

格林美 (002340)

继续维持快速增长

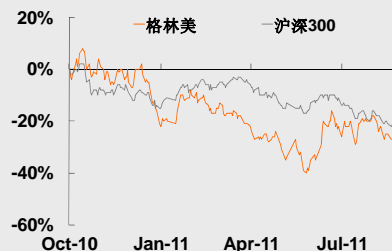
推荐(维持)

现价: 22.61 元

主要数据

行业	公用事业(环保)
公司网址	www.gemhi-tech.com
大股东/持股	汇丰源投资/22.83%
实际控制人/持股	许开华/25.44%
总股本(百万股)	242.6
流通 A 股(百万股)	187.2
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	56.63
流通 A 股市值(亿元)	43.70
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	58.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

曾凡 S1060210080002
0755-22625952
zengfan323@pingan.com.cn

王凡 S1060209110191
0755-22624183
wangfan007@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

格林美(002340)发布2011年三季报, 实现收入6.5亿元, 较上年同期增长58%; 实现归属母公司净利润0.9 亿元, 较上年同期增长 43%。

■ 收入增长符合预期

今年上半年公司的电积铜、电子废弃物和塑木型材业务分别实现 106%、833% 和 207% 的增长, 成为公司收入增长的主要拉动力量。我们此前预计在上述业务的拉动下, 公司全年收入将实现 55% 的增长, 从三季报的实际情况看, 公司经营情况符合我们此前预期, 同比大幅增长的预收款进一步坚定了我们的判断(见图表 12), 维持全年增长预计。

■ 预计公司全年毛利率有望维持稳定

下半年以来, 在欧债危机的影响下, 公司的主要产品——钴、镍、铜的价格均出现一定程度的回落(见图表 13-15), 从而给公司毛利率带来一定压力; 但另一方面, 公司高毛利塑木型材的业务占比在增加, 对公司毛利率产生一定拉升作用。在上述两种力量的作用下, 我们预计公司全年毛利率有望维持稳定。

■ 公司期间费用率维持稳定

三季度公司销售费用达 0.18 亿元, 较去年同期上升 65%, 管理费用达 0.7 亿元, 同比上升 44%, 和公司收入同步增长。考虑到去年公司在多省设立了电子废弃物处理能力, 稳定的费用率体现了公司较强的管理能力。

■ 公司回款能力存在提升空间

公司前三季度应收票据、应收账款与收入之比分别为 4.5% 和 22.4%, 较上年同期分别下降 2.6 和 7.7 个百分点, 在目前宏观经济环境压力较大的情况下, 回款情况较为令人满意, 但公司前三季度和第三季度的当期净利润/经营现金流依然为负(见图表 5 与图表 11), 公司回款能力存在提升空间。

■ 维持“推荐”评级

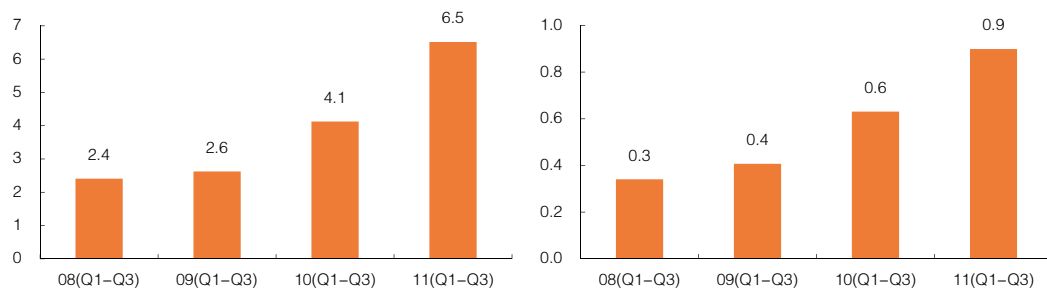
在前期报告《关注政策变动带来的机会》中, 我们预计今年用于正规拆解的电器量增速有望达 49%, 未来五年年均增速有望达到 30%, 故我们依然维持公司近几年快速增长的预计, 但考虑到有色金属价格在低位徘徊可能给公司带来的毛利率下降的风险, 微调公司 2011-2012 年业绩至 0.55 元、0.69 元, 对应 10 月 25 日收盘价 22.61 元的 PE 分别为 41 倍和 33 倍, 维持“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	367.7	570.0	857.0	1156.9	1513.3
YoY(%)	20.8	55.0	50.4	35.0	30.8
母公司净利润(百万元)	57.0	85.7	133.5	167.3	225.4
YoY(%)	37.8	50.4	55.8	25.3	34.8
毛利率(%)	34.0	35.6	0.0	0.0	0.0
净利率(%)	15.5	15.0	15.6	14.5	14.9
ROE(%)	20.1	8.1	11.2	12.9	15.5
EPS(元)	0.23	0.35	0.55	0.69	0.93

