



多元发展渐成型 打造循环经济先锋

——格林美（002340）2011 年报点评

2012 年 3 月 13 日

推荐/维持

格林美

年报点评

王明德
执业证书编号: S1480511100001
联系人: 陈鹏
chen-peng@dxzq.net.cn 010-66554081

事件:

公司发布 2011 年年报。营业收入 9.19 亿元，同比增长 61.16%，营业利润 8575 万元，同比增长 15.13%，归属上市公司股东净利润 1.21 亿元，同比增长 40.67%，基本每股收益 0.49 元。

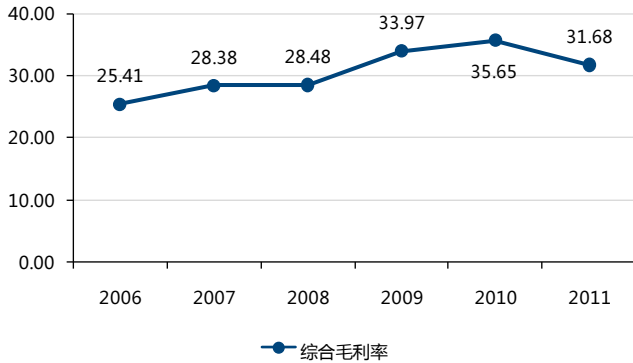
公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入 (百万元)	111.03	264.70	412.19	570.00	170.64	398.85	651.39	918.61
增长率 (%)	90.66	66.70	57.20	55.01	53.69	50.68	58.03	61.16
毛利率 (%)	32.97	34.82	35.40	35.65	32.70	32.54	34.17	31.68
期间费用率 (%)	18.13	17.89	18.99	21.14	21.92	19.70	20.57	21.79
营业利润率 (%)	12.04	14.84	14.11	13.07	8.82	11.56	12.67	9.34
净利润 (百万元)	12.04	36.87	63.05	85.69	15.20	52.87	89.87	120.17
增长率 (%)	139.12	51.64	54.97	50.38	26.31	43.41	42.53	40.25
每股盈利 (季度, 元)	0.04	0.09	0.09	0.08	0.05	0.13	0.13	0.11
资产负债率 (%)	30.67	34.12	38.83	45.25	49.74	58.03	58.92	44.06
净资产收益率 (%)	1.88	5.76	9.66	12.81	1.43	4.92	8.22	7.49
总资产收益率 (%)	1.76	4.50	7.27	9.39	1.53	3.98	6.40	6.50

评论:

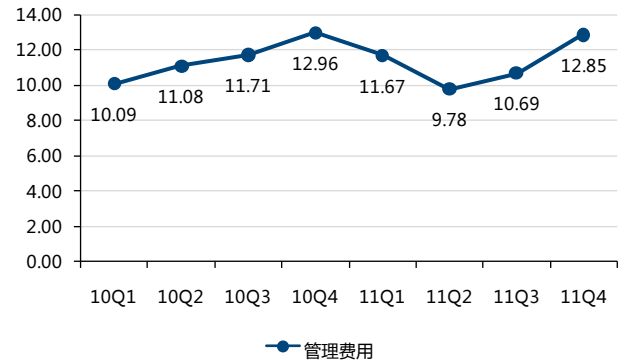
- **辅料成本和人工成本上升，影响公司当期毛利率：**报告期公司综合毛利率31.68%，相比上年同期35.65%的水平下降了约4个百分点。导致公司当期毛利率水平下降的主要原因为报告期内原辅料价格上涨以及深圳地区人工成本增加导致。其中分项业务中电积铜业务收入占比提升较多以及毛利率下降将较多双重因素对公司当期毛利率水平形成了较大的压力。
- **管理费用上升较多，政府补助补贴当期业绩：**2011年公司营业收入同比增长61.16%，但营业利润同比增长仅15.13%，除毛利率水平有所下降外，报告期公司销售规模扩展以及研发投入增加较多，导致公司管理费用增加较多也是拉低公司当期业绩的主要原因之一。2011年公司管理费用1.18亿元，同比增长59%，其中研发费用5712万元，同比增长89.97%。公司当期获得政府补助4416万元，相比上年同期增加了2670万元，对2011年公司业绩起到了一定的提升作用。

图 1: 公司毛利率水平



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

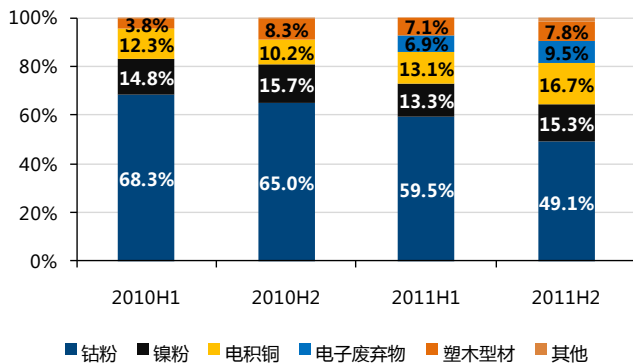
图 2: 公司管理费用率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **新产品生产启动, 多元化产品体系逐渐成型:** 超细钴粉和超细镍粉一直是公司盈利的主力产品, 依托公司传统业务的基础, 公司积极开拓电子废弃物和塑木型材等新产品。报告期电积铜、电子废弃物和塑木型材产品的营业利润贡献占比不断提升, 公司产品结构进一步优化。报告期, 公司启动了金银贵金属、循环利用生产线建设, 塑木型材生产量突破1.3万吨。以钴镍粉为基础、多元化发展的产品结构逐步成型。

