

原材料 - 有色

2010 年 1 月 5 日

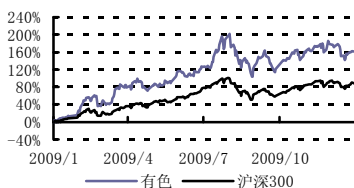
重要资料

总股本 (百万股)	93.32
流通股 (百万股)	23.33
募集资金总额	约 7 亿
行业 PE (X)	25
定价区间 PE (X)	30-35
第一大股东	许开华夫妇
公司网址	HTTP://WWW.GEMHI-TECH.CO

财务数据

	2007	2008	2009
营业收入 (百万)	219	304	364
增长率%	201	14	34
净利润 (百万)	36	41	55
增长率%	201	14	34
毛利率%	27	27	29
净利率%	16	16	17
ROE	18	18	19
资产负债率	41	52	60

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
有色	-5.99%	18.23%	177.00%
沪深 300	-2.97%	17.65%	94.49%

周宪

0755-83199424
zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 周宪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

挖掘“城市矿山”的超细钴镍粉生产商

—格林美 (002340) 新股定价报告

询价区间: - 定价区间: 30-35 元

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	304.38	364.22	537.26	744.22
净利润 (百万元)	41.34	50.81	85.19	103.08
每股收益 (元)	0.39	0.54	0.91	1.10
净利润增长率%	14%	38%	68%	22%
每股净资产 (元)	3.2	3.5	4.3	4.9
市盈率	-	-	-	-
市净率	-	-	-	-