一、财务指标分析

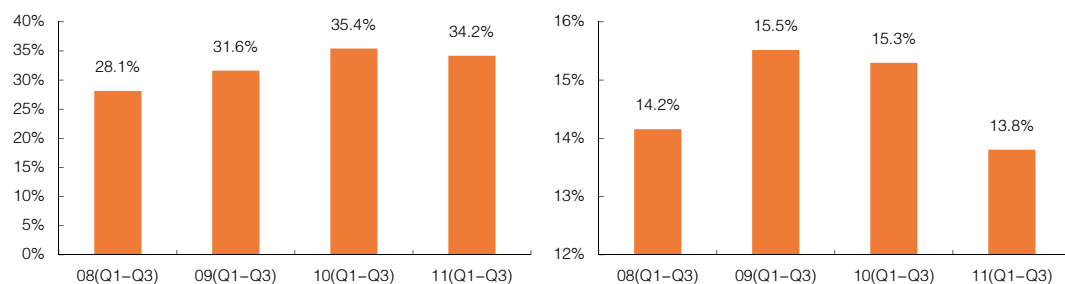
1.1 前三季度收入同比增长 58%

图表1 公司前三季度收入同比增长50% 亿元 图表2 公司前三季度净利润同比快速增长 亿元



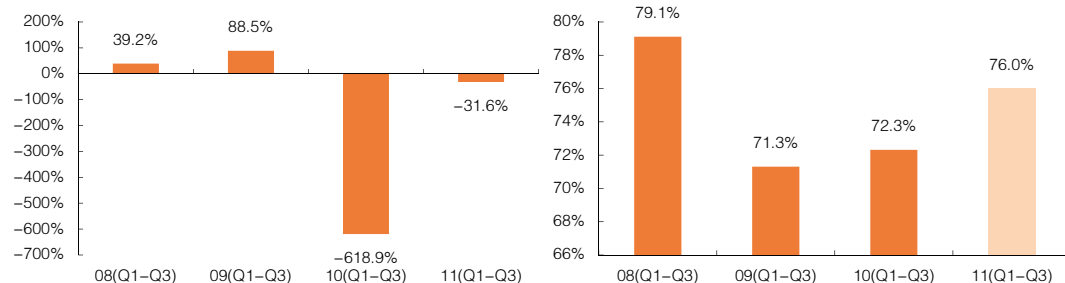
资料来源: Wind资讯, 平安证券研究所整理

图表3 公司前三季度毛利率保持稳定 图表4 公司前三季度净利率有所下降



资料来源: Wind资讯, 平安证券研究所整理

图表5 公司经营现金流有改进空间 图表6 预计公司前三季度占收入 3/4



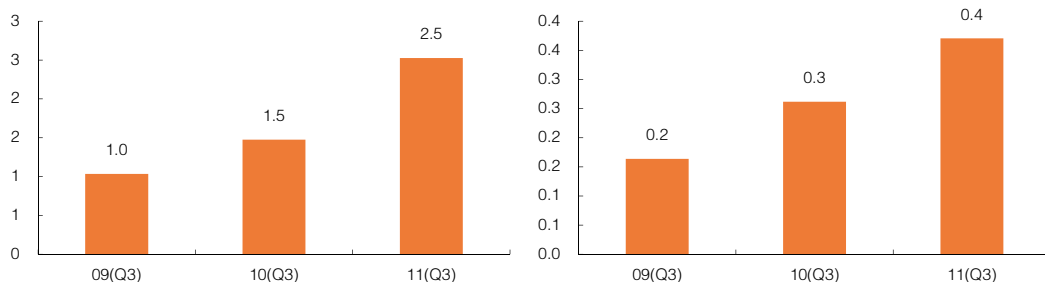
注: 经营现金流指标为: 公司当期净利润/经营性现金流; 2011年三季度收入占比为预测值。

