

“双轮驱动”业务模式初现规模

增持(维持)

投资要点:

- 📖 净利润同比增长 37.61%，毛利率略有降低
- 📖 “双轮驱动”业务模式初现规模
- 📖 资源回收渠道逐步建立完善

报告摘要:

- **净利润同比增长 37.61%**。公司 2011 年实现营业收入 9.19 亿元，同比增长 61.16%；净利润 1.33 亿元，同比增长 37.16%，对应每股收益 0.49 元。实行每 10 股转增 10 股，派发现金红利 2 元（含税）的分配方案。
- **产品毛利率略有降低**。2011 年公司综合毛利率为 31.68%，较上年略降 3.96%。其中电极铜和塑木型材毛利率水平下降幅度较大，分别较前一年下降 16.55% 和 11.29%。主要由于产品所采用原辅料价格上升，深圳地区人工成本增加，以及原材料采购计价方式的变化所致。
- **“双轮驱动”业务模式初现规模**。公司是国内最大的钴镍资源回收再生企业，钴镍业务是现阶段公司利润的主要构成部分，2011 年总销售收入占比达到 61%。2011 年通过定向增发募集资金建设金银稀贵金属、钨铜循环利用生产线也已部分投产，实现从电子废弃物拆解到最终稀贵金属回收的完整产业链条。目前已初步形成“稀缺资源循环利用”和“电子废弃物、报废汽车循环利用”的两大核心产业。
- **资源回收渠道逐步建立完善**。公司以电子废弃物回收业务为基础的废弃资源回收渠道已初具规模，逐步形成覆盖华南、华中、东北、西南地区的循环经济体系，并开始逐步形成与上游生产制造企业、中游销售企业的合作发展模式。
- **预计 2012 年 EPS 为 0.71 元**。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.71 元、0.94 元和 1.02 元，对应动态市盈率为 34 倍、26 倍和 24 倍。考虑到公司未来业绩的高速增长，所处资源回收、环保行业的朝阳产业特性，与国家产业政策扶持力度不断加大的预期，维持“增持”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	570.00	918.61	2492.21	4018.43	5303.45
同比增长率	55.01%	61.16%	171.30%	61.24%	31.98%
净利润	85.69	120.54	207.00	271.44	296.16
同比增长率	50.38%	40.67%	71.72%	31.13%	9.11%
每股收益(元)	0.30	0.49	0.71	0.94	1.02

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

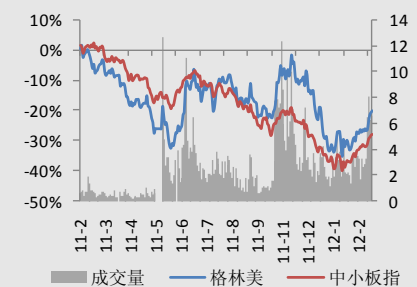
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	2.90
流通股本: 亿	1.87
第一大股东	深圳市汇丰源投资有限公司
第一大股东持股比例	19.11%

数据来源: 宏源证券

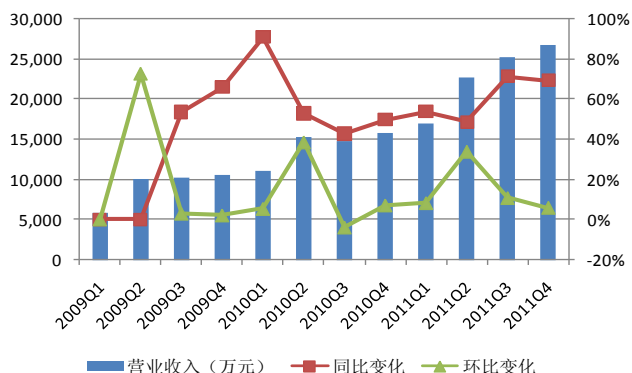
相关研究

宏源证券*行业报告*有色金属行业: 降能耗、促创新、调结构、重资源 - “十二五”发展规划点评 2012.01.16

宏源证券*公司研究*格林美: 行业龙头地位再次强化 2011.12.05

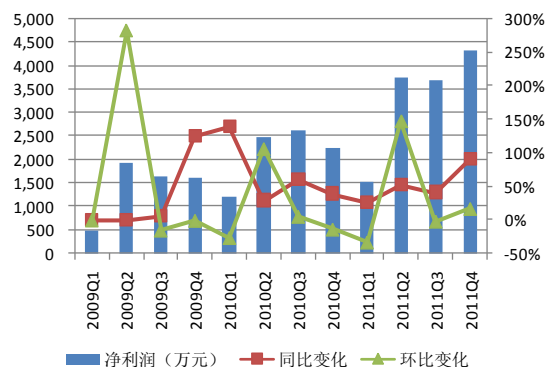
宏源证券*公司研究*格林美: 妙手点废为宝 精技闭环循环 2011.11.25

图 1: 营业收入季度分析 (万元, %)



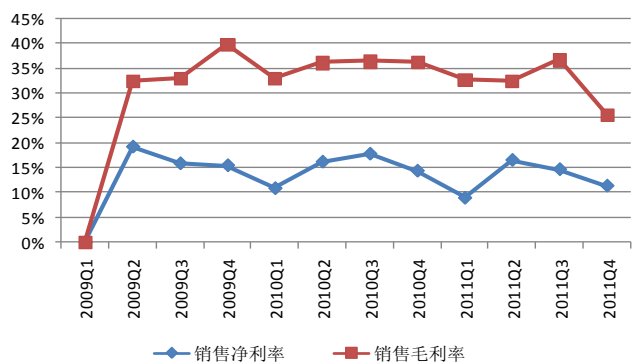
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2: 净利润季度分析 (万元, %)



