

再生资源

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: 24.35元

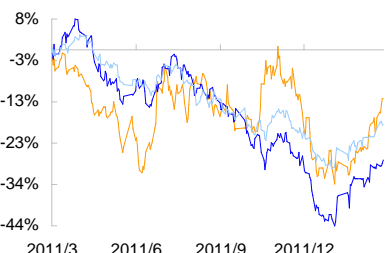
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2439.46
总股本(百万)	289
流通股本(百万)	187
流通市值(亿)	45
EPS	0.71
每股净资产(元)	8.69
资产负债率	45.25%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
格林美	22.73	5.90	7.86
有色金属	5.86	9.27	-12.41
沪深300指数	5.38	5.52	-3.33



— 格林美 — 有色金属 — 沪深300

相关报告

格林美-业绩快报点评: 业绩略低于预期, 静待政策落地-2012-02-29

格林美-重大事项点评: 携手力拓显实力 积极布局新领域 2011-11-03

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 2011-10-26

格林美

002340

推荐

精耕细作 守望政策

今日公司公布年报: 2011年实现营业收入9.2亿元, 同比增长61.2%; 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, 低于业绩快报之前预期0.45元和市场预期0.49元。2011年利润分配预案为每10股派发2元(含税), 每10股转增10股。

投资要点:

- **2011年产能如期释放使全年收入同比增长61.2%, 净利润增长40.8%; 钴镍业务稳定增长, 电子废弃物等新业务大幅增长。**①钴镍粉业务收入合计增长18.6%。随着生产线建设完成, 公司镍粉实现产量约650吨(+87%), 收入1.4亿元(+67%)。钴粉实现产量约1500吨(+18%), 收入4.2亿元(+8.4%)。②新增电子废弃物业务全年拆解130万台, 实现收入0.6亿元; 销售电积铜3.9千吨, 实现收入2.1亿元(+413%); 销售塑木型材1.2万吨, 实现收入0.8亿元(+122%)。
- **毛利率下降4个百分点是公司净利润增速低于收入增速的原因, 假设基金制下半年得以顺利实施, 今年毛利率水平有望提高。**①受国际宏观经济影响, 国际钴镍价格下跌, 公司钴镍产品毛利率分别下跌0.1和6.3个百分点。目前钴镍价格已处于近年低位, 若经济回暖, 毛利率有望回升。②由于增加外购原料铜和塑木型材毛利率分别下降17和11个百分点, 预计今后外购原材料比例将维持稳定, 毛利率将维持稳定。③电子废弃物业务盈利状况良好, 全年毛利率为45.7%。假设基金制今年实施, 公司回收量增加, 未来电子废弃物收入增加将带动公司毛利率水平提升。稀贵金属业务毛利较高, 今年产能释放或对毛利率提升有一定作用。
- **废旧电器电子基金补贴政策预计将于今年下半年实施, 市场长效机制有望确立、龙头公司更受益。**按照征求意见稿补贴标准, 预计补贴力度和家电以旧换新相比基本持平或偏好。同时, 我们认为基金制确立更有利于龙头企业: ①政策真空期, 市场回收价格将下降(预计基金制实施后市场回收价格将上升), 有资金实力可乘机囤货, 待政策实施后获得全额的补贴, 赚取超额利润。②基金制实施后, 市场盈利长效机制确立, 公平有效的竞争, 如给企业跨区域扩张和兼并收购带来便利。
- **产能释放将驱动12年业绩高速增长。**从目前来看, 公司今年回收量增长和盈利水平提升是大概率事件, 新业务产能释放将驱动公司业绩高速增长: 江西一期和湖北电子废弃物业务首次全年贡献利润; 增发的稀贵金属业务将释放部分产能(预计黄金和白银产量有望达到0.8和6吨); 同时公司电积铜、塑木型材和碳化钨等业务产能也将逐步释放, 产能释放情况取决于回收状况。
- **给予公司“推荐”评级。**再生资源行业前景看好, 公司先发优势明显、核心竞争力突出。长期来看, 与长虹合作, 建立再生资源产业园, 与国际知名公司苹果、优美科合作等新的模式有望成为公司新的利润增长点, 值得长期给予高估值。预计12-13年公司EPS为0.64/1.05/1.44元, 对应PE为38X、23.2X、16.9X, 给予推荐评级。
- **股价催化剂:** 基金制度开始实施; 基金制实施效果好于预期; 钴镍及塑木等产品价格回升情况好于预期。
- **风险提示:** 基金制施行的不确定性; 新项目进展低于预期; 终端产品价格下跌。

