

**金属新材料**

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:** 无

当前股价: 20.96元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2388.83
总股本(百万)	289
流通股本(百万)	187
流通市值(亿)	39
EPS	0.42
每股净资产(元)	7.46
资产负债率	%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
格林美	-6.37	9.75	4.51
有色金属	-4.50	5.62	2.85
沪深300指数	0.86	4.07	3.91



**相关报告**

格林美-年报点评: 精耕细作 守望政策

2012-03-14

格林美-业绩快报点评: 业绩略低于预期,

静待政策落地-20120229 2012-02-29

20111103 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**

**002340**

**推荐**

**一季报点评: 业绩预告略低于预期, 但全年高增长态势不改**

今日公司公布12年一季度报: 1) 实现营业收入2.4亿元, 同比增长42.16%; 实现归属上市公司股东净利润1520万元, 同比增长21.41%; 实现每股收益0.06元, 同比持平。2) 预告上半年净利润同比增长20%-50%。

**投资要点:**

- **一季度业绩基本符合预期, 收入增长42%的主要原因是产能释放。**铜去年年底建成产能1万吨, 去年产量为3千吨, 预计今年产量将达到9000吨, 一季度同比增长300%以上; 塑木型材去年年底3万吨产能全部建成, 今年产销量将大幅增加; 稀贵金属项目部分产能已建成开始释放业绩, 推动收入增长。**中报业绩预告略低于预期。**我们预计公司上半年业绩增长在50%以上, 而公司预告低于50%的主要原因预计是钴镍价格持续低位, 同时上半年基金制度尚未实施对电子废弃物业务造成较大影响。特别是2季度完全靠自建渠道回收。
- **毛利率下滑5.4个百分点是净利润增速(21%)低于收入增速(42%)的主因, 而毛利率下滑的主因是外购原料增加、产品结构变化和钴镍价格持续低位。**①由于产量扩大, 生产铜和塑木的原料外购比例增加, 拉低该两项业务毛利率, 分别为24%和29%左右, 而公司综合毛利率约为32%; ②毛利率较低的铜和塑木产品比例提升; ③受宏观经济影响, 钴镍价格持续处于历史低位, 致使钴镍产品毛利率同比降低。
- **增发完成、收入规模提升、管理效率提升三因素降低公司期间费用率4.9个百分点。**公司财务费用率下降2.9个百分点, 主要原因是收入提升和增发后公司财务费用同比减少; 收入增加和管理效率提升使管理费用率降低1.4个百分点; 销售费用率同比分别下降0.6个百分点。
- **虽受内外因素影响, 公司今年业绩不确定性较大, 但我们认为只要基金制下半年能如期开始实施, 公司全年60%以上的增长仍是大概率事件。**①公司业绩不确定性较大的原因是: 处于高速成长期, 产能释放影响因素多、弹性大; 今年处于政策转换期(以旧换新已结束、基金补贴制度尚未实施), 电子废弃物业务受政策影响大, 政策推出时间和效果仍有一定不确定性。②我们预计公司今年工业废物产能释放仍是推动公司今年业绩增长的主动力, 电子废弃物业务对业绩影响没有市场担忧的那么强烈(假设电子废弃物业务分别同比变动30%, 对EPS影响约为0.03元)。
- **今年业绩增长关键点和超预期可能:** 1) 下半年基金制度实施时间和效果(预计7月份开始实施, 且根据征求意见稿, 我们认为效果将好于以旧换新政策, 若实施效果确实较好, 对公司盈利和毛利率均有提升影响); 2) 铜、塑木、稀贵金属产能释放速度; 3) 钴镍价格走势。我们盈利预测假设钴镍价格水平维持一季度水平(历史低位), 若钴镍价格上涨也将同时提升收入和毛利率。
- **维持公司“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, 值得给予高估值。预计12-14年公司EPS为0.67/1.05/1.47元, 对应PE为31X、20X、14X, 维持推荐评级。
- **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	1719	2792	3800
收入同比(%)	61%	87%	62%	36%
归属母公司净利润	121	194	304	425
净利润同比(%)	41%	61%	57%	40%
毛利率(%)	31.7%	27.4%	26.3%	25.6%
ROE(%)	5.6%	8.2%	11.4%	13.8%
每股收益(元)	0.42	0.67	1.05	1.47
P/E	58.47	36.40	23.21	16.57
P/B	3.26	2.99	2.65	2.28
EV/EBITDA	32	24	17	12

