

公司研究

有色金属/钴
评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

范海波

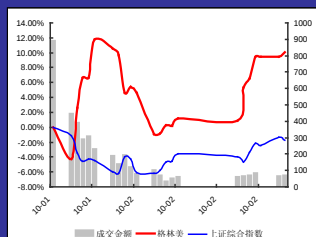
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

主要财务指标

	2009 快报	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	367.7	447.7	584.2
(+/-%)	20.81	21.74	30.50
营业利润(百万元)	56.34	80.31	113.83
(+/-%)	39.81	42.54	41.73
EPS	0.79	1.05	1.49
PE	78.99	59.27	41.92

上市后股价走势



相关报告

格林美 (002340/62.40 元)

钴镍金属回收领先企业

2010年3月2日

摘要

- 深圳格林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。公司控股股东为汇丰源，实际控制人为许开华、王敏夫妇，
- 钴和镍是硬质合金、充电电池、粉末冶金制品的重要成分之一。中国是钴镍资源贫乏的国家。再生钴镍资源的回收利用是解决中国钴镍资源供给的有效途径。
- 公司主要原材料采购价格和销售价格均以国际金属交易市场价格为基础确定，主要原材料采购价格和销售价格同向变动，毛利率较为稳定。2月LME已开始钴期货交易。
- 2010年2月24日公司发布业绩快报，报告期内销售收入为36772.60万元，同比增长20.81%。实现利润5985.59万元，同比增长37.60%，净利润同比增长34.52%。2009年基本每股收益0.79元。生产规模大幅扩大，单位成本降低及塑木型材产品投产是公司利润增加的主要原因。
- 预计2010年和2011年公司EPS分别为1.05元和1.49元。按公司股票2010年3月2日收盘价62.40元和公司业绩快报，公司2009和2010年的PE分别为78.99倍和59.27倍。公司股价偏高，考虑公司循环经济特点，给予格林美“持有”投资评级。
- 公司本次募集资金投资项目建成后，每年需要收集的钴废料约占全国回收量的50%。不排除由于原材料不能及时供应或供应不足，导致募集资金投资项目不能达到预期效益的风险。

目录

1. 公司概况.....	2
2. 钴和镍.....	3
3. 公司运营.....	5
4. 盈利预测.....	7
5. 风险.....	7

1. 公司概况

2010年1月11日，深圳市格林美高新技术股份有限公司在深圳中小板发行2333万股，发行价格32元，募集资金7.47亿元，发行后总股本9332万股。募投项目总投入2.73亿元，募投资金剩余补充流动资金。

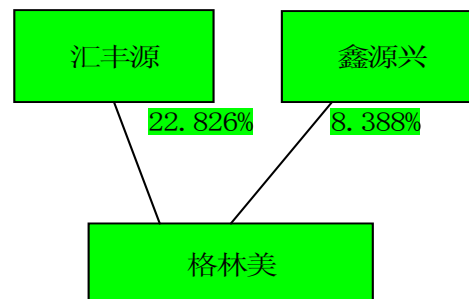
格林美公司主营业务为回收、利用废弃钴镍资源，生产、销售超细钴镍粉体材料等产品。公司以含钴镍的再生资源为原料，通过完全自主知识产权的循环技术，生产的超细钴粉、超细镍粉等高科技产品，在性能上能够替代以原生矿为原料的产品，本次发行募集资金投资项目为二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高科技产品（3,000吨/年超细镍钴粉体材料和环境友好镍合金产品）。

公司产品主要用于硬质合金、电池材料、粉末冶金等领域。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，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。

公司控股股东为汇丰源，实际控制人为许开华、王敏夫妇，现分别持有汇丰源60%和40%的股权；许开华先生还持有公司第四大股东鑫源兴31.4650%的股权，为鑫源兴第一大股东，王敏女士还持有鑫源兴1.2774%的股权。

