	信立泰	41.98	1.03	1.60	40.75	26.21	2850.00	1.30
002293.SZ	罗莱家纺	27.16	0.78	0.98	34.63	27.85	3510.00	0.82
002295.SZ	精艺股份	13.00	0.39	0.50	33.61	26.04	3600.00	0.17
002296.SZ	辉煌科技	25.00	0.71	0.91	35.27	27.47	1550.00	1.80
002298.SZ	鑫龙电器	9.50	0.25	0.31	37.61	30.29	2800.00	0.61
002297.SZ	博云新材	10.80	0.24	0.30	45.76	36.14	2700.00	0.50
002300.SZ	太阳电缆	20.56	0.40	0.93	50.85	22.05	3400.00	0.37
002299.SZ	圣农发展	19.75	0.44	0.51	44.65	38.56	4100.00	(0.05)
002301.SZ	齐心文具	20.00	0.47	0.63	42.33	31.84	3120.00	1.10
002302.SZ	西部建设	15.00	0.46	0.60	32.36	24.80	3500.00	1.37
002303.SZ	美盈森	25.36	0.57	0.72	44.47	35.20	4500.00	1.20
002304.SZ	洋河股份	60.00	1.65	2.48	36.34	24.24	4500.00	2.27
002305.SZ	南国置业	12.30	0.34	0.35	36.68	35.09	4800.00	0.55
002307.SZ	北新路桥	8.58	0.22	0.32	39.50	26.71	4750.00	0.08
002306.SZ	湘鄂情	18.90	0.32	0.43	59.25	43.95	5000.00	1.05
002309.SZ	中利科技	46.00	1.12	1.40	41.06	32.81	3350.00	1.68
002308.SZ	威创股份	23.80	0.53	0.60	45.23	39.57	5345.00	1.84
002311.SZ	海大集团	28.00	0.58	0.72	48.01	38.92	5600.00	1.41
002310.SZ	东方园林	58.60	1.18	1.67	49.58	35.15	1450.00	1.97
002312.SZ	三泰电子	28.60	0.61	0.78	46.85	36.60	1500.00	1.29
002313.SZ	日海通讯	24.80	0.36	0.69	69.84	35.82	2500.00	1.58
002314.SZ	雅致股份	16.82	0.53	0.49	31.62	34.04	7364.10	0.55
002316.SZ	键桥通讯	18.80	0.32	0.36	59.34	52.65	3000.00	1.49
002315.SZ	焦点科技	42.00	0.64	0.79	65.58	53.45	2938.00	2.95
002317.SZ	众生药业	55.00	0.93	1.21	59.15	45.36	2000.00	2.18
002319.SZ	乐通股份	13.70	0.30	0.38	45.51	35.90	2500.00	1.66

002318.SZ	久立特材	23.00	0.51	0.67	45.30	34.25	4000.00	0.54
002320.SZ	海峡股份	33.60	0.82	0.89	41.17	37.63	3950.00	2.08
002321.SZ	华英农业	16.98	0.32	0.35	53.33	48.25	3700.00	0.32
002322.SZ	理工监测	40.00	0.71	0.93	56.48	42.94	1670.00	1.97
002323.SZ	中联电气	30.00	0.70	0.77	42.67	38.98	2100.00	1.57
002324.SZ	普利特	22.50	0.29	0.64	78.07	35.31	3500.00	1.87
002325.SZ	洪涛股份	27.00	0.42	0.54	64.61	50.13	3000.00	2.28
002326.SZ	永太科技	20.00	0.32	0.43	61.69	46.44	3350.00	1.21
002328.SZ	新朋股份	19.38	0.38	0.46	51.05	42.31	7500.00	1.09
002327.SZ	富安娜	30.00	0.64	0.80	47.00	37.32	2600.00	1.18
002329.SZ	皇氏乳业	20.10	0.34	0.46	58.57	43.90	2700.00	1.44
002330.SZ	得利斯	13.18	0.27	0.35	49.23	37.21	6300.00	1.59
002331.SZ	皖通科技	27.00	0.48	0.58	56.46	46.44	1400.00	1.60
002332.SZ	仙琚制药	8.20	0.19	0.23	43.04	35.73	8540.00	0.40
002333.SZ	罗普斯金	22.00	0.35	0.64	62.59	34.16	3920.00	1.19
002334.SZ	英威腾	48.00	0.64	1.63	75.46	29.54	1600.00	3.80
002336.SZ	人人乐	26.98	0.58	0.56	46.66	48.43	10000.00	0.77
002335.SZ	科华恒盛	27.35	0.53	0.98	51.85	27.78	1950.00	2.18
002338.SZ	奥普光电	22.00	0.59	0.73	37.47	30.27	2000.00	1.58
002337.SZ	赛象科技	31.00	0.99	1.01	31.18	30.66	3000.00	0.48
平均值	/	/	/	/	**44.83**	**34.13**	/	1.14

