

环保

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 23.00

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2451.86
总股本(百万)	289.8
流通股本(百万)	187.2
流通市值(亿)	43.1
EPS	0.42
每股净资产(元)	4.67
资产负债率	58.92

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格林美	21.18	-15.94	-17.08
环保行业	16.92	-16.58	-19.00
上证综指	4.41	4.68	-3.30



相关报告

《格林美公司-深度调研报告: 领跑行业 超越成长》

《格林美-三季报点评: 高增长拐点显现, 电子废弃物业务盈利进入爆发增长期-推荐》

《格林美-重大事项点评: 携手力拓, 积极拓展新领域-推荐》

格林美

002340

推荐

业绩略低于预期, 静待政策落地

今日公司公布业绩快报: 2011年实现营业收入9.2亿元, 同比增长61.2%; 实现营业利润8572.8万元, 同比增长15.1%; 实现归属上市公司股东净利润1.2亿元, 同比增长40.8%; 实现每股收益0.49元, 同比增长36.4%, 折合摊薄每股收益0.42元, 略低于我们此前预期0.45元和市场预期0.49元。

投资要点:

- **公司业绩略低于预期的原因是: 四季度公司毛利率略有下滑。**公司四季度实现营业收入2.67亿元, 同比增长69.3%, 环比增长6%; 实现营业利润317万元, 同比下降80.6%; 实现归属母公司净利润3075万元, 同比增长35.9%。我们预计, 公司四季度营业收入大幅上升而利润同比下降的主要原因是: 1) 受宏观经济影响, 四季度钴镍粉价格略有下降, 导致其毛利率下降; 2) 正如我们此前预期的, 公司随着塑木和电积铜价格产能扩大, 增加了外购原料的比例, 导致其综合毛利率略有下降。据我们测算, 假设公司四季度费用率基本不变, 四季度综合毛利率约为30%, 相比前三季度降低约4-5个百分点。另外归属母公司所有者净利润增速远高于营业利润增速的, 我们预计其原因是政府补贴和退税主要在四季度实现。
- **废旧电器电子基金管理制补贴政策或超预期, 政策推出时点仍需等待。**自去年家电以旧换新结束后至今, 处理基金补贴政策仍未出台, 目前处于政策真空期, 影响原料回收, 从而对今年业绩造成了一定负面影响。我们预计基金制政策将会于今年上半年出台, 同时, 根据媒体报道和此前财政部副部长魏岩的讲话, 基金制补贴标准有望略超预期, 具体为: 电视机85元/台、电冰箱90元/台、洗衣机35元/台、房间空调器35元/台、便携式微型计算机85元/台、台式微型计算机显示器85元/台。按照此标准测算, 预计和家电以旧换新相比补贴力度基本持平或者略好。
- **今年公司进入精耕细作阶段, 产能释放保证业绩稳定增长; 长期来看, 新项目进展值得关注。**短期来看, 公司现有项目增长是今年业绩增长的主要动力: 1) 湖北增发项目预计今年将释放部分产能, 塑木(已全部建成)和铜随着生产线建成, 产量将逐步增加; 2) 山西一期产能首次全年贡献利润, 此两者保证今年业绩稳定增长。长远来看, 公司无锡和河南项目及其他地区的扩张进展、和长虹的合作进展等仍值得关注。
- **给予公司“推荐”评级。**不考虑河南和无锡项目, 预计11-13年公司EPS为0.42/0.65/1.06元, 对应PE为54.8X、35.4X、21.7X, 给予推荐评级。
- **风险提示:** 基金制施行存在不确定性; 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	570	933	1421	2505
收入同比(%)	55%	64%	52%	76%
归属母公司净利润	86	123	189	310
净利润同比(%)	50%	44%	54%	64%
毛利率(%)	35.6%	28.4%	28.5%	26.5%
ROE(%)	8.1%	10.1%	13.5%	18.1%
每股收益(元)	0.29	0.42	0.65	1.06
P/E	34.23	57.54	37.34	22.83
P/B	2.78	5.82	5.04	4.13
EV/EBITDA	47	40	23	14