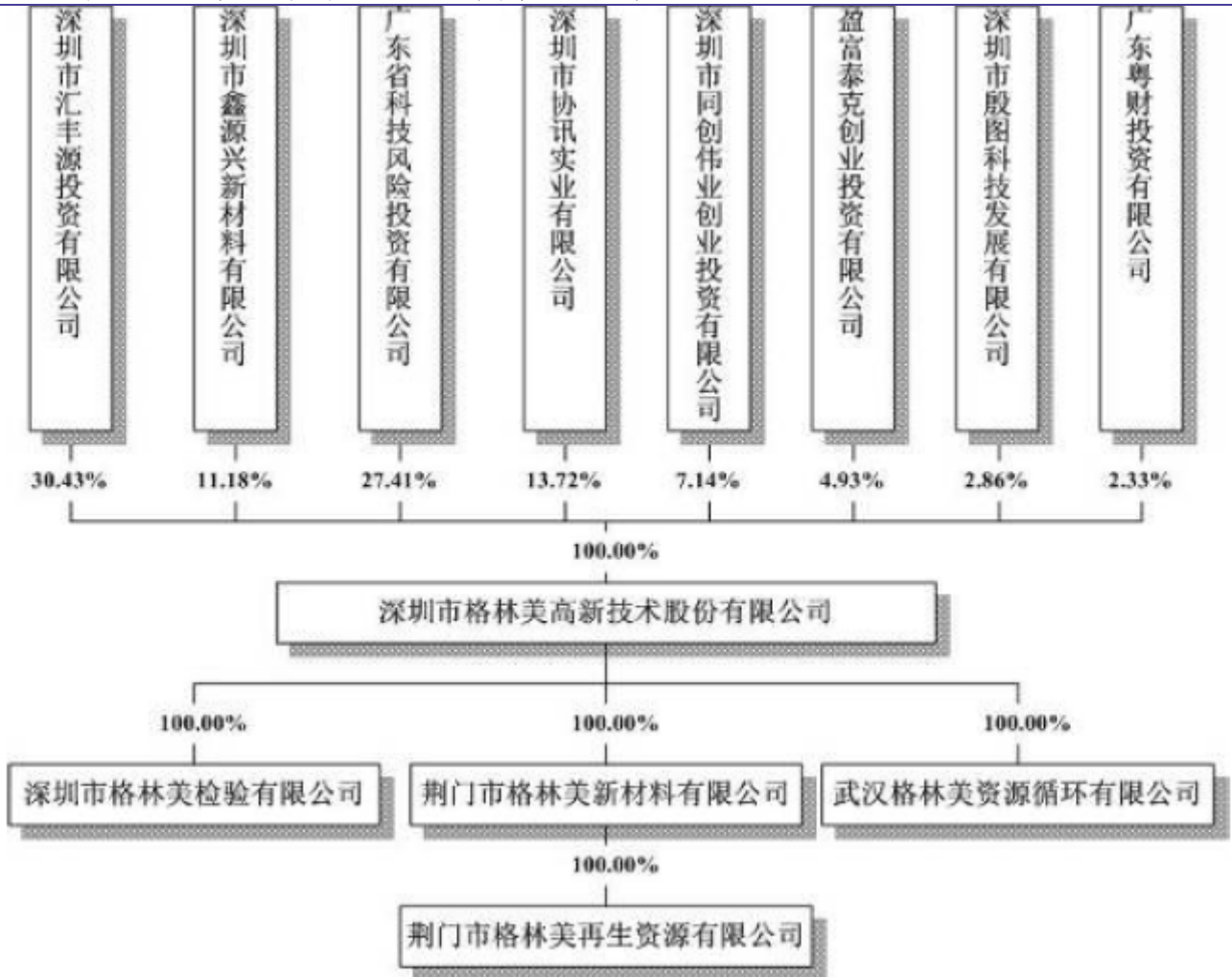
资料来源: 世纪证券研究所

- 国家政策强力支持。**2008 年出台《循环经济促进法》, 公司对废弃钴镍资源的无害化回收以及资源化利用, 符合国家循环经济发展的产业政策, 并有望成为国家重点扶持的龙头企业。
- 目前产品供不应求, 募投项目产品销售前景乐观。**中国钴镍行业资源短缺给公司再生钴镍资源的循环利用带来了发展机遇。随着中国成为电池、硬质合金和粉末冶金的生产大国, 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。
- 原料为钴镍废料, 供应充足, 不受原矿波动干扰。**公司作为以废料循环再造钴镍粉末的高技术专业公司, 经营模式同以原矿为资源的同行不同, 公司主要以废弃物为资源, 来源充足, 未受钴镍金属价格下降和原矿采购开工率不足的影响。
- 公司是行业标准制定者, 技术优势明显, 在国内无竞争对手。**在国内再生钴镍资源回收利用行业内, 没有与公司相同类型的竞争对手。公司在废弃钴镍资源和电子废弃物的循环利用领域拥有专利 40 项, 并且牵头起草了废弃钴镍资源和钴镍粉体制备方面的 9 项国家标准和 3 项行业标准, 成为废弃钴镍资源循环利用领域制定技术标准的先导企业。
- 目前 A 股市场还没有以废金属循环利用为主业的企业, 考虑到格林美未来 3 年高速稳健的成长性, 我们认为给公司 30-35 倍 PE 比较合理。对应公司股价为 30-35 元。**不过, 考虑到公司行业较为独特, 项目前景优良, 我们认为, 上市炒作的可能性非常大。

公司概况

格林美是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。格林美高新技术股份有限公司由2001年成立的格林美环境材料有限公司改制而来，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。公司以含钴镍的再生资源为原料，通过完全自主知识产权的循环技术，生产超细钴粉、超细镍粉等高技术产品，在性能上能够替代以原生矿为原料的产品，产品主要用于硬质合金、电池材料、粉末冶金等领域。公司总部和废料资源检验部门坐落在深圳；废弃物回收工厂坐落在交通便利的湖北省荆门市；公司在武汉设立武汉格林美公司，构建以武汉为中心，辐射全国的资源回收网络。