汇丰源除对格林美的投资外，无其它实际经营业务。鑫源兴除持有格林美公司股权外，未持有其他任何企业、公司或其他机构、组织的股权或权益。鑫源兴主要由深圳格林美和荆门格林美重要管理人员、业务骨干、核心技术人员出资设立。发行后公司股本结构见图1，2010年1月22日公司十大股东见表1。

图 1 格林美控股股东



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

表 1 格林美十大股东

	股东名称	持股数量 (股)	持股比 例 (%)	股本性质
2010-1-22	深圳市汇丰源投资有限公司	21,300,800	22.83	限售流通 A 股
2010-1-22	广东省科技风险投资有限公司	17,032,474	18.25	限售流通 A 股
2010-1-22	深圳市协迅实业有限公司	9,600,000	10.29	限售流通 A 股
2010-1-22	深圳市鑫源兴新材料有限公司	7,828,100	8.39	限售流通 A 股

2010-1-22	深圳市同创伟业创业投资有限公司	5,000,000	5.36	限售流通 A 股
2010-1-22	盈富泰克创业投资有限公司	3,448,300	3.7	限售流通 A 股
2010-1-22	全国社会保障基金理事会转持三户	2,333,000	2.5	限售流通 A 股
2010-1-22	深圳市殷图科技发展有限公司	2,000,000	2.14	限售流通 A 股
2010-1-22	广东粤财投资有限公司	1,447,326	1.55	限售流通 A 股
2010-1-22	中国石油天然气集团公司企业年金计划-中国工商银行	53,386	0.06	限售流通 A 股, A 股流通股
2010-1-22	合 计	70,043,386	75.07	

资料来源： 公司公告 信达证券研发中心

2. 钴和镍

钴 化学元素Co，原子序数27，原子量58.93。自然界中的天然钴矿没有放射性，而人工合成同位素钴60有放射性。公司原料中使用钴和产品钴是稳定同位素钴59，该物质没有放射性。

钴为银灰色金属，与其他金属的合金具有高温强度高、耐热性好、耐腐蚀性高且与其他金属的浸润性好等特点，被广泛应用于硬质合金、粉末冶金、催化剂、陶瓷、粘结剂、皂化剂、干燥剂等领域。钴粉为灰黑色粉末，是钴基硬质合金、充电电池、钴基粉末冶金制品的重要成分之一。

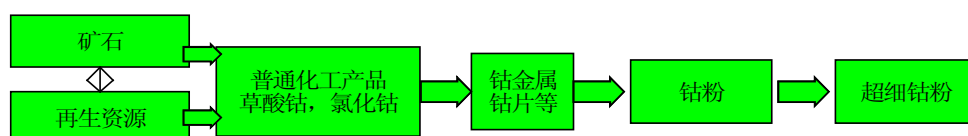
根据美国地质调查局，2006年世界钴储量为700万吨，主要集中在刚果(金)、澳大利亚、古巴、赞比亚、俄罗斯和新喀里多尼亚，合计储量约占世界钴总储量的93.6%。再生钴是世界钴供应重要的来源之一，1995年至2005年，全世界钴的产量中大约有18—20%来自于再生钴，其数量从1995年的4,200吨增加到2005年的近10,000吨，预计到2011年再生钴占全球钴供应量的15%，即15,000吨。

中国是钴资源贫乏的国家，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，使中国每年产生再生钴资源量在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。因此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。

钴的产品主要有钴的基础化工产品、钴的金属态产品（钴片等）和钴粉体材料。随着产品加工技术深化，产品升级，钴产品附加值不断提升。图2从左到右为钴产品的价值增值过程。

图 2 钴产品价值增值



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

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。

表 2 2008 年-2013 年中国钴市场供需平衡表

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
中国钴粉消耗 (吨)	3,020	2,800	3,080	3,450	3,865	4,330
中国自有矿山钴 粉产量(吨)	600	1,000	1,100	1,100	1,200	1,200
中国钴粉缺口 (吨)	2,400	1,800	1,980	2,350	2,665	3,130

