

“城市矿山”开拓者，志存高远

格林美 (002340) 调研简报

推荐 (首次)

风险评级：一般风险

2010年12月7日

投资要点:

- 格林美：“城市矿山”开拓者。公司是国内开采“城市矿山”循环经济第一股，致力于电子废弃物、废旧电池等“城市矿山”资源的循环利用与循环再造产品的研究与产业化。以自有专利技术为依托，通过对废旧钴镍、废旧电池、电子废弃物等废弃资源循环再造（电子废弃物的回收、检验、拆解、分离、提纯、原生化等一体化产业链），生产超细钴粉、超细镍粉、钴镍电池材料、塑木型材等多种产品，产品质量达到国际同类产品的先进水平，完全替代以原矿为资源的同类产品，形成了以无限“城市矿山”为资源的循环再造经营模式。公司先后被授予国家循环经济试点企业、国家创新型试点企业、国家级高新技术企业、国家高技术产业化示范工程，是中国循环经济与低碳制造的先导企业之一。
- 继续全国性再生资源产业布局步伐，志存高远。公司一直专注建设废弃资源的循环再造工厂，通过建立电子废弃物回收超市的回收模式和配合家电以旧换新、流动回收模式，目前在深圳、湖北武汉、荆门、江西南昌建有四个循环再造生产基地。
- 其中，荆门基地将建设5万吨/年电子废弃物处理能力，目前已经完成30%左右，预计2011年底将建成。武汉城市圈电子废弃物循环利用项目规划规模为3万/年吨电子废弃物处理能力，以及配套的塑木型材和铜合金等生产线，目前拆解环节已经建好，进入试运作阶段，预计2012年中将能全部完工。江西丰城电子废弃物产业园是公司在江西布局的关键项目，总投资达3亿元，建设5万吨/年电子废弃物处理能力，以及配套的塑木型材和电积铜生产线，该项目分2期建设，一期预计在2011年底完成。
- 前期公司与无锡市签订了《投资框架协议书》，公司拟在无锡设立子公司，建设电子废弃物回收循环利用与再资源化项目，预计总投资3亿元。预计该项目规模将与江西丰城项目相当，将成为公司在长三角布局的中心。
- 此外，公司2010年先后在欧洲的法国和美洲的加拿大分别设立子公司，经营塑木型材、钴镍粉体材料等的贸易与销售，为公司国际化经营战略铺开网络。
- 公司在再生资源的布局规划是：以深圳、武汉城市圈、荆门、江西南昌等全国20个中心城市为资源收集中心，构建无限“城市矿山”，建设覆盖中国主要城市的资源体系，计划在珠三角、长三角、武汉中部、西南和北方建设五个废弃资源收集和分选中心，五年内达到处理再生钴镍资源5万吨以上、电子废弃物10万吨以上的处理能力，成为再生资源的世界循环工厂。

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340107081298

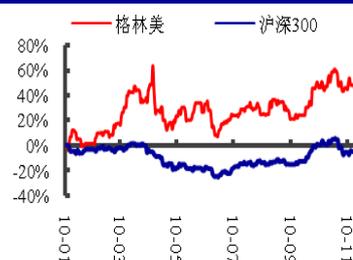
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2010年12月6日

收盘价(元)	60.02
总市值(亿元)	72.81
总股本(百万股)	121.32
流通股本(百万股)	30.33
ROE (TTM)	7.76%
12月最高价(元)	92.40
12月最低价(元)	44.81

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

产品环节：产能产量将继续释放

公司在 2009 年底的产能：超细钴粉 1500 吨（首发募投新建的 1000 吨钴粉已经投产），超细镍粉约 700 吨（首发募投新建的 1000 吨镍粉完成近一半，其他部分预计将在 2011 年底完成），塑木型材约 5000 吨（该项目在深圳沙井，总设计规模为 3 万吨，2010 年预计将形成 1 万吨生产能力，全部达产预计要到 2012 年中）。