图 3: 分业务营业利润占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司 3R 低碳商品超市



资料来源: 东兴证券研究所

- **3R连锁超市揭幕, 商业模式再创新:** 2011年10月18日公司的“格林美3R循环消费社区连锁超市”在武汉、荆门两地三店成功开业。标志着公司针对居民大众的循环消费新商业模式开始运行。虽然两地三店在公司业绩上不会形成明显的贡献, 但是其作为一种新尝试的示范效应具有深远的影响意义。
- **新建产能, 助力公司加速发展:** 2011年公司完成了非公开增发, 共募集资金10.37亿元, 资金投向“废旧电路板中稀贵金属、废旧五金电器、废塑料的循环利用项目”和“电子废弃物回收与循环利用项目”, 上述两个项目将分别于2014年和2013年投产。公司公开发行人时超募资金投向的三个项目于2011年先后达产, 并在报告期贡献利润。公司新建产能在经过一段时间的调整实现稳定生产后将作为公司2012年业绩增长的重要支撑。

盈利预测与投资建议

公司作为国内绿色循环经济的领军企业，同时也是 A 股市场中循环经济方面的唯一标的，在“十二五”期间将受益于国家相关政策的大力扶持。依托公司自有技术优势，并配合新建产能逐步投产，公司未来业绩增长较为确定。我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.69 元、1.18 元、1.70 元，对应 PE35.24 倍、20.67 倍、14.3 倍，维持推荐评级。

投资风险

1、新建产能实际效果未达预期；2、原材料价格与人工价格继续维持高位；3、募投项目进度未达预期。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	570.00	918.61	1,561.64	2,576.71	3,993.91
(+/-)%	55.01%	61.16%	70.00%	65.00%	55.00%
EBITDA	140.36	221.81	418.40	607.60	825.57
(+/-)%	39.61%	58.03%	88.63%	45.22%	35.88%
净利润	85.69	120.54	199.98	340.95	492.76
(+/-)%	50.38%	40.67%	65.90%	70.50%	44.52%
每股净收益 (元)	0.720	0.490	0.690	1.177	1.700

资料来源：东兴证券

附表：投资组合盈利预测和估值

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	570.00	918.61	1,561.64	70.00%	2,576.71	65.00%	3,993.91	55.00%
营业成本	366.80	627.56	1,038.49	65.48%	1,726.40	66.24%	2,715.86	57.31%
营业费用	16.58	25.02	43.73	74.76%	74.72	70.89%	115.82	55.00%
管理费用	73.87	118.03	199.89	69.36%	329.82	65.00%	507.23	53.79%
财务费用	30.07	57.12	76.96	34.73%	81.75	6.22%	116.16	42.09%
投资收益	0.00	(0.37)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	74.49	85.75	194.89	127.27%	353.29	81.28%	523.86	48.28%
利润总额	97.13	133.21	224.69	68.67%	383.09	70.50%	553.66	44.52%
所得税	11.44	13.04	24.72	89.56%	42.14	70.50%	60.90	44.52%
净利润	85.69	120.17	199.98	66.40%	340.95	70.50%	492.76	44.52%
归属母公司所有者的净利润	85.69	120.54	199.98	65.90%	340.95	70.50%	492.76	44.52%
NOPLAT	92.24	128.89	241.95	87.72%	387.19	60.03%	569.62	47.12%

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	164.12	1,020.90	546.58	-46.46%	773.01	41.43%	1,198.17	55.00%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	79.26	105.18	171.14	62.70%	282.38	65.00%	437.69	55.00%
预付款项	76.23	121.46	204.54	68.40%	342.65	67.52%	559.92	63.41%
存货	473.39	543.11	796.65	46.68%	1,277.06	60.30%	1,934.58	51.49%
流动资产合计	855.06	1,826.40	1,778.31	-2.63%	2,779.45	56.30%	4,302.42	54.79%
非流动资产	1,071.37	2,101.85	1,308.09	-37.76%	1,130.54	-13.57%	939.99	-16.86%
资产总计	1,926.42	3,928.25	3,086.41	-21.43%	3,909.99	26.68%	5,242.41	34.08%
短期借款	481.07	922.34	511.36	-44.56%	935.65	82.97%	1,708.65	82.62%
应付帐款	36.24	71.04	128.03	80.24%	212.84	66.24%	334.83	57.31%
预收款项	5.61	16.67	63.52	281.07%	140.82	121.70%	260.64	85.09%
流动负债合计	601.51	1,128.29	732.91	-35.04%	1,322.31	80.42%	2,342.12	77.12%
非流动负债	270.28	602.61	688.50	14.25%	769.26	11.73%	860.12	11.81%
少数股东权益	0.00	34.39	34.39	0.00%	34.39	0.00%	34.39	0.00%
母公司股东权益	1,054.63	2,162.96	2,253.23	4.17%	2,406.66	6.81%	2,628.41	9.21%
净营运资本	253.54	698.11	1,045.41	49.75%	1,457.14	39.39%	1,960.30	34.53%
投入资本IC	1,673.57	2,779.70	2,919.32	5.02%	3,300.61	13.06%	3,890.20	17.86%

现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	85.69	120.17	199.98	66.40%	340.95	70.50%	492.76	44.52%
折旧摊销	35.80	78.94	0.00	N/A	172.55	N/A	185.55	7.53%
净营运资金增加	266.86	444.56	347.30	-21.88%	411.74	18.55%	503.15	22.20%
经营活动产生现金流	(334.44)	117.40	91.54	-22.03%	(11.33)	N/A	(53.53)	N/A
投资活动产生现金流	(579.05)	(1,027.39)	20.87	N/A	2.00	-90.42%	2.00	0.00%
融资活动产生现金流	1,000.18	1,766.94	(586.73)	N/A	235.77	N/A	476.69	102.18%
现金净增(减)	86.69	856.95	(474.32)	N/A	226.44	N/A	425.16	87.76%

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰高级研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券