

# 格林美

## 行业、公司层面“双拐点”，资源化龙头腾飞在即

交接覆盖

### 投资亮点

格林美主营电子废弃物拆解资源化、电池材料、钴镍钨回收等。2014年毛利润7.3亿元，上述3项业务分别占43%、27%、25%。公司是国内具有电子废弃物拆解资质的110家企业之一，产能规模业内居前；电池材料、钴镍钨回收在细分领域也均居龙头地位。

### 亮点一（行业层面）：电子废物资源化行业拐点“信号”出现

电子废弃物拆解资源化行业的市场潜力巨大，但长期面临问题：低成本、高污染的中小作坊为数众多，其设备简单原始、无环保设施，因此成本优势突出，侵占资质企业的市场份额；相比之下，机械化程度高、环保设施完善的正规处理企业产能负荷率不足、盈利不佳。2015年新《环保法》实施后，高污染的中小作坊面临关停、改造的压力，媒体多次报道关于中小作坊关停的新闻（如，典型的中小作坊集聚地汕头贵屿镇，约40%关停），我们认为这是行业拐点的“信号”——随着中小作坊数量减少，电子废弃物的收购“价格战”有望缓和，正规企业的产能负荷率或将提升、带来收入增长（处理量增加）及毛利率改善（规模效应体现）。

### 亮点二（公司层面）：在建大项目2015年起陆续进入投运期

截至2014年底，格林美在建项目中，大型项目（总投资在2.5亿元以上）共8个，平均建设进度85%。根据项目可研报告，8个项目投产后预计年收入、净利润合计达到77亿元、6.6亿元，分别是格林美2014年收入、净利润规模的2、3倍。

### 财务预测

**不考虑定增**，预计公司2015~17年的EPS为0.27/0.42/0.6元，同比增速56%/52%/43%。**考虑定增**，预计2015~17年的EPS为0.27/0.44/0.6元，同比增速56%/60%/36%。（详细假设、及毛利率对金属价格敏感性分析，参见正文）

### 估值与建议

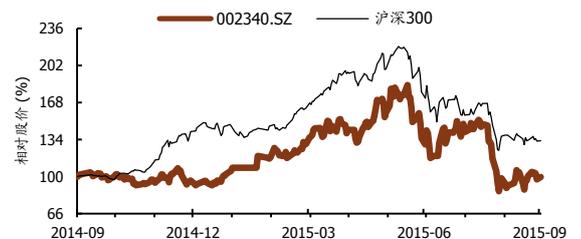
上调至推荐评级，目标价15元。目标价对应定增后2016~17年P/E为34/25倍。截至2015年9月28日，可比公司2016~17年平均P/E为39/23倍。

### 风险

大项目进展低于预期；金属价格超预期下滑；政策风险等。

### 上调至推荐

股票代码	002340.SZ
评级	↑ 推荐
最新收盘价	人民币 10.64
目标价	人民币 15.00
52周最高价/最低价	人民币 20.00~8.91
总市值(亿)	人民币 128
30日日均成交额(百万)	人民币 345.54
发行股数(百万)	1,201
其中：自由流通股(%)	76
30日日均成交量(百万股)	32.86
主营行业	节能环保



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3,486	3,909	4,597	5,277
增速	145.8%	12.1%	17.6%	14.8%
归属母公司净利润	144	211	329	501
增速	7.0%	46.4%	55.8%	52.4%
每股净利润	0.12	0.18	0.27	0.42
每股净资产	1.95	3.57	3.80	4.16
每股股利	0.00	0.05	0.05	0.05
每股经营现金流	0.02	0.02	0.08	0.19
市盈率	88.7	60.5	38.9	25.5
市净率	5.5	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	44.0	28.9	23.1	17.5
股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
平均总资产收益率	2.0%	2.2%	2.7%	3.6%
平均净资产收益率	6.3%	6.4%	7.4%	10.5%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

汤砚卿

分析员  
yanqing.tang@cicc.com.cn  
SAC 执业编号：S0080514080003  
SFC CE Ref: BEI871

孙维容

联系人  
weirong.sun@cicc.com.cn  
SAC 执业编号：S0080114110021



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3,486	3,909	4,597	5,277	营业收入	145.8%	12.1%	17.6%	14.8%
营业成本	2,908	3,181	3,640	4,040	营业利润	16.9%	72.6%	95.0%	61.9%
营业税金及附加	9	10	11	13	EBITDA	31.3%	60.0%	37.6%	39.3%
营业费用	32	38	44	51	净利润	7.0%	46.4%	55.8%	52.4%
管理费用	226	273	322	366	<b>盈利能力</b>				
财务费用	201	231	257	298	毛利率	16.6%	18.6%	20.8%	23.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	2.6%	4.0%	6.6%	9.3%
营业利润	90	155	302	490	EBITDA 利润率	10.9%	15.5%	18.2%	22.0%
营业外收支	91	132	145	193	净利润率	4.1%	5.4%	7.2%	9.5%
利润总额	181	287	447	682	<b>偿债能力</b>				
所得税	13	28	44	67	流动比率	1.10	1.14	1.06	1.04
少数股东损益	24	48	75	114	速动比率	0.57	0.63	0.56	0.53
归属母公司净利润	144	211	329	501	现金比率	0.24	0.26	0.11	0.00
EBITDA	379	606	835	1,162	资产负债率	65.7%	59.1%	61.6%	60.5%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	91.2%	57.2%	77.4%	91.2%
货币资金	719	1,154	571	29	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	687	1,290	1,929	2,488	总资产收益率	2.0%	2.2%	2.7%	3.6%
预付款项	237	213	250	434	净资产收益率	6.3%	6.4%	7.4%	10.5%
存货	1,620	2,244	2,568	2,989	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	60	120	120	120	每股净利润 (元)	0.12	0.18	0.27	0.42
流动资产合计	3,323	5,020	5,438	6,059	每股净资产 (元)	1.95	3.57	3.80	4.16
固定资产及在建工程	3,643	5,000	6,225	6,850	每股股利 (元)	0.00	0.06	0.05	0.05
无形资产及其他长期资产	487	1,326	1,316	1,099	每股经营现金流 (元)	0.02	0.02	0.08	0.19
非流动资产合计	171	180	180	180	<b>估值分析</b>				
资产合计	7,737	11,587	13,227	14,263	市盈率	88.7	60.5	38.9	25.5
短期借款	2,059	2,812	3,306	3,796	市净率	5.5	3.0	2.8	2.6
应付账款及票据	467	1,025	1,167	1,252	EV/EBITDA	44.0	28.9	23.1	17.5
其他流动负债	484	575	681	788	股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
流动负债合计	3,010	4,411	5,154	5,835					
应付长期债券	793	794	794	794					
非流动负债合计	2,074	2,438	2,992	2,792					
负债合计	5,084	6,850	8,146	8,628					
股东权益合计	2,338	4,289	4,558	4,999					
少数股东权益	314	448	523	636					
负债及股东权益合计	7,737	11,587	13,227	14,263					
<b>现金流量表</b>									
净利润	144	211	329	501					
折旧和摊销	88	221	275	375					
营运资本变动	-215	-786	-833	-1,052					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	23	23	95	230					
投资活动现金流入	-10	7	7	6					
投资活动现金流出	-1,192	-2,373	-1,497	-790					
投资活动现金流	-961	-2,028	-1,490	-784					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	487	2,369	813	12					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-451	364	-583	-542					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

格林美主营电子废弃物拆解资源化、电池材料、钴镍钨回收等。2014年营业收入39亿元，上述3项业务分别占37%、32%、25%；毛利润7.3亿元，上述3项业务分别占43%、27%、25%。公司是国内具有电子垃圾拆解的110家资质企业之一，产能规模居业内前三；电池材料、钴镍钨回收在细分领域均居龙头地位。



## 图表

图表 1: 格林美分业务收入结构 (2010~2015H1)	4
图表 2: 格林美分业务毛利润结构 (2010~2015H1)	4
图表 3: 格林美股权结构图 (截至 2015H1)	4
图表 4: 格林美废弃物拆解业务的产能布局 (2014)	5
图表 5: 格林美废物回购渠道构架	5
图表 6: 2013 年全国锂电池应用需求占比 (GWh)	6
图表 7: 锂电池各种材料成本占比 (2014 年)	6
图表 8: 主要正极材料对比分析	6
图表 9: 2013 年正极材料生产企业产值	6
图表 10: 钴、镍产品价值升级链	7
图表 11: 格林美钴镍废物资源化工艺流程	7
图表 12: 废旧电子电器产品年销量变化 (万台, 第一批名录)	8
图表 13: 废旧电子电器产品年销量变化 (第二批名录)	8
图表 14: 废弃电器电子产品处理名录	9
图表 15: 废旧电器电子产品中金属资源化价值测算 (2020 年, 各类电子产品的资源化价值测算详见后文)	9
图表 16: 电子废弃物中主要污染物及其危害	9
图表 17: 废旧电器电子产品资源化产业链结构及各环节盈利模式	10
图表 18: 汕头贵屿镇 (电子垃圾拆解作坊密集区) 环境状况	10
图表 19: 废旧电器电子产品资源化行业政策回顾	11
图表 20: 行业趋势变化的草根实证	12
图表 21: “四机一脑”拆解利用工艺流程	12
图表 22: 上市公司电子废弃物拆解业务毛利率变化 (ST 秦岭、格林美、东江环保)	13
图表 23: 电子废弃物资源化收入结构 (CRT 电视机)	13
图表 24: 电子废弃物拆解成本结构 (CRT 电视机)	13
图表 25: “四机一脑”资源化收入及成本分拆 (单位: 元/台; 营业成本仅包含拆解段, 未包含深加工成本)	13
图表 26: “四机一脑”资源化价值估算明细 (质量单位: 千克; 金属单价截至 2015 年 9 月)	14
图表 27: “四机一脑”资源化价值对金属价格变化的敏感性分析 (金、锡、铜、铁、铝等, 假定按同一幅度变化)	14
图表 28: 格林美上市以来历次融资回顾	15
图表 29: 格林美在建大项目建设进度一览 (财务数据单位: 亿元)	16
图表 30: 格林美钴镍钨回收业务毛利率对金属价格敏感性分析	17
图表 31: 格林美钴镍钨回收业务毛利率变化 vs 钴镍金属价格变化	18
图表 32: 格林美钴镍钨回收业务毛利率对金属价格敏感性分析	18
图表 33: 格林美利润表预测明细	19
图表 34: 格林美资产负债表预测明细	19
图表 35: 格林美现金流量表预测明细	20
图表 36: 格林美定增并表盈利预测 (假定定增于 2015 年底完成、2016 年 1 月起资产并表)	21
图表 37: 格林美 2015 年定增募投项目盈利贡献分析	21
图表 38: 格林美 2015 年定增 (拟) 认购方一览	21
图表 39: 可比公司盈利预测及估值 (行情数据截至 2015 年 9 月 28 日收盘)	21
图表 40: 历史股价表现和市盈率区间 (截至 2015 年 9 月 28 日)	22
图表 41: 历史股价表现和市净率区间 (截至 2015 年 9 月 28 日)	22
图表 42: 全国 110 家废旧家电拆解资质企业一览	24
图表 43: 全国 110 家废旧家电拆解资质企业一览 (续表)	25



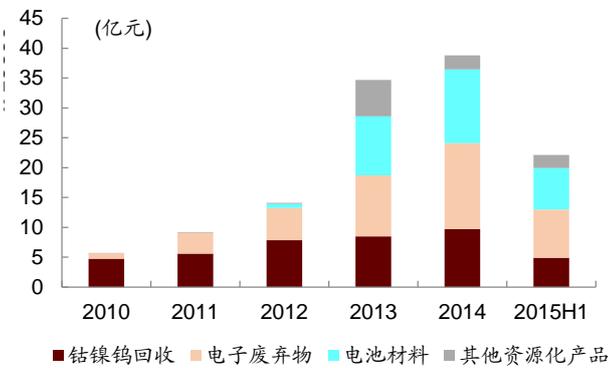
## 公司概况：再生资源利用领域先锋民企

### 1) 背景：三大主业——电子废弃物拆解资源化、电池材料、钴镍钨回收；实际控制人为行业权威专家

**业务结构。**格林美股份有限公司，成立于2001年。主营电子废弃物拆解资源化、电池材料、钴镍钨回收等业务。2014年，公司营业收入39亿元，上述3项业务分别占37%、32%、25%；毛利润7.3亿元，上述3项业务分别占43%、27%、25%；实现归属净利润2.1亿元，综合毛利率19%。

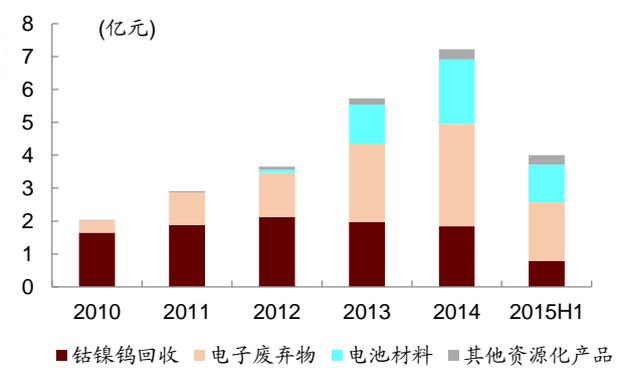
**股东背景。**公司第一大股东为深圳汇丰源投资，截至2015年6月底持股15.2%。实际控制人为许开华、王敏夫妇，合计持有公司股份15.6%（间接持股）。董事长许开华，1966年生于湖北荆州，中南大学冶金材料专业研究生学历，任商务部循环经济研究基地执行主任、国家城市矿产资源循环利用工程中心主任、中国再生资源回收利用协会副会长。

图表1：格林美分业务收入结构（2010~2015H1）



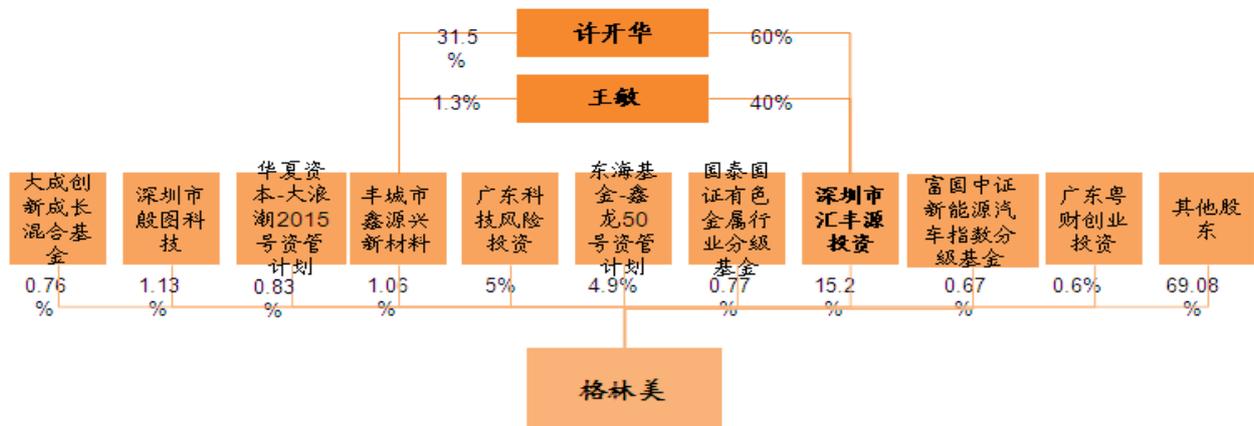
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表2：格林美分业务毛利润结构（2010~2015H1）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表3：格林美股权结构图（截至2015H1）



资料来源：2015 半年报，中金公司研究部

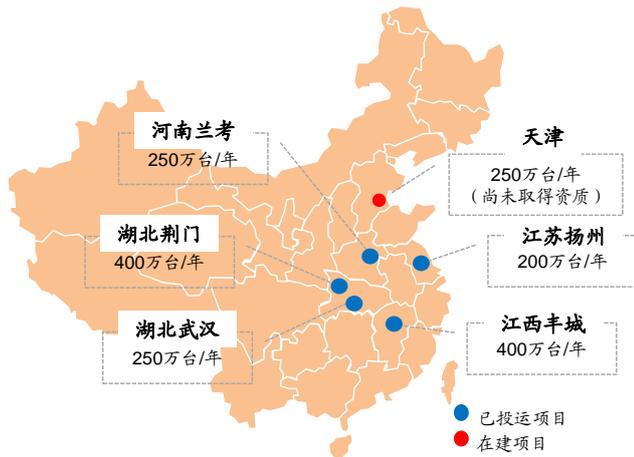


## 2) 主业一——电子废物拆解及资源化：处于龙头地位的资质企业

格林美是电子废弃物拆解龙头企业。公司为国内具有拆解资质的110家企业之一，截至2014年底，共布局拆解基地6个（湖北武汉、荆门；天津；河南兰考；江西丰城；江苏扬州），合计拆解产能约1,500万台/年（天津基地产能约250万台/年，尚未获取资质，此处未纳入合计），业内居前。

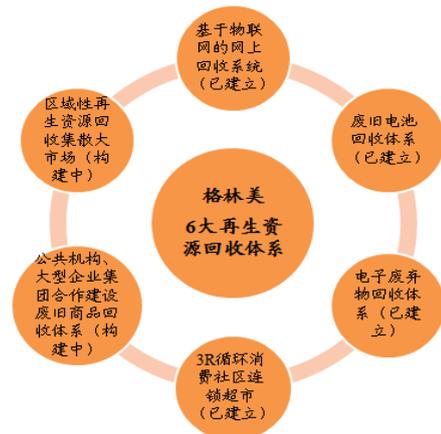
建立综合的废品回收体系，完善渠道“短板”。作为具备正规资质的民营企业，废弃物回收渠道一直为“短板”，为保障废品原料的充足，公司建立了“线下+线上”的多元回收模式（图表5），以保障废物处理量。2012~2014年，公司分别拆解废弃物130、200、678万台，测算产能负荷率16%、25%、54%。

图表4：格林美废弃物拆解业务的产能布局（2014）



资料来源：公司公告等（注：产能为估算值，披露值单位为万吨/年）

图表5：格林美废物回购渠道构架



资料来源：2014年报，中金公司研究部

## 3) 主业二——锂电池正极材料：下游锂电池需求旺盛，公司主要客户为主流生产商

格林美2012年收购凯力克公司51%股权。后者从事锂电池正极材料前驱体的制售，其生产的四氧化三钴销售给Samsung、湖南杉杉等国内外知名下游企业。

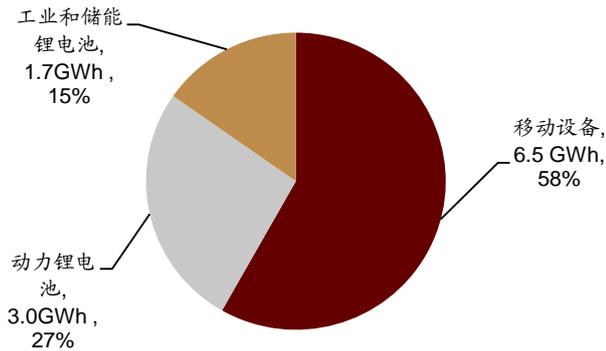
正极材料是锂电池的重要构件。锂电池制造材料包括：正极材料、负极材料、电解液和隔膜。其中，正极材料占锂电池总成本的40%左右，是研发锂电池降低成本、提升性能的关键部件。正极材料可分四类：钴酸锂、三元材料、锰酸锂、磷酸铁锂；而目前市场对于各类正极材料的工艺选择趋势不明晰，均有望受益于下游旺盛的需求拉动。凯力克生产的正极材料前驱体主要应用于钴酸锂、三元材料工艺。

下游需求旺盛，拉动正极材料销量增长。锂电池的下游需求来自：移动设备、电动车、工业和储能设备。历史来看，移动设备是锂电池的最大需求来源（2013年占58%），但近年来增长趋于平缓；而受益于新能源汽车政策、微网技术发展的刺激，动力电池、储能电池2013年需求总量增速达到92%、117%。根据2012年出台的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020年）》，到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆。2014年，我国纯电动汽车和插电式混合动力汽车实际产量7.8万辆，若要实现规划目标，2015~2020年6年复合增速将达到72%。

凯立克的下游客户中，多家为锂电池的主流生产商。根据高工锂电统计，截至2014年1季度，国内生产锂电池正极材料的企业共计189家，其中，凯立克的客户包括湖南杉杉、当升科技等（2013年2家企业的产值占比分别为18%、9%，排名第一、第四）；此外，国外著名厂商三星（Samsung）亦为公司稳定客户。

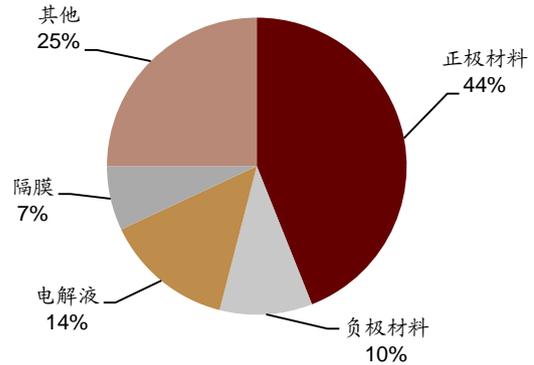


图表 6: 2013 年全国锂电池应用需求占比 (GWh)



资料来源: 高工锂电, 中金公司研究部

图表 7: 锂电池各种材料成本占比 (2014 年)



资料来源: 中国电池网, 中金公司研究部

图表 8: 主要正极材料对比分析

材料名称	应用领域	2014 年产值 (亿元)	同比增速	优点	缺点	未来发展趋势
钴酸锂	小型锂电、数码消费	54.7	6.2%	生产工艺简单、性能稳定、放电电压高、比能量高	成本高、不利于环保、电池寿命短和安全性差	保持稳定
三元材料	小型锂电、电动工具、电动自行车和电动汽车	27.4	22.4%	能量密度高 成本相对较低 循环性能优异	压实密度相对于钴酸锂偏低 导致极片能量密度不足	随着电动车动力电池需求增长而快速增长
锰酸锂	小型锂电、电动车动力电池	3.7	11.6%	价格低	高温性能、循环性能、储存性能较差	随着电动车动力电池需求增长而快速增长
磷酸铁锂	电动车动力电池	9.95	136.9%	安全性、环保性、循环次数高	一致性和单位能量密度较低	随着电动车动力电池需求增长而快速增长

资料来源: 高工锂电, 中金公司研究部

图表 9: 2013 年正极材料生产企业产值

企业名称	占国内总体产值比例	2013 年产值(亿元)	生产正极材料种类
湖南杉杉新材料有限公司	18%	13	三元材料、钴酸锂
湖南瑞翔新材料股份有限公司	12%	9	钴酸锂、锰酸锂、三元材料
天津巴莫科技股份有限公司	11%	8	钴酸锂、三元材料、锰酸锂
北京当升材料科技股份有限公司	8.5%	6	钴酸锂、三元材料、锰酸锂
北大先行科技产业有限公司	8%	6	钴酸锂、三元材料和磷酸铁锂
厦门钨业股份有限公司海沧分公司	7%	5	钴酸锂、三元材料、磷酸铁锂、锰酸锂
宁波金和新材料股份有限公司	5.5%	4	钴盐及正极前驱体 (硫酸钴、氯化钴、碳酸钴、球形四氧化三钴)、正极材料 (镍钴锰酸锂、氢氧化镍钴锰、钴酸锂)
中信国安盟固利电源技术有限公司	5%	4	钴酸锂、锰酸锂
长远锂科有限公司	3.3%	2	钴酸锂、三元材料和锰酸锂
深圳市天骄科技开发有限公司	3%	2	三元材料、锰酸锂

资料来源: 高工锂电, 中金公司研究部 (注: 总产值比例为 2013 年企业正极材料产值占全国正极材料总产值比例, 企业产值不包括非正极材料的产值)

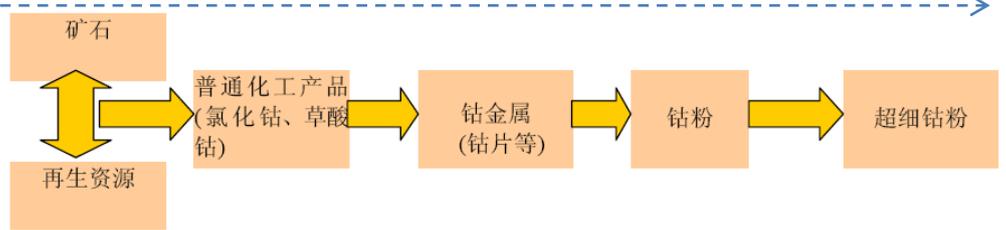
#### 4) 主业三——钴镍钨回收: 公司是国内以废料为原料的、最大的钴镍粉生产企业

公司采用废弃钴镍钨资源、废旧电池等循环再造高技术含量的钴镍钨材料, 生产高附加值的超细钴粉、超细镍粉。超细钴粉国内市场占有率达到 50% 以上, 超细镍粉成为世界三大镍粉品牌之一。根据格林美的招股书分析, 我国每年钴使用量 1.5 万吨, 占全球的 25% 以上, 下游需求主要来自硬质合金、陶瓷、粘结剂、皂化剂、干燥剂等行业; 2013 年, 我国精炼镍使用量 91 万吨, 占全球的 51%, 下游需求主要来自不锈钢、硬质合金、电池等行业。

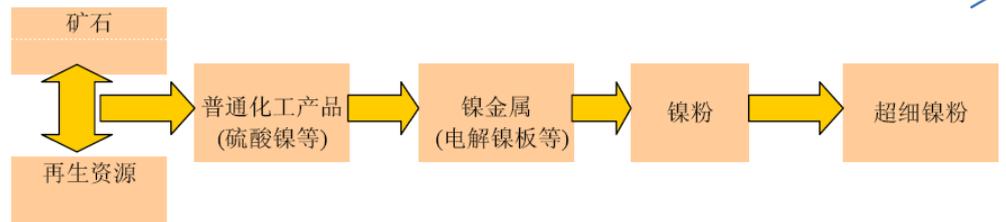


图表 10：钴、镍产品价值升级链

钴产品价值增值

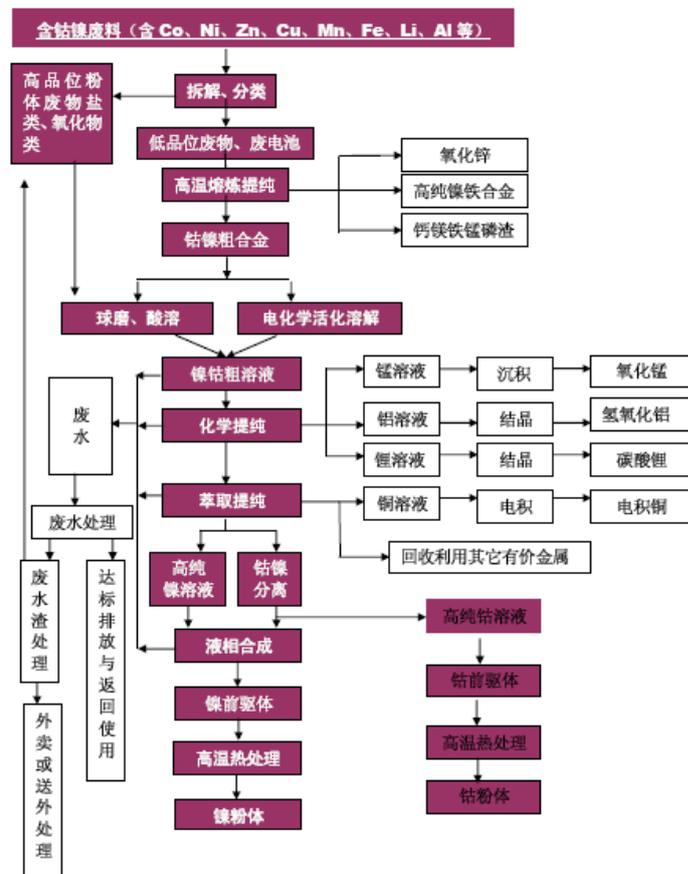


镍产品价值增值



资料来源：格林美招股说明书，中金公司研究部

图表 11：格林美钴镍废物资源化工艺流程



资料来源：格林美招股说明书，中金公司研究部



## 亮点一：电子废弃物拆解资源化行业拐点“信号”出现

电子废弃物拆解资源化行业市场潜力巨大，但长期面临问题：低成本、高污染的中小作坊为数众多，其设备简单原始、无环保设施，导致成本优势突出，侵占正规资质企业的市场份额；相比之下，机械化程度高、环保设施完善的正规处理企业产能负荷率不足、盈利不佳。2015年新《环保法》实施后，高污染的中小作坊面临关停、改造的压力，媒体多次报道关于中小拆解作坊关停的新闻（如，典型的中小作坊集聚地汕头贵屿镇，约40%关停），我们认为是行业拐点的“信号”——随着中小作坊数量减少，电子废弃物的收购“价格战”有望缓和，正规企业的产能负荷率或将提升、带来收入增长（处理量增加）及毛利率改善（规模效应体现、成本降低）。

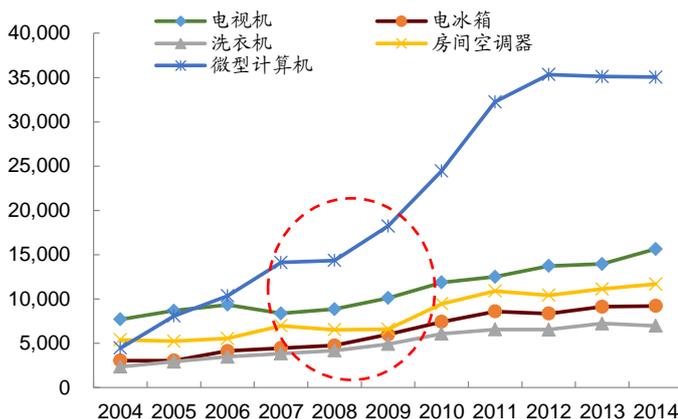
### 1) 潜力：废旧电器和电子垃圾——需求扩容中的“金矿”

我国废弃电器电子产品产量持续增长，渐入报废高峰。1) 单看“四机一脑”（电视机、电冰箱、洗衣机、空调、计算机），过去10年（2005~2014）的销量复合增速为：7%、12%、11%、8%、23%；2014年，单年销量分别达到：1.6亿台、0.9亿台、0.7亿台、1.2亿台、3.5亿台。2) 考虑到“四机一脑”的平均报废期在8年左右、各类电子电器产品自2006~2007年前后销量开始进入快速增长期，预计2014年起进入报废高峰。

纳入国家《废弃电器电子产品处理名录》的产品品种扩容。发改委先后于2010、2015年推出两版《名录》，其中第一版只包括“四机一脑”共5类产品，而第二版扩容至14类，增加办公室电器、手机、家用小型厨卫电器等，将于2016年3月起实施。

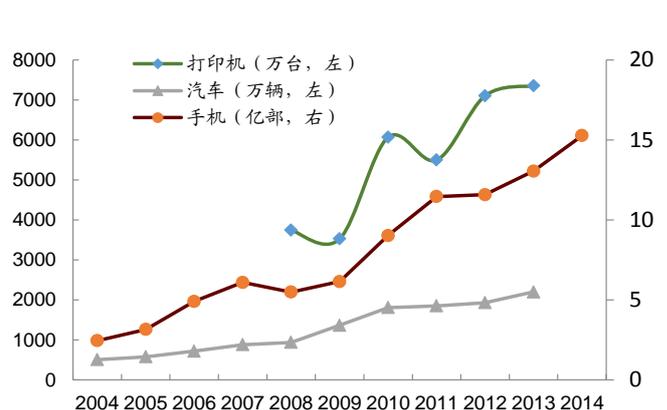
电子废弃物是“城市矿山”，最大程度资源化后，年资源化价值在2,000亿元以上。1) 废旧电器电子产品中含有大量有色金属，甚至稀贵金属。根据《电子垃圾中金属的回收利用现状探析》等文献，平均1吨电路板中，可提取铜129千克、黄金400~500克、锡20千克；金属含量远大于原矿——1吨金沙中仅能提炼黄金5克。2) 假定2012年销售的“四机一脑”在2020年报废，则其对应的资源化价值将达2,000亿元/年以上（详细测算见图表12~13）。

图表 12：废旧电子电器产品年销量变化(万台,第一批名录)



资料来源：万得资讯，国家统计局，中金公司研究部

图表 13：废旧电子电器产品年销量变化(第二批名录)



资料来源：万得资讯，国家统计局，中金公司研究部



图表 14：废弃电器电子产品处理名录

	发布日期	执行日期	目录包含品种
废弃电器电子产品处理目录（第一批）	2010/9/8	2011/1/1	共 5 类：电视机、电冰箱、洗衣机、房间空调器、微型计算机
废弃电器电子产品处理目录（第二批）	2015/2/9	2016/3/1	共 14 类：电冰箱、复印机、空气调节器、传真机、吸油烟机、电视机、洗衣机、监视器、电热水器、微型计算机、燃气热水器、移动通信手持机、打印机、电话单机

资料来源：环保部，发改委，中金公司研究部

图表 15：废旧电器电子产品中金属资源化价值测算（2020 年，各类电子产品的资源化价值测算详见后文）

	2012 年销量（万台）	单台资源化价值（元）	充分资源化后的市场空间（亿元）
电冰箱	8,355	150	125
空调	10,421	400	417
洗衣机	6,547	200	131
电视机	13,725	350	480
电脑	35,340	250	884
合计			2,037

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 2) 现状：非正规处理个体数量呈压倒性，低成本、不环保，挤压正规企业市场份额

废旧电子电器产品处理的产业链结构：上游收集、中游拆解、下游深加工。

上游环节：竞争主体（多为废品收购散户）最多，但因技术含量、进入门槛“双低”导致盈利性弱。

中、下游环节：企业业务边界不完全割裂，多数企业横跨拆解、深加工领域，其中，资质、技术成为两大壁垒，竞争主体相对少些，但合计仍有近万家，其中中小型家庭作坊数量呈压倒性（如汕头贵屿镇、广东清远等地），其对废物的加工多采用原始的火法、湿法工艺，机械化程度低、无环保设施，因此对废物的资源化利用率低、且对环境破坏显著。正规拆解企业仅 110 家，但成本优势上难以和小作坊匹敌，因此普遍存在产能“吃不饱”的情况。

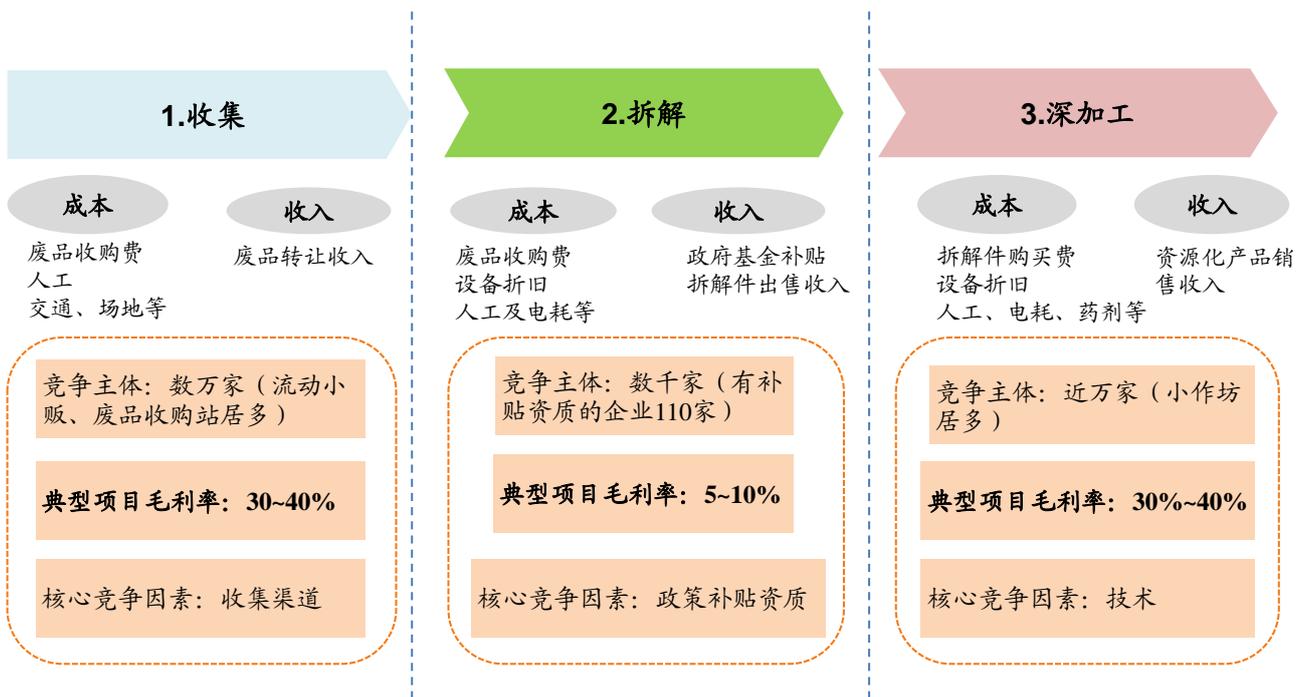
图表 16：电子废弃物中主要污染物及其危害

污染物	来源	危害
氯氟碳化合物	冰箱	破坏臭氧层
溴化阻燃剂	线路板、电缆、外壳	产生二恶英
PVC	导线	产生二恶英
汞	显示器	土壤污染、损害中枢神经系统
砷	光电设备	污染土壤、破坏肠胃功能
镍、镉	电池、印刷电路板	致癌、骨痛病、损害肺功能
铅	CRT 玻璃、电容及显示品牌	破坏神经、血液系统及肾脏
铬	金属镀层	过敏、引起哮喘、影响肾脏
砷	感光筒	土壤污染、损害中枢神经系统、损伤肾脏和肝

资料来源：《废弃家电成本和补贴水平研究》，中金公司研究部

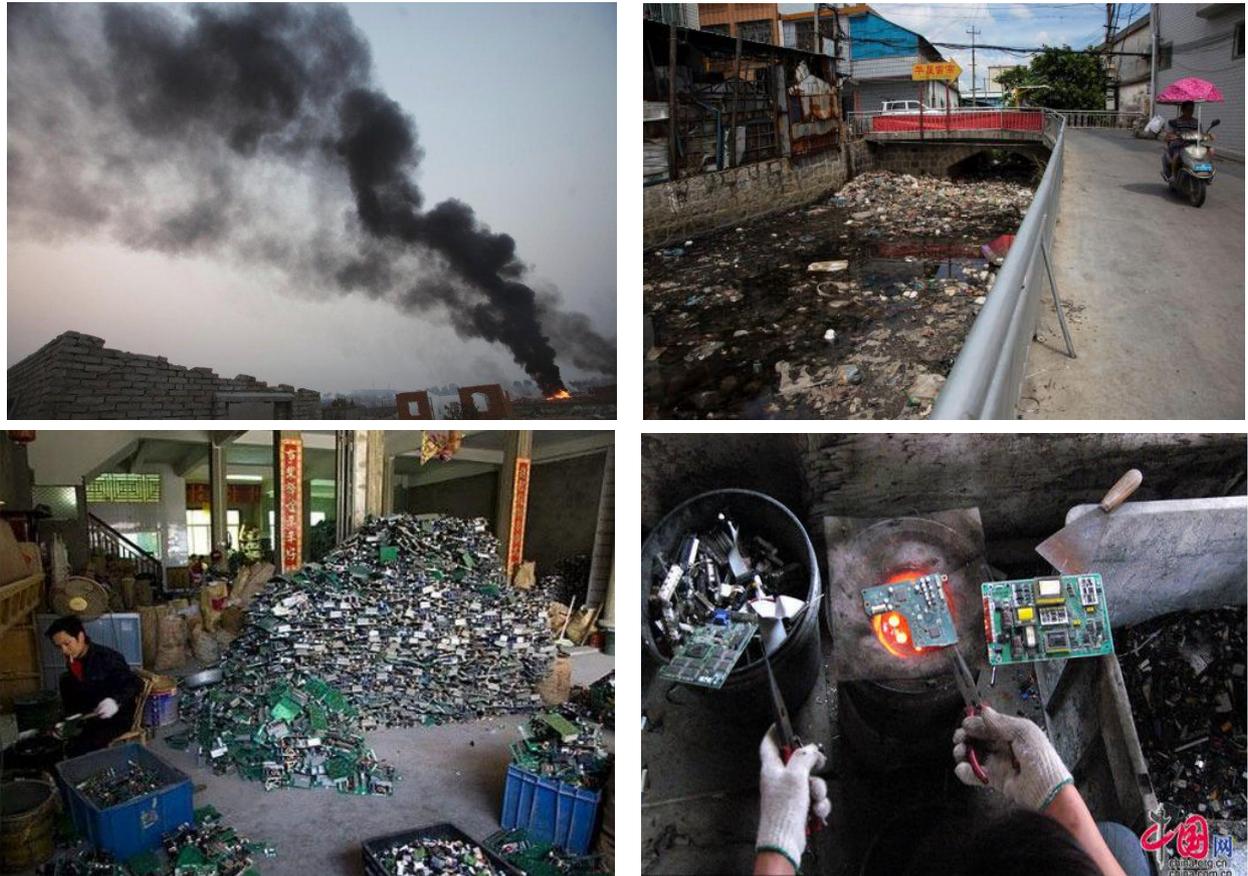


图表 17：废旧电器电子产品资源化产业链结构及各环节盈利模式



资料来源：国家发改委，草根调研数据，中金公司研究部

图表 18：汕头贵屿镇（电子垃圾拆解作坊密集区）环境状况



资料来源：www.cfp.cn，人民网，中金公司研究部



### 3) 未来：政策“紧箍咒”唱响，引导电子废弃物回归“正规军”怀抱

**行业政策回顾：“十一五”起步、“十二五”大踏步。**1) “十一五”时期，政府出台第一批废旧电器电子产品的处理名录，明确了回收处理的“生产者责任”；2) “十二五”时期，政府将再生资源回收首次纳入国民经济发展规划；推出电子垃圾拆解基金的征收和补贴机制，明确“四机一脑”的拆解补贴标准（只有资质企业可申请该补贴），并先后公布5批、共110家资质企业；此外，于2015年初，《再生资源回收体系建设中长期规划（2015-2020）》出台，体现了政府进一步整顿回收体系的态度。

**2015年新《环保法》生效，非正规小作坊竞争力削弱。**1) 非正规拆解作坊因工艺粗糙、原始，对环境的危害严重，成为新《环保法》的直接打击对象。根据系列媒体报道，自2014年以来，各地对于中小拆解作坊的肃清迅速开展，广东等中小作坊集聚地累计关停的作坊数达3,000家以上。2) 留存下来的中小作坊，面临环保改造，成本优势削弱。同样的工艺背景下，正规企业和中小作坊的差异体现在机械化程度、环保成本，根据我们草根调研的情况，每深加工1吨废物，正规企业付出的环保成本比中小作坊高50%以上。

**行业秩序改善后，正规企业有望“增收又增利”。**1) 电子废弃物资源化企业的收入来自2部分，一是政府基金补贴，二是资源化产品的出售所得（据我们测算，当各类金属、塑料完全被提取再利用时，资源化产品价值占收入的比例可达到84%）。2) 行业秩序改善后，正规企业负荷率提升，带来处理量增长、收入增长；同时，单位处理量的机器折旧成本降低（规模效应），带来毛利率提升。

图表 19：废旧电器电子产品资源化行业政策回顾

	发布日期	部门	政策名称	备注
十一 五	2007年	商务部、发展改革委等	再生资源回收管理办法	明确商务主管部门为再生资源回收行业主管部门
	2009年	国务院	废弃电器电子产品回收处理管理条例	明确废弃电器电子产品回收处理的生产者责任
	2010年7月	发改委、科技部、住建部、商务部等	中国资源综合利用技术政策大纲	
	2010年9月	发改委、环保部、工信部	废弃电器电子产品处理目录（第一批）	含“四机一脑”共5类电子产品
十二 五	2011年	国务院办公厅	关于建立完整的先进的再生资源回收体系的意见	是关于再生资源回收的指导性、纲领性文件
	2011年	国务院	国家“十二五”规划纲要	首次将回收工作列入国民经济发展规划
	2012年5月	财政部、环保部、发改委等	废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法	补贴标准（元/台）：电视机85、电冰箱80、洗衣机35、空调器35、微型计算机85
	2012年7月	财政部、环保部、发改委等	第一批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单	共43家企业
	2013年2月	财政部、环保部、发改委等	第二批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单	共21家企业
	2013年12月	财政部、环保部、发改委等	第三批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单	共28家企业
	2014年6月	财政部、环保部、发改委等	第四批废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单	共15家企业
	2014年12月	环保部、工信部	发布废弃电器电子产品规范拆解处理作业及生产管理指南（2015年版）	
	2015年1月	商务部、发改委、国土资源部、住建部、供销合作总社	再生资源回收体系建设中长期规划（2015-2020）	
	2015年2月	发改委、环保部、工信部、财政部等	废弃电器电子产品处理目录（第二批）	含汽车、手机、厨卫电器、办公电子产品等14类电子产品

资料来源：政府网站，中金公司研究部

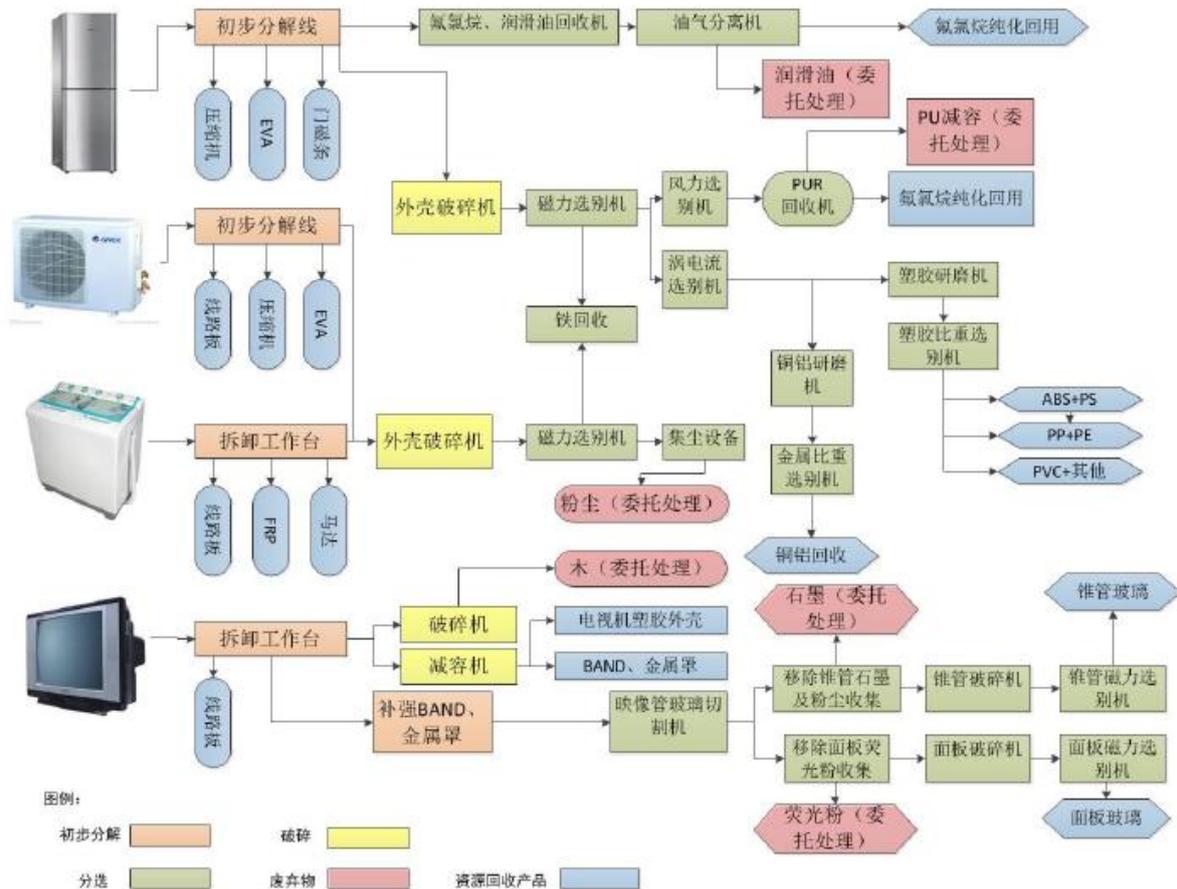


图表 20：行业趋势变化的草根实证

日期	新闻来源	内容概述
2014/8/25	人民网	石家庄市环保局发出要求，对所有无资质电子产品处理资质的作坊式拆解点进行关停取缔。目前，新乐市环保局、工商局、公安局等五个部门联合执法，已开始对所有无资质摊点进行清理取缔，同时还将进一步加大监管力度。
2014/9/21	深圳特区报	汕头市贵屿镇从事电子废物拆解（含废塑料加工）的作坊数量共有 5169 家，对其中因污染严重、工艺落后、整治无望的 2028 家已实施关停取缔，对允许保留的 3141 家完成了环保核查、工商登记、税务登记，纳入有效监管的轨道。
2015/3/11	经济参考报	清远市拆解户约有 1000 户，多为家庭式作坊，规模小、拆解技术落后。清远市要求电子废弃物拆解户今年 5 月必须全部进入循环经济园区，否则将予以取缔关闭。浙江宁波慈溪原来也有很多加工进口废旧塑料的小作坊。当地环保部门 2014 年实施了集中行动。记者近期夜访了几个过去小作坊林立的村庄，均未发现拆解场地。当地知情人透露，由于查处严，一些拆解作坊不干了，还有很多搬去了余姚市。
2015/7/30	FEJIU 网	目前，广东省清城区龙塘镇安丰、银盏、金沙、新庄、云路等 12 个村（居）辖区内非法拆解场、拆解散户已全部清理取缔，龙塘镇电子废弃物拆解行业生产经营秩序不断好转。
2015/8/6	南方网	广东省清远市石角镇已拆除、取缔关闭非法拆解散户 972 间，剩余污染程度较轻的拆解场计划在 8 月底前全面清理完毕。

资料来源：各大媒体网站，中金公司研究部

图表 21：“四机一脑”拆解利用工艺流程

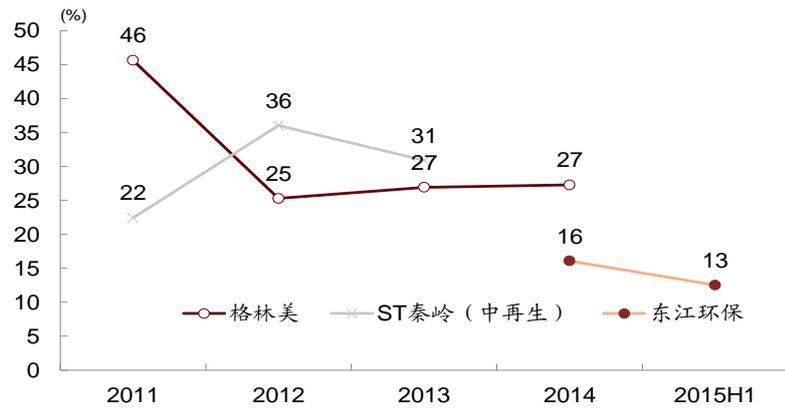


注：电脑的拆解处理流程与电视机相仿。

资料来源：ST 泰岭重组说明书，中金公司研究部

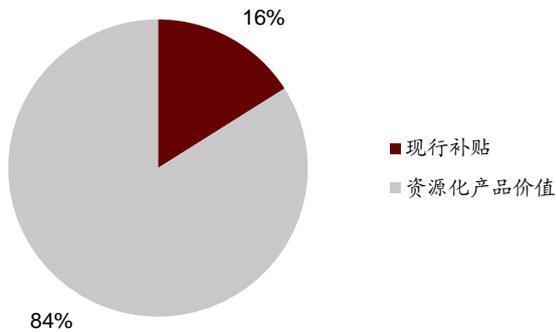


图表 22：上市公司电子废弃物拆解业务毛利率变化（ST 秦岭、格林美、东江环保）



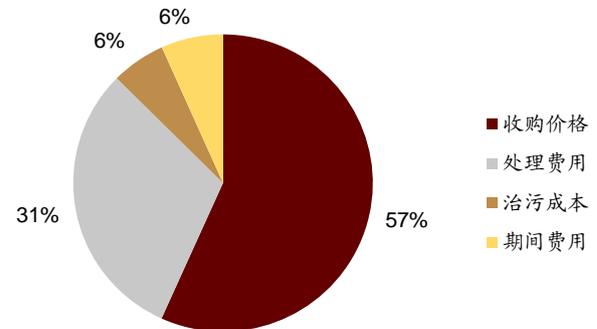
资料来源：万得资讯，ST 秦岭重组说明书，中金公司研究部

图表 23：电子废弃物资源化收入结构（CRT 电视机）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 24：电子废弃物拆解成本结构（CRT 电视机）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 25：“四机一脑”资源化收入及成本分拆（单位：元/台；营业成本仅包含拆解段，未包含深加工成本）

产品	收入	收入分拆		营业成本	营业成本分拆				
		现行补贴	资源化产品价值		收购价格	处理费用	治污成本	期间费用	
电冰箱	电冰箱 (≤150L)	150	80	70	120	50	51	9	9
	电冰箱 (>150L)	314	80	234	139	50	69	9	11
空调	窗式空调器	255	35	220	123	80	26	8	9
	壁挂式空调器	395	35	360	129	80	32	8	9
	柜式空调器	759	35	724	136	80	37	8	11
洗衣机	波轮双杠洗衣机	229	35	194	113	70	29	6	8
	波轮全自动洗衣机	251	35	216	123	80	29	6	8
	滚筒洗衣机	372	35	337	127	80	29	8	9
电视机	电视机(25寸以下CRT)	377	85	292	125	70	37	8	9
	电视机(25寸以上CRT)	531	85	446	141	80	43	8	9
电脑	台式电脑(含显示器)	379	85	294	165	100	50	7	7
中位数									

资料来源：《废弃家电成本和补贴水平研究》，ST 秦岭资产重组报告书，草根调研数据，中金公司研究部



图表 26：“四机一脑”资源化价值估算明细（质量单位：千克；金属单价截至 2015 年 9 月）

产品	单台质量	主要材料质量						主要材料价值(元)						合计	
		金	锡	钢	铝	铜	塑料	金	锡	钢	铝	铜	塑料		
电冰箱	电冰箱(≤150L)	31	0.000002	0.00006	19	0.0	0.4	7	0.5	0.01	30	0	16	23	<b>70</b>
	电冰箱(>150L)	69	0.000003	0.00014	25	3	2	24	1	0.0	41	29	80	84	<b>234</b>
空调	窗式空调器	36	0.0002	0.0072	16	2	3	2	53	0.8	25	15	118	7	<b>220</b>
	壁挂式空调器	47	0.0002	0.0094	12	3	6	4	69	1.0	20	33	225	13	<b>360</b>
	柜式空调器	105	0.0005	0.0209	40	6	11	7	153	2.3	65	60	420	23	<b>724</b>
洗衣机	波轮双杠洗衣机	29	0.0002	0.0060	5	0.5	2	16	44	0.7	8	5	80	56	<b>194</b>
	波轮全自动洗衣机	43	0.0002	0.0088	22	1	1	15	65	1.0	36	8	54	53	<b>216</b>
	滚筒洗衣机	78	0.0004	0.0161	27	3	3	13	118	1.8	43	27	103	44	<b>337</b>
电视机	电视机(25寸以下CRT)	29	0.0007	0.0290	2	0.3	1.3	5	212	3.2	3	3	52	19	<b>292</b>
	电视机(25寸以上CRT)	47	0.0012	0.0465	3	0.4	2	7	341	5.1	5	4	68	24	<b>446</b>
电脑	台式电脑(含显示器)	30	0.0008	0.0300	3	1	1	7	220	3.3	5	6	36	24	<b>294</b>

资料来源：万得资讯，《废弃家电成本和补贴水平研究》，ST 秦岭资产重组报告书，中金公司研究部

图表 27：“四机一脑”资源化价值对金属价格变化的敏感性分析（金、锡、铜、铁、铝等，假定按同一幅度变化）

产品	资源化产品价值(元/台,按 2015 年 9 月金属价格测算)	后续年份假设(金属价格变动幅度)							
		-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	
电冰箱	电冰箱(≤150L)	70	49	56	63	70	77	83	90
空调	窗式空调器	220	154	176	198	220	242	264	285
洗衣机	波轮双杠洗衣机	194	136	155	174	194	213	232	252
电视机	电视机(25寸以下CRT)	292	205	234	263	292	322	351	380
电脑	台式电脑(含显示器)	294	206	235	264	294	323	352	382
<b>中位数</b>		<b>220</b>	<b>154</b>	<b>176</b>	<b>198</b>	<b>220</b>	<b>242</b>	<b>264</b>	<b>285</b>

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

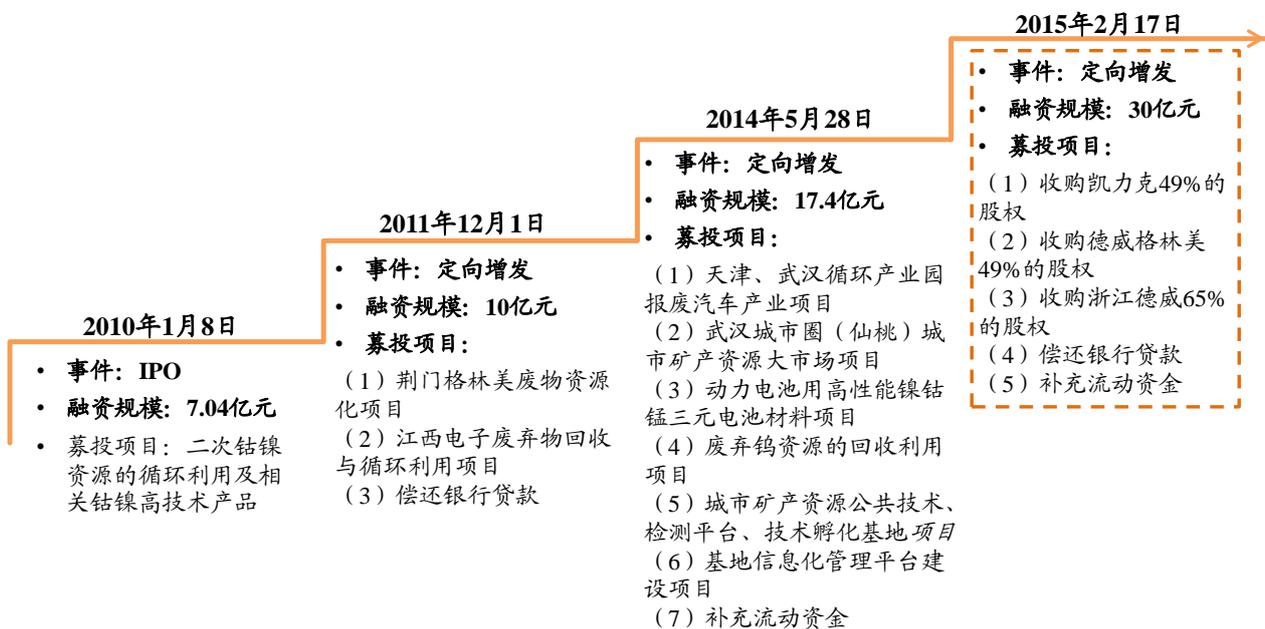


## 亮点二：在建大项目 2015 年起陆续进入投运期

大项目陆续投产，促 2015~17 年利润快速增长。截至 2014 年底，格林美在建项目中，大型项目（总投资在 2.5 亿元以上）共 8 个，平均建设进度 85%。根据项目可研报告，8 个项目投产后预计年收入、净利润合计达到 77 亿元、6.6 亿元，分别是格林美 2014 年收入、净利润规模的 2.3 倍。（上述 8 个项目总投资合计 35 亿元，其中 71% 来自 2011、2014 年定增募集资金，其余为自有资金。）

具体项目的利润贡献：2015 年——来自江西、河南电子废弃物拆解项目建成；2016 年——来自荆门资源化项目（包括高附加值的稀贵金属生产线）、动力电池前驱体项目、江西报废汽车项目于 2015 年下半年建成；2017 年——来自武汉、天津汽车报废项目，武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场项目建成。

图表 28：格林美上市以来历次融资回顾



注：灰色虚线框为未实施的融资项目

资料来源：公司项目公告，中金公司研究部



图表 29：格林美在建大项目建设进度一览（财务数据单位：亿元）

业务板块	资金来源	项目名称	建设年限	总投资	募集资金投入	达产经济效益		工程进度					
						收入	税后利润	09	10	11	12	13	14
废旧电子废弃物	2011 定增	荆门废物资源化项目	4	8.9	7.0	30.8	2.7			45%	80%	90%	95%
	自有资金+定增	武汉城市矿产循环产业园	2	12.0	2.0	37.0	1.8					10%	75%
	2014 定增	其中：武汉报废汽车项目	2	3.9	3.9	7.5	0.7						
	自有资金+定增募集	天津城市矿产循环产业园	3	10.0		33.0	1.5						
	2014 定增	其中：天津报废汽车项目	2	3.8	3.8	7.5	0.7						75%
	2014 定增	武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场项目	3	3.4	3.4	11.5	0.7						30%
	2011 定增	江西电子废弃物回收与循环利用项目	4	3.0	1.0	5.2	0.7	35%	50%	55%	80%	90%	100%
电池材料	自有资金	江西报废汽车循环利用项目	3	3.0		7.8	0.6					85%	98%
	自有资金	河南格林美电子废弃物回收与循环利用项目		3.5			0.0						80%
	2014 定增	动力电池用镍钴锰前驱体材料生产线	2	3.0	3.0	6.6	0.5					40%	90%
<b>合计</b>				<b>35</b>	<b>25</b>	<b>77</b>	<b>6.6</b>						<b>85%</b>

资料来源：公司项目公告，中金公司研究部



## 盈利预测及估值：2015~17年EPS平均增速51%（考虑15年定增）

### 1. 不考虑2015年定增

预计公司2015~17年的EPS为0.27/0.42/0.6元，同比增速56%/52%/43%。

核心假设——

- ▶ 电子废物拆解业务：2015~17年收入增速45%/20%/15%，对应产能均为1500万台/年，负荷率66%、79%、90%；业务毛利率从2014年的22%，逐步提升至27%/32%/37%，源自稀贵金属生产线投产后，单台废物的资源化产品价值提升（敏感性测算结果：金属价格比2014年均价-10%、0%、+10%时，业务毛利率分别在30%、36%、41%。详见图表30）。
- ▶ 正极材料业务：参考募投项目产能规模、行业需求增速，假定2015~17年收入增速达到13%/19%/5%，毛利率与2014年持平。
- ▶ 钴镍钨回收：由于下游需求不振，预计2015~17年产品销量持平；毛利率假设2015~17年均均为16%，主要考虑：2014年，钴镍钨回收业务毛利率20%；根据金属价格的敏感性测试，当钴镍钨价格比2014年水平下滑10%时，业务毛利率为15%；而2015年截至9月，钴、镍、钨实际价格比2014年均价仅下滑2%、下滑1%、下滑6%。
- ▶ 其他：受2015年出台的增值税优惠新政策影响，公司资源化业务自2015年7月起可享受30%的增值税退税（计为营业外收入）。假定其他政策补贴维持在1亿元每年的水平，2015~17年的营业外收入分别为1.4、1.9、2亿元。