资料来源: Wind资讯, 平安证券研究所整理

1.2 第三季度收入同比增速高于 50%

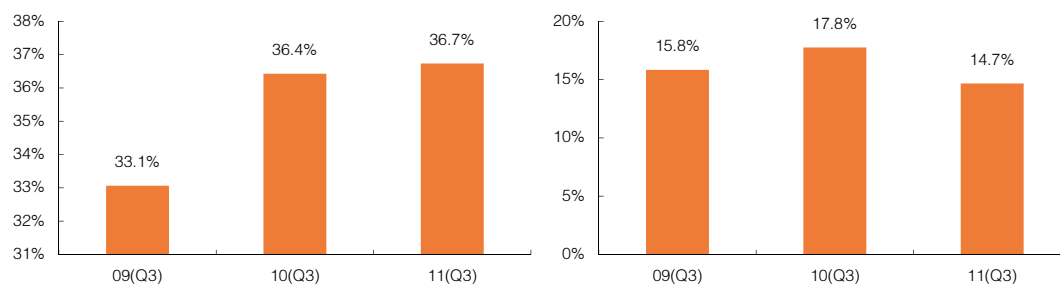
公司第三季度收入、净利润同比增速均高于前三季度总体增速。

图表7 公司第三季度收入同比快速增长 亿元 图表8 公司第三季度净利润同比快速增长 亿元



资料来源: Wind资讯, 平安证券研究所整理

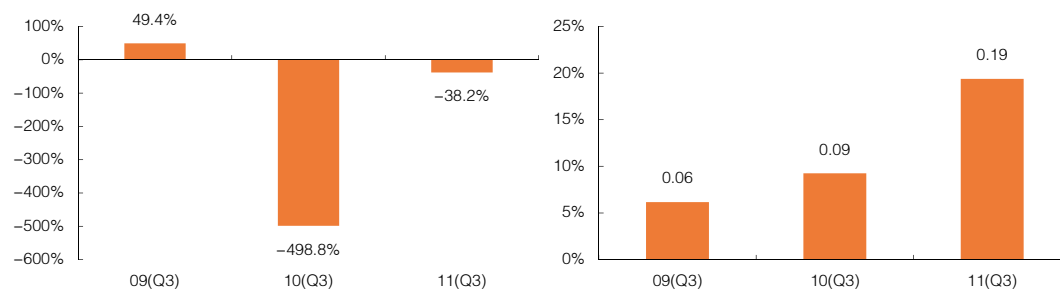
图表9 公司第三季度毛利率维持高位 图表10 公司第三季度净利率有所下降



资料来源: Wind资讯, 平安证券研究所整理

第三季度预售款大幅上升预示未来收入增长。

图表11 公司经营现金流有改进空间 图表12 公司第三季度预收款同比大增 亿元



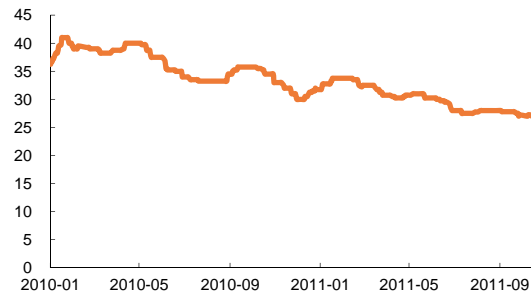
注: 经营现金流指标为: 公司当期净利润/经营性现金流

资料来源: Wind资讯, 平安证券研究所整理

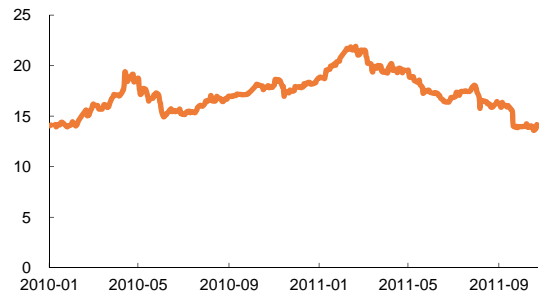
二、公司产品价格分析

2010年以来，公司主要产品钴粉价格有所下降。今年下半年受欧债危机影响，铜价、镍价有所回落。

图表13 钴价有所下降 单位：万元/吨

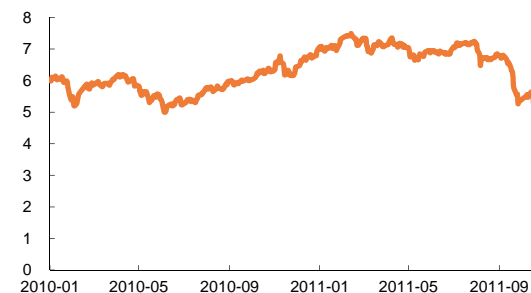


图表14 镍价近半年有所回落单位：万元/吨



资料来源：Wind资讯，平安证券研究所整理

图表15 铜价有所下降 单位：万元/吨



资料来源：Wind资讯，平安证券研究所整理

三、公司经营情况预计

图表16 公司收入情况预计

单位：亿元