**表 1: 公司一季报关键财务数据**

	本报告期末	上年度期末	增减变动 (%)
资产总额 (元)	3,981,416,481.34	3,928,247,098.40	1.35%
归属于上市公司股东的所有者权益 (元)	2,181,326,308.23	2,162,956,053.33	0.85%
总股本 (股)	289,791,090.00	289,791,090.00	0.00%
归属于上市公司股东的每股净资产 (元/股)	7.53	7.46	0.94%
	本报告期	上年同期	增减变动 (%)
营业总收入 (元)	242,589,836.43	170,640,127.43	42.16%
归属于上市公司股东的净利润 (元)	18,457,728.35	15,202,482.88	21.41%
经营活动产生的现金流量净额 (元)	-268,554,867.55	-68,454,366.72	-292.31%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	-0.93	-0.56	-66.07%
基本每股收益 (元/股)	0.06	0.06	0.00%
稀释每股收益 (元/股)	0.06	0.06	0.00%
加权平均净资产收益率 (%)	0.85%	1.43%	-0.58%
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率 (%)	0.78%	1.11%	-0.33%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 2: 公司核心财务指标**

指标	2010 年报	2011 一季报	2011 中报	2011 三季报	2011 年报	2012 一季报	同比增减
销售净利率 (%)	15.03	8.91	13.26	13.80	13.08	7.82	-1.09
销售毛利率 (%)	35.65	32.70	32.54	34.17	31.68	27.27	-5.43
销售期间费用率 (%)	21.14	21.92	19.70	20.57	21.79	17.04	-4.88
销售费用 / 营业总收入 (%)	2.91	3.12	2.74	2.83	2.72	2.51	-0.61
管理费用 / 营业总收入 (%)	12.96	11.67	9.78	10.69	12.85	10.25	-1.42
财务费用 / 营业总收入 (%)	5.28	7.13	7.18	7.05	6.22	4.28	-2.85
所得税 / 利润总额 (%)	11.78	19.66	15.63	15.44	9.79	19.36	-0.30

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 3: 电子废弃物业务对公司 EPS 影响的敏感性分析 (粗略计算)**

电子废弃物业务同比增速	-30%	0%	30%
2012 年 EPS	0.61	0.64	0.67

注释: 我们认为增长 30% 以上是大概率事件, 预期若乐观预期增幅可达 50%-60%; 所以我们认为 0.67 是相对比较保守和安全的业绩预测。

资料来源: 中投证券研究所

今年一季度国际钴价下降至 09 年以来最低水平, 一季度均价相对去年全年下降约 15%。高等级钴从 14.20-15 美元下滑到了 13.80-14.70 美元/磅, 低等级钴从 13.40-14.25 美元下滑到了 13.20-14.25 美元/磅, 是自从 2009 年 6 月的 12.75 美元以后的最低价。一季度国内钴市场受国际价格影响持续走低, 金川电解钴报价从 26.5 万元/吨下调到 24 万元/吨, 国内其他厂家也跟着下调, 主流报价在 23.3-23.5 万元/吨。