公司在建项目中除了首发募投项目剩余产能、3 万吨塑木型材项目外，还有用超募资金建设 500 吨超细钴粉扩建项目，预计在 2011 年中将可以投产。因而，公司到 2012 年，将形成 2000 吨超细钴粉、1500 吨超细镍粉、30000 吨塑木型材的生产能力，分别比 2009 年增长 33.3%、114%、500%。而且，塑木型材的产能尚未考虑江西丰城电子废弃物产业园和武汉城市圈电子废弃物循环项目中的塑木型材配套生产线。因此，公司未来 3 年产能释放最快的业务在于塑木型材。

在整个钴镍资源循环经济产业链中，上游的再生资源（废旧电池、电子废弃物、工业废料等）供应充足，而下游的超细钴镍粉国内市场依然是供给缺口很大。因而，公司面临“两头大中间小”的良好发展前景，而且循环经济也是国家重点扶持的行业，新增生产线不会受到太多的政策壁垒。因此，我们判断未来几年公司仍有继续扩大生产规模的可能。

具备技术优势，运作模式短期难以复制

公司已经完全掌握了从电子废弃物、废旧电池等废弃资源中提取钴镍元素的高级循环关键技术，包括分离提纯技术、原生化技术、材料再制备技术，跨越了废弃资源再利用的原生化和高技术材料再制备的两大技术难关，成为国内采用废弃钴镍资源直接生产超细钴镍粉体材料的领先企业，奠定了公司在国内再生钴镍资源行业的优势地位。公司目前拥有 90 余项专利技术，建立了 30 项国家标准和 22 项行业标准的电子废弃物、废旧电池等报废材料循环利用领域的标准体系。

在钴粉方面，公司采用含钴废料直接生产超细钴粉，开发了从废旧电池、废旧催化剂、废旧硬质合金等各种含钴废料直接生产超细钴粉的循环再造技术，公司钴粉的制造技术和产品质量已经达到国际先进水平。

在镍粉方面，公司自主开发了化学还原专利技术，是推动超细镍粉生产新技术产业化的企业之一，公司更新了超细镍粉生产的技术模式，摆脱了只能由羰基法或者电解法规模化生产超细镍粉的格局，尤其是采用废弃资源直接生产超细镍粉，更新了超细镍粉生产的原料模式。

目前国际市场上能够实现从事再生钴镍资源循环利用的主要企业有：瑞士 Batrec 公司、法国 AFE VALDI 公司和日本关西触媒等，其中，日本关西触媒等公司建立了从废弃钴镍资源到钴镍高技术材料的高级循环生产技术。而国内市场上，国内企业主要从事废旧电池等钴镍废料的拆解、分类，生产硫酸镍等基础化工产品，属于资源的初级循环。

