

环保行业

报告原因：事件点评

2013年3月6日

市场数据：2013年3月6日

总股本/流通股本(亿股)	5.8/5.8
收盘价(元)	13.76
流通市值(亿元)	79.81

基础数据：2012年9月30日

资产负债率	52.20%
毛利率	28.03%
净资产收益率(摊薄)	4.88%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

格林美 (002340)

首次

快速扩张电子废弃物处理产能，有望实现百亿产值

买入

公司研究/点评报告

投资要点：

事件：2013年2月28日，格林美和天津子牙循环经济产业区管理委员会就在天津子牙循环经济产业园区投资事宜协商一致，签署了《投资合作框架协议书》。协议双方不存在关联关系，不构成关联交易。拟建设项目包括报废汽车、报废机电设备、废钢循环利用与汽车零部件再制造；废五金、废线路板及报废电子电器的资源化；废旧灯管的处置；国家级城市矿产资源技术中心等四个项目。总投资额为10亿元，资金来源为自有资金和银行贷款。

④ **快速扩张电子废弃物处理产能，有望实现百亿产值。**公司上市以来不大扩大投资，相继在湖北、江西、无锡等地投资产能，如果公司投资产能都能够实现产能预计新增公司收入超过70亿元，是公司目前收入的10倍。此次，公司公告了与天津的合作方案，预计投资10亿，根据投资规模预计有望实现产值超过30亿的，考虑到天津项目公司未来在建或拟建项目的产能完全实现后是目前公司收入的10倍，公司有望成为实现收入超过百亿的上市公司。

④ **今年为公司业绩增速的低谷，增收不增利，未来这一局面有望改变。**今年公司受金属价格走弱，营业收入快速增长（同比增长54.56%），而毛利率水平下降，净利润增速仅10%，目前金属价格调整充分，下跌的空间较小，而公司产品技术的进步使得回收率进一步提高，预计毛利率水平有望企稳回升。

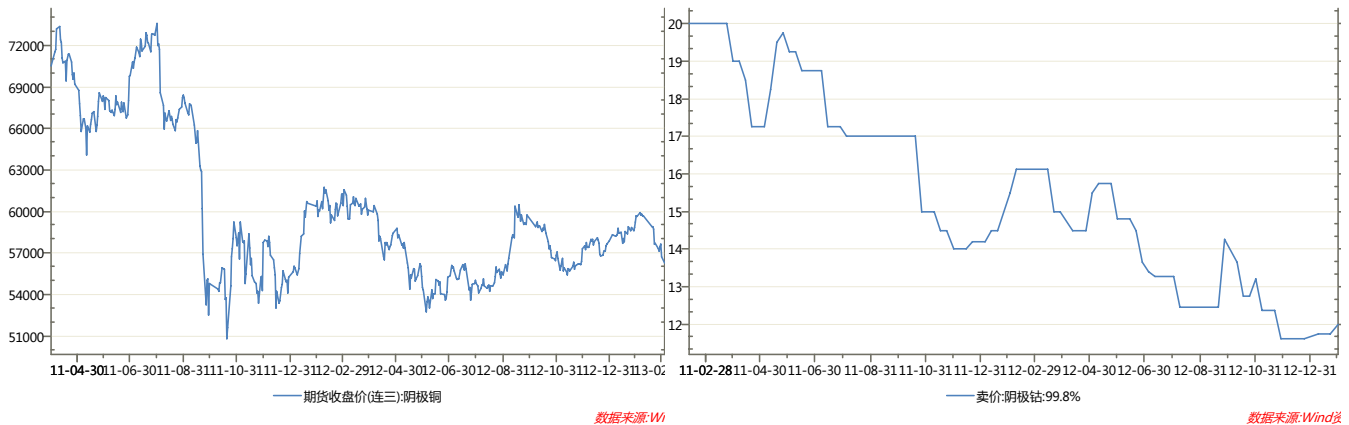
④ **布局报废汽车拆解处理，有望成为高速增长第二引擎。**近年来，我国汽车行业快速发展，截止2011年，汽车保有量接近1.06亿台。与此同时，汽车的报废量也逐年增加，2011年汽车报废量近300万辆。公司在湖北及江西取得了汽车资质，并在江西地区投资了3个亿建设了汽车拆解基地。预计在电子废弃物高峰期后汽车拆解将进入高速增长期，成为公司高速增长的第二个引擎。

④ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2012-2014年每股收益分别为0.23、0.47、0.91元，对应目前市盈率分别为59、29、15倍，公司在建项目较多，近几年高增长确定，综合考虑给予公司“买入”的投资评级。

