

格林美

002340

寻宝“城市矿山”

合理价格区间

RMB 38-42 元/股

发行数据

发行数量 (万股)	2,333
计划筹金额 (万元)	27,250
发行价 (元)	32
发行市盈率 (倍)	78.05
申购日期	10/01/11
主承销商	中德证券

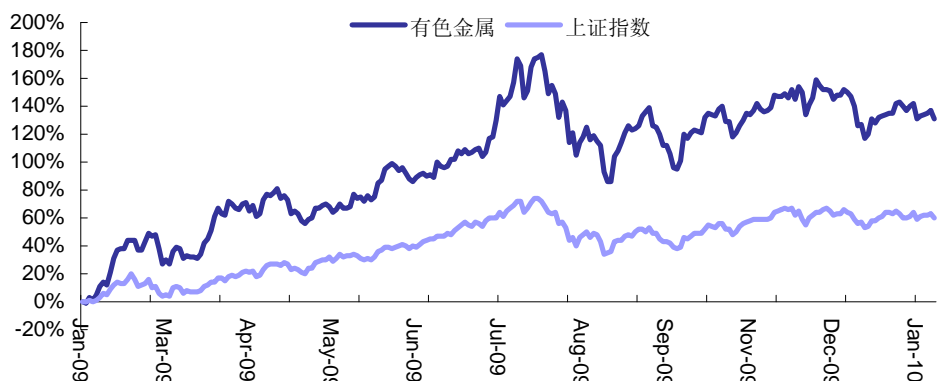
财务数据

总股本 (万股)	9,332
流通 A 股 (万股)	2,333
流通 H 股 (百万股)	N/A
流通股比例 (%)	25

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	304.4	158.8	365.3	534.1	647.9
(+/-%)	38.7	-	20.0	46.2	21.3
归属母公司净利润(百万元)	41.3	24.3	55.5	98.9	131.4
(+/-%)	14.3	-	34.4	78.0	32.9
EPS(元)	0.44	0.26	0.60	1.06	1.41
P/E(倍)	-	-	-	-	-

- 公司是国内少有的产业化开展废物回收循环利用的企业，拥有我国规模最大的循环再造超细钴镍粉生产线。公司于 2008 年启动了电子废弃物回收处理项目，再造生产塑木型材和铜板等产品，形成了新的增长点。
- 公司打造了“循环经济”盈利模式，其“城市矿山”已初具规模，避免了过分依赖原生资源这一瓶颈。通过对再生资源利用，公司做到了变废为宝，减少环境污染，实现了真正的“低碳和绿色经济”。
- 公司业绩增长具备“双引擎”：1) 核心超细钴镍粉产品目前供不应求，而市场化原料定价能稳定毛利，降低因金属价格波动产生的风险；2) 新产品塑木型材市场空间广阔，产品毛利率更高，是公司未来的“明星业务”。
- 我们判断，再生资源的“无害化、资源化”以及消费者和生产者延伸付费制度未来有望得到强制实施，这将提高再生行业进入门槛。公司目前推动的“城市矿山”社会回收体系建设有望因此受益，从而强化其现有的废弃再生资源优势。
- 公司募投项目正逐步投产，未来业务规模还将继续扩大，预计 2009-2011 年以最新股本摊薄后的收益是 0.6、1.06 和 1.41 元/股。考虑到公司未来三年业绩复合增长率有望超过 40%，具有高成长性，对应其 2010 年预测每股收益，我们认为公司市场价格可望达至 36-40 倍 PE，亦即为 38-42 元/股，发行价格存在低估。

最近 52 周行业指数表现



分析师

叶洮

0755-8249 2171
yetao@lhqz.com

王茜

0755-8236 4392
wangqianys@lhqz.com

目录

格林美概况	3
“循环经济”下的新盈利模式.....	3
“城市矿山”——另类资源	4
资源“绿色再造”由科技推动.....	6
增长“双引擎”	7
超细钴镍粉：市场前景广阔	8
塑木型材：未来的明星业务	11
募投项目分析.....	12
盈利预测与投资分析	12
风险提示.....	13