	2010A	2011E	2012E	2013E
总收入	570.0	857.0	1156.9	1513.3
增速	55.0%	50.4%	35.0%	30.8%
超细钴粉	389.1	456.5	570.6	627.6
超细镍粉	83.2	126.2	156.5	187.8
电积铜	51.7	103.3	128.1	153.7
电子废弃物	0.0	93.6	187.1	374.2
塑木型材	41.6	72.0	108.0	162.0
其他	4.5	5.5	6.5	7.9

资料来源：平安证券研究所整理

图表17 公司毛利情况预计

单位：亿元

	2010A	2011E	2012E	2013E
总毛利	203.2	290.1	391.7	520.1
超细钴粉	132.2	155.1	193.8	213.2
超细镍粉	32.0	44.2	51.7	62.0
电积铜	20.6	31.0	37.1	43.0
电子废弃物	0.0	28.1	59.9	127.2
塑木型材	16.5	29.5	46.4	71.3
其他	1.9	2.3	2.8	3.4

资料来源：平安证券研究所整理

图表18 公司毛利率情况预计

单位：亿元

	2010A	2011E	2012E	2013E
总毛利	35.6%	33.9%	33.9%	34.4%
超细钴粉	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
超细镍粉	38.5%	35.0%	33.0%	33.0%
电积铜	40.0%	30.0%	29.0%	28.0%
电子废弃物		30.0%	32.0%	34.0%
塑木型材	39.6%	41.0%	43.0%	44.0%
其他	42.7%	42.7%	42.7%	42.7%