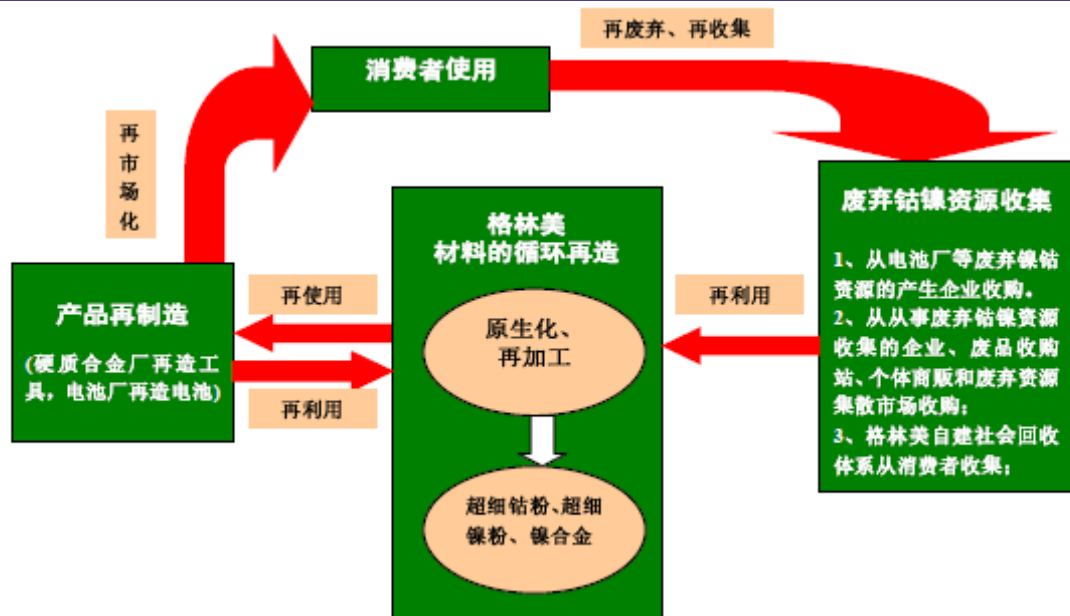
Figure 1 公司股权结构，最大股东为实际控制人为许开华夫妇的汇丰源



资料来源：公司公告

生产过程是将含钴镍废料经过一系列复杂的化学及物理加工,生成原生化的超细钴粉和镍粉。公司生产原料为含钴镍废料,关键技术包括提纯、原生化和粉体再制备等,最终产成品为超细钴粉、超细镍粉等高附加值产品。

Figure 2 格林美的生产流程



资料来源: 公司公告

公司所处行业背景——我国开始高度重视再生资源的循环利用

中国钴镍行业资源短缺。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%,是钴资源贫乏国家。中国镍储量为 232 万吨,占全球总量的 3.56%。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。中国是缺钴少镍的国家,钴储量占世界总量的 1.03%;中国镍储量占全球总量的 3.56%,而中国是钴镍资源的消耗大国,年消耗钴 15,000 吨以上,年消耗镍 30 万吨以上,中国钴镍资源储量状况与中国需求存在巨大差异,促进再生钴镍回收利用的发展。

在国外,资源回收成为生产者和全社会的义务。目前,国内再生资源回收体系尚不完善。钴镍粉体的下游行业如电池、硬质合金行业、粉

未冶金行业的企业本身是使用钴镍原料生产产品的企业，其在中会产生钴镍废料，因此其本身又可以作为公司的直接上游企业。这直接体现了再生钴镍资源回收利用行业的最大特点。国外资源回收已成为生产者和全社会的义务。如德国废旧电池回收循环率从1998年的零上升到2003年的70%，家庭废弃物利用率从1996年的35%上升到2003年的60%。而国内尚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，难以完全承担资源回收、减少环境危害的社会责任。根据安泰科数据，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，中国每年废钴镍的回收量与废弃量相比还非常低，每年回收不到2,000吨左右的钴和10,000吨左右的镍。

国家开始重视再生资源循环利用。中国政府已经开始高度重视再生资源的循环利用，先后出台了《固体废物管理条例》、《危险废物经营许可证管理办法》、《再生资源回收管理办法》和《废弃家用电器与电子产品污染防治技术政策》等法规来规范再生物回收利用的经营行为，体现了“无害化、资源化”的回收利用原则。特别是2008年8月29日颁布的《循环经济促进法》，初步确立了生产者延伸责任制，说明中国的废弃物回收利用政策正在与国际接轨。