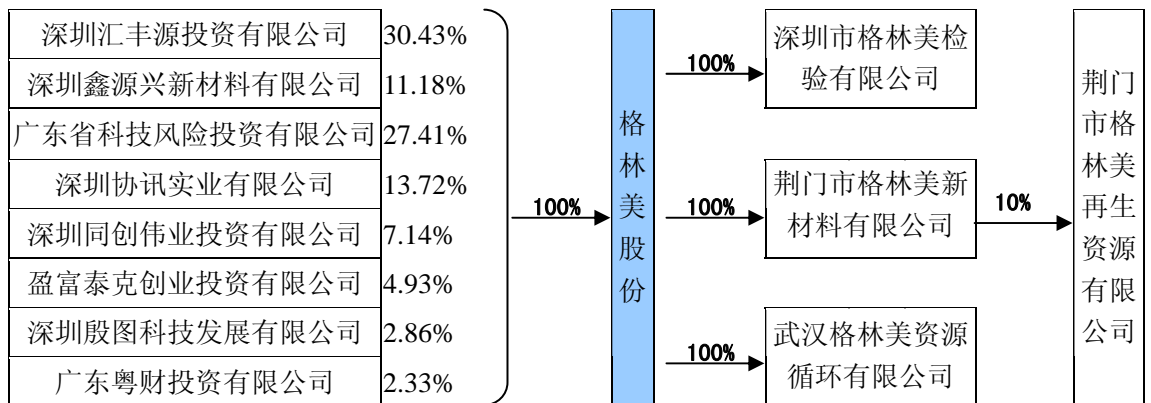
格林美概况

深圳市格林美高新技术股份有限公司（下简称格林美）2001年成立，是目前中国规模最大的采用废弃资源、循环再造超细镍钴粉体的企业。目前公司年处理废旧电池、废弃钴镍资源等各类废弃物资2万吨以上，已形成2,000吨/年的超细钴镍粉末、镍合金和各种钴镍精细化工产品等高附加值钴镍产品再造的生产能力。

此次格林美首次公开发行人2,333万股，占发行后总股本9,332万股的25%，发行价格32元/股。募集资金将主要用于“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”项目，投资额27,250万元。

格林美的主要控股股东为深圳汇丰源投资有限公司，占发行前公司股本总额的30.43%，为发行前公司第一大股东。公司实际控制人为许开华、王敏夫妇，共持有汇丰源100%股权。

公司拥有3个全资子公司。荆门格林美负责废弃钴镍等资源的回收，以及超细钴镍粉的生产和销售；武汉格林美主要进行废旧再生资源的回收、分类处置与销售；而格林美检验位于公司总部所在地深圳，主要开展废弃资源及产品的质量检测工作。



资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所

公司新建的电子废弃物处理和塑木型材及铜板生产项目有望成为其新的增长点，目前已经具备5,000吨/年塑木型材及1,500吨/年铜板生产能力。

作为国内少有的产业化开展废弃物回收循环利用的企业，公司目前已经被国家先后确定为循环经济和创新型试点单位，国家火炬计划重点高新技术企业，承担了国家“863”高新技术和高新技术产业化示范工程等国家科技发展项目。

“循环经济”下的新盈利模式

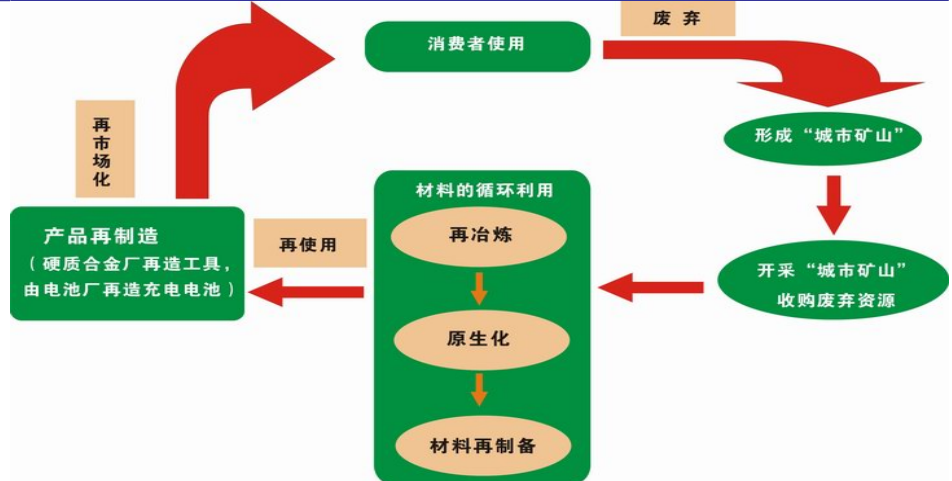
我国是镍钴等资源消费大国，但原生资源非常贫乏，严重依赖进口，因此稳定的上游原料保障，是各类镍钴产品生产企业经营的关键。在原生资源价格不菲及获取难度日益加大的情况下，充分利用再生金属资源符合产业发展的方向。

