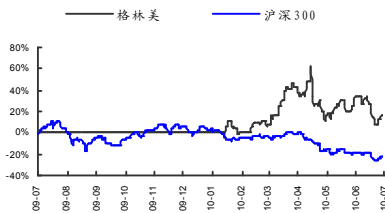


相对沪深 300 表现


| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|--------|-------|-------|-------|
| 格林美 | -12.0 | -12.4 | 17.4 |
| 沪深 300 | -4.5 | -22.3 | -22.5 |

市场数据 2010. 7. 12

| | |
|--------------|------------|
| 当前价格 (元) | 51.00 |
| 52 周价格区间 (元) | 44.81-92.4 |
| 总市值 (百万) | 6187.12 |
| 流通市值 (百万) | 1546.78 |
| 总股本 (万股) | 12131.60 |
| 流通股 (万股) | 3032.90 |
| 日均成交额 (百万) | 106.79 |
| 近一月换手 (%) | 77.25 |

分析师

张晓霞

(执业证书: S0350207120532)

联系人

苏丹

电话: 0755-83706210

邮件: sud@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师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。

■ 格林美作为中国循环经济(再生资源)第一股, 是该产业首家登陆 A 股市场的公司。随着资源消耗的不断加快, 循环经济(再生资源)产业已经上升到国家战略的层面。不断出台的循环经济促进政策和措施, 为公司的快速发展提供了理想的外部环境和必要的扶植。

■ 公司目前的主要业务为回收含镍钴废料加工成超细镍粉和钴粉。该业务具有极高的技术壁垒, 产成品是技术含量高、附加值高的产品, 国内只有格林美等少数公司能够生产。这一部分产品为公司未来业务拓展提供了稳定的现金流。

■ 公司新开展的电子废弃物回收加工业务, 将带来爆发性的增长潜力。目前国内电子废弃物回收处理行业, 尚处于无序经营的状态。小作坊只是通过简单的焚烧和一些简单化学处理, 提炼其中的贵金属, 造成资源的浪费和环境的污染。未来国家政策方向必将引导电子废料流向具有环保资质且技术成熟的正规企业, 达到整顿该行业的目的。格林美在电子废弃物处理技术处于国内领先水平, 具有较强的技术及环保优势, 将是受政策扶持的重点企业之一。

■ 电子废料回收网点建设方面, 江西丰城和无锡的废料处理中心项目的签订, 标志着公司成功进行了跨地域回收渠道的扩张。目前仍有多个省市存在合作意向, 而上市后的品牌效应扩大了公司的拓展潜力。公司受国家政策的扶植、以技术和品牌等行业先发优势开拓资源渠道、以渠道建设巩固未来发展的基础, 发展前景看好。

■ 预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.91 元, 1.53 元, 2.54 元。虽然按照目前股价, 公司 PE 仍较高, 但由于电子废弃物回收处理行业在中国仍处于高速发展阶段, 我们看好公司未来的爆发性增长潜力, 首次给予公司“买入”评级。

| 预测指标 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|--------|--------|---------|---------|
| 主营收入 (百万元) | 367.73 | 743.59 | 1137.61 | 1711.97 |
| 营业利润 (百万元) | 58.44 | 130.08 | 218.74 | 362.90 |
| 净利润 (百万元) | 56.98 | 110.57 | 185.93 | 308.46 |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.470 | 0.911 | 1.533 | 2.543 |
| 摊薄每股净资产 (元) | 2.334 | 3.208 | 4.678 | 7.117 |
| 加权平均 ROE (%) | 20.12% | 28.41% | 32.76% | 35.73% |

公司简介

格林美是中国循环经济(再生资源)产业首家登陆 A 股市场的公司。

该公司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，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，中国钴镍粉体材料与循环技术的产业基地之一。