一季度镍需求有所回暖, 均价略高于去年四季度, 但一季度均价相对去年全年约下降约 10%。

图 1: 一季度钴价降低至 09 年以来最低水平

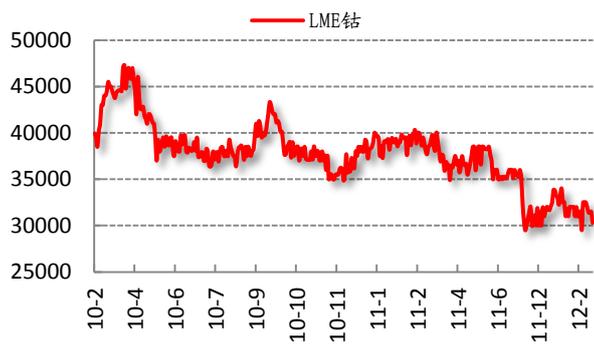
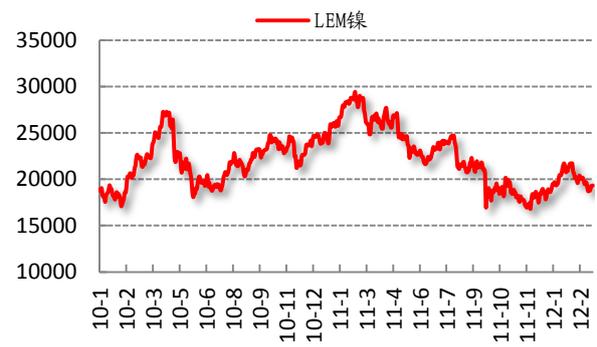


图 2: 国际镍价略微回升,但仍低于去年全年水平 10%



资料来源: wind, 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
<b>流动资产</b>	1826	1637	2171	2792
现金	1021	138	223	304
应收账款	105	240	321	442
其他应收款	22	29	52	71
预付账款	121	225	329	424
存货	543	936	1132	1413
其他流动资产	14	71	114	138
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	3928	3893	5081	5940
<b>流动负债</b>	1128	716	1390	1601
短期借款	922	462	1024	1130
应付账款	71	123	213	292
其他流动负债	135	132	153	179
<b>非流动负债</b>	603	786	997	1218
长期借款	567	756	965	1187
其他非流动负债	36	30	31	32
<b>负债合计</b>	1731	1502	2386	2820
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	492	795	1221
归属母公司股东权益	2163	2357	2660	3086
<b>负债和股东权益</b>	3928	3893	5081	5940

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	117	-224	194	288
净利润	120	194	304	425
折旧摊销	86	114	131	163
财务费用	57	86	107	141
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-146	-622	-355	-449
其他经营现金流	0	4	7	8
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	1767	-393	672	189
短期借款	441	-461	562	106
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	-122	-99	-139
<b>现金净增加额</b>	857	-883	86	81

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	919	1719	2792	3800
营业成本	628	1248	2058	2826
营业税金及附加	2	5	9	12
营业费用	25	45	75	101
管理费用	118	167	246	289
财务费用	57	86	107	141
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
<b>营业利润</b>	86	166	294	429
营业外收入	48	50	45	45
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	133	215	339	473
所得税	13	22	35	48
<b>净利润</b>	120	194	304	425
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	121	194	304	425
<b>EBITDA</b>	276	366	533	732
<b>EPS (元)</b>	0.42	0.67	1.05	1.47

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	61.2%	87.1%	62.4%	36.1%
营业利润	15.1%	93.3%	77.2%	45.9%
归属于母公司净利润	40.7%	60.6%	56.8%	40.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.7%	27.4%	26.3%	25.6%
净利率	13.1%	11.3%	10.9%	11.2%
ROE	5.6%	8.2%	11.4%	13.8%
ROIC	6.2%	6.3%	8.3%	9.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.1%	38.6%	47.0%	47.5%
净负债比率	92.6%	86.3%	87.0%	85.3%
流动比率	1.62	2.29	1.56	1.74
速动比率	1.14	0.98	0.75	0.86
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.31	0.44	0.62	0.69
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	11.70	12.87	12.26	11.19
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.67	1.05	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.77	0.67	0.99
每股净资产(最新摊薄)	7.46	8.13	9.18	10.65
<b>估值比率</b>				
P/E	58.47	36.40	23.21	16.57
P/B	3.26	2.99	2.65	2.28
EV/EBITDA	32	24	17	12

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-03-14	格林美-精耕细作 守望政策
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