在“循环经济”模式下，格林美的盈利要点主要来自两个方面：首先，建立

独特而稳定的“城市矿山”原料供应体系，摆脱传统企业过分依赖原生资源这一瓶颈。其次，应用先进技术，最大程度地利用废物料，变废为宝，减少废弃物带来的环境污染问题。

“城市矿山”、“低碳经济”和“循环再造”的实践与创新。

图 2、公司的循环经济模式图



资料来源：公司资料，联合证券研究所

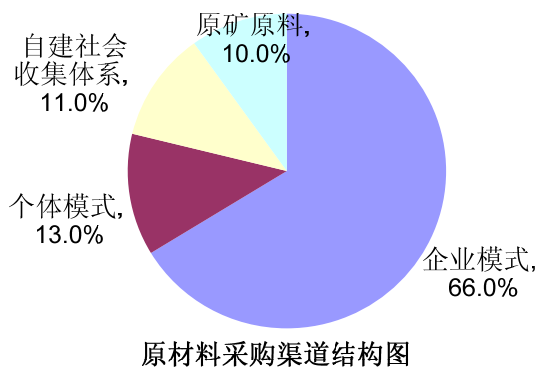
“城市矿山”——另类资源

中国具备“城市矿山”开发潜力

我国是全球最大的电池和家用电器消费国。随着消费升级以及政府“以旧换新”政策刺激，废弃电池以及各类废弃电子产品产生量不断增加，形成了供应源源不断的“城市矿山”。

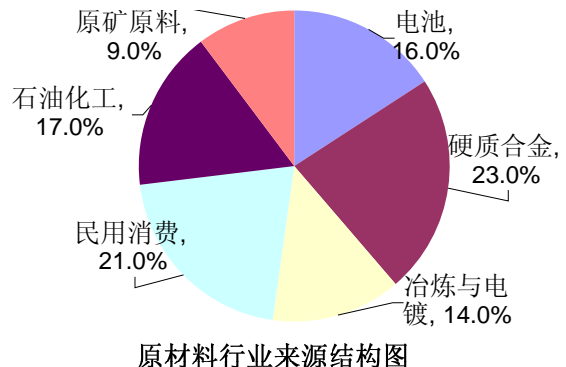
我国是全球镍钴资源最大消费国，但再生钴镍资源未得到充分利用。现我国每年产生约 10,000 吨（金属量）钴废料和 50,000 吨（金属量）镍废料（除废不锈钢外）。然而，每年仅回收不到 2,000 吨左右的钴和 10,000 吨左右的镍。

图 3、2009H1 公司原材料采购的渠道结构



资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所
注：原材料采购渠道比重以金属量计算

图 4、2009H1 公司原材料来源结构



资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所
注：原材料来源比重以金额计算

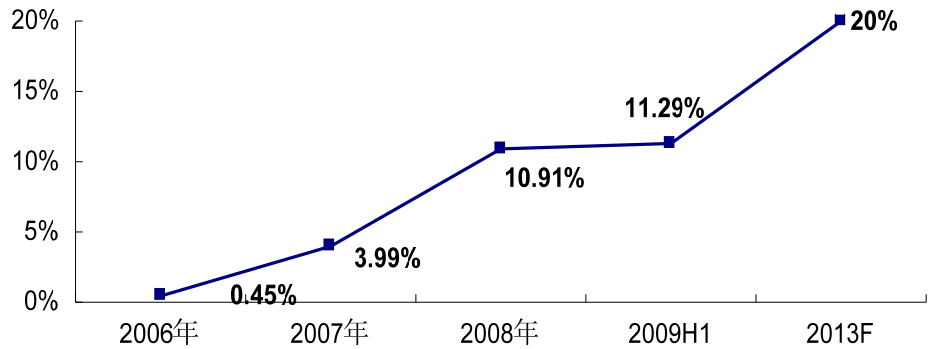
全方位废料收购体系，保障原料供应

目前公司已构建全方位的废弃原料回收体系，保障原料供应环节安全、稳定。公司的原料获取主要有三种渠道：企业模式、个体模式和自建社会收集，而原料的来源包括电池、硬质合金、冶炼、民用消费品等多个行业。与目前其它相对原始的无序回收方式比较，这种多渠道、多行业的全方位废料回收体系优势明显。

独特的自建社会收集渠道降低成本。

自建社会收集渠道是公司在原材料采购环节的独特优势所在。自建回收的废旧电池只需承担运输和人工费用，电池本身并不产生费用，因此这种方式具有较大成本优势。公司正逐步扩大发展其自建社会收集体系，该渠道在全部原料供应中的比重从不足 1%，现已提升到 11.3%，并计划到 2013 年提高到 20% 以上。

图 5、自建社会收集渠道占比（按供应的金属量） 单位：%

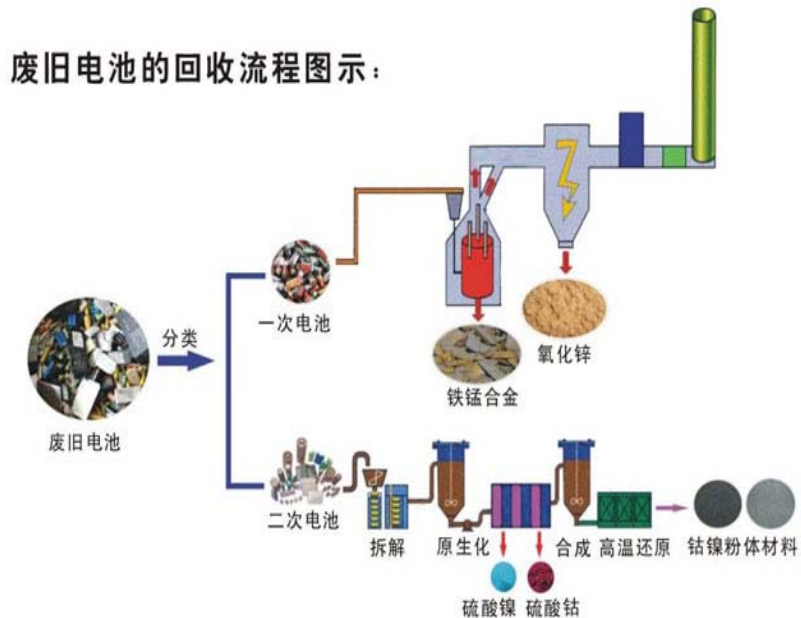


资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所

已建成国内最大的废旧电池回收体系，为镍钴粉生产提供原料。

目前，公司对废旧原材料的回收主要集中在废旧电池和电子废弃物（以旧家电和计算机为主），而前者是镍钴粉生产的主要再生资源来源。过去三年中，公司通过与地方政府合作，公司已经建成了全国最大规模的、覆盖九个城市的废旧电池回收体系，累计安装了超过 1.5 万个回收箱，年收集废旧电池 3 千吨以上。