数据来源：WIND,齐鲁证券研究所

注 1：2008 年 EPS 为最新股本摊薄

注 2：2009 年 EPS 来源于 WIND 系统预测中值

注 3：超募倍数为超额发行部分，平均值为算术平均

七、风险因素

1、产品价格变动的风险。如果钴镍金属价格下降，可能会对公司的盈利能力带来不利的影响。如果钴镍金属价格下降，公司产品毛利率保持相对稳定，但产品毛利将下降。

2、项目完成后的市场拓展风险。

3、原材料采购的风险。

4、税收优惠政策变动的风险。

5、市场化发行政策下的系统性风险。

图表15：企业报表预测

利润表（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	103.66	219.49	304.38	393.04	458.09	569.68
减：营业成本	77.32	157.20	217.69	282.99	329.83	410.17
营业税金及附加	0.73	1.57	2.10	2.75	3.21	3.99
营业费用	2.59	3.06	5.75	7.57	8.83	10.98
管理费用	9.56	13.07	27.89	31.88	37.16	46.21

财务费用	1.84	3.73	10.86	13.80	8.69	1.29
资产减值损失	0.22	0.56	-0.22	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	11.36	40.30	40.30	54.05	70.38	97.04
加：其他非经营损益	2.17	0.83	3.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	13.53	41.13	43.50	54.05	70.38	97.04
减：所得税	0.98	3.52	2.16	6.16	7.92	10.80
净利润	12.56	37.61	41.34	47.88	62.46	86.24
减：少数股东损益	0.56	1.45	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	12.00	36.16	41.34	55.46	71.29	97.22
资产负债表（百万元）	**2006A**	**2007A**	**2008A**	**2009E**	**2010E**	**2011E**
货币资金	-4.61	13.19	31.03	129.70	453.63	308.20
应收和预付款项	22.48	35.05	33.17	76.74	51.36	62.29
存货	42.86	64.45	85.74	108.46	117.89	163.59
其他流动资产	0.04	0.00	0.03	0.03	0.03	0.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	62.47	158.39	302.07	317.90	413.29	503.22
无形资产和开发支出	5.71	12.72	20.63	18.28	15.92	13.57
其他非流动资产	0.00	0.05	0.09	0.04	0.00	0.00
资产总计	128.94	283.84	472.76	651.15	1052.12	1050.91
短期借款	25.00	46.00	78.00	142.73	0.00	0.00
应付和预收款项	25.23	29.76	27.43	33.35	34.52	37.53
长期借款	0.00	71.16	117.00	181.00	170.00	114.00
其他负债	3.99	11.33	20.12	19.50	66.00	40.00
负债合计	54.22	158.25	242.55	376.57	270.52	191.53
股本	52.00	60.36	69.99	69.99	93.32	93.32
资本公积	10.52	25.37	79.01	79.01	505.68	505.68
留存收益	3.71	39.87	81.20	125.57	182.60	260.37
归属母公司股东权益	66.23	125.60	230.21	274.57	781.60	859.37
少数股东权益	8.49	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	74.72	125.60	230.21	274.57	781.60	859.37
负债和股东权益合计	128.94	283.84	472.76	651.15	1052.12	1050.91
现金流量表（百万元）	**2006A**	**2007A**	**2008A**	**2009E**	**2010E**	**2011E**
经营性现金净流量	6.85	17.91	53.81	41.29	180.11	69.76
投资性现金净流量	-23.39	-118.26	-170.95	-48.00	-132.36	-140.14
筹资性现金净流量	20.17	114.92	136.28	105.38	276.18	-75.05
现金流量净额	3.63	14.57	19.15	98.67	323.93	-145.43

数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

投资评级说明

类别	级别	定　　义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券研究所

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F（济南）
邮编：250061
电话：（86531）8128-3789
传真：（86531）8128-3791

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层 （上海）

邮编：200122

电话：（8621）5820-8334

传真：（8621）5830-6843