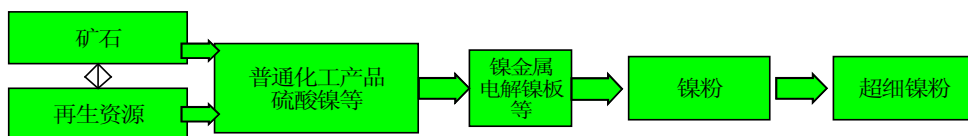
资料来源：安泰科《钴镍行业咨询报告》 信达证券研发中心

镍 化学元素Ni，原子序数28，原子量58.69。镍是银白色金属，镍及其合金具有许多良好的物理、化学、力学性能，如高的强度和韧性、优良的抗腐蚀性能、良好的电真空性能、具有铁磁性等，被广泛应用于不锈钢、硬质合金、粉末冶金、电池等行业。镍粉为灰黑色粉末，是镍基硬质合金、镍基粉末冶金制品、镍氢充电电池和镍镉充电电池的主要原材料。

据美国地质调查局，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，约占世界镍总储量的90.6%。近年来，再生镍的发展很快，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比例已经达到30%以上。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。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。

镍的产品主要有镍的基础化工产品（硫酸镍等）、镍金属态产品（电解镍板）和镍的粉体材料。根据工艺技术难度的加大和产品的加工深化，镍的系列产品价值不断提升。图3从左到右为镍产品的价值增值过程。

图3 镍产品价值增值



资料来源：公司公告 信达证券研发中心

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。

表3 2008年-2013年中国镍市场供需平衡表

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
中国镍粉需求 (吨)	5,100	5,500	6,050	6,655	7,320	8,050
中国自有矿山镍 粉产量(吨)	2,100	2,500	3,000	3,500	3,800	4,000
中国镍粉缺口 (吨)	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》 信达证券研发中心

我国加入世界贸易组织后，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。中国是缺少镍的国家，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。

中国已成为世界硬质合金的制造基地和出口基地，占世界硬质合金产量的30%左右，近三年来，年增长率维持在15%以上。中国的镍氢、锂离子电池制造量已占世界的40%以上。未来中国钴镍粉体材料的市场规模将会不断加大。

3. 公司运营

通常把微米级或者纳米级的粉体材料称为超细粉体材料，具有一系列独特的物理化学性质。超细钴镍粉在粉末冶金、电池材料及硬质合金等许多领域都有广泛的应用前景。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。公司自成立以来，主营业务及主要产品保持稳定，未发生重大变化。

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。2009年上半年，公司处理了4.5万余吨含镍、钴、锌等金属的危险废弃物，回收和处理金属4,300余吨。

公司生产使用的主要原材料是电池行业、硬质合金行业、冶炼和电镀行业在生产过程中产生的废料和上述行业生产的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。根据安泰科数据，目前，我国这些行业每年大约产生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。公司募集资金投资项目建成后，每年需要收集大约1,025吨（金属量）的钴废料和1,394吨（金属量）的镍废料，分别占每年钴镍废料总量的10.25%和2.79%，不会构成原材料的竞争，考虑到未来上述行业的增长、居民环保意识的提高，钴镍废料的供应量还会持续增加，因此公司的原材料来源较为丰富。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。

公司主要原材料采购价格和销售价格均以国际金属交易市场价格为准确定，因此公司主要原材料采购价格和销售价格同向变动。2月LME已开始钴期货交易。虽然钴镍市场价格波动较大，但绝大部分时间内公司钴镍废料的采购月均价分别占钴镍粉销售月均价的比例相对稳定，分别为钴镍粉销售均价的44%—63%和49%—67%；同时，公司原材料成本占生产成本的比例在70%以上，因此，公司毛利率较为稳定，

近三年公司产品毛利率：钴粉为25.39%、31.84%、31.32%，镍粉为25.36%、31.33%、29.20%。公司能够抵御国际金属交易市场钴镍价格波动的风险，抗风险能力较强。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。