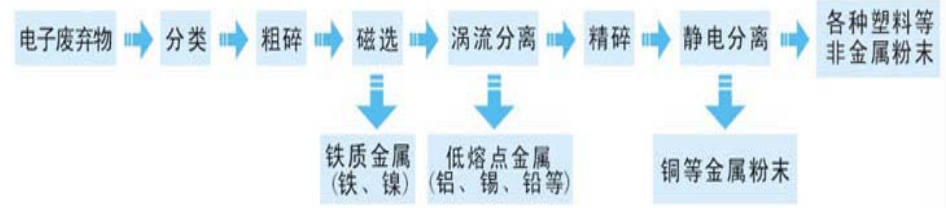
图 6、废旧电池的回收流程图



资料来源：公司资料，联合证券研究所

而利用电子废弃物再造生产塑木型材、铜合金等产品，则为公司提供了新的业务增长点。目前，公司已在武汉多个城区、鄂州、荆门等城市先后启动了 30 多个电子废弃物回收超市，累计回收超过了 5 万台电子废弃物。

图 7、电子废弃物回收流程图



资料来源：公司资料，联合证券研究所

依托“城市矿山”，
建设资源“循环工厂”

公司计划未来几年，以深圳、武汉等 20 多个城市为中心，建设覆盖中国主要城市的资源收集体系；计划在珠三角、长三角、武汉城市圈、西南和北方建设五个废弃资源收集与分选中心；以湖北荆门为资源处理中心，五年内达到处理再生钴镍资源 5 万吨/年以上的能力，处理电子废弃物 10 万吨/年以上。

资源“绿色再造”由科技推动

通过自主创新，公司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为先进的生产工艺，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、无污染循环再造体系。

现公司已建成年处理和利用各类含钴镍再生资源 1 万吨规模的清洁化回收生产线，以及年产 2,000 吨超细钴镍粉和镍合金的能力，装备和技术水平均居国际先进水平，体现了再生钴镍资源的高端循环特点。

表 1、截至 2008 年 12 月，格林美处理废弃镍钴废物状况

废物处理总量	45000 余吨
回收重金属	4300 余吨
节约原矿石	300 余万吨（其中，回收利用的金属钴占中国钴资源供给 20%）
减少水污染	42 亿吨（中国人均 3.2 吨）
减少土壤污染	576 平方公里（相当于 27 个澳门）
减排二氧化碳	6300 余吨
节能	47000 余吨标煤

资料来源：公司资料，联合证券研究所

行业标准的制定者，
具有技术独占性

公司是我国废弃钴镍资源循环利用领域的先导企业，掌握了具有自主知识产权的核心技术，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，拥有 40 项专利。公司在修复失效钴镍材料性能上的核心技术属世界领先水平，为国内唯一利用再生资源生产钴镍粉的企业，在该领域具有一定的技术独占性。

公司同时是“电子废弃物中的有色金属废料废件”等国家标准的牵头制定者，在电子废弃物“绿色处理”方面，公司的整体回收技术可实现电子废弃物处理的全部机械化、无废水、无废渣排放。公司在该领域拥有 10 项专利，其中“一种汽车与电子废弃物的回收工艺及其系统”PCT 专利将在欧洲、日本等 13 个国家和地区授权。

表 2、国内外主要再生钴镍资源生产企业比较

厂家名称	资源类别	循环特点	循环再造产品	技术水平
潮州澳佳化工厂	各种钴镍废料	分类、提纯、制造普通化工产品	硫酸镍、硫酸钴	初级循环
佛山邦普镍钴技术有限公司	废旧电池及电池行业废料	分类、分选、物理机械破碎、制造钴镍废料	钴镍废料硫酸镍 硫酸钴	
江西上高轩恒铜业有限公司	各种镍废料	分类、高温熔炼制造粗镍合金	废粗镍合金	初级循环
江门方圆科技有限公司	废旧电池及电池行业废料	分类、提纯、制造普通化工产品	硫酸镍、硫酸钴、氢氧化镍	--
深圳危险废物处理站	各种镍废料	分类、提纯，制造初级化工产品	硫酸镍	初级循环
湖南安化鸿发钨业有限公司	各种钨钴废料	分类、分离制造粗废料	废粗碳酸钴	初级循环
深圳衡源泰商贸有限公司	各种钴镍废料	分类、分选、物理机械破碎、制造钴镍废料	废钴镍料	初级循环
格林美	各种钴镍废料	分类、提纯、原生化制造高技术产品	超细钴粉、超细镍粉、镍合金、镍片、钴片	高级循环
瑞士 Batrec 公司	各种废旧电池	分类、提纯到钴镍金属	金属镍板、金属钴片	高级循环
法国 AFEVALDI 公司	各种废旧电池	分类、熔炼提纯制造钴镍化工产品	金属锭、镍铁、锰铁	高级循环
日本关西触媒	各种钴镍废料	分类、分离提纯、制造钴镍电池材料	超细镍粉、氧化亚钴、球形亚镍	高级循环

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》，公司资料，联合证券研究所

增长“双引擎”