公司回收含镍钴废弃物，经过高技术循环再造超细钴镍粉末，销售给硬质合金、电池等行业制造硬质合金与电池制品。这部分业务具有极高的技术壁垒，产成品是技术含量高、附加值高的产品，国内只有格林美等少数公司能够生产。这一部分产品为公司未来业务拓展提供了稳定的现金流。

2006年以来，超细钴镍粉末销售收入一直占总销售额的80%以上。此外，公司还生产镍铁合金、塑木型材等产品。

图 1：2006 - 2009 年公司的营业收入结构图

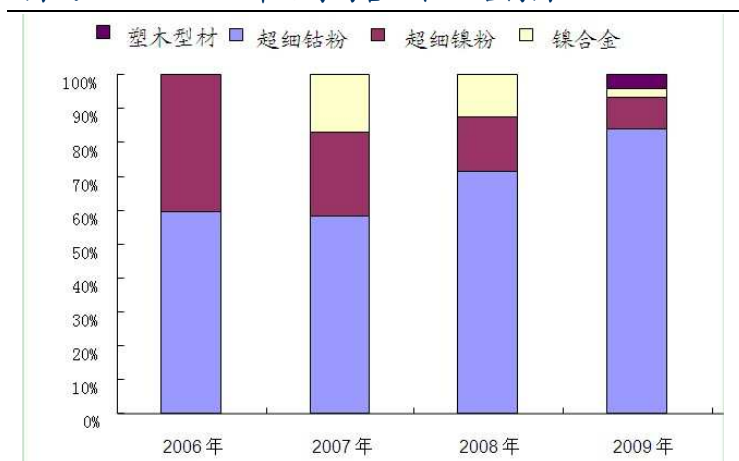
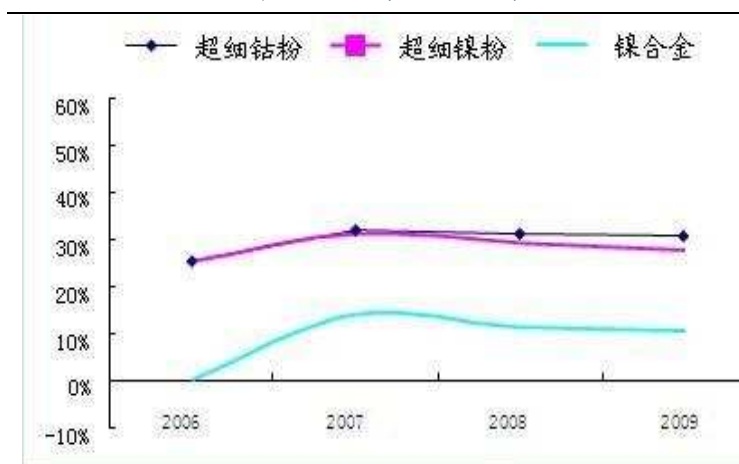