据安泰科《钴镍行业咨询报告》，国内从事再生钴镍资源处理的主要企业主要从事废旧电池等钴镍废料的拆解、分类，生产硫酸镍、碳酸钴等基础化工产品，属于再生资源的初级循环。同这些企业的不同，公司是实现了从再生钴镍资源到超细钴镍粉体高技术产品的循环再造过程的企业。根据公司调查，在国内再生钴镍资源回收利用行业内，未发现跟公司相同类型的竞争对手。

2010年2月24日公司发布业绩快报，报告期内销售收入为36772.60万元，新增6334.14万元，增长率为20.81%。相对上年同期，报告期内的销售量接近去年同期的二倍，在销售单价下降的情况下，销售量增长速度抵御了销售价格的下滑速度，实现全年销售收入企稳回升，

报告期内，实现利润5985.59万元，相对去年同期增长1635.59万元，增长幅度为37.60%，净利润增长1427.06，增长幅度为34.52%。

09年度利润及利润总额增长主要源于公司生产规模大幅扩大，单位生产成本降低，以及自建回收体系的废料增加和公司新上毛利较高的塑木型材产品，使公司产品单位产品成品降低、综合毛利率上升（综合毛利率为33.52%，比去年同期提高5.03个百分点）。09年基本每股收益0.79元，同比增加31.67%。08年为0.60元。

4. 盈利预测

根据招股说明书，公司募集项目建设期2年，建成后第一年达产50%，第二年达产80%，第三年完全达产。据09年1—6月财务数据，塑木型材毛利率50%左右，塑木型材占公司销售的3%左右，公司已经在深圳建成年产5000吨的塑木型材生产线，正在达产之中。镍粉市场缺口较大，募投项目达产的2013年。

表 4 盈利预测基本假设

金属均价	2010	2011
钴（美元/磅）	22	23
镍（美元/吨）	18000	19000
预测钴镍粉价（元/公斤）		
超细钴粉	342	358
超细镍粉	171	180
镍合金/超细镍粉	132	140
塑木型材	5500	5500
预测产品产量（吨）		
超细钴粉	1000	1200
超细镍粉	300	550
镍合金	200	200
塑木型材	5000	5000

资料来源：信达证券研发中心

根据我们的盈利预测基本假设，预计2010年和2011年公司EPS分别为1.05元和1.49元。按公司股票2010年3月2日收盘价62.40元和公司业绩快报，公司 2009和2010年的PE分别为78.99倍和59.27倍。公司股价偏高，考虑公司循环经济特点，给予格林美“持有”投资评级。

5. 风险

全国每年回收不到2,000吨左右钴，公司本次募集资金投资项目建成后，每年需要收集大约1,025吨(金属量)的钴废料 约占回收量的50%，如何保证？不排除由于原材料不能及时供应或供应不足，导致募集资金投资项目不能达到预期效益的风险。

表 5 利润表预测

	2009 快报	2010E	2011E
营业总收入(万元)	36,772.60	44,766.33	58,420.16
营业收入(万元)	36,772.60	44,766.33	58,420.16
营业总成本(万元)	31,138.21	36,734.92	47,036.88
营业成本(万元)		31,443.41	41,172.74
营业税金及附加(万元)		212.09	276.78
销售费用(万元)		531.21	584.33
管理费用(万元)		2,694.29	2,963.72
财务费用(万元)		1,853.92	2,039.31
资产减值损失(万元)			
其他经营收益(万元)			
公允价值变动净收益(万元)			
投资净收益(万元)			
营业利润(万元)	5,634.39	8,031.41	11,383.28
加: 营业外收入(万元)		157.58	191.28
减: 营业外支出(万元)		5.99	5.99
利润总额(万元)	5,985.59	8,183.00	11,568.57
减: 所得税(万元)	424.92	813.85	1,150.56
净利润(万元)	5,560.66	7,369.15	10,418.01
减: 少数股东损益(万元)			
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5,560.66	7,369.15	10,418.01
每股收益:	0.79	1.05	1.49

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102