国家需要树立一批龙头企业。我国《再生资源回收“十一五”发展规划》明确鼓励：“十一五”期间建设具有一定规模和水平的再生资源加工基地，并以此为中心，形成再生资源回收、加工、利用的产业链；研究开发一批急需的废弃物无害化处理技术和再生资源加工利用技术，如：废旧镉镍电池（二次电池）及电子废弃物的无害化处理技术；集中力量支持一批示范工程，包括：废旧镉镍电池（二次电池）无害化处理示范工程等。

Figure 3 公司已成为国内钴镍再生的龙头企业

时间	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：公司公告

Figure 4 格林美是中国采用含钴废弃资源循环再造超细钴粉的最大企业

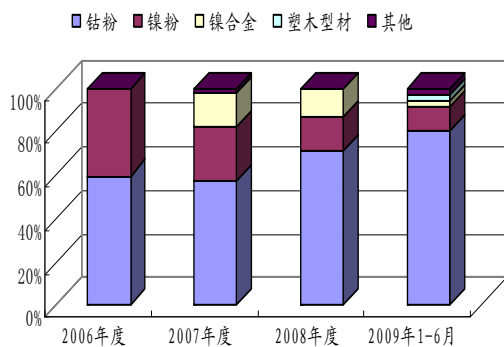
厂商	原料	产品	产量 (吨)	特点
比利时Umicore	原矿石	钴粉及钴的电池材料	3,000	全球优质品牌之一, 规模大
日本关西触媒	进口化工原料/日本废料	钴的电池材料	3,000	全球优质品牌之一, 日本市场占有率高。
法国钨业公司	原矿石	钴粉及钴的复合粉体	1,000	欧洲优质品牌
美国OMG公司	原矿石	钴粉	2,000	全球优质品牌之一
南京寒锐	进口原矿、正在刚果投资矿山	钴粉	400	中国优质品牌之一
格林美	废旧钴资源	钴粉	522	中国优质品牌之一
金川集团	原矿石、自有矿山	钴粉	171	自有矿山、资金雄厚

资料来源: 公司公告

公司主营业务分析

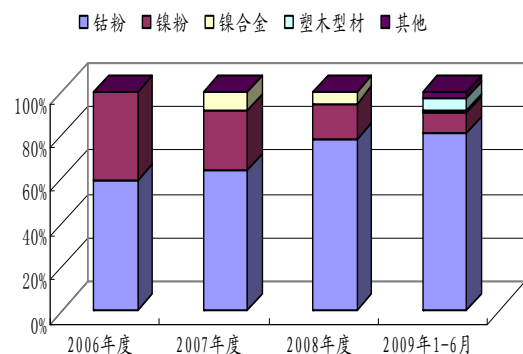
超细钴粉、镍粉收入、利润占比都在80%以上。公司主要产品为超细钴粉、超细镍粉、镍合金，其中，超细钴粉、超细镍粉占主营业务收入及主营业务利润的比例在最近三年又一期均在80%以上。