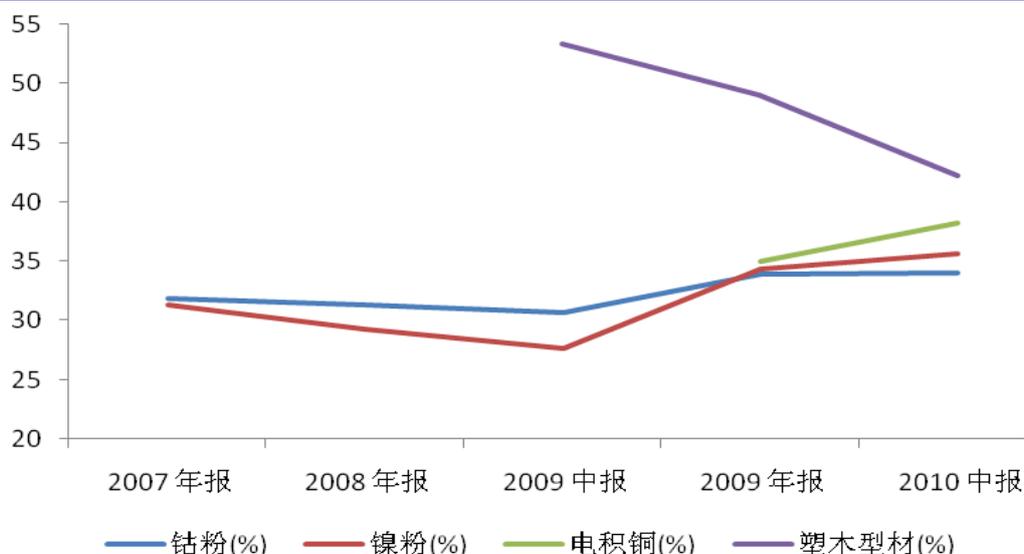
原料定价模式保障毛利率稳定

公司的钴镍原料（主要是电子废弃物、废旧电池、工业废料等再生资源）来源有两个途径：自建回收体系、企业收购。目前自建回收体系 10%左右，超过 80%来自企业收购，其余少量来自原矿。

在企业收购中，原料定价按照固定的公式，参照钴镍市场价格折算。即根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。这种定价模式使公司能保障产品售价与原材料价格的差价空间，使公司毛利率保持稳定（类似于加工费模式）。而且，由于公司具备了从废弃原料直接到超细钴镍粉底一体化生产链，这种技术优势保证了加工毛利较高，不同于一般的加工型企业。

公司未来几年仍在不断全国布局建设电子废弃物等再生资源基地，原材料自给率将逐渐提高，其中到 2013 年钴镍粉体业务中原料自给率将达到 20%左右，不但保障原料来源，而且会继续提升盈利水平。

图 1：公司各类产品毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

首次给予推荐

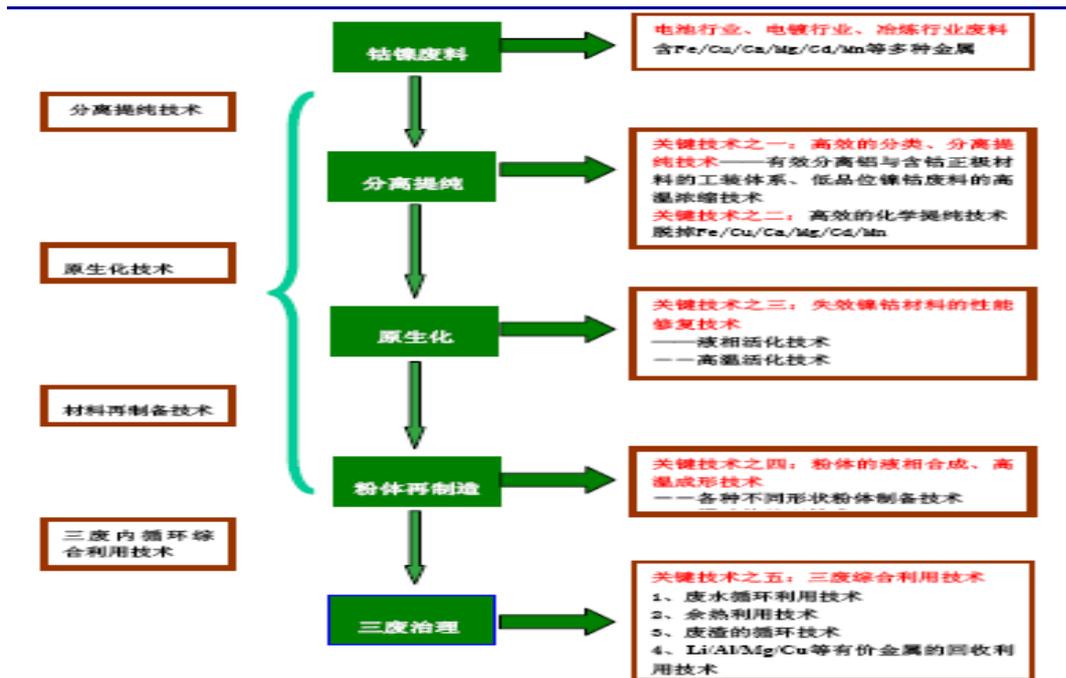
公司所从事的再生资源循环利用业务属于国家大力支持的朝阳行业，随着“资源节约型”与“环境友好型”社会建设的展开，以及循环、低碳经济趋势的发展，再生资源循环利用行业将迎来黄金发展时期。