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	855	826	1094	1829
现金	164	75	114	200
应收账款	79	71	158	245
其他应收款	8	8	13	24
预付账款	76	120	163	276
存货	473	501	559	920
其他流动资产	54	52	88	164
非流动资产	1071	1301	1987	2255
长期投资	0	0	277	0
固定资产	593	661	868	1214
无形资产	57	72	89	105
其他非流动资产	422	568	754	936
资产总计	1926	2127	3081	4084
流动负债	602	590	1299	1939
短期借款	481	458	1116	1659
应付账款	36	47	79	145
其他流动负债	84	85	104	135
非流动负债	270	321	377	430
长期借款	243	299	354	407
其他非流动负债	27	22	23	23
负债合计	872	911	1676	2369
少数股东权益	0	0	0	0
股本	121	293	293	293
资本公积	744	622	622	622
留存收益	189	300	490	800
归属母公司股东权益	1055	1215	1405	1715
负债和股东权益	1926	2127	3081	4084

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-334	197	148	-31
净利润	86	123	189	310
折旧摊销	36	54	71	102
财务费用	30	49	72	112
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-486	-24	-190	-559
其他经营现金流	-1	-5	6	5
投资活动现金流	-579	-284	-754	-368
资本支出	579	280	460	627
长期投资	0	0	277	-277
其他投资现金流	0	-4	-18	-18
筹资活动现金流	1000	-2	646	485
短期借款	267	-24	659	542
长期借款	38	56	55	53
普通股增加	51	171	0	0
资本公积增加	662	-121	0	0
其他筹资现金流	-18	-85	-68	-110
现金净增加额	87	-90	39	87

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	570	933	1421	2505
营业成本	367	668	1016	1841
营业税金及附加	3	5	8	14
营业费用	17	26	24	40
管理费用	74	93	107	170
财务费用	30	49	72	112
资产减值损失	5	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	74	89	191	325
营业外收入	23	47	20	20
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	97	136	210	345
所得税	11	13	21	35
净利润	86	123	189	310
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	123	189	310
EBITDA	164	192	334	538
EPS (元)	0.71	0.42	0.65	1.06

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	55.0%	63.6%	52.4%	76.3%
营业利润	27.5%	19.4%	114.4%	70.4%
归属于母公司净利润	50.4%	43.5%	54.1%	63.6%
获利能力				
毛利率(%)	35.6%	28.4%	28.5%	26.5%
净利率(%)	15.0%	13.2%	13.3%	12.4%
ROE(%)	8.1%	10.1%	13.5%	18.1%
ROIC(%)	6.6%	6.4%	9.3%	10.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.3%	42.9%	54.4%	58.0%
净负债比率(%)	89.8%	86.9%	90.1%	88.9%
流动比率	1.42	1.40	0.84	0.94
速动比率	0.63	0.55	0.41	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.46	0.55	0.70
应收账款周转率	12	12	12	12
应付账款周转率	14.88	15.97	16.13	16.46
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.42	0.65	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.14	0.67	0.51	-0.10
每股净资产(最新摊薄)	3.60	4.15	4.80	5.86
估值比率				
P/E	34.23	57.54	37.34	22.83
P/B	2.78	5.82	5.04	4.13
EV/EBITDA	47	40	23	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-9-2	《格林美公司-深度调研报告：领跑行业 超越成长》
2011-10-26	《格林美-三季报点评：高增长拐点显现，电子废弃物业务盈利进入爆发增长期-推荐》
2011-11-03	《格林美-重大事项点评：携手力拓，积极拓展新领域-推荐》
2011-11-07	《国务院办公厅关于建立废旧商品回收体系的意见点评-再生资源行业：行业高成长，龙头显优势》

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

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

陈青青, 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。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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