

日期: 2010年1月7日
行业: 电器机械及器材制造业



朱立民 李华铮
021-53519888*1909
lihuazheng@sigchina.com

优秀再生金属企业，未来高成长可期

上市合理定价 RMB27.90~33.48 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	23.33
发行后总股本 (百万股)	93.32
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	中德证券

IPO 前后的指标对比

08年每股收益/发行后摊薄(元)	0.58/0.43
08年每股净资产/发行后每股净资产(元)	3.37/11.0

主要股东 (IPO 前)

深圳市汇丰源投资有限公司	22.27%
广东省科技风险投资有限公司	16.62%
深圳市协迅实业有限公司	16.34%
深圳市鑫源兴新材料有限公司	13.06%
深圳市同创伟业创业投资有限公司	9.9%

收入结构 (MRQ)

钴粉	80.68%
镍粉	10.50%
镍合金	2.69%
塑木型材	3.20%
其他	2.92%

报告编号: LHZ09-NSP03

■ 投资要点:

● 基于循环利用理念，利用城市矿山资源

公司是一家基于资源循环利用理念，利用城市矿山资源，创立并实现盈利的企业。公司主导产品是高附加值的钴粉、镍粉等。2008年公司钴粉和镍粉的销售量在包括以原矿为原料生产的全部国内厂商中均列第二位。

● IPO 募集项目

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，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。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。募投项目将显著增加公司未来盈利和发展潜力。

● 定价结论

随着公司新建产能的陆续投产，未来两年仍将保持快速增长趋势，预计 2009-2011 年归属于母公司的净利润将实现年递增 28%、67.60% 和 30.07%，相应的稀释后每股收益为 0.56 元、0.93 元、1.20 元。

参考同行业公司 2009 年的预测市盈率，我们认为以公司 2010 年 30-36 倍市盈率作为定价依据较为合理，公司合理估值区间为 27.9-33.48 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	20087	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	219.49	304.38	415.46	579.60	757.38
年增长率 (%)		38.68	36.49	39.51	30.67
归属于母公司的净利润	35.27	40.44	51.80	86.82	111.74
年增长率 (%)		14.66	28.09	67.61	28.70
发行后摊薄每股收益 (元)	0.38	0.43	0.56	0.93	1.20

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司是一家基于资源循环利用理念创立并实现盈利的企业，通过收集废弃钴镍资源，运用原生化 and 再制备等循环技术、循环再造超细钴镍粉末产品，通过销售给下游用户用于制造消费者使用的电池和合金工具等产品，实现了废弃钴镍资源的循环利用，公司主导产品是钴粉、镍粉等。公司属于有色金属矿采选业。公司注册及办公地址位于深圳。

● 行业成长前景

公司的主导产品是钴镍粉体。钴粉或镍粉用于高强度耐高温超硬合金，广泛用于各种切削、钻孔等高强度工具和结构器件；在粉末冶金中，钴镍粉作为制品配方的重要成分被广泛用于制作各种铜基和铁基摩托车零件、汽车零部件、轴承轴瓦等耐磨零件；以钴粉、镍粉制造的钴基和镍基高温高强度结构材料，主要用于飞机发动机主机上的重要结构件；以含钴的高密度钨合金制成的动力穿甲弹，是其用于军工方面的典型例子。钴镍粉体还是以镍氢等电池为代表的新型化学能源的重要材料。镍氢电池含钴镍达 40% 以上，因此，钴镍粉体材料成为决定镍氢电池等新型化学能源成本的关键原料。钴镍粉产品在未来具有较高的增长前景。

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。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。

● 产业竞争结构与公司地位

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 and 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。

国内钴镍粉末制造商，除了本公司以外，其它厂商均主要以原矿资源为原料进行钴镍粉末的规模化生产。与绝大多数其他钴镍粉末制造企业相比，本公司商业化模式完全不同，本公司是一家钴镍资源循环利用企业，主要以各种钴镍废弃资源为原料循环再造超细钴镍粉末，为我国规模最大的采用再生钴镍资源循环再造超细钴镍粉末的企业，2008 年公司钴粉和镍粉的销售量在包括以原矿为原料生产的全部国内厂商中均列第二位。

表1 公司钴镍粉产品的市场占有率

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：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

二、公司分析及募集资金投向

■ 公司历史沿革及股权结构，实际控制人

发行人自其前身格林美环境于 2001 年 12 月 28 日设立以来，先后发生了 6 次增资、6 次股权转让，并于 2006 年 12 月整体变更为股份有限公司。公司的发起人股东是汇丰源、广风投、协迅实业和鑫源兴。许开华、王敏夫妇是公司的实际控制人，通过汇丰源、鑫源兴间接持有公司 34.09% 的股份。