公司建立了从废弃钴镍资源到超细钴镍粉末的高端循环再造模式，依托技术壁垒形成的运作模式短期内难以复制，公司将获得跨越式发展机遇。公司具备成长为“大公司”的重要潜质：先导性、技术优势、规模优势等。

粗略预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.78 元、1.25 元、1.87 元，虽然 PE 估值不便宜，但 PEG 估值却较低，公司仍然具有较高的中长期投资价值。鉴于公司所处行业的广阔前景和公司的高成长性，首次给予推荐评级，建议投资者持续关注。

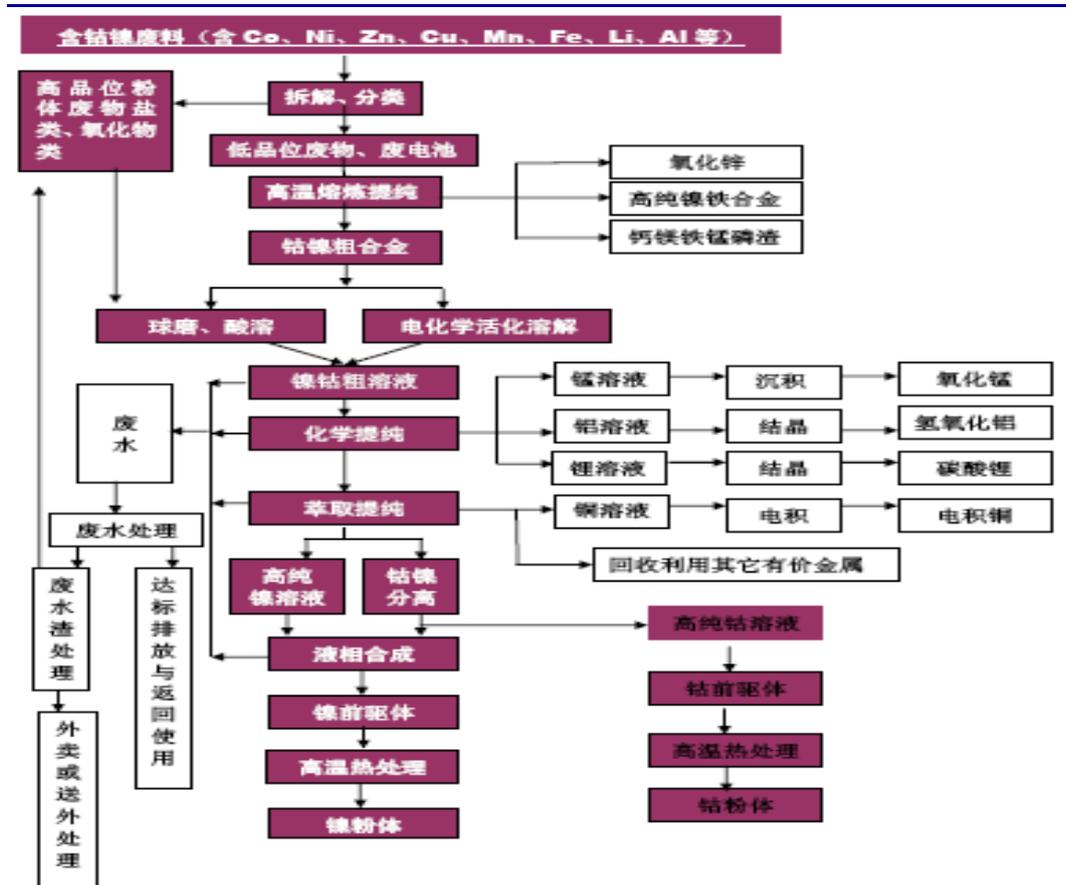
后续将推出详细调研报告

图 2：公司产品技术路线



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 3：公司产品工艺流程



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司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本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn