

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价: 28.10元

当前股价: 22.61元

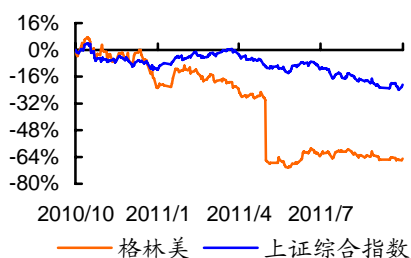
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	243
流通股本(百万)	187
流通市值(亿)	42
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	4.35
资产负债率	45.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格林美	-5.16	-4.19	-9.03
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



相关报告

《公司深度调研报告_20110901_格林美: 领跑行业 超越成长》2011-9-2

格林美

002340

推荐

高增长拐点显现, 电子废弃物业务盈利进入爆发增长期

格林美 2011 年 10 月 26 日发布三季报, 前三季度公司累计实现营业收入 6.5 亿元, 同比增长 58.0%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 8993.0 万元, 同比增长 42.62%, 实现基本每股收益 0.37 元, 符合市场预期。

投资要点:

- 公司经营表现与我们此前预测基本一致: “深圳+江西+荆门”的电子废弃物业务的产能释放将合力推动公司三、四季度业绩进入爆发增长期。——三季度公司单季营业收入为 2.5 亿元, 同比增长 71.2%, 归属上市公司股东的净利润 3706.1 万元, 同比增长 41.5%。此前, 我们深度报告中已详细分析了公司各地项目, 三四季度引领公司业绩爆发的因素主要有: ①深圳 3 万吨塑木型材生产线将进入全面生产阶段; ②江西一期 2 万吨电子废物处理线进入生产阶段; ③阳逻项目和荆门废旧电路板中稀贵金属项目亦有少量产能释放。因此, 三季度收入增速远高于上半年 (71.2%比 50.7%), 预计四季度增速将比三季度更高, 从全年来看钴镍业务产能释放加上电子废弃物业务爆发增长双重因素推动全年业绩高增长 (有望达到 70%以上)。
- 产品盈利能力基本维持稳定。盈利能力分析 (Q3 比 H1, 前三季累计同比): 毛利率(+4.2%, -1.2%), 期间费用率(+2.0%, +1.6%) 净利润率(+1.36%, -1.5%)。相对上半年, 今年三季度由于产品毛利率提升, 虽然财务费用增加导致期间费用率略微上升, 但公司净利润率仍呈现上升趋势。相对去年同比微降, 预计主要原因是公司塑木产品增加了外购原料, 成本上升。
- 核心竞争力进一步强化: 在电子废弃物领域, 公司不仅处理技术领先, 而且回收渠道和销售渠道的建设能力已得到印证。深度报告中我们已指出, 电子废弃物行业关键在回收, 其次是销售和技术。江西项目进展顺利、回收情况良好; 产品销售和海外市场拓展进展顺利、收入如期增长, 是公司在“回收+销售”方面的核心竞争力已确认的有力印证。
- 后续业绩增长有保障: 核心优势确立、管理层锐意进取、项目储备丰富。随着时间推进, 公司无锡、河南、湖北荆门 (提取稀贵金属项目) 等地项目将陆续展开, 同时, 我们今年公司于长虹签订战略合作框架协议, 强强联手将有利于公司进一步开展华南等广大地区的电子废弃物业务。仅考虑现有项目, 预计营业收入 10-13 年 CAGR 为 69%, 10-16 年为 47%。
- 给予公司“推荐”评级。假设增发今年完成, 不考虑河南项目, 预计 11-13 年公司 EPS 分别为 0.47/0.91/1.37 元。综合绝对和相对估值结果, 公司合理价值为 27.4~28.8 元/股。
- 风险提示: 家电以旧换新政策结束, 后续政策存在不确定性; 新项目进展低于预期; 钴镍、塑木型材等产品价格下跌的风险。

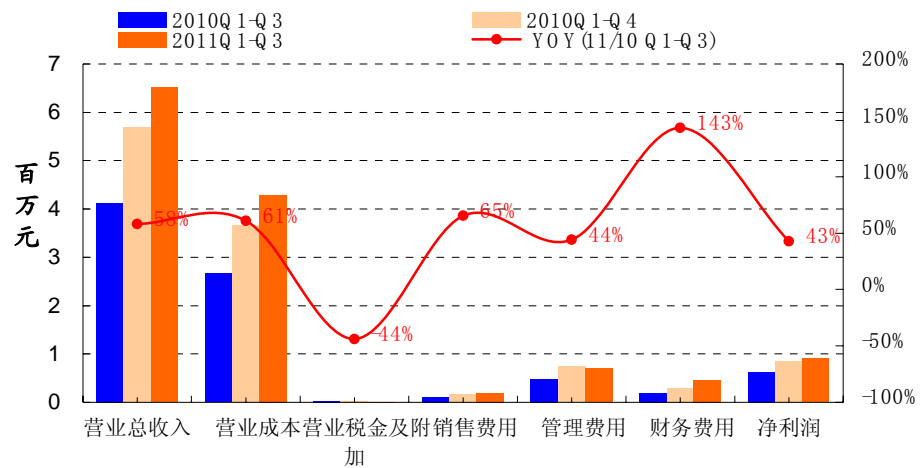
主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	570	977	1676	2739
同比(%)	55%	71%	72%	63%
归属母公司净利润(百万元)	86	138	265	401
同比(%)	50%	61%	93%	51%
毛利率(%)	35.6%	32.3%	31.0%	28.8%
ROE(%)	8.1%	11.2%	17.7%	21.1%
每股收益(元)	0.29	0.47	0.91	1.37
P/E	34.23	51.36	26.66	17.64
P/B	2.78	5.75	4.73	3.73
EV/EBITDA	47	32	18	12

资料来源: 中投证券研究所

1、关键盈利性数据和盈利能力指标:

图 1: 格林美主要盈利性数据



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 1: 公司盈利能力指标分析

	2010 Q1-Q3	2010	2011 H1	2011 Q1-Q3
净资产收益率-摊薄(%)	6.17	8.12	4.83	7.94
总资产报酬率(%)	7.27	9.39	3.98	6.4
销售净利率(%)	15.3	15.03	13.26	13.8
销售毛利率(%)	35.4	35.65	32.54	34.17
销售期间费用率(%)	18.99	21.14	19.7	20.57
销售费用 / 营业总收入(%)	2.71	2.91	2.74	2.83
管理费用 / 营业总收入(%)	11.71	12.96	9.78	10.69
财务费用 / 营业总收入(%)	4.58	5.28	7.18	7.05
营业外收支净额 / 利润总额(%)	17.37	23.31	26.39	22.32
所得税 / 利润总额(%)	10.44	11.78	15.63	15.44

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

2、盈利预测关键假设和数据:

- 公司定向增发项目现已开始实施, 并且无论增发是否成功, 项目都会进行。
- 河南项目目前还处于谋划阶段。

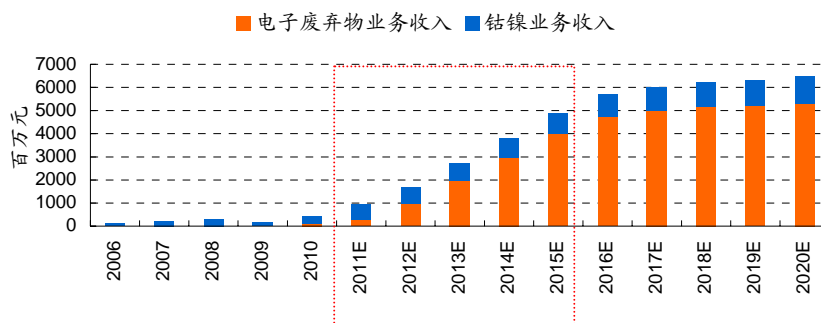
因此, 我们暂不考虑河南项目。假设公司定向增发于今年内完成, 我们预测 11-13 年公司 EPS 分别为 0.47/0.91/1.37 元, 12-13 年分别同比增长 93.6% 和 50.5%。

表 2: 公司各主营业务增长预测

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入 (单位: 百万元)										
超细钴粉	525	554	581	610	641	673	707	742	779	818
超细镍粉	150	169	203	227	252	294	309	324	340	357
塑木型材	104	210	302	306	311	315	320	324	329	333
电积铜	152	381	524	623	666	713	763	816	873	934
荆门增发项目	0	154	770	1386	2156	2772	2926	2926	2926	2926
江西项目	42	161	229	395	473	494	494	494	494	494
无锡项目	0	42	125	244	395	458	494	494	494	494
其他	5	6	6	7	7	8	9	10	11	12
收入合计	977	1676	2739	3798	4901	5726	6020	6130	6246	6369
毛利率										
超细钴粉	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
超细镍粉	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
塑木型材	35.0%	33.0%	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
电积铜	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
荆门增发项目	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
江西项目	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%
无锡项目	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
其他	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
综合毛利率	32.3%	31.0%	28.8%	27.6%	26.7%	26.2%	26.2%	26.4%	26.5%	26.6%
成本 (单位: 百万元)										
超细钴粉	357	377	395	415	436	458	481	505	530	556
超细镍粉	105	118	142	159	176	206	216	227	238	250
塑木型材	68	141	205	211	217	221	224	227	230	233
电积铜	99	247	340	405	433	463	496	530	568	607
荆门增发项目	0	121	603	1085	1687	2169	2290	2290	2290	2290
江西项目	30	117	166	287	343	358	358	358	358	358
无锡项目	0	31	93	183	296	343	370	370	370	370
其他	4	4	4	5	5	6	6	7	8	8
成本合计	662	1156	1949	2749	3595	4224	4441	4514	4592	4674

资料来源: 中投证券研究所

图 2: 两大因素推动公司近年快速增长



注释：电子废弃物业务收入包括塑木型材收入、电积铜收入，以及其他电子废弃物拆解产品收入
资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、附：9月1日公司深度报告摘要和目录

领跑行业 超越成长

近日，我们对格林美荆门、阳逻、武汉和深圳等地进行了实地调研和走访，得到的各方面信息均证明公司正处于高速成长期，中长期投资价值显著。本文的创新之处：①深入电子废弃物回收行业（国内及国外）和塑木行业的特征和未来发展趋势；②首篇对国外电子废弃物回收模式进行分析的报告；③首篇着眼于从电子废弃物回收业务看公司成长潜力的深度报告，对公司各地的项目情况均进行了详细分析。

投资要点：

- **高成长的循环经济先行者：国内规模最大的采用废弃资源循环再造超细钴镍粉体的企业和电子废弃物回收行业领跑者。**公司致力于电子废弃物、废旧电池等资源循环利用领域，建立了包括近 150 项专利、近 60 项国家和行业标准的核心技术与专利体系，先后获得国家循环经济试点企业、国家创新型企业、国家级高新技术企业、国家高技术产业化示范工程等称号。
- **电子废弃物回收行业分析：跑马圈地正当时，龙头企业先发优势渐显。**
 - ◆ 回收渠道的区域性特征和资质审批制决定再生资源行业具有形成垄断的先天条件。未来行业将形成区域性垄断竞争格局，同时会涌现出少数具有异地扩张能力的全国性龙头企业。实际上，近年来随着行业快速崛起，具有跨区域扩张能力的企业已渐浮出水面，格林美就是其中之一。
 - ◆ 回收渠道建设是关键，跨区域扩张则是难点。具有先发优势（资金、技术、管理、人才）的企业易实现跨区域扩张。
- **公司核心竞争力分析：具有异地扩张能力的行业领军者。**
 - ◆ 以“武汉模式”突破回收瓶颈，以资金、技术和经验优势突破扩张瓶颈。①回收渠道优势：公司在湖北成功建立了以回收箱、回收超市/3R 店、战略合作等紧密结合的多位一体的“回收模式”。该模式在在湖北和江西均取得了良好的效果，展现了良好的可复制性。②资金优势：作为资本密集型行业，新项目动辄就需要上亿的投资，作为唯一一家上市公司，公司拥有融资渠道的优势。③技术优势：如上文所述，公司技术处于行业领先水平。同时，随着荆门增发项目（2011-2015）的完成，公司将成为少数具备从电子废物中提取稀贵金属的能力（技术壁垒较高）的企业之一，技术优势将更为牢固。
 - ◆ **管理层锐意进取，“武汉模式”处处开花，公司异地扩张能力逐步得到证实。**近年来，公司先后取得湖北、江西两省的拆解资质，湖北、深圳两省市的回收资质；并迅速在湖北荆门（2009-2010）、湖北阳逻（2010-2012）、江西丰城（2010-2014）建立了 3 大电子废物处理工厂，在深圳（2009-2012）、湖北阳逻、江西丰城建立 3 大塑木型材生产基地。未来，江苏无锡（2011-2014，拓展华东市场）和河南丰城（2011 年 3 月公告）也将逐步展开。公司扩张能力初步显现。
- **公司成长能力分析：钴镍业务产能逐步释放+电子废弃物业务爆发增长。**双因素推动公司今年业绩增长：①钴镍业务：超募资金建设钴粉 500 吨项目预计今年产能将全部释放，镍粉项目产能大幅提升；②电子废弃物业务：目前深圳项目、江西项目一期和阳逻项目已进入调试阶段，随着产能逐渐释放，未来公司电子废弃物业务收入将大幅增加——2011-2016 年公司将处于处于高速成长期，预计 16 年营业收入和净利润将分别是 11 年的 5.7 和 5.9 倍左右（不考虑河南项目）。
- **给予公司“推荐”评级。**假设增发今年完成，不考虑河南项目，预计 11-13 年公司 EPS 分别为 0.47/0.91/1.37 元。综合绝对和相对估值结果，公司合理价值为 27.4~28.8 元/股。

- **风险提示:** 家电以旧换新即将结束, 后续政策存在不确定性; 新项目进展低于预期; 宏观经济波动导致钴镍、塑木型材等产品价格下跌的风险。

目 录

估值分析和投资建议 错误! 未定义书签。

绝对估值法: 28.8 元/股 错误! 未定义书签。

相对估值法: 27.3-27.4 元/股 错误! 未定义书签。

公司概况: 掘金城市矿山, 电子废物回收行业领军者 错误! 未定义书签。

公司简介: 高速成长的行业领跑者 错误! 未定义书签。

股本结构: 管理层持股的民营企业 错误! 未定义书签。

电子废弃物回收行业分析篇 错误! 未定义书签。

判断一: 中国电子废弃物回收行业空间巨大 错误! 未定义书签。

“污染性+资源性”使电子废物成为亟待开采的“城市矿山” 错误! 未定义书签。

中国电子废弃物回收行业市场空间广阔 错误! 未定义书签。

判断二: 得料者得天下, 回收体系建设乃重中之重 错误! 未定义书签。

判断三: 政府之手合市场之力推动行业高增长 错误! 未定义书签。

从国外经验来看, 政策和立法是行业发展的根本保证 错误! 未定义书签。

我国相关政策和法律体系将逐渐完善 错误! 未定义书签。

市场竞争机制是行业快速高效发展的重要动力 错误! 未定义书签。

判断四: 行业跑马圈地正当时 错误! 未定义书签。

家电“以旧换新”政策推动行业迅速崛起 错误! 未定义书签。

各省分治格局逐渐形成, 先进入者掌握主动权 错误! 未定义书签。

龙头企业优势明显: 第一步跑马圈地, 第二步划地为王 错误! 未定义书签。

塑木型材行业分析篇 错误! 未定义书签。

塑木简介 错误! 未定义书签。

判断一: 我国塑木材料行业仍处起步阶段, 市场潜力巨大 错误! 未定义书签。

判断二: 国内国外市场双轮驱动, 30%高增长可期 错误! 未定义书签。

判断三: 政策护航, 大势所趋 错误! 未定义书签。

公司分析篇 错误! 未定义书签。

格林美模式: 情有独钟 致力循环经济领域 错误! 未定义书签。

环保先锋: 受益政策支持 享受政府补贴 错误! 未定义书签。

生产和定价模式: 可攻可守 错误! 未定义书签。

变废为宝: 随着产业链完善, 技术和成本优势或将显现 错误! 未定义书签。

竞争优势分析: 具有异地扩张能力的行业龙头之一 错误! 未定义书签。

回收体系建设: 成果初现 错误! 未定义书签。

“技术+人才+品牌”: 先发优势凸显 错误! 未定义书签。

管理层锐意进取, 异地扩张能力逐渐显现 错误! 未定义书签。

异地扩张模式: 以湖北模式复制到全国 错误! 未定义书签。

湖北模式: 大局已定 错误! 未定义书签。

第一步 江西: 小荷才露尖尖角 错误! 未定义书签。

第二步 江苏: 秣兵厉马 积极布局长三角市场 错误! 未定义书签。

第三步 河南: 运筹帷幄 待谋定而后动 错误! 未定义书签。

成长能力分析：超越行业成长 迎接收获季到来 错误！未定义书签。

钴镍业务：产能逐步释放 错误！未定义书签。

电子废弃物回收业务：将迎来爆发性增长 错误！未定义书签。

盈利预测和投资建议 错误！未定义书签。

风险提示 错误！未定义书签。

附录一：公司发行人股本形成和变化过程 错误！未定义书签。

附录二：我国四大家电报废量测算过程 错误！未定义书签。

附录三：各国电子废弃物回收处理体系比较 错误！未定义书签。

(1) 德国案例 错误！未定义书签。

(2) 瑞士案例 错误！未定义书签。

(3) 美国案例 错误！未定义书签。

(4) 日本案例 错误！未定义书签。

附录四：各省家电以旧换新拆解资质获得企业 错误！未定义书签。

附录五：公司荆门增发项目流程图 错误！未定义书签。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	855	834	1266	1940	营业收入	570	977	1676	2739
现金	164	78	134	219	营业成本	367	662	1156	1949
应收账款	79	78	192	249	营业税金及附加	3	6	9	16
其它应收款	8	8	15	26	营业费用	17	19	28	44
预付账款	76	119	185	292	管理费用	74	101	126	186
存货	473	496	636	975	财务费用	30	49	74	111
其他	54	55	104	179	资产减值损失	5	2	3	3
非流动资产	1071	1301	1987	2255	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	277	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	593	661	868	1214	营业利润	74	139	280	431
无形资产	57	72	89	105	营业外收入	23	13	15	16
其他	422	568	754	936	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1926	2135	3252	4195	利润总额	97	152	295	446
流动负债	602	584	1380	1868	所得税	11	14	29	45
短期借款	481	450	1177	1572	净利润	86	138	265	401
应付账款	36	47	89	154	少数股东损益	0	0	0	0
其他	84	87	113	142	归属母公司净利润	86	138	265	401
非流动负债	270	321	377	430	EBITDA	164	242	425	643
长期借款	243	299	354	407	EPS (元)	0.71	0.47	0.91	1.37
其他	27	22	23	23					
负债合计	872	905	1757	2298	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	121	293	293	293	成长能力				
资本公积	744	622	622	622	营业收入	55.0%	71.5%	71.5%	63.4%
留存收益	189	315	580	982	营业利润	27.5%	86.7%	101.5	53.7%
归属母公司股东权益	1055	1230	1496	1897	归属于母公司净利润	50.4%	60.8%	92.6%	51.1%
负债和股东权益	1926	2135	3252	4195	获利能力				
					毛利率	35.6%	32.3%	31.0%	28.8%
					净利率	15.0%	14.1%	15.8%	14.6%
					ROE	8.1%	11.2%	17.7%	21.1%
					ROIC	6.6%	8.7%	11.9%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率	45.3%	42.4%	54.0%	54.8%
					净负债比率	89.8%	86.7%	89.4%	87.9%
					流动比率	1.42	1.43	0.92	1.04
					速动比率	0.63	0.58	0.46	0.52
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.48	0.62	0.74
					应收账款周转率	12	12	12	12
					应付账款周转率	14.88	15.91	16.95	16.04
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.47	0.91	1.37
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.14	0.71	0.33	0.39
					每股净资产(最新摊薄)	3.60	4.20	5.11	6.48
					估值比率				
					P/E	34.23	51.36	26.66	17.64
					P/B	2.78	5.75	4.73	3.73
					EV/EBITDA	47	32	18	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

陈青青, 中投证券研究所环保行业研究员。天津大学理学学士、南开大学经济学双学士, 南开大学经济学硕士, 2010 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434