资料来源：平安证券研究所整理

单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	855.1	910.2	1068.2	1295.4
现金	164.1	-124.6	55.2	-306.2
应收账款	133.2	200.3	270.4	353.7
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
预付账款	76.2	114.6	185.2	219.4
存货	473.4	711.7	549.3	1020.4
其他流动资产	8.1	8.1	8.1	8.1
非流动资产	1071.4	1270.8	1262.7	1194.5
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	593.1	523.9	873.9	1284.7
无形资产	79.2	80.2	81.2	82.2
其他非流动资产	399.1	666.8	307.6	-172.4
资产总计	1926.4	2181.0	2330.9	2489.9
流动负债	601.5	722.6	760.9	769.7
短期借款	481.1	581.1	581.1	571.1
应付账款	36.2	54.5	64.1	93.9
其他流动负债	84.2	87.0	115.8	104.7
非流动负债	270.3	270.3	270.3	270.3
长期借款	243.0	243.0	243.0	243.0
其他非流动负债	27.3	27.3	27.3	27.3
负债合计	871.8	992.9	1031.2	1039.9
少数股东 权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	121.3	242.6	242.6	242.6
资本公积	752.2	630.9	630.9	630.9
留存收益	181.1	314.6	426.1	576.4
归属母公司股东	1054.6	1188.1	1299.7	1450.0
负债和股东权益	1926.4	2181.0	2330.9	2489.9

单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-334.4	159.1	336.2	-207.9
净利润	85.7	133.5	167.3	225.4
折旧摊销	36.4	34.6	59.2	89.2
财务费用	29.9	47.8	50.7	48.3
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	88.8	126.5	179.0	136.2
其他经营现金流	-5.2	260.6	-6.6	-8.5
投资活动现金流	-579.0	-500.0	-50.0	-20.0
资本支出	-579.0	-500.0	-50.0	-20.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	1000.2	52.2	-106.4	-133.4
短期借款	267.2	100.0	0.0	-10.0
长期借款	243.0	243.0	243.0	243.0
普通股增加	51.3	121.3	0.0	0.0
资本公积增加	550.4	-243.0	-243.0	-243.0
其他筹资现金流	-60.5	-47.8	-106.4	-123.4
现金净增加额	86.8	-288.7	179.7	-361.3

单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	570.0	857.0	1156.9	1513.3
营业成本	366.8	551.5	765.2	1000.8
营业税金及附加	3.4	5.0	6.5	8.5
营业费用	16.6	18.3	25.6	36.6
管理费用	73.9	111.1	149.9	196.1
财务费用	30.1	47.8	50.7	48.3
资产减值损失	4.8	5.4	5.6	7.5
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	74.5	118.0	153.4	215.5
营业外收入	23.0	27.6	29.0	30.2
营业外支出	0.4	0.5	0.6	0.6
利润总额	97.1	145.1	181.8	245.0
所得税	11.4	11.6	14.5	19.6
净利润	85.7	133.5	167.3	225.4
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	85.7	133.5	167.3	225.4
EBITDA	145.8	205.7	268.8	360.4
EPS (元)	0.35	0.55	0.69	0.93

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	55.0%	50.4%	35.0%	30.8%
营业利润	27.5%	58.4%	30.0%	40.5%
归属母公司股东权益	272.4%	12.7%	9.4%	11.6%
获利能力				
毛利率(%)	35.6%	35.6%	33.9%	33.9%
净利率(%)	15.0%	15.6%	14.5%	14.9%
ROE(%)	8.1%	11.2%	12.9%	15.5%
ROIC(%)	4.8%	6.6%	7.9%	10.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.3%	45.5%	44.2%	41.8%
净负债比率(%)	66.6%	93.3%	72.2%	91.0%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.5	0.1	0.4	0.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	15.7	15.7	18.0	16.1
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.55	0.69	0.93
每股经营现金流	-2.76	0.66	1.39	-0.86
每股净资产	8.69	4.90	5.36	5.98
估值比率				
P/E	64.0	41.1	32.8	24.3
P/B	2.6	4.6	4.2	3.8
EV/EBITDA	22.8	31.4	23.4	18.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257