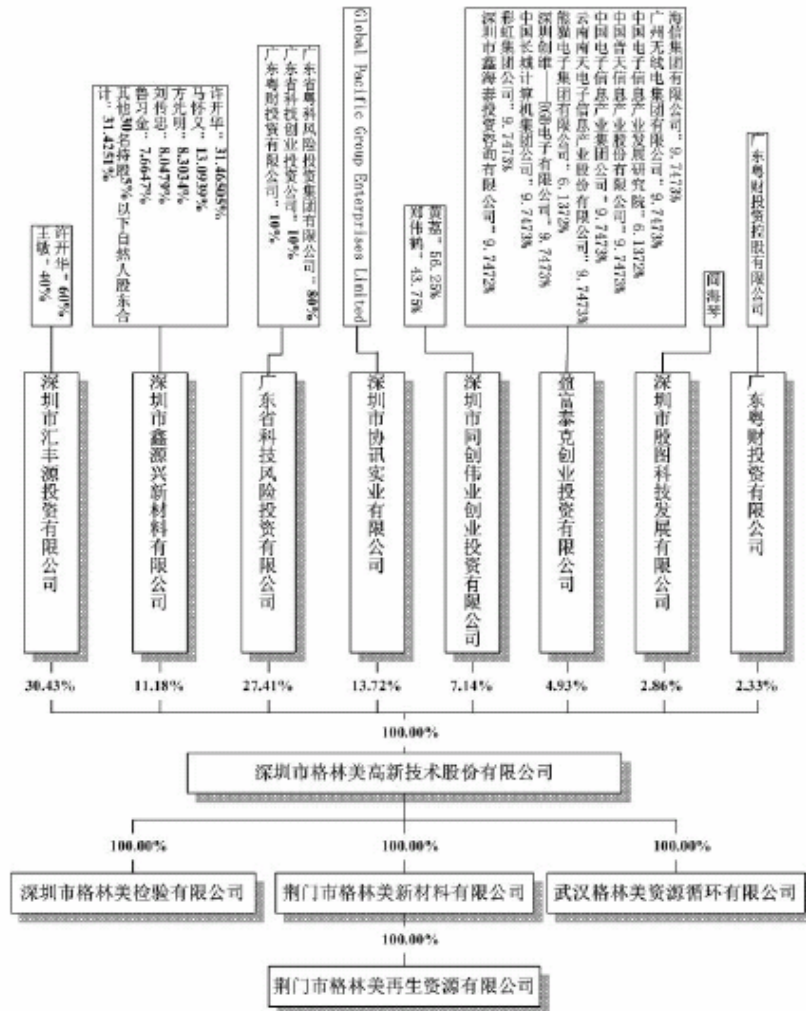
表 2 公司的股东持股比例情况 单位：万股、%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例

1	深圳市汇丰源投资有限公司	2130.08	30.43	2130.08	22.83
2	广东省科技风险投资有限公司	1918.28	27.41	1918.28	20.56
3	深圳市协讯实业有限公司	960.00	13.72	960.00	10.29
4	深圳市鑫源兴新材料有限公司	782.81	11.18	782.81	8.39
5	深圳市同创伟业创业投资有限公司	500.00	7.14	500.00	5.36
6	盈富泰克创业投资有限公司	344.83	4.93	344.83	3.70
7	深圳市殷图科技发展有限公司	200.00	2.86	200.00	2.14
8	广东粤财投资有限公司	163.00	2.33	163.00	1.75
9	社会公众	--	--	2333.00	25.00
	合计	6999.00	100.00	9332.00	100.00

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图 1 公司的股东及实际控制人组织结构图



数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

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最近三年均在 80% 以上。

表3 公司营业收入构成 单位：万元

项 目	2009年1-6月		2008年度		2007年度		2006年度	
	销售收入 (万元)	比重 (%)	销售收入 (万元)	比重 (%)	销售收入 (万元)	比重 (%)	销售收入 (万元)	比重 (%)
钴粉	12,811.25	80.68%	21,667.38	71.18%	12,557.39	57.20%	6,181.85	59.64%
镍粉	1,667.75	10.50%	4,814.22	15.82%	5,387.49	24.55%	4,180.04	40.32%
镍合金	427.35	2.69%	3,810.83	12.52%	3,594.96	16.38%	-	-
塑木型材	507.69	3.20%	-	-	-	-	-	-
其他	464.29	2.92%	146.03	0.48%	409.42	1.87%	4.53	0.04%
合计	15,878.34	100.00%	30,438.46	100.0%	21,949.26	100.00%	10,366.42	100.00%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 募资项目