主要财务指标

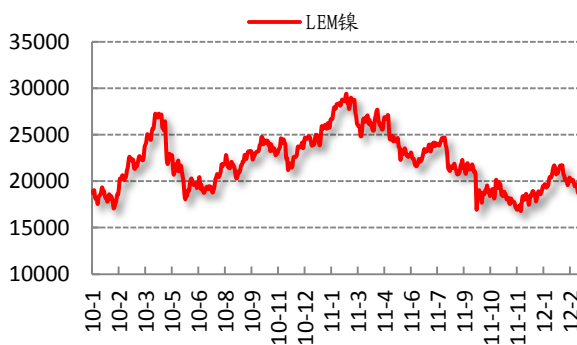
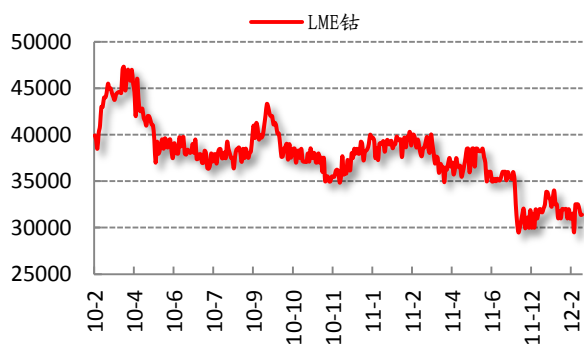
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	919	1507	2333	3233
收入同比(%)	61%	64%	55%	39%
归属母公司净利润	121	188	306	416
净利润同比(%)	41%	56%	62%	36%
毛利率(%)	31.7%	32.3%	32.3%	32.1%
ROE(%)	5.6%	8.0%	11.5%	13.5%
每股收益(元)	0.42	0.65	1.05	1.44
P/E	58.47	37.39	23.06	16.94
P/B	3.26	3.00	2.65	2.29
EV/EBITDA	32	24	17	12

表 1: 公司毛利率变动原因分析

毛利率	2009	2010	2011 H1	2011	变动幅度	变动原因
钴粉(%)	33.84	33.97	33.55	33.91	-0.06	宏观经济使金属价格下跌
电积铜(%)	34.94	39.97	27.93	23.42	-16.55	外购原料增加
镍粉(%)	34.33	38.46	34.15	32.04	-6.42	宏观经济使金属价格下跌
塑木型材(%)	48.93	40.69	36.06	29.40	-11.29	外购原料增加
电子废弃物(%)	--	--	28.63	45.66	-	产品出售顺序和补贴确认时点
其他(%)	29.64	32.46	--	36.46	4.00	--

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 1: 11 年全年国际钴价呈下跌趋势, 平均下跌 7% 图 2: 11 年国际镍价呈下跌趋势, 平均下跌 5%



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1826	1354	1718	2241
现金	1021	121	187	259
应收账款	105	197	271	378
其他应收款	22	25	43	61
预付账款	121	184	253	329
存货	543	765	869	1097
其他流动资产	14	62	96	118
非流动资产	2102	2256	2910	3147
长期投资	33	0	277	0
固定资产	1289	1300	1451	1741
无形资产	111	145	183	221
其他非流动资产	670	811	1000	1185
资产总计	3928	3610	4627	5389
流动负债	1128	438	939	1063
短期借款	922	211	632	669
应付账款	71	100	163	227
其他流动负债	135	126	144	167
非流动负债	603	786	997	1218
长期借款	567	756	965	1187
其他非流动负债	36	30	31	32
负债合计	1731	1224	1936	2281
少数股东权益	34	34	34	34
股本	290	290	290	290
资本公积	1575	1575	1575	1575
留存收益	298	487	792	1208
归属母公司股东权益	2163	2352	2657	3073
负债和股东权益	3928	3610	4627	5389

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	117	2	296	323
净利润	120	188	306	416
折旧摊销	86	114	131	163
财务费用	57	78	88	115
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-146	-380	-236	-378
其他经营现金流	0	2	6	7
投资活动现金流	-1027	-266	-780	-396
资本支出	995	280	460	627
长期投资	-33	-33	277	-277
其他投资现金流	-66	-18	-44	-46
筹资活动现金流	1767	-637	551	144
短期借款	441	-711	421	37
长期借款	324	189	209	222
普通股增加	168	0	0	0
资本公积增加	832	0	0	0
其他筹资现金流	2	-115	-80	-114
现金净增加额	857	-900	66	72

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	919	1507	2333	3233
营业成本	628	1020	1579	2195
营业税金及附加	2	6	9	12
营业费用	25	39	63	86
管理费用	118	181	280	388
财务费用	57	78	88	115
资产减值损失	2	3	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	86	180	311	433
营业外收入	48	30	30	30
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	133	210	341	463
所得税	13	21	35	47
净利润	120	188	306	416
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	121	188	306	416
EBITDA	276	372	530	711
EPS (元)	0.42	0.65	1.05	1.44

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	61.2%	64.1%	54.8%	38.6%
营业利润	15.1%	109.9%	72.7%	39.4%
归属于母公司净利润	40.7%	56.4%	62.1%	36.1%
获利能力				
毛利率	31.7%	32.3%	32.3%	32.1%
净利率	13.1%	12.5%	13.1%	12.9%
ROE	5.6%	8.0%	11.5%	13.5%
ROIC	6.2%	6.9%	9.1%	10.2%
偿债能力				
资产负债率	44.1%	33.9%	41.8%	42.3%
净负债比率	92.6%	85.5%	87.0%	85.2%
流动比率	1.62	3.09	1.83	2.11
速动比率	1.14	1.35	0.90	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.40	0.57	0.65
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	11.70	11.89	11.97	11.25
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.65	1.05	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.01	1.02	1.12
每股净资产(最新摊薄)	7.46	8.11	9.17	10.60
估值比率				
P/E	58.47	37.39	23.06	16.94
P/B	3.26	3.00	2.65	2.29
EV/EBITDA	32	24	17	12

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
2012-02-29	格林美-业绩快报点评：业绩略低于预期，静待政策落地
2011-11-07	再生资源行业-国务院办公厅关于建立废旧商品回收体系的意见点评：行业高成长，龙头显优势
2011-11-03	格林美-重大事项点评：携手力拓显实力 积极布局新领域
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
2011-09-01	格林美-公司深度调研报告：领跑行业 超越成长

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。

免责声明

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	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434