

研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001

0755-83706284 lihk@ghzq.com.cn

联系人：廖淦

0755-83706284 liaog@ghzq.com.cn

## 有望驶入外延式扩张的快车道

## ——格林美（002340）非公开增发预案点评

## 事件：公司发布《2015年非公开发行股票预案》

**格林美公告称：**本次非公开向深圳中植、汇垠磐涅等九家机构发行不超过 242,718,666 股（含 242,718,666 股）股票，募集资金总额不超过 30 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于：（1）收购凯力克 49%的股权；（2）收购德威格林美 49%的股权；（3）收购浙江德威 65%的股权；（4）偿还银行贷款；（5）补充流动资金。

## 评论：

**非公开增发增厚业绩** 本次增发款中有 10 亿资金用于补充流动资金，可减少财务费用约 6000 万，同时按照 2015 年业绩承诺来计算，可增厚权益利润约 7100 万。本次增发发行股票数量不超过 2.42 亿股。两相比较，2015 年 EPS 约增厚 0.042 元（增长 17%）。

**增强协同效应，延伸产业链** 本次定增完成后，公司将实现对凯力克和德威格林美的绝对控制，这有助于提升公司的运营效率。公司对浙江德威的控股，则将公司的钴镍钨产业链从资源回收端延伸到了硬质合金深加工领域，有助于公司发挥协同效应，提高产品附加值，应对大宗商品价格波动风险。

**定增补充流动资金，外延式扩张有望有序展开** 2014 年以前，公司大量进行资本性支出建设，已经具备强大的后端深度拆解优势。目前行业已经进入整合大潮，各地拆解资质有限，想要进入新的地域市场，只能通过异地收购的方式。2014 年公司收购扬州宁达 60%的控股权，初次开始尝试异地扩张。我们认为，随着定增的完成，公司现金充裕，未来外延式扩张有望有序展开。

**2015 年政策暖风不断，潜在利好众多** 今年政府已出台了《再生资源回收体系建设中长期规划》、《重要资源循环利用工程实施方案》、《废弃电器电子产品处理目录》。目前已经确定电废拆解补贴基金将会扩容，在原先“四机一脑”的基础上，新增 9 类电器电子产品，但产品拆解规范和拆解补贴金额待定。潜在政策利好包括：1）《报废机动车回收拆解管理条例》将推出；2）“以旧换再”的试点扩散和消费者补贴的推出；3）（报废汽车和物质再生）增值税减免政策可能重启。

**参与湖北供销总社的国企改革** 双方于 2015 年 2 月 12 日签署了《关于促进再生资源产业跨越发展的战略合作框架协议》，该协议为排他性的框架性协议。内容主要有：1）双方建立全方位长期合作关系；2）加快再生资源网络、市场整合，双方在技术、信息、人才、研发方面深度合作；3）双方在报废汽车回收拆解和再制造领域进行初次合作，共同投资于武汉鑫汇报废汽车回收有限公司，整合全省报废汽车回收拆解和零部件再制造的业务，建立全省报废汽车回收拆解利用网络体系。供销社系统具有天然的资源回收渠道和网点优势，而公司具有强大的后端深度拆解优势。强强联手，珠联璧合。共同投资于武汉鑫汇应该仅仅是合作的开始，随着正式协议的签署，双方可能将在更多的领域展开合作。未来不排除公司会将该合作模式复制到其它省份。

**投资建议** 公司有望进入外延式扩张的快速发展期。公司充分发挥其在废旧电池、电子废弃物、报废汽车等领域的强大深度拆解能力，通过并购来获得拆解资质的方式，快速切入异地市场。考虑到并购标的和公司股价在估值方面的巨大差异，公司的 EPS 将不断增厚。我们预计公司在 2014 年、2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.25、0.4、0.61 元，对应 PE 为 68 倍、43 倍、28 倍。首次覆盖，买入评级。

**风险提示** 1) 再生行业利好政策出台慢于预期；2) 与湖北供销总社合作进展缓慢；3) 对外收购遇阻。

图 1、盈利预测

证券代码:		002340.sz		股票价格:		17.35		投资评级:		买入		日期:		2015/3/3	
<b>财务指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>						
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>										
ROE	5%	6%	9%	15%	EPS	0.19	0.25	0.40	0.61						
毛利率	17%	20%	20%	20%	BVPS	3.10	3.75	3.93	3.45						
期间费率	13%	16%	13%	12%	<b>估值</b>										
销售净利率	4%	6%	7%	7%	P/E	90.71	68.08	42.91	28.65						
<b>成长能力</b>					P/B	5.59	4.63	4.42	5.03						
收入增长率	146%	12%	40%	42%	P/S	3.75	3.79	2.93	2.06						
利润增长率	7%	51%	72%	50%											
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>						
总资产周转率	0.45	0.45	0.58	0.81	营业收入	3486	3908	5471	7773						
应收账款周转率	5.46	5.46	5.46	5.46	营业成本	2908	3132	4360	6234						
存货周转率	1.80	1.80	1.80	1.80	营业税金及附加	9	10	15	21						
<b>偿债能力</b>					销售费用	32	36	50	71						
资产负债率	66%	59%	57%	60%	管理费用	226	253	355	504						
流动比	1.10	1.42	1.58	1.48	财务费用	201	307	309	322						
速动比	0.57	0.84	0.85	0.53	其他费用/(-收入)	(29)	0	0	0						
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	80	170	383	621						
现金及现金等价物	719	1484	1264	(227)	营业外净收支	101	125	123	136						
应收款项	639	716	1003	1425	利润总额	181	295	506	757						
存货净额	1620	1750	2436	3483	所得税费用	13	21	35	53						
其他流动资产	345	387	542	770	净利润	168	274	470	704						
<b>流动资产合计</b>	<b>3323</b>	<b>4338</b>	<b>5245</b>	<b>5451</b>	少数股东损益	24	56	97	145						
固定资产	2244	2120	2038	1954	归属于母公司净利润	144	218	373	559						
在建工程	1398	1478	1468	1468	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>						
无形资产及其他	420	420	378	336	经营活动现金流	23	294	(555)	(980)						
长期股权投资	85	85	85	85	净利润	168	274	470	704						
<b>资产总计</b>	<b>7737</b>	<b>8707</b>	<b>9480</b>	<b>9560</b>	少数股东权益	24	56	97	145						
短期借款	2059	2059	2059	2059	折旧摊销	217	266	254	242						
应付款项	408	441	614	878	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	168	188	263	374	营运资金变动	(387)	(303)	(1376)	(2071)						
其他流动负债	375	375	375	375	投资活动现金流	(961)	44	92	84						
<b>流动负债合计</b>	<b>3010</b>	<b>3063</b>	<b>3311</b>	<b>3686</b>	资本支出	(795)	44	92	84						
长期借款及应付债券	1941	1941	1941	1941	长期投资	11	0	0	0						
其他长期负债	134	134	134	134	其他	(177)	0	0	0						
<b>长期负债合计</b>	<b>2074</b>	<b>2074</b>	<b>2074</b>	<b>2074</b>	筹资活动现金流	1703	643	55	(999)						
<b>负债合计</b>	<b>5084</b>	<b>5137</b>	<b>5386</b>	<b>5760</b>	债务融资	618	0	0	0						
股本	753	853	923	923	权益融资	3	1032	722	0						
股东权益	2652	3570	4095	3800	其它	1082	(389)	(667)	(999)						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7737</b>	<b>8707</b>	<b>9481</b>	<b>9560</b>	现金净增加额	765	982	(408)	(1896)						

资料来源: 国海证券研究所

## 【分析师承诺】

李会坤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。