本次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，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。

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。截至 2009 年 6 月 30 日，公司已投入自有资金 15,678.32 万元用于本项目的建设，其中第一期建成投产转入固定资产 10,654.81 万元。本项目已进行前期配电、配水、管网和部分土建工程。第一期 2009 年上半年建成达产，新增 700 吨钴粉的产能。

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）。据公司自己测算，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。

表5 募集资金投向 单位：万元

项目名称	项目总投资	募集资金使用计划	
		第一年	第二年
二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品	27,250	13,236	14,014

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

三、财务状况和盈利预测

■ 盈利能力及资产周转能力指标的变化

公司近年来稳健发展，2007-2009 年上半年营业收入同比增长分别为 111.73%、38.68%和-8.42%，受公司主导产品的价格大幅下降影响，公司 09 年上半年的营业收入下降，但受益于毛利率的提升，公司净利润仍有所提升。公司 2007-2009 年上半年净利润同比增长率分别为 204.44%、14.68%和 23.54。

表4 公司主要财务指标增长情况 单位：万元

项目	2009年1-6月		2008年		2007年度		2006年度
	金额	增长率(%)	金额	增长率(%)	金额	增长率(%)	金额
营业收入	15,878.34	-8.42	30,438.47	38.68	21,949.26	111.73	10,366.42
营业成本	11,007.05	-12.31	21,769.36	20.88	18,008.83	94.34	9,266.81
营业利润	2,480.35	-1.30	3,940.62	0.01	3,940.42	259.84	1,095.04
净利润	2,386.34	23.54	4,044.10	14.68	3,526.52	204.44	1,158.38
综合毛利率	30.68%	11.16	28.48	58.65	17.95	69.24	10.61

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

公司应收账款周转率较高，显示其对下游的议价能力较高。而存货周转率较低。由于其产品不属大宗商品，周转周期较长，存货周转率相对较低。

表5 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	2009年1-6月		2008年		2007年度		2006年度	
	应收帐款周 转率	存货周转 率	应收帐款周 转率	存货周转 率	应收帐款周 转率	存货周转 率	应收帐款周 转率	存货周转 率
新疆众和	5.84	1.90	15.50	4.15	11.55	5.12	7.62	3.24
海亮股份	5.92	3.85	16.80	10.45	11.08	9.57	14.44	15.86
中孚实业	31.15	2.86	143.88	9.04	189.38	7.46	41.92	6.72
精艺股份	3.22	4.71	13.38	16.89	15.46	17.03	15.96	11.89
平均	11.53	3.33	47.39	10.13	56.87	9.79	19.99	9.43
龙净环保	2.85	0.71	5.98	1.43	5.77	1.54	6.26	1.55
合加资源	0.69	43.69	1.80	135.51	2.04	185.90	2.41	245.70
创业环保	0.97	29.39	1.87	63.43	4.13	59.81	14.63	33.78
平均	1.50	24.59	3.22	66.79	3.98	82.42	7.76	93.68
格林美	14.07	1.29	25.82	2.90	16.84	2.93	8.44	1.80

资料来源：WIND；上海证券研究所整理

■ 业绩预测

随着公司新建产能的陆续投产，未来两年仍将保持快速增长趋势，预计 2009-2011 年归于母公司的净利润将实现年递增 28%、67.60%

和 30.07%，相应的稀释后每股收益为 0.56 元、0.93 元、1.20 元。

表 6 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	219.49	304.38	415.46	579.60	757.38
营业总成本	180.09	264.98	360.93	488.21	638.50
营业成本	157.20	217.69	298.61	408.80	532.47
营业税金及附加	1.57	2.10	2.49	3.77	5.30
销售费用	3.06	5.75	7.06	10.14	13.63
管理费用	13.97	28.78	36.14	53.90	71.95
财务费用	3.73	10.86	16.62	11.59	15.15
其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	39.40	39.41	54.53	91.39	118.87
加：营业外收入	0.84	3.37	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.01	0.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	40.24	42.60	54.53	91.39	118.87
减：所得税	3.52	2.16	2.73	4.57	7.13
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	36.72	40.44	51.80	86.82	111.74
减：少数股东损益	1.45	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	35.27	40.44	51.80	86.82	111.74
摊薄 EPS（元）	0.38	0.43	0.56	0.93	1.20

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

产品价格变动的风险

国内钴镍金属的价格已与国际接轨，国际经济环境直接影响到国内钴镍金属的价格。除此之外，国家基本建设投资规模、国内市场需求对国内钴镍金属价格也有较大影响。钴镍金属价格变动对本公司生产经营的影响，如果钴镍金属价格下降，可能会对本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。