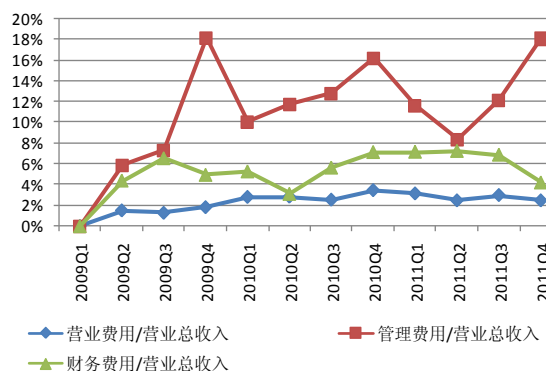
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3: 盈利能力季度分析 (%)



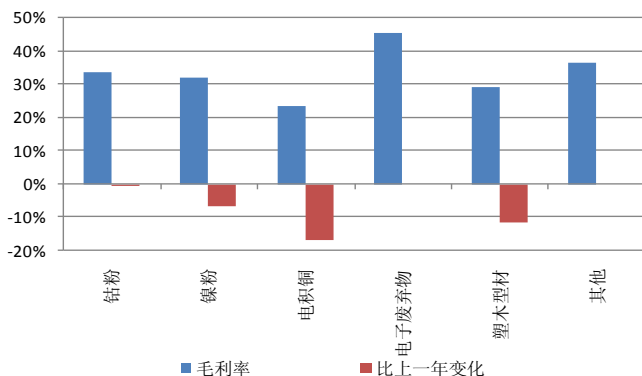
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 4: 期间费用季度分析 (%)



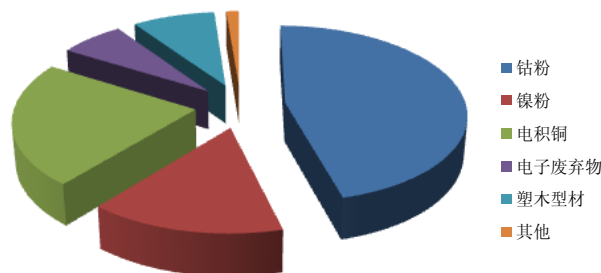
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5: 公司主要产品毛利率及变化



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 6: 公司主营业务收入构成



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

附表：盈利预测

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E	
营业收入	918.61	2492.21	4018.43	5303.45	资产负债表	货币资金	1073.18	747.66	1205.53	1591.03
增长率 (%)	61.16%	171.30%	61.24%	31.98%	应收和预付款项	260.58	852.86	949.26	1446.31	
归属母公司股东净利润	120.54	207.00	271.44	296.16	存货	543.11	1422.47	1768.15	2496.46	
增长率 (%)	40.67%	71.72%	31.13%	9.11%	其他流动资产	1.81	0.00	0.00	0.00	
每股收益 (EPS)	0.49	0.71	0.94	1.02	长期股权投资	32.63	32.63	32.63	32.63	
每股经营现金流	0.60	-3.46	0.39	-1.74	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
销售毛利率	31.68%	30.88%	30.42%	29.53%	固定资产和在建工程	1911.81	2339.28	2688.48	2924.43	
销售净利率	13.08%	8.31%	6.75%	5.58%	无形资产和开发支出	132.03	153.96	177.40	202.51	
净资产收益率 (ROE)	5.57%	8.97%	10.87%	10.95%	其他非流动资产	16.89	0.00	0.00	0.00	
投入资本回报率 (ROIC)	4.18%	9.04%	7.58%	7.48%	资产总计	3972.04	5548.87	6821.46	8693.38	
市盈率 (P/E)	58	34	26	24	短期借款	922.34	1831.01	2589.32	3726.37	
市净率 (P/B)	3	3	3	3	应付和预收款项	135.75	263.04	323.20	425.02	
					长期借款	566.92	962.88	1227.00	1652.73	
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	其他负债	149.69	149.69	149.69	149.69	
营业收入	918.61	2492.21	4018.43	5303.45	负债合计	1774.70	3206.62	4289.21	5953.82	
减: 营业成本	627.56	1722.59	2796.19	3737.41	股本	289.79	289.79	289.79	289.79	
营业税金及附加	2.29	6.22	10.03	13.24	资本公积	1575.31	1575.31	1575.31	1575.31	
营业费用	25.02	67.29	108.50	143.19	留存收益	297.85	442.75	632.76	840.07	
管理费用	118.03	311.53	522.40	689.45	归属母公司股东权益	2162.96	2307.85	2497.86	2705.17	
财务费用	57.12	185.99	306.91	416.67	少数股东权益	34.39	34.39	34.39	34.39	
资产减值损失	2.48	2.54	2.54	2.54	股东权益合计	2197.34	2342.24	2532.25	2739.56	
加: 投资收益	-0.37	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	3972.04	5548.87	6821.46	8693.38	
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	
营业利润	85.75	196.06	271.87	300.95	经营性现金净流量	174.52	-1003.03	112.47	-504.08	
加: 其他非经营损益	47.46	47.47	47.47	47.47	投资性现金净流量	-1027.39	-453.81	-409.24	-326.79	
利润总额	133.21	243.53	319.34	348.42	筹资性现金净流量	1766.94	1131.32	754.64	1216.38	
减: 所得税	13.04	36.53	47.90	52.26	现金流量净额	913.90	-325.52	457.87	385.51	
净利润	120.17	207.00	271.44	296.16						
减: 少数股东损益	-0.37	0.00	0.00	0.00						
归属母公司股东净利润	120.54	207.00	271.44	296.16						

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所, 期间 2011 年获得《今日投资》“天眼”分析师评选“金属与采矿行业”第五名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。