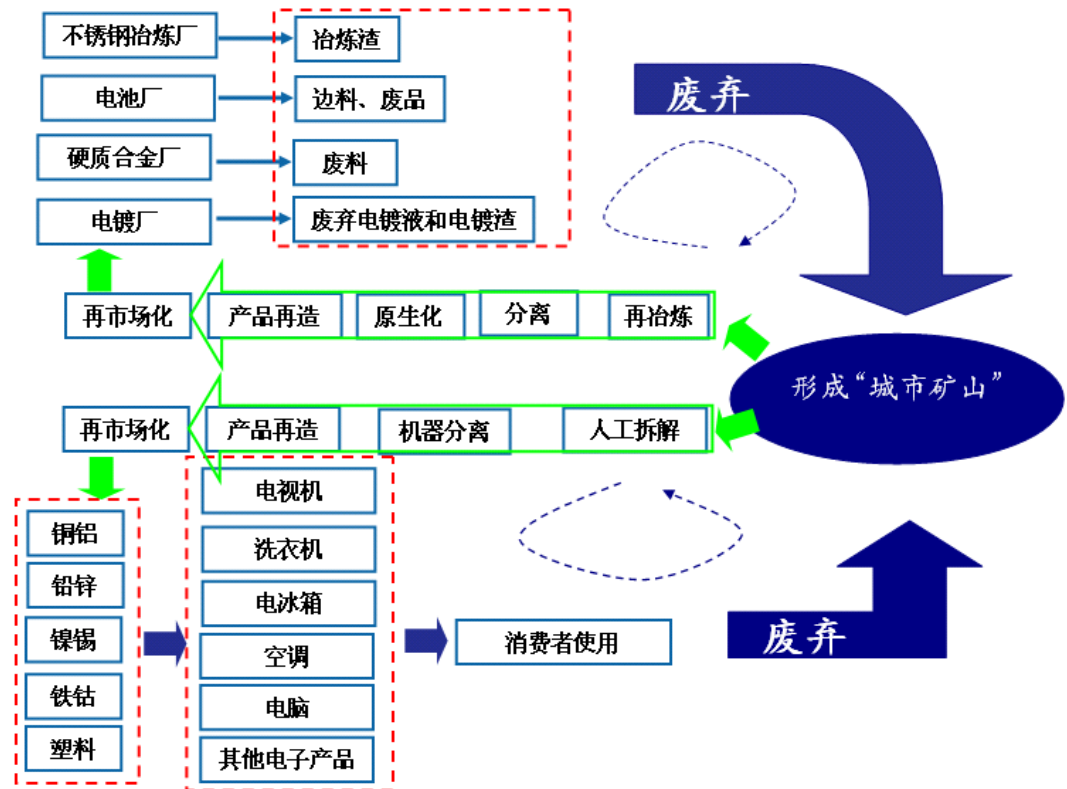
图 2：2006 - 2009 年公司主要产品毛利率



资料来源：公司资料，国海研究所

由于看到挖掘城市矿山在中国的巨大成长空间,公司从09年开始,在现有镍钴废料回收业务基础上,积极拓展其电子废弃物回收加工业务,到目前已形成了特有的回收-处理-资源化-深加工-产成品出售的完整产业链,初步具备了盈利能力,成为中国循环经济产业的龙头企业。

图 3: 公司业务模式示意图



资料来源: 公司资料, 国海研究所

我国循环经济产业将迎来高速发展期

“循环经济”作为国家战略性新兴产业规划之一——节能减排产业中的重要一环,通过对废弃物的“减量化、再利用和资源化”,达到资源循环利用的效果。

随着人口剧增、资源短缺、环境污染的日益严重和资源消耗的加快,循环经济(再生资源)产业已经上升到国家战略的层面。电子废弃物作为较有价值且数量急剧增加的废弃物种类,越来越受到政策的重视。合理规划且环保的回收利用电子废弃物,将是未来政策的引导和鼓励重点。

中国“城市矿山”资源丰富且规模不断扩大

中国是全球最大的电池和家用电器消费国。目前,中国每年产生超过100万吨的电子垃圾,而且,该数量每年还以5~10%的速度呈逐渐上升的趋势。

电子废弃物含有大量可回收再利用的有价值资源，主要包括：黑色金属、有色金属、塑料、玻璃等材料。其中，钢铁是电子废弃物中比重最大的一部分，约占50%左右；其次是塑料，约占20%-25%；有色金属占13%（其中铜占7%）。

由于电子废弃物数量大、价值高，因此电子废弃物处理行业是高利润行业。根据美国 ABI search 机构估算，2009 年全球电子垃圾市场规模约为 57 亿美元，预计到 2014 年将达到 147 亿美元，年复合增长率达到 21%。