Figure 5 收入变动



资料来源: 公司公告

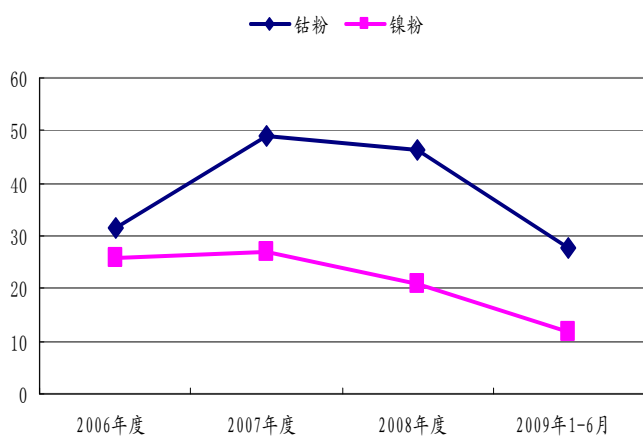
Figure 6 利润变动



资料来源: 公司公告

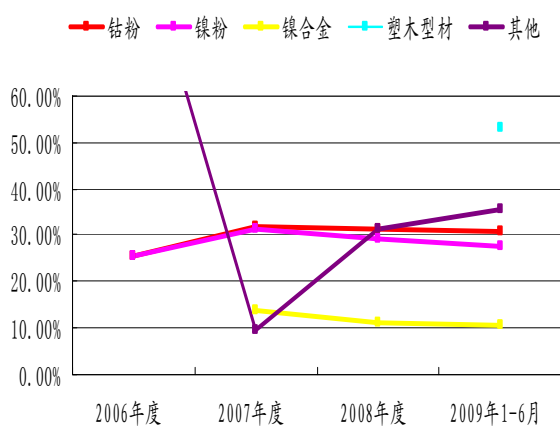
公司毛利率稳定在30%左右。公司含钴、镍废料的采购成本占营业成本的70%以上，所以近三年又一期公司含钴、镍废料的均价与钴粉、镍粉销售均价的变动趋势相同，比例接近，所以公司毛利率波动幅度较小，基本稳定。

Figure 7 钴镍粉价格



资料来源：公司公告

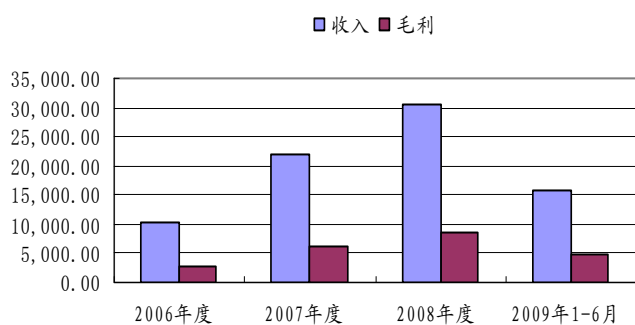
Figure 8 毛利率



资料来源：公司公告

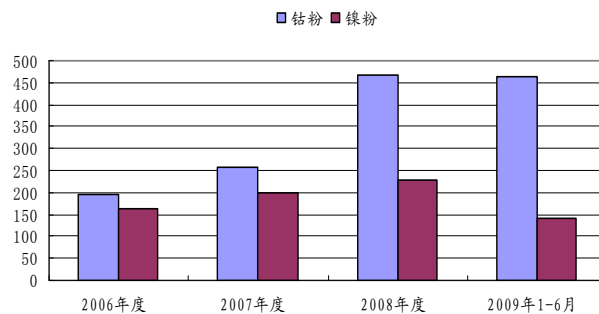
公司钴镍粉产品供不应求。公司钴镍粉主要供应硬质合金和电池行业，目前处于供不应求状态。由于国内钴镍资源储量匮乏，球粉生产缺口较大，大部分依赖进口，有较大的不稳定性，因此公司产品的市场空间较大。

Figure 9 收入及毛利不断增加



资料来源：公司公告

Figure 10 销量不断增加



资料来源：公司公告

成本结构分析

公司生产使用的主要原材料是钴镍废料，占材料成本的80%左右。在电池行业、硬质合金行业、冶炼和电镀行业的生产过程中产生的废料和产品达到使用寿命后报废产生的废旧产品，包括锂离子电池废料、镍电池废料、废碳酸钴、废镍合金、镍渣、废硫酸镍、废碳酸镍、废旧电池、废硬质合金工具等。钴镍废料的定价依据为依据废料中所含钴镍金

属量和成份的复杂程度，按国际市场钴镍金属交易价格的一定折扣确定采购价格，因此公司含钴、镍废料的采购价格与同期钴粉、镍粉的销售价格保持较为稳定的比例。从近三年又一期按钴、镍金属量折算的含钴镍废料采购均价与钴粉、镍粉销售均价的比值来看，绝大部分时间内含钴废料的采购月均价占钴粉销售月均价的44% - 63%，含镍废料的采购月均价占镍粉销售月均价的49% - 67%。