④ **投资风险。**公司在建项目低于预期；金属价格持续下调；新能源项目低于预期。

表1: 阴极铜价格走势

表2: 阴极钴价格走势



资料来源: Wind

表1: 公司电子废弃物项目情况

实施主体	项目	投资	产能	盈利预测	进度
荆门分公司	循环再造低成本塑木型材和铜合金制品	1.05 亿元	电子废弃物循环再造和 3 万吨塑木型材和 1 万吨铜合金产品。		已投产
荆门格林美	5 万吨/年电子废弃物综合利用项目	1.3 亿元	5 万吨/年电子废弃物综合利用项目		已投产
	武汉城市圈电子废弃物循环利用与资源化项目	1.2 亿元	年处理电子废弃物 3 万吨。		试生产
	废旧电路板中稀贵金属与废旧五金电器、废塑胶的循环利用项目	7.96 亿元	一期: 2011-2013 年, 建成年处理 1 万吨废旧电路板及 10 万吨废旧五金电器的生产规模; 二期: 2013-2015 年, 建成年处理 1 万吨废旧电路板、5 万吨废旧五金电器及 13 万吨废塑胶的生产规模。	一期年增营收 13.5 亿元, 净利润 1.15 亿元。一二期共增营收 30.8 亿元, 净利润 2.67 亿元, IRR 为 30.63%	2014 年 6 月建成
	(武汉) 城市矿产循环产业园项目	12 亿元	年循环处理各类废弃物 51.5 万吨, 其中包括年处理废旧电子电器产品及废旧线路板 7 万吨 (其中处理废旧电路板 2 万吨)、废旧五金电器 6.5 万吨、废塑胶 8 万吨、报废汽车与废钢 30 万吨 (回收处理报废汽车 5 万吨 (合计报废汽车 3 万辆), 废钢铁 25 万吨)。	正常生产年份销售收入达 37 亿元, 税前利润总额为 24067 万元, 投资利润率 16.89%, 财务内部收益率 17.60%	2014 年 6 月建成



	建设武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场	3.39	项目达产后，预估集散交易市场线下年回收交易各类再生资源100万吨以上，交易额达80亿元以上，城市矿产交易中心在线交易平台年回收交易各类再生资源200万吨，交易额达100亿元以上。	经营收入达到12亿元，年缴纳税收总额6483万元，税后净利润为5988万元。所得税后财务内部收益率为17.91%，动态投资回收期为8.55年。	2015年建成
江西格林美	电子废弃物回收与循环利用项目	3亿元	一期：在江西建设11个废弃物回收站；建设年处理电子废弃物2万吨产能。二期：建设20个废弃物回收体系；建设年处理电子废弃物3万吨产能。	一期营收1.88亿，净利润2800万，IRR34.22%；二期营收5.2亿，净利润7200万，IRR31.2%	2011年5月一期投产，二期预计2013年12月建成
无锡格林美	电子废弃物回收循环利用与再资源化项目	3亿元	一期：200个回收站；处理电子废弃物2万吨产能。二期：新增800个回收超市；3万吨电子废弃物产能；精加工生产线	全部达产预计收入5.2亿，净利润6090万元，IRR为30.5%	一期2011-2012；二期2013-2015
合计				营业收入74.78亿	
公司或其控股子公司	天津合作协议	10亿元	未定	未定	

资料来源：山西证券整理

表2：公司汽车拆解项目

实施主体	项目	投资	产能	盈利预测
江西格林美	在宜春市范围内开展报废汽车回收拆解业务	3亿元	年综合利用报废汽车与废钢铁30万吨（其中报废汽车5万吨，废钢铁25万吨）	本项目正常生产年份销售收入约为77940万元，税后利润总额约为6000万元，所得税后财务内部收益率16.33%。

资料来源：山西证券整理

表3：盈利预测

	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E
营业收入	57,000.40	91,861.44	141981.0417	227169.67	363471.47
营业收入增速	55.01%	61.16%	54.56%	60%	60%
营业成本	36,680.44	62,755.61	102226.35	161290.46	258064.74
毛利率	35.65%	31.68%	28%	29%	29%



营业税金及附加	335.39	229.33	354.45	567.12	907.39827
销售费用	1,657.85	2,502.05	3002.46	3903.20	5074.1574
管理费用	7,386.52	11,802.73	14517.36	18872.57	24534.335
财务费用	3,006.82	5,711.98	8828.44	14125.50	18363.147
资产减值损失	484.68	247.70	190.62	0.00	0.00
公允价值变动净收益					
投资净收益		-36.72	36.72	0.00	0
营业利润	7,448.71	8,575.34	12898.09	28410.82	56527.69
加：营业外收入	2,302.98	4,762.33	3174.86	3809.83	4952.7816
减：营业外支出	39.10	16.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	9,712.59	13,321.33	16072.95	32220.65	61480.47
减：所得税	1,143.82	1,303.90	1928.75	3866.48	7377.66
净利润	8,568.77	12,017.43	14144.19	28354.17	54102.81
减：少数股东损益		-36.60	786.32	1022.22	1328.8808
归属于母公司所有者的净利润	8,568.77	12,054.04	13357.87	27331.96	52773.93
增速	50.38%	40.67%	10.82%	104.61%	93.09%
每股收益：	0.15	0.21	0.23	0.47	0.91

资料来源：山西证券

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

特别申明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。