我国是全球电子废弃物处理的主要地区之一，估计未来几年的市场容量将达到 300 亿元人民币以上。

表 1：国内城镇居民主要电器保有量（单位：台/百人）

| 项目 | 1990 | 1995 | 1999 | 2000 | 2006 | 2007 |
|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 洗衣机 | 78.4 | 89 | 91.4 | 90.5 | 96.8 | 96.8 |
| 电冰箱 | 42.3 | 66.2 | 77.7 | 80.1 | 91.8 | 95 |
| 彩色电视机 | 59 | 89.8 | 111.6 | 116.6 | 137.4 | 137.8 |
| 空调器 | 0.3 | 8.1 | 24.5 | 30.8 | 87.8 | 95.1 |
| 家用电脑 | | | 5.9 | 9.7 | 47.2 | 53.8 |

资料来源：中国再生资源回收利用协会，国海证券

09 年以前中国电子废弃物循环行业状况：技术落后经营混乱 回收利用率极低

由于对循环经济模式的探索起步较晚，因此我国的资源回收利用率远低于发达国家。该产业较发达的日本，资源回收利用率可以达到 80%，而中国仅有 30%。

回收利用率低下主要是由于技术及回收系统落后，另外，政策引导滞后也是原因之一。

◆ 社会回收系统处于无序经营状态 资源大量流向非正规企业

目前我国电子废弃物的回收渠道主要有：走街串巷的小商贩（可称之为“游击队”）；零售商和厂家搞的以旧换新活动；区机管局牵头回收该区机关事业单位的废旧电器；家庭、企事业单位直接送到附近的废旧回收点以及电器维修点，而其中游击队占据了大部分回收份额。

图 4：我国电子废弃物处理流程（游击队为主力）



资料来源：上海交大 WEEE 联合实验室

由于长期以来相关政策规章的缺失，这种无序经营的回收系统，使得相当一部分废弃物无法得到有效回收，低成本高污染的小作坊式非凡处理据点遍地开花，而正规处理企业由于处理成本较高，难以获得足够的废弃物资源维持经营。

◆ 废弃资源回收利用技术整体水平低下 污染严重

经过近些年的发展，我国废弃资源回收利用技术虽然取得了一定进步，但整体水平仍较低，大量企业仍采用以手工为主的家庭作坊式运作，只是通过焚烧和一些简单化学处理，提炼其中的贵金属，剩下的废弃产品就随地扔掉。这种落后的技术不仅效率低下，造成资源浪费，且会造成严重的二次污染。

现在世界上最大的电子垃圾村——广东贵屿，就是这种垃圾不当处理造成污染的最大受害者。

在贵屿，70.8%的儿童的血铅水平处于铅中毒的程度，血镉水平也比正常儿童高许多，达到20.1%。2003年到2007年，贵屿的早产率、死胎率和出生体重不足均显著地高于没有从事电子垃圾处理地区。其中，贵屿的死胎率是正常地区的6倍，而早产率高62%。

据世界银行等国际机构测算，我国每年因环境污染造成的损失约占GDP的10%，大幅抵消了经济发展成果。

◆ 政策引导相对滞后

我国现有电子废物法律体系中，较为核心的法规、规章只有两部：

- ✓ 由信息产业部会同六部委制定的《电子信息产品污染防治管理办法》
- ✓ 2008年2月正式实施的《电子废物污染环境防治管理办法》

目前几部已出台的相关政策都只是指导性条例，对行业发展方向的实质性影响仍比较有限。

09年后中国电子废弃物行业将进入规范化发展的新阶段

环境压力进一步增大及资源枯竭日益严重的背景下，大力发展循环经济已经上升到国家战略层面，而电子废弃物回收处理行业更是政策重点之一。

◆ “中国的WEEE”颁布促行业规范化

2009年国务院颁布了《废弃电器电子产品回收处理管理条例(草案)》，条例按计划将于2011年1月1日起施行。该条例参考了欧盟颁布的WEEE指令，被称作“中国的WEEE”。

《废弃电器电子产品回收处理管理条例(草案)》规定对废弃电器电子产品处理实行目录管理、多渠道回收和集中处理制度，国家建立废弃电器电子产品处理专项基金。该草案还规定了电器电子产品生产者、销售者、维修机构、售后服务机构、回收经营者和处理企业的责任及政府监督管理职责。

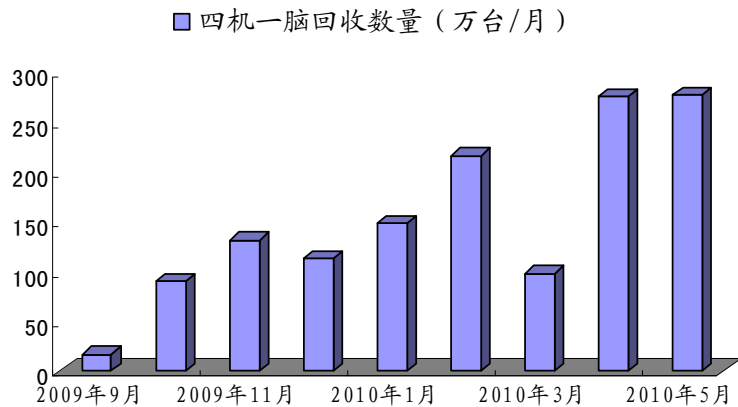
该条例的实施，标志着电子废弃物处理正式想规范化方向发展，其中的“强制回收目录”和“电子废弃物处理基金”将使该条例得以细化，具有较强的可操作性，克服了以往法律、法规政策过于宽泛难以操作的缺点。该制度能够从制度和源头上规范电子废弃物处理行业，大大增强正规企业对原料渠道的竞争力，逐步引导资源向正规企业流通。

◆ 家电以旧换新政策为回收企业带来新契机

作为经济刺激计划的一部分，2009年下半年我国开始推行家电“以旧换新”政策，规定消费者的废旧家电必须交予正规处理企业才能享受到政策优惠。该政策为电子废弃物回收向规范化企业流入开辟了一条新的渠道。2009年9月开始截至2010年5月，通过家电“以旧换新”政策回收的废旧“四机一脑”(即电视机、空调、冰箱、洗衣机和电脑)，

累计已达到 1387.5 万台。这使得合法规范的处理企业摆脱了“无米下锅”的困境。

图 5: 以旧换新政策实施后废旧电器回收情况



资料来源: 家电以旧换新信息系统, 国海证券

10年6月开始, 家电以旧换新政策已经从初期九个试点省市推广至 28 个省市, 将会有更多的电子废弃物进入规范的回收渠道, 推动资质证照齐全的回收企业快速发展。

格林美在电子废弃物处理技术处于国内领先水平, 具有较强的技术及环保优势, 将是受政策扶持的重点企业之一。

格林美适时进入电子废弃物回收行业 酝酿爆发性增长力

格林美在镍钴工业废料回收再资源化业务成熟的基础上, 于 2009 年开辟了电子废弃物回收处理的新领域。

公司在技术储备成熟的情况下, 利用家电“以旧换新”的推行以及“中国 WEEE”出台的有利时机, 迅速切入电子废弃物回收处理这一发展空间巨大的市场。

家电以旧换新政策下公司新业务启动顺利

家电以旧换新政策大大降低了废旧电器收购成本。以旧电视在北京的收购价格为例, 一台原收购成本 155 元的旧电视, 在经过以旧换新政策补贴后, 公司只需要 65 元左右便可以获得。

同时, 只有获得相关资质的企业才可以取得通过以旧换新政策回收的电子废弃物, 确保了公司电子废弃物收集渠道的畅通, 避免了产能建成后废料供给不足的风险, 使公司的业务能够顺利的开展。

表 2: 家电以旧换新政策下电子废弃物收购成本比较

| 家电 | 家电以旧换新回收指导价格 (元/台) | | | | 运费 (元/台) | 运费补贴 (元/台) | | 收购价格 (元/台 北京) | 原收购价格 (元/台 北京) |
|-----|--------------------|---------|---------|---------|-------------|------------|---------|------------------|-------------------|
| | 北京 | 上海 | 天津 | 广东 | | <150 公里 | ≥150 公里 | | |
| 电视机 | 20-90 | 5-20 | 15-40 | 30-75 | 15 | 30-40 | 40-50 | 5-65 | 155 |
| 电冰箱 | 55-65 | 20-30 | 30-55 | 55-70 | 35 | 40-50 | 50-60 | 40-50 | 165 |
| 洗衣机 | 85 | 20-30 | 30-50 | 80 | 20 | 40-50 | 50-60 | 55 | 115 |
| 空调 | 150-300 | 100-200 | 100-200 | 150-300 | 30 | 30-50 | 40-60 | 130-280 | 310 |
| 电脑 | 60 | 30 | 65 | 60 | 15 | 30-35 | 40-45 | 40 | 150 |

资料来源: 上海交大 WEEE 实验室

中国 WEEE” 将给公司可持续性发展带来保障

“中国 WEEE”，也就是《废弃电器电子回收处理管理条例》的实施，将在未来有效接替以旧换新政策。通过强制回收目录以及电子废弃物处理基金，该条例将从根本上增强公司对电子废弃资源的收购能力和渠道扩张能力。

表 3: 家电以旧换新政策下电子废弃物收购成本比较

| 处理企业 | 废旧电器 | 原收购均价 (元) | 运费 (元) | 总收购成本 (元) | 执行处理基金后* (预测、元) |
|--------------|------|--------------|-----------|--------------|--------------------|
| 小作坊 (小企业) | 电视 | 80 | 5 | 85 | 85 |
| | 冰箱 | 120 | 10 | 130 | 130 |
| | 空调 | 150 | 10 | 160 | 160 |
| | 洗衣机 | 60 | 10 | 70 | 70 |
| | 电脑 | 120 | 5 | 125 | 125 |
| 正规处理商 | 电视 | 155 | 15 | 170 | 20-80 |
| | 冰箱 | 165 | 35 | 200 | 50-110 |
| | 空调 | 310 | 30 | 340 | 190-250 |
| | 洗衣机 | 115 | 20 | 135 | 0-45 |
| | 电脑 | 150 | 15 | 165 | 15-75 |

资料来源: WEEE 国家试点项目运行报告

上市后品牌效应发力 电子废弃物回收处理中心遍地开花

上市后的品牌效应扩大了公司的拓展潜力,公司近期在电子废料回收网点建设方面,取得了丰厚的成果,尤其是江西丰城和无锡的废料处理中心项目的签订,标志着公司成功进行了跨地域回收渠道的扩张。

目前仍有多个省市存在合作意向,而公司受国家政策的扶植,以技术和品牌等行业先发优势开拓资源渠道、以渠道建设巩固未来发展的基础,发展前景看好。

现在公司电子废弃物项目已覆盖到深圳、湖北、江西和无锡四个省市。其中湖北荆门、江西丰城和无锡的预计处理能力为5万吨,武汉为3万吨,主要进行电子废弃物的分类、拆解和破碎。深圳项目目前主要是利用回收的废塑料制造塑木型材,不排除日后增加拆解处理能力。

预计以上项目将陆续在2012年-2014年左右全面投产,届时公司电子废弃物处理产能将达到21万吨。

表4: 2010-12年主要产品产量预测

| 产品/产量 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|-------|-------|-------|
| 超细钴粉 | 1500 | 1750 | 2000 |
| 超细镍粉 | 700 | 1300 | 1300 |
| 镍合金 | 600 | 800 | 800 |
| 塑木型材 | 6000 | 18000 | 48000 |
| 电解铜 | 1000 | 3000 | 8000 |