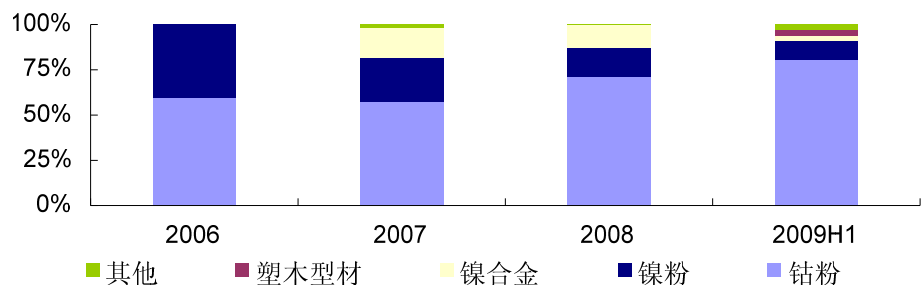
在“循环经济”模式下，公司目前具备超细钴粉、超细镍粉、镍合金、塑木型材、无铅焊料、氧化锌等的多产品生产能力，并逐步形成以超细钴镍粉生产为核心业务，以电子废弃物回收和塑木型材生产为明星业务的“双引擎”式增长。

随着塑木型材等业务的推进，将提升公司综合毛利率。

超细钴镍粉业务收入占主营业务收入及主营业务利润的比例均在 80%以上，是公司当前的核心业务；塑木型材等产品在 2009 年才开始销售，目前在收入中占比较小，但具有更高的毛利率。

图 8、公司各产品营业收入占比情况

单位：%



资料来源：公司招股说明书、联合证券研究所

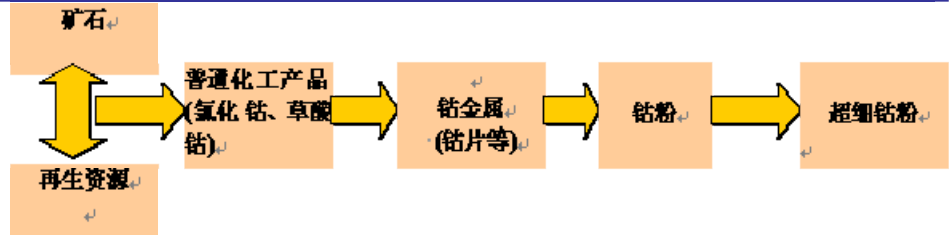
技术密集兼资本密集型产业

超细钴镍粉：市场前景广阔

公司的主导产品超细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。

目前国际超细钴镍粉市场主要被世界级大公司主导，国内能够生产高端产品的企业不多，现有生产能力远不能满足国内的需求。

图 9、超细钴粉生产流程



资料来源：公司招股说明书、联合证券研究所

图 10、超细镍粉生产流程



资料来源：公司招股说明书、联合证券研究所

表 3、2008 年世界钴粉主要生产企业

厂商	原料	产品	产量 (吨)
比利时 Umicore	原矿石	钴粉及钴电池材料	3,000
日本关西触媒	进口化工原料/日本废料	钴的电池材料	3,000
法国钨业公司	原矿石	钴粉及钴复合粉体	1,000
美国 OMG 公司	原矿石	钴粉	2,000
南京寒锐	进口原矿、正在刚果投资矿山	钴粉	400
格林美	废旧钴资源	钴粉	522
金川集团有限公司	原矿石、自有矿山	钴粉	171

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》，公司资料，联合证券研究所

表 4、2008 年世界镍粉主要生产企业

厂商	原料	产品	产量 (吨)
加拿大 Inco 公司	原矿	羰基镍	80,000
俄罗斯矿产金属公司	原矿	羰基镍、雾化镍	20,000
俄罗斯斯诺里斯克	原矿	羰基镍、雾化镍	10,000
澳大利亚西澳矿产公司	原矿	羰基镍、雾化镍	10,000
日本川铁采矿公司	原矿、含镍废料	还原镍粉	3,800

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》，公司资料，联合证券研究所

公司目前居中国钴粉和镍粉行业的市场领先地位。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，市场占有率分别为 15%和 4.5%。

表 5、2008 年国内钴粉主要生产企业

生产企业	原料种类	销售量 (吨)	市场占有率 (%)
上海百洛达金属有限公司	原矿	500	-
格林美	各种含钴废料	467	15.46
南京寒锐	原矿	400	-
金昌长庆金属粉末有限公司	原矿	250	8.28

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》，公司资料，联合证券研究所

注：市场占有率根据国内 2008 年需求量计算。上海百洛达金属有限公司和南京寒锐由于有外销，但比例不详，因此这两个公司的市场占有率没有计算

表 6、2008 年国内镍粉主要生产企业

生产企业	原料种类	销售量 (吨)	市场占有率 (%)
金川集团有限公司	原矿	500	9.80
格林美	各种含镍废料	229	4.50
金昌长庆金属粉末有限公司	原矿	200	3.92
有研粉末新材料有限公司	原矿	100	1.96

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》，公司资料，联合证券研究所

注：市场占有率根据国内 2008 年需求量计算

中国钴镍粉市场供不应求，空间巨大

钴镍粉体主要应用于硬质合金工具、电池等行业。近年来中国经济快速发展带动下游需求活跃，同时部分国外下游厂商将制造基地转移至中国，中国的钴镍粉市场需求迅速扩大，供应不足。