核心技术人员流失和技术失密风险

公司采用再生钴镍资源生产的超细钴镍粉体材料科技含量较高，关键生产工艺和技术系本公司自行开发，该技术多处于国内行业领先和世界先进水平，核心技术人员是公司发展的中坚力量之一。公司通过让核心技术人员间接持股统一了公司和核心技术人员的利益；同时，公司对专有技术资料信息监管严格，与相关管理人员、技术人员签订了技术保密协议，但如果出现核心技术人员流失和技术信息失

密，将给公司技术研发、生产经营带来不利影响。

税收优惠政策变化风险

本公司所享受的企业所得税优惠政策依据为深圳市人民政府的相关规定，该等规定在深圳普遍适用，凡符合该等规定条件的企业均可享受所述优惠政策，但缺乏相关法律、国务院或者国家税务总局颁发的相关税收规范性文件作为依据，因此公司存在补缴企业所得税的风险。

募集资金投向的风险

公司本次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，产能扩张速度很快，公司可能面临着市场开拓不利的风险。同时也可能面临原材料采购风险、生产能力不能充分利用风险以及达不到预期利润水平的风险。

五、估值及定价分析

● 国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2008 年业绩和 2009、2010 年预测业绩的均值，有色金属行业的同类公司的 2009-2010 年平均动态市盈率为同 41.67 和 29.46 倍。环保行业类似上市公司 2009、2010 年平均动态市盈率为 38.70 和 31.14 倍。

表 7 国内同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
有色金属冶炼加工行业										
600888.SH	新疆众和	16.02	0.2846	0.4834	0.6737	0.9528	56.29	33.14	23.78	16.81
002203.SZ	海亮股份	14.56	0.4379	0.5208	0.7171	0.9222	33.25	27.96	20.30	15.79
600595.SH	中孚实业	26.51	0.2961	0.458	0.7287	1.0289	89.53	57.88	36.38	25.77
002295.SZ	精艺股份	23.7	0.3868	0.497	0.6343	0.8229	61.27	47.69	37.36	28.80
国内同行业整体平均							60.09	41.67	29.46	21.79
环保行业										
600388.SH	龙净环保	33.73	0.8394	1.1365	1.2946	1.4406	40.18	29.68	26.05	23.41
000826.SZ	合加资源	15.92	0.2693	0.3663	0.5414	0.6781	59.12	43.46	29.41	23.48
600874.SH	创业环保	7.55	0.1619	0.1757	0.1989	0.2191	46.63	42.97	37.96	34.46
国内同行业整体平均							48.64	38.70	31.14	27.12

数据来源：WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯，上海证券研究所（1月4日收盘价）

表 8 国际同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
OMG US	OM GROUP	31.39	4.48	0.85	1.67	7.01	36.93	18.80

2010 年 1 月 7 日

UMI BB	UMICORE	23.775	1.06	0.627	1.082	22.43	37.92	21.97
国内同行业整体平均						14.72	37.42	20.38

数据来源: WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (1月4日收盘价)

表9 最近上市(中小板)股票(10只平均)的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
002319.SZ	乐通股份	31.56	0.30	0.39	0.47	0.58	104.85	81.76	66.72	54.47
002320.SZ	海峡股份	53.07	0.82	0.94	1.14	1.32	65.02	56.64	46.59	40.26
002321.SZ	华英农业	27.69	0.32	0.35	0.52	0.70	86.97	78.44	53.36	39.53
002322.SZ	理工监测	63.11	0.71	0.94	1.23	1.70	89.11	67.32	51.21	37.18
002323.SZ	中联电气	40.80	0.70	0.78	0.89	1.11	58.03	52.12	46.08	36.76
002324.SZ	普利特	34.41	0.29	0.62	0.83	1.01	119.40	55.42	41.56	33.91
002325.SZ	洪涛股份	33.78	0.42	0.52	0.77	1.45	80.83	64.71	43.82	23.37
002326.SZ	永太科技	34.40	0.32	0.43	0.64	1.01	106.11	80.51	53.82	34.16
002327.SZ	富安娜	40.00	0.64	0.80	1.03	1.37	62.67	50.14	38.79	29.29
002328.SZ	新朋股份	26.38	0.38	0.46	0.59	0.70	69.49	57.06	44.87	37.73
平均值							84.25	64.41	48.68	36.67

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理, 股价以1月4日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

参考同行业公司2009年的预测市盈率, 我们认为以公司2010年30-36倍市盈率作为定价依据较为合理, 公司合理估值区间为27.9-33.48元。

分析师承诺

分析师 朱立民、李华铮

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。