资料来源: 公司资料, 国海研究所

盈利预测

按照以上产能计算,预计2010-2012年EPS分别为0.91元,1.53元,2.54元。虽然按照目前股价,公司估值仍较高,但由于电子废弃物回收处理行业在中国仍处于高速发展阶段,我们看好公司未来的爆发性增长潜力,首次给予公司“买入”评级。

表5: 报表预测

| 利润表 | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 | 219.49 | 304.38 | 367.73 | 743.59 | 1137.61 | 1711.97 |
| 减: 营业成本 | 157.20 | 217.69 | 242.83 | 498.46 | 758.59 | 1120.26 |
| 营业税金及附加 | 1.57 | 2.10 | 1.81 | 3.65 | 5.59 | 8.41 |
| 营业费用 | 3.06 | 5.75 | 5.89 | 11.91 | 18.23 | 27.43 |
| 管理费用 | 13.07 | 27.89 | 39.38 | 79.63 | 121.82 | 183.33 |
| 财务费用 | 3.73 | 10.86 | 19.09 | 19.86 | 14.64 | 9.65 |
| 资产减值损失 | 0.56 | -0.22 | 0.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| | | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业利润 | 40.30 | 40.30 | 58.44 | 130.08 | 218.74 | 362.90 |
| 加: 其他非经营损益 | 0.83 | 3.20 | 3.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 41.13 | 43.50 | 61.94 | 130.08 | 218.74 | 362.90 |
| 减: 所得税 | 3.52 | 2.16 | 4.96 | 19.51 | 32.81 | 54.43 |
| 净利润 | 37.61 | 41.34 | 56.98 | 110.57 | 185.93 | 308.46 |
| 减: 少数股东损益 | 1.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东净利润 | 36.16 | 41.34 | 56.98 | 110.57 | 185.93 | 308.46 |

表 6: 财务分析和估值指标汇总

| | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收益率 | | | | | | |
| 毛利率 | 28.38% | 28.48% | 33.97% | 32.97% | 33.32% | 34.56% |
| 三费/销售收入 | 9.05% | 14.62% | 17.50% | 14.98% | 13.60% | 12.87% |
| EBIT/销售收入 | 20.27% | 17.24% | 16.85% | 20.16% | 20.52% | 21.76% |
| EBITDA/销售收入 | 23.41% | 20.98% | 23.18% | 27.77% | 25.49% | 25.05% |
| 销售净利率 | 17.14% | 13.58% | 15.49% | 14.87% | 16.34% | 18.02% |
| 资产获利率 | | | | | | |
| ROE | 28.79% | 17.96% | 20.12% | 28.41% | 32.76% | 35.73% |
| ROA | 15.67% | 11.10% | 7.95% | 18.39% | 25.83% | 29.96% |
| ROIC | 41.60% | 32.17% | 21.40% | 29.87% | 27.62% | 42.19% |
| 业绩和估值指标 | | | | | | |
| EBIT | 44.48 | 52.46 | 61.94 | 149.93 | 233.38 | 372.55 |
| EBITDA | 51.38 | 63.87 | 85.23 | 206.48 | 289.93 | 428.87 |
| NOPLAT | 39.95 | 46.23 | 54.00 | 127.44 | 198.37 | 316.66 |
| 净利润 | 36.16 | 41.34 | 56.98 | 110.57 | 185.93 | 308.46 |
| EPS | 0.298 | 0.341 | 0.470 | 0.911 | 1.533 | 2.543 |
| BPS | 1.035 | 1.898 | 2.334 | 3.208 | 4.678 | 7.117 |
| PE | 171.10 | 149.68 | 108.59 | 55.96 | 33.28 | 20.06 |

风险因素分析

- ✓ 未来产能扩张计划低于预期
- ✓ 镍钴产品价格大幅下降
- ✓ 新建回收体系谈判的速度低于预期

国海证券投资评级标准

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。

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。

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。本报告版权归国海证券所有。