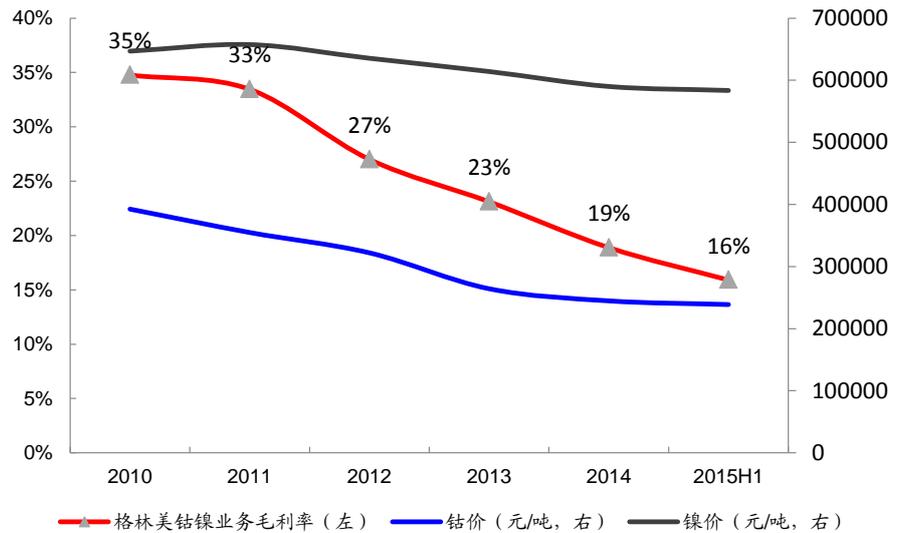
图表30：格林美钴镍钨回收业务毛利率对金属价格敏感性分析

	单位	2014年	后续年份假设（金属价格变动幅度）						
			-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
<b>收入</b>	<b>万元</b>	<b>143,917</b>	<b>130,206</b>	<b>145,094</b>	<b>159,982</b>	<b>174,870</b>	<b>189,758</b>	<b>204,646</b>	<b>219,534</b>
基金补贴	万元	54240	54240	54240	54240	54240	54240	54240	54240
单台补贴	元/台	80	80	80	80	80	80	80	80
拆解台数	万台	678	678	678	678	678	678	678	678
资源化产品价值	万元	89,677	75966	90854	105742	120630	135518	150406	165294
单台价值*	元/台	132	112	134	156	178	200	222	244
<b>成本</b>		<b>112,778</b>	<b>112,778</b>	<b>112,778</b>	<b>112,778</b>	<b>112,778</b>	<b>112,778</b>	<b>112,778</b>	<b>112,778</b>
收购成本		47,460	47,460	47,460	47,460	47,460	47,460	47,460	47,460
单台收购价格		70	70	70	70	70	70	70	70
其他成本		65,318	65,318	65,318	65,318	65,318	65,318	65,318	65,318
单台处理成本		96	96	96	96	96	96	96	96
<b>毛利率</b>		<b>22%</b>	<b>13%</b>	<b>22%</b>	<b>30%</b>	<b>36%</b>	<b>41%</b>	<b>45%</b>	<b>49%</b>

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（注：单台价值=单台资源化产品的价值-稀贵金属生产线投运后的单台新增成本；调研数据，稀贵金属生产线总投资2亿元，假定按15年折旧、折旧成本占新增成本的40%测算；单台资源化产品的价值随金属价格变动的敏感性测算结果，见图表27）



图表 31：格林美钴镍回收业务毛利率变化 vs 钴镍金属价格变化



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 32：格林美钴镍钨回收业务毛利率对金属价格敏感性分析

		单位	2014年	后续年份假设 (金属价格变动幅度)						
				-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
<b>钴镍钨回收业务整体</b>										
收入			87299	61109	69839	78569	87299	96029	104759	113489
成本			69439	60906	63750	66594	69439	72283	75128	77972
毛利率			<b>20%</b>	<b>0%</b>	<b>9%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>28%</b>	<b>31%</b>
<b>钴</b>										
收入	万元		<b>38417</b>	<b>26892</b>	<b>30733</b>	<b>34575</b>	<b>38417</b>	<b>42258</b>	<b>46100</b>	<b>49942</b>
单品单价	元/吨		182,838	127986	146270	164554	182838	201121	219405	237689
销量	吨		2101	2101	2101	2101	2101	2101	2101	2101
成本			<b>28462</b>	<b>24658</b>	<b>25926</b>	<b>27194</b>	<b>28462</b>	<b>29731</b>	<b>30999</b>	<b>32267</b>
原料成本	万元		12683	8878	10146	11415	12683	13951	15219	16488
其他成本	万元		15780	15780	15780	15780	15780	15780	15780	15780
吨处理成本-原料	元/吨		60362	42253	48289	54326	60362	66398	72434	78470
吨处理成本-其他	元/吨		75100	75100	75100	75100	75100	75100	75100	75100
毛利率			<b>26%</b>	<b>8%</b>	<b>16%</b>	<b>21%</b>	<b>26%</b>	<b>30%</b>	<b>33%</b>	<b>35%</b>
<b>镍</b>										
收入	万元		<b>21067</b>	<b>14747</b>	<b>16854</b>	<b>18960</b>	<b>21067</b>	<b>23174</b>	<b>25281</b>	<b>27387</b>
单品单价	元/吨		278,098	194669	222479	250288	278098	305908	333718	361528
销量	吨		758	758	758	758	758	758	758	758
成本			<b>16283</b>	<b>14338</b>	<b>14986</b>	<b>15634</b>	<b>16283</b>	<b>16931</b>	<b>17579</b>	<b>18227</b>
原料成本	万元		6482	4537	5186	5834	6482	7130	7778	8427
其他成本	万元		9801	9801	9801	9801	9801	9801	9801	9801
吨处理成本-原料	元/吨		85567	59897	68454	77011	85567	94124	102681	111237
吨处理成本-其他	元/吨		129373	129373	129373	129373	129373	129373	129373	129373
毛利率			<b>23%</b>	<b>3%</b>	<b>11%</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>27%</b>	<b>30%</b>	<b>33%</b>
<b>碳化钨</b>										
收入	万元		<b>27815</b>	<b>19471</b>	<b>22252</b>	<b>25034</b>	<b>27815</b>	<b>30597</b>	<b>33378</b>	<b>36160</b>
单品单价	元/吨		210,031	147022	168025	189028	210031	231034	252038	273041
销量	吨		1324	1324	1324	1324	1324	1324	1324	1324
成本			<b>24694</b>	<b>21910</b>	<b>22838</b>	<b>23766</b>	<b>24694</b>	<b>25622</b>	<b>26550</b>	<b>27477</b>
原料成本	万元		9279	6495	7423	8351	9279	10207	11134	12062
其他成本	万元		15415	15415	15415	15415	15415	15415	15415	15415
吨处理成本-原料	元/吨		70063	49044	56051	63057	70063	77070	84076	91083
吨处理成本-其他	元/吨		116399	116399	116399	116399	116399	116399	116399	116399
毛利率			<b>11%</b>	<b>-13%</b>	<b>-3%</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>	<b>16%</b>	<b>20%</b>	<b>24%</b>

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 33: 格林美利润表预测明细

分业务	科目单位	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入		3,486	3,909	4,597	5,277	5,738
钴镍钨回收	百万元	851	974	876	876	876
电子废弃物	百万元	1,019	1,439	2,087	2,504	2,880
电池材料	百万元	988	1,233	1,399	1,662	1,747
其他资源化产品	百万元	611	234	234	234	234
营业成本		2,908	3,181	3,640	4,040	4,223
钴镍钨回收	百万元	654	790	736	736	736
电子废弃物	百万元	782	1,128	1,523	1,703	1,814
电池材料	百万元	868	1,036	1,176	1,397	1,469
其他资源化产品	百万元	592	204	204	204	204
毛利率		17%	19%	21%	23%	26%
钴镍钨回收		23%	19%	16%	16%	16%
电子废弃物		23%	22%	27%	32%	37%
电池材料		12%	16%	16%	16%	16%
其他资源化产品		3%	13%	13%	13%	13%
主营税金	百万元	9	10	11	13	14
销售费用	百万元	32	38	44	51	55
管理费用	百万元	226	273	322	369	373
财务费用	百万元	201	231	255	293	278
资产减值损失	百万元	20	22	22	22	22
投资收益	百万元	-10	7	7	7	7
营业外收入	百万元	102	129	138	186	196
利润总额	百万元	181	287	448	682	975
所得税	百万元	13	28	44	67	96
净利润	百万元	168	259	404	615	879
归属净利润	百万元	144	211	329	501	717
EPS	元	0.12	0.18	0.27	0.42	0.60
总股本	百万股	1201	1201	1201	1201	1201

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 34: 格林美资产负债表预测明细

科目 (单位: 百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	719	1,154	571	29	308
应收票据	163	352	756	1,157	1,572
应收账款	463	846	995	1,142	1,242
预付账款	237	213	250	434	472
存货	1,620	2,244	2,568	2,989	2,893
流动资产合计	3,323	5,020	5,438	6,059	6,801
长期股权投资	85	33	40	46	52
长期投资合计	256	212	220	226	231
固定资产净额	2,244	2,530	3,255	4,080	4,985
在建工程	1,398	2,469	2,969	2,769	2,369
固定资产合计	3,643	5,000	6,225	6,850	7,355
无形资产	420	1,041	1,031	1,021	1,011
无形及其他资产合计	487	1,326	1,316	1,099	1,089
递延税款借项	28	29	29	29	29
<b>资产总计</b>	<b>7,737</b>	<b>11,587</b>	<b>13,227</b>	<b>14,263</b>	<b>15,505</b>
短期借款	2,059	2,812	3,306	3,796	4,127
应付票据	184	342	392	398	417
应付账款	225	513	587	652	729
预收账款	168	74	87	100	109
应付福利费与工资	20	30	34	38	39
应交税金	20	35	40	44	46
一年内到期的长期负债	288	460	541	621	675



流动负债合计	3,010	4,411	5,154	5,835	6,257
长期借款	1,148	1,369	1,923	1,723	1,723
长期应付款	0	120	120	120	120
应付债券	793	794	794	794	794
递延税项贷项	17	19	19	19	19
长期负债合计	2,074	2,438	2,992	2,792	2,792
负债合计	5,084	6,850	8,146	8,628	9,050
少数股东权益	314	448	523	636	799
股本	753	924	1,201	1,201	1,201
公积金与未分配利润	1,587	3,367	3,357	3,798	4,455
股东权益合计	2,338	4,289	4,558	4,999	5,656
<b>负债与股东权益总计</b>	<b>7,737</b>	<b>11,587</b>	<b>13,227</b>	<b>14,263</b>	<b>15,505</b>

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 35：格林美现金流量表预测明细

科目 (单位: 百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	144	211	329	501	717
加：少数股东损益	24	48	75	114	163
加：财务费用	201	231	257	298	283
减：投资收益	10	-7	-7	-6	-5
加：折旧及摊销	88	221	275	375	495
减：流动资金增量	-215	-786	-833	-1052	-425
营运现金流合计	23	23	95	230	1227
减：资本支出	-1032	-2417	-1490	-784	-990
减：长期投资增加	-160	44	-7	-6	-5
加：投资收益	-10	7	7	6	5
投资现金流合计	-961	-2028	-1490	-784	-990
减：财务费用	-201	-231	-257	-298	-283
股息	-29	0	-60	-60	-60
加：股票发行融资	0	1758	0	0	0
加：短期借款净增加	151	926	576	570	386
长期借款净增加	510	221	554	-200	0
其他长期负债增加	71	141	0	0	0
融资现金流合计	487	2369	813	12	42
净现金流量	-451	364	-583	-542	280
期初现金	1171	719	1154	571	29
期末现金	719	1154	571	29	308