根据安泰科预测，钴粉和镍粉市场供应短缺局面将在未来 4 年持续，市场缺口在 2009 年水平上将逐步扩大。

表 7、中国钴粉市场供需平衡表

单位：吨

年度	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
需求	3,020	2,800	3,080	3,450	3,865	4,330
供应	600	1,000	1,100	1,100	1,200	1,200
平衡	(2,400)	(1,800)	(1,980)	(2,350)	(2,665)	(3,130)

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》，公司招股说明书，联合证券研究所

表 8、中国镍粉市场供需平衡表

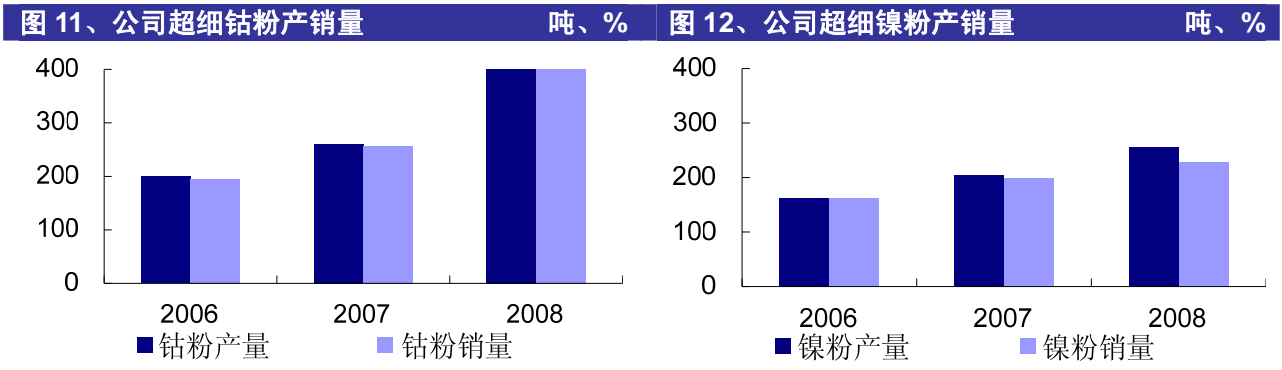
单位：吨

年度	2008	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
需求	5,100	5,500	6,050	6,655	7,320	8,050
供应	2,100	2,500	3,000	3,500	3,800	4,000
平衡	(3,000)	(3,000)	(3,050)	(3,155)	(3,520)	(4,050)

资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》，公司招股说明书，联合证券研究所

公司的超细钴粉和镍粉产销量快速提升

近几年公司超细钴粉和镍粉产销量均快速攀升，国内市场占有率逐步提高。钴粉产销量的年复合增长率分别为 73%和 68%，而镍粉产销量的复合增长率为 21%和 20%。过去三年半产销率保持在 90%以上。