推进“城市矿山”社会回收体系建设降低原料成本。公司低成本的自建社会收集占比目前在10%左右。公司原料采购采用向社会集散收购和向企业收购相结合的模式。目前向企业为主要的原料收购来源，由于只要有生产就会有废料产生，因此这部分原料供应较为稳定。自建部分，成本较低，以武汉为例，在武汉市政府的扶持下，1毛钱收购一个废电池，其中，政府支付90%，格林美支付10%。如果这部分占比得以提高，将有效的降低原料成本。公司已取得深圳市和武汉城市圈的废旧电池回收的行政许可，成为深圳市和武汉城市圈的废旧电池回收的循环经济试点；公司被国家发改委、国家环保总局等部委批准为国家循环经济试点单位，作为从事废旧电池循环利用的国家循环经济项目试点，这些项目将推动公司在中国中心城市推进“城市矿山”社会回收体系建设，占据废弃再生资源优势。

Figure 11 自建社会收集体系占比的增加有利于降低成本

主原料来源	2009年 1-6月	2008年	2007年	2006年
企业模式	66.29%	62.36%	47.15%	46.68%
个体模式	12.52%	26.47%	45.73%	49.03%
自建社会收集体系	11.29%	10.91%	3.99%	0.45%
原生料	9.90%	0.26%	3.13%	3.84%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100

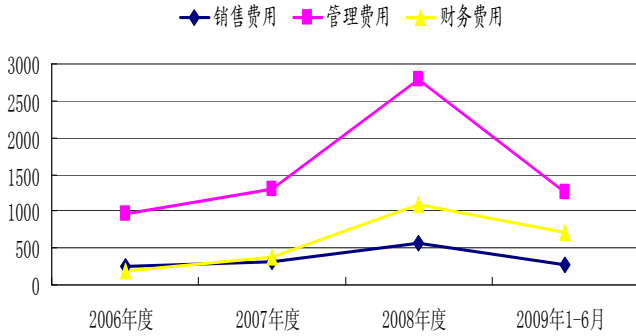
资料来源：公司公告

公司财务分析

公司近三年又一期期间费用占营业收入的比例为13.49%、9.05%、14.62%和14.16%，除2007年销售费用和管理费用占营业收入的比例较低外，2006年和2008年、2009年1-6月比例基本接近，与公司经营规模相适应。2008年管理费用较2007年增加1,481.71万元，主要是由于

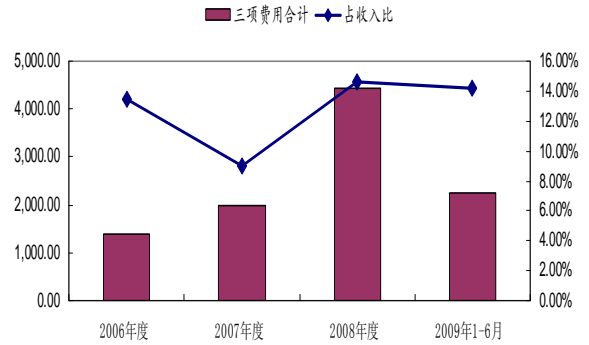
研发投入增加,管理员工资及上市费用增加。2008年财务费用较2007年增加712.95万元,2008年财务费用占营业收入的比例较2007年增长1.87%,主要是由于银行借款增加,利息支出和担保费用相应增加。

Figure 12 销售、管理、财务费用变动趋势



资料来源: 公司公告

Figure 13 三项费用之和及占比



资料来源: 公司公告

公司竞争力分析

资源优势——不依赖原矿、不受原矿供应限制

与以原矿为原料生产钴镍粉体材料的企业相比,公司以废料作为原料生产具有原材料资源优势。公司建立了处置各种不同废弃钴镍原料的技术体系,摆脱了依赖原矿为资源的生产模式,更新了钴镍粉体生产的资源模式,和以原矿为原料的厂家相比具有更广阔的原料来源。中国是缺钴少镍的国家,且矿山掌握在很少的一两家公司手里,同时国内开采量远不能满足国内需求,大量需要进口。因此,以钴镍的矿石为资源,通过传统模式生产钴镍粉体,其原材料的供应很不稳定,例如,2007年,受非洲资源出口政策变化影响,中国60%以上钴冶炼厂处于半停产状态。公司以废旧钴镍资源为原料,不受原矿供应的限制,来源比较广阔且不会枯竭,具有明显的资源优势。