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 2. 考虑 2015 年定增

预计公司 2015~17 年的 EPS 为 0.27/0.44/0.6 元，同比增速 56%/60%/36%。

格林美 2015 年定增预案已获批，预计 2016 年底收购资产并表。公司 2015 年 6 月发布定增预案（修订稿），拟向 8 家投资机构定向发行 2.7 亿股，发行价格 9.5 元，锁定 3 年；募集不超过 26 亿元用于：1) 收购 3 家公司股权；2) 偿还银行贷款；3) 补充流动资金。根据 3 家标的公司所作的业绩承诺、还贷及补充资金带来的财务用节省，我们估算 2016~17 年，募投项目将带来增量净利润 1.4、1.6 亿元。（详见图表 36）



图表 36：格林美定增并表盈利预测（假定定增于 2015 年底完成，2016 年 1 月起资产并表）

科目	细分	2014	2015E	2016E	2017E
归属净利润（亿元）	本部资产	2.11	3.29	5.01	7.17
	定增并表资产			1.43	1.63
	合计	2.11	3.29	6.44	8.79
总股本（亿股）		12.01	12.01	14.71	14.71
EPS（元）		0.18	0.27	0.44	0.60
EPS 增速			56%	60%	36%

资料来源：公司定增预案公告，中金公司研究部

图表 37：格林美 2015 年定增募投项目盈利贡献分析

标的公司	主营业务	使用募集资金（亿元）	收购股权比例	承诺净利润（万元）			承诺权益净利润（万元）		
				2015	2016	2017	2015	2016	2017
凯力克	锂电池正极材料前驱体制售	3.9	49%	7,500	8,700	10,400	3675	4263	5096
德威格林美	废钨循环利用	1.6	49%	3,000	4,000	5,000	1470	1960	2450
浙江德威	硬质合金制售	2.0	65%	3,000	4,000	5,000	1950	2600	3250
还贷*		9.1					2715	2715	2715
补流*		9.2					2759	2759	2759
合计		25.7					12569	14297	16270

资料来源：公司定增预案公告，中金公司研究部（注：还贷、补流资金按 3% 的利率水平，每年节省财务费用）

图表 38：格林美 2015 年定增（拟）认购方一览

认购方	认购股份（万股）	认购比例	认购方背景
深圳中植	7,895	29%	中植产业投资公司全资子公司，股权投资领域经验、资源丰富
上海星鸿	3,368	12%	主营投资管理，成立以来参与多只房地产基金、跨境投资基金
星通创投	3,158	12%	主营收购兼并、股权投资、上市公司定增及私募基金管理，目前管理多期基金
中邮基金	3,158	12%	国内公募基金管理公司
平安资管	3,158	12%	中国平安旗下企业，管理资产规模超万亿元，拥有丰富的大额资产管理经验
华夏人寿	2,602	10%	主营各类人身保险业务
德溢慧心	2,105	8%	
中企港	1,579	6%	
合计	27,023	100%	

资料来源：公司定增预案公告，中金公司研究部

首次给予推荐评级，目标价 15 元。

目标价对应 2016~17 年的 P/E 为 34/25 倍。参考可比公司，2016~17 年的平均 P/E 为 39/23 倍（截至 2015 年 9 月 28 日收盘价）。

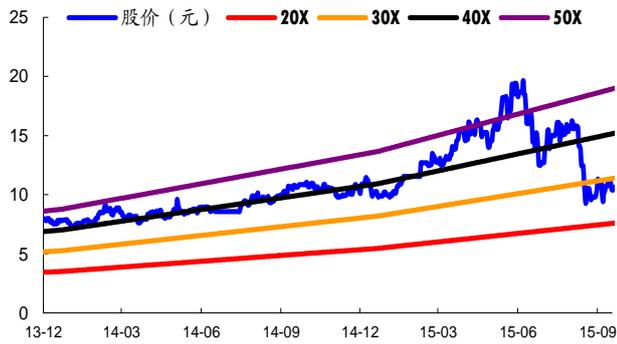
图表 39：可比公司盈利预测及估值（行情数据截至 2015 年 9 月 28 日收盘）

公司	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				P/E			
			2014A	2015E	2016E	2017E	2014A	2015E	2016E	2017E
东江环保	17.99	140	0.29	0.38	0.55	0.78	62	47	33	23
格林美	10.64	128	0.18	0.27	0.44	0.60	61	39	24	18
怡球资源	23.33	124	0.06	0.14	0.51	1.00	413	162	45	23
*ST 秦岭	6.45	87	-0.19	0.14	0.15	0.15	-35	48	44	42
中位数							61	48	39	23

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（注：\*ST 秦岭缺乏卖方跟踪预测，此处按重组报告中 2015~2017 年的承诺利润估算）

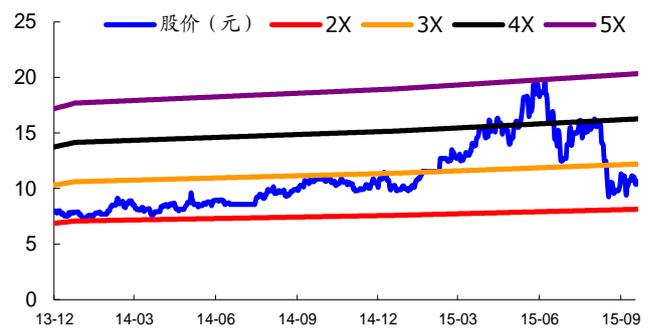


图表 40：历史股价表现和市盈率区间（截至 2015 年 9 月 28 日）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 41：历史股价表现和市净率区间（截至 2015 年 9 月 28 日）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



---

## 风险：金属价格波动、产能投放速度低于预期等

- 1) 金属价格超预期大幅下跌，影响再生资源企业的毛利率。
- 2) 大项目建设进度有一定不确定性。
- 3) 系统性风险。



## 附录：全国 110 家废旧家电拆解资质企业一览

**图表 42：全国 110 家废旧家电拆解资质企业一览**

地区	企业名称	地区	企业名称
北京	北京华新绿源环保产业发展有限公司	上海	上海新金桥环保有限公司
	伟翔联合环保科技发展(北京)有限公司		伟翔环保科技发展(上海)有限公司
	北京市危险废物处置中心		森蓝环保(上海)有限公司
	鑫广再生资源(上海)有限公司		
天津	TCL 奥博(天津)环保发展有限公司		上海电子废弃物交投中心有限公司
	天津同和绿天使顶峰资源再生有限公司	江苏	南京凯燕电子有限公司
	泰鼎(天津)环保科技有限公司		苏州同和资源综合利用有限公司
天津和昌环保技术有限公司	苏北废旧汽车家电拆解再生利用有限公司		
河北	石家庄绿色再生资源有限公司		苏州伟翔电子废弃物处理技术有限公司
	唐山中再生资源开发有限公司		扬州宁达贵金属有限公司
	邢台恒亿再生资源回收有限公司	浙江	南通森蓝环保科技有限公司
	河北万忠废旧材料回收有限公司		常州翔宇资源再生科技有限公司
	文安县豫丰金属制品有限公司		南京环务资源再生科技有限公司
	河北和兆益祥再生资源利用有限公司		浙江玉环县青茂废旧物资有限公司
	秦皇岛天宝资源再生环保科技有限公司		浙江盛唐环保科技有限公司
阳泉天元废旧电器回收处理有限公司		浙江蓝天废旧家电回收处理有限公司	
山西	临汾拥军再生资源利用有限公司		台州大峰野金属有限公司
	山西洪洋海鸥废弃电器电子产品回收处理有限公司		杭州松下大地同和顶峰资源循环有限公司
	华新绿源(内蒙古)环保产业发展有限公司	安徽	芜湖绿色再生资源有限公司
内蒙古新创资源再生有限公司	安徽广源科技发展有限公司		
辽宁牧昌国际环保产业集团有限公司	安徽超越环保科技有限公司		
辽宁	大连大峰野金属有限公司		安徽福茂再生资源循环科技有限公司
	辽宁华强环保集团废旧家电处理有限公司		安徽首创环境科技有限公司
吉林	吉林省三合废弃电器电子产品回收处置有限公司		阜阳大峰野再生资源有限公司
	吉林市金再废弃电器电子产品回收利用有限公司	福建	厦门绿洲环保产业股份有限公司
	黑龙江中再生废旧家电拆解有限公司		福建全通资源再生工业园有限公司
黑龙江省群勤环保技术服务有限公司	福建省宏源环境资源有限公司		
黑龙江	佳木斯龙江环保再生资源有限公司		三明市万源再生资源有限公司

资料来源：发改委，财政部，中金公司研究部



图表 43：全国 110 家废旧家电拆解资质企业一览（续表）

地区	企业名称	地区	企业名称
江西	江西格林美资源循环有限公司	广东	佛山市顺德鑫环宝资源利用有限公司
	江西同和资源综合利用有限公司		广东赢家环保科技有限公司
	江西中再生资源开发有限公司		惠州市鼎晨实业发展有限公司
	赣州巨龙废旧物资调剂市场有限公司		清远市东江环保技术有限公司
山东	山东中绿资源再生有限公司		广东华清废旧电器处理有限公司
	鑫广绿环再生资源股份有限公司	汕头市 TCL 德庆环保发展有限公司	
	青岛新天地生态循环科技有限公司	茂名天保再生资源发展有限公司	
	烟台中新环保科技有限公司	广西	广西桂物资源循环产业有限公司
河南	中再生洛阳投资开发有限公司	重庆	重庆市中天电子废弃物处理有限公司
	郑州格力绿色再生资源有限公司	重庆中加环保工程有限公司	
	河南格林美资源循环有限公司	四川	成都仁新科技股份有限公司
	郑州弓长昱祥电子产品有限公司		四川长虹电器股份有限公司
	康卫（集团）有限公司		四川中再生资源开发有限公司
河南恒昌贵金属有限公司	四川省中明再生资源综合利用有限公司		
河南艾瑞环保科技有限公司	什邡大爱感恩环保科技有限公司		
湖北	荆门市格林美新材料有限公司	四川长虹格润再生资源有限责任公司	
	湖北金科环保科技股份有限公司	贵州	遵义绿环废弃电器电子产品回收处理有限公司
	湖北鑫丰废旧家电拆解有限公司	贵阳市物资回收有限公司	
	武汉博旺兴源环保科技股份有限公司	云南	云南华再新源环保产业发展有限公司
	大冶有色博源环保股份有限公司	云南巨路环保科技有限公司	
湖南	格林美（武汉）城市矿产循环产业园开发有限公司	陕西	陕西九洲再生资源有限公司
	湖北东江环保有限公司	陕西新天地废弃电器电子产品回收处理有限公司	
	湖南绿色再生资源有限公司	甘肃	兰州泓翼废旧电子产品拆解加工中心
	湖南万容电子废弃物处理有限公司	甘肃华壹环保技术服务有限公司	
	湖南省同力电子废弃物回收拆解利用有限公司	青海	青海云海环保服务有限公司
	株洲凯天环保科技有限公司	宁夏	宁夏亿能固体废弃物资源化开发有限公司
		新疆	新疆金塔有色金属有限公司
		乌鲁木齐惠智通电子有限公司	

资料来源：发改委，财政部，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