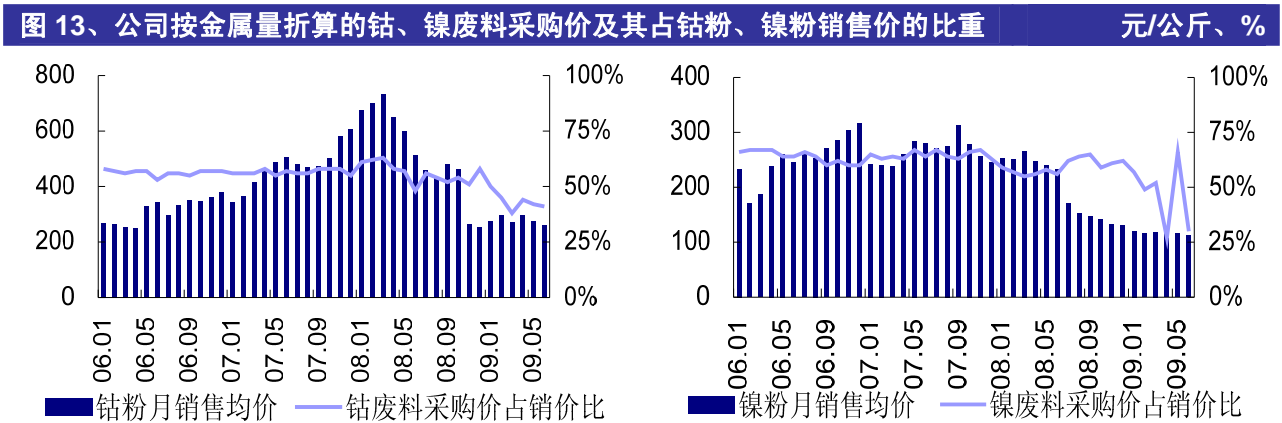


资料来源：公司招股说明书、联合证券研究所

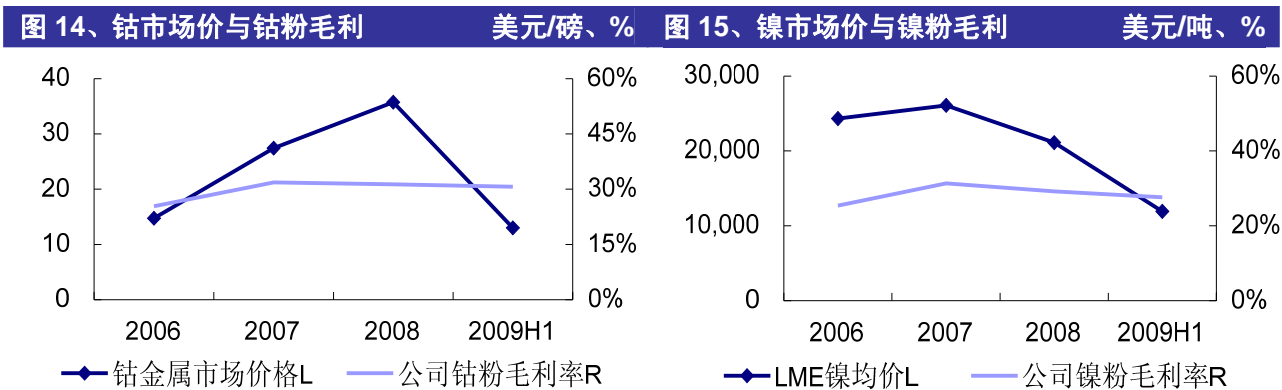
资料来源：公司招股说明书、联合证券研究所

独特的市场化原材料定价模式，保证毛利率较高且稳定。免受国际镍钴价格大幅波动影响，08 年亦然。

公司原材料成本占生产成本超过 70%。目前，除自建社会回收体系取得的废料本身没有花费外，其他途径取得的镍钴废弃物的定价模式基本一致，即对废料中镍钴金属含量按照国际镍钴金属单位价格来核算，然后依据废料品质和再生处理的复杂程度确定折扣系数大小。采购含钴废料的价格比例一般在 47%-63%之间，含镍废料的比列基本在 54%-75%。而公司产品的销售也以国际市场镍钴金属价格为基准，故能保证相对稳定的毛利率（25%-32%之间）。



资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所



资料来源：Bloomberg，公司招股说明书，联合证券研究所
注：钴市场价取目前国际市场通行的 MB99.3%钴金属基准价

资料来源：Bloomberg，公司招股说明书，联合证券研究所
注：镍市场价取 LME 当月现货价

废料成本有望进一步降低，抬升毛利率

随着公司自建社会回收体系的扩大，以及消费者延伸责任环保制度的实施，以镍钴金属计价的原料比重有望进一步下降，成本下降、毛利率抬升。

塑木型材：未来的明星业务

塑木型材间接节约森林资源和石油资源，近年来在国际市场发展迅速，仅美国 2006 年塑木型材的产值就达到 20 亿美元。中国国内现正处于塑木业发展的起步阶段，市场前景广阔。

新型环保产品，市场空间巨大

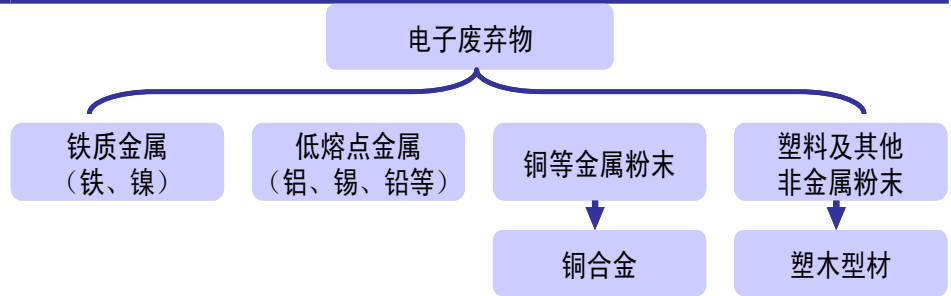
2008 年公司在深圳启动了电子废弃物（主要是废弃家电、电脑产品）循环再造和 3 万吨塑木型材、1 万吨铜合金产品项目。通过回收利用电子废弃物的废弃物塑料，公司循环再造塑木型材，并通过分离金属与非金属，有效地回收电子废弃物中的铜及其他稀有金属，实现了电子废物的 100% 资源利用。

塑木型材产品是以电子废弃物、木屑、秸秆等废弃材料为原料，通过添加微量的金属粉、PE 和其它改性助剂制备生产的新型环保产品。塑木型材兼具塑料和木材的性能优点，可 100% 循环再生。作为塑料和芬兰木的理想替代品，塑木具有倍增的使用寿命和抗老化功能，还有环保、强度高、不变色、易清洁、耐腐蚀、美观等突出优点，广泛应用于建筑装饰、包装等领域。

新业务有望提高公司综合盈利能力

目前公司已具备 5,000 吨塑木型材以及 1,500 吨铜线的产能，仅塑木型材这部分的毛利率可达 53% 以上。公司目前回收的电子废弃物一般以废弃塑料计价，收购价格是 2-3 元/公斤，铜铝等其他金属不计价，这大大降低了公司电子废料的获取成本，提升了盈利能力。通过回收电子废弃物中的铜金属，公司又可增加新的收入来源。

图 16、公司对电子废弃物的循环利用



资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所

表 9、公司营业毛利构成及毛利率情况

单位：万元、%

产品类别	2009 年 H1		2008 年		2007 年		2006 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
钴粉	3,929.64	30.67%	6,786.71	31.32%	3,998.38	31.84%	1,569.77	25.39%
镍粉	460.59	27.62%	1,405.59	29.20%	1,687.89	31.33%	1,059.99	25.36%
镍合金	44.96	10.52%	431.38	11.32%	504.03	14.02%	-	-
塑木型材	270.64	53.31%	-	-	-	-	-	-
其他	165.45	35.63%	45.4	31.09%	38.9	9.5%	4.52	100%
合计	4,871.28	30.68%	8,669.08	28.48%	6,229.2	28.38%	2,634.28	25.41%

资料来源：公司招股说明书，联合证券研究所

荆门电子废弃物处理线，将为后期扩产提供原料保障。

为确保未来塑木型材等新业务产能扩大后的原料供应，并配合“以旧换新、家电下乡”的政策，公司在湖北荆门产业园新增 182 亩土地，计划形成年处理冰箱、空调、电视、洗衣机等报废家用电器 70 万台的处理能力，成为中国中部最大的报废家用电器处理回收中心。该项目已经通过荆门市立项和环评。

募投项目分析

公司本次募集资金计划全部投资于“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。募投项目将大幅提高公司钴镍粉生产规模，有利于公司增强其竞争能力，扩大市场占有率。

跟据公司测算，本项目在产能利用率达 41.51%时就可保本，具有较强的盈利和抗风险能力。因前期公司自有资金已经投入，至 2009 年 6 月底已经完成了 1,000 吨产能建设（包含 700 吨钴和 300 吨镍合金），剩余部分将陆续建成投产。

项目	项目实施前设计产能	项目新增设计产能	项目实施后产能
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：招股说明书，联合证券研究所

本项目每年需要金属量 1,025 吨的含钴废料和 1,394 吨含镍废料，考虑到公司已经建立全方位、较为稳定的含钴镍废物回收体系，并在逐步扩大其在建社会回收电池网络，我们认为原料供应可以满足新增产能需要。其次，国内对超细钴镍粉的需求旺盛，市场存在较大供应缺口，我们认为销售前景看好。

项目投产后将产生巨大社会效益，未来有望转化为经济效益。

本次募集资金投资项目建成后，公司每年大致新增回收各种含镍、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。

盈利预测与投资分析

基于对公司未来发展的一些假设，我们预计公司 2009-2011 年以最新股本摊薄后的每股收益分别是 0.6、1.06 和 1.41 元。以本次发行价 32 元/股计算，对应的 2009 年和 2010 年 P/E 水平分别是 58 倍和 32 倍。

我们测算得出公司在 2008-2012 年期间的业绩复合增长率可达 40%以上。基于公司具备较高成长性，结合目前 A 股市场和有色金属加工类企业的 2010 年平均市盈率水平，我们认为可以给予公司 36-40 倍的市盈率，对应的股价是 38-42 元/股。

表 11、公司经营假设

单位：万元/吨、吨

	2008	2009E	2010E	2011E
钴粉销量	467	950	1129	1254
钴粉价格	46	29	31	31
镍粉销量	229	291	532	665
镍粉价格	21	14	15	15
镍合金销量	235	115	144	270
镍合金价格	16	11	12	12
塑木型材销量	-	2375	7220	10260
塑木型材价格	-	0.6	0.6	0.6
铜板销量	-	300	800	1300
铜板价格	-	4.2	4.3	4.3
其他主营业务收入	146	929	929	929
主营业务收入（百万）	304	365	534	648

资料来源：联合证券研究所

“绿色回收利用” 得到国家的政策支持

我们判断，再生资源的“无害化、资源化”有望得到强制实施，将为资源循环产业的发展创造良好的发展环境。从国际趋势看，消费者和生产者延伸付费制度是减少固体废弃物污染环境、提高资源回收率的有效措施，也是未来中国再生资源回收利用的可预期前景。

公司已被国家发改委、国家环保总局等部委批准为国家循环经济试点单位，并已取得在深圳市和武汉城市圈开展废旧电池回收的行政许可。政策的支持将推动公司“城市矿山”社会回收体系建设，占据废弃再生资源优势。

环保和技术两大门 槛逐步提高。

预计再生资源行业环保和技术两大门槛将逐步提高，构成较高的进入壁垒。首先，企业要具备“无害化”的处理能力。其次，提高“资源化”利用的水平，再生资源企业生产的产品未来需达到以原矿为原料生产的产品质量。

公司具备的业内领先技术、低成本原料保障体系等等，有助其实现较高毛利率水平下的高速扩张。我们判断，在可预见的未来数年中，公司的增长前景乐观，发行价格较我们测算的合理价值存在低估。

风险提示

- 2010-2011 年宏观经济形势仍存在不确定性，经济环境不佳将直接影响公司钴镍粉及其他产品的销售，对盈利存在较大影响。
- 金属镍是大宗交易的期货品种，而 2010 年 2 月金属钴预计也将在伦敦金属期货交易所上市，金属价格未来走向存在不确定性。原料价格波动对公司业绩会产生一定影响。
- 公司预计在未来 2 年逐步扩大其多个产品产能，但计划实施情况或存在与预期的较大差异。
- 公司逐步扩大的废弃原料回收体系或面临一些预期之外的困难，造成再生资源供给不足，从而拉低产品毛利率。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。