Figure 14 世界前几大企业都是以原矿为主要原材料

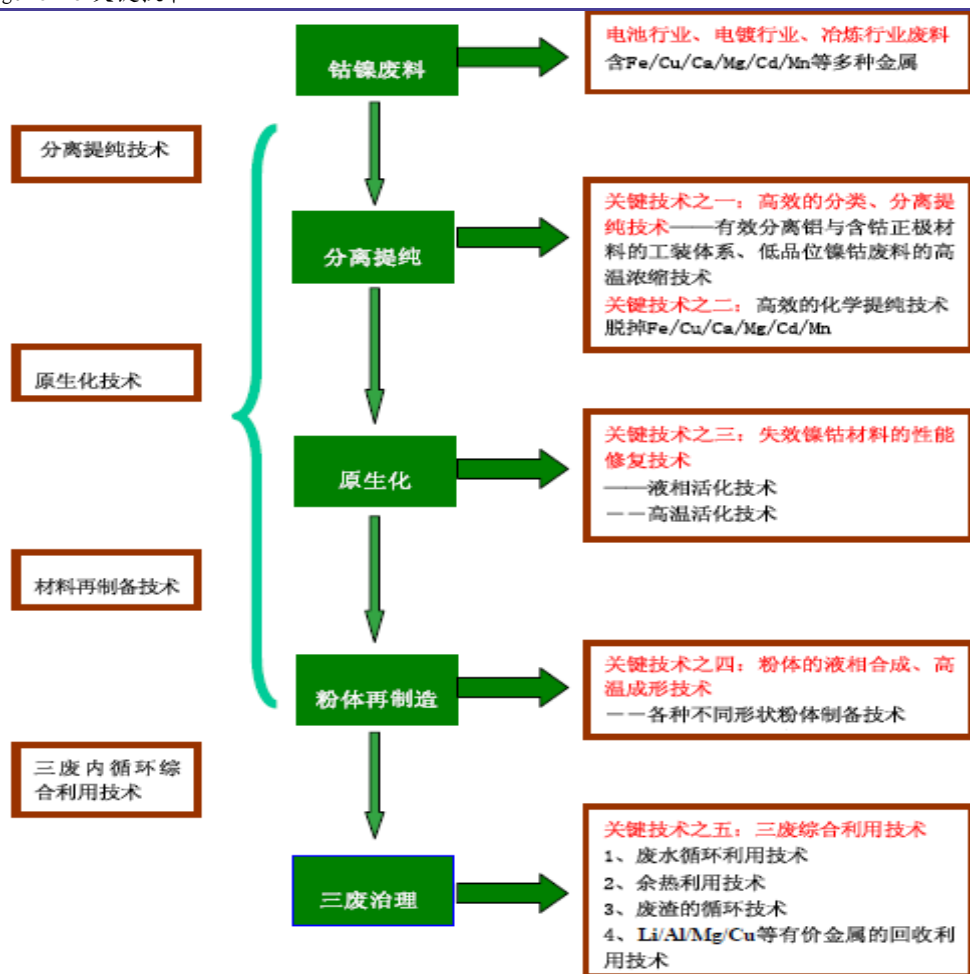
典型厂商	原料	产品	产量 (吨)	特点
加拿大Inco公司	原矿	羰基镍	80,000	全球最大的镍公司,全球优质品牌
俄罗斯矿产金属公司	原矿	羰基镍、雾化镍	20,000	自有矿山,资源丰富
俄罗斯斯诺里斯克	原矿	羰基镍、雾化镍	10,000	自有矿山,资源丰富
澳大利亚西澳矿产公司	原矿	羰基镍、雾化镍	10,000	自有矿山,资源丰富
日本川铁采矿公司	原矿、含镍废料	还原镍粉	3,800	世界先进技术,超细,用于电子行业

资料来源: 安泰科《钴镍行业咨询报告》

技术优势——多项专利、行业标准制定者、国内无竞争对手

通过自主创新，在再生钴镍资源回收利用领域开发了一系列专利技术和较先进的生产工艺，建立了再生钴镍资源的“定点收集——科学分类——原生化——钴镍粉体材料再制备”的高技术循环再造技术体系，实现从钴镍废料到超细钴粉、超细镍粉的循环再造，属于钴镍资源的高级循环。在国内再生钴镍资源回收利用行业内，没有与公司相同类型的竞争对手。公司在废弃钴镍资源和电子废弃物的循环利用领域拥有专利40项，并且牵头起草了废弃钴镍资源和钴镍粉体制备方面的9项国家标准和3项行业标准，成为废弃钴镍资源循环利用领域制定技术标准的先导企业。公司先后被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项目，为废弃钴镍资源循环利用领域的技术领先企业。特别是，2007年，经过国家发展和改革委员会批准，公司以本公司钴粉质量标准为基础，牵头起草了中国《还原钴粉》的行业标准。该标准完全达到了国际同类产品标准水平。

Figure 15 关键技术



资料来源：公司公告

募集资金投向分析——产能大幅提高

公司发行募集资金投资项目为二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品（3,000吨/年超细镍钴锌粉体材料 and 环境友好镍合金产品）。目前，公司主导产品超细钴粉、超细镍粉的生产能力分别为1,200吨和300吨，随着公司本次发行募集资金投资项目投产，公司超细钴粉、超细镍粉的生产能力将分别逐步增加到1,500吨和1,300吨，生产能力显著扩大。国内超细钴镍粉体产品在未来相当长的时间内处于供小于求的状况，且市场缺口远大于公司募集资金项目达产后的产能，项目前景优良。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。

Figure 16 项目实施后产能大幅提高

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	1,000	1,500
超细镍粉	300	1,000	1,300
镍合金	200	600	800
氧化锌	100	400	500
合计	1,100	3,000	4,100

资料来源：公司公告

盈利预测

假设

- 1、销量按下表预测
- 2、假设毛利率与09年上半年持平
- 3、假设销售价格为目前水平，以后价格波动再调整

Figure 17 销量的假设（吨）

	2007	2008	2009 假 设	2010 假 设	2011 假 设
超细钴粉	260	522	1000	1300	1500
超细镍粉	205	256	250	600	1200
镍合金	147	235	200	400	700
氧化锌			200	400	500
塑木型材		2500	5000	10000	20000

资料来源：世纪证券研究所

Figure 18 盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	219493	304385	364221	537261	744220
营业成本	157200	217694	249636	354219	510814
营业税金及附加	1574	2105	2503	3590	5082
主营业务利润	60719	84586	112082	179452	228324
三项费用	19857	44501	52428	76028	103849
营业利润	40301	40301	59654	103424	124475
营业外收入/支出	831	3199	3199	3199	3199
利润总额	41132	43500	56455	100225	121276
所得税费用	3496.22	2175	5646	15034	18191
归属母公司股东的净利润	36162	41336	50810	85191	103085
每股盈利	0.39	0.45	0.54	0.91	1.10

资料来源：世纪证券研究所

目前A股市场还没有以废金属循环利用为主业的企业，考虑到格林美未来3年高速稳健的成长性，我们认为给公司30-35倍PE比较安全和合理。对应公司股价为30-35元。同时考虑到公司行业较为独特，项目前景优良，我们认为，上市炒作的可能性非常大。

风险因素分析

公司产品的原材料是钴镍废料。目前中国尚未形成以消费者、生产者付费为主导的再生资源处理的计费体系，公司必须付费购买废料，而钴镍废料多数以其中所含金属量定价，价格随着国际市场金属价格变动而变动，因而存在金属价格上涨时公司原料成本增加的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.