

格林美 (002340)

# “城市矿山”挺进江西

—公司 3 月 22 日公告点评

未评级

股价: RMB65.79

分析师

叶洮

0755-82492171 yetao@lhqz.com

孙蕾

021-68498607 sunlei@lhqz.com

## 相关研究

《格林美: 公司调研简报》

(2010/03/09)

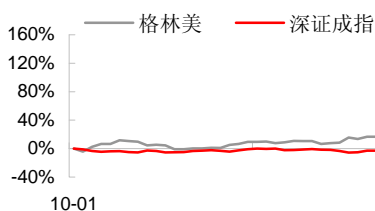
《格林美: 寻宝“城市矿山”》

(2010/01/22)

## 基础数据

总股本 (百万股)	93
流通 A 股 (百万股)	19
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1232

## 与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

## 事件

- 公司于 3 月 22 日发布公告, 称江西省商务厅已批准公司在江西省以“电子废弃物回收超市”的形式开展电子废弃物 (含家电以旧换新) 回收业务。
- 公司同时称, 已经与江西省丰城市人民政府签署了《电子废弃物回收及循环利用项目投资框架协议书》。根据此协议, 公司将在丰城市建设电子废弃物处理基地, 力争最终建成年处理约 5 万吨电子废弃物, 循环再造塑料、塑木及铜制品等相关资源化产品生产基地。

## 点评

- 公司此项投资符合我们的预期, 体现了公司在现有湖北废料回收处理中心的基础上, 迅速向其他省市拓展的目标和战略安排。而本次公司在江西省投资活动的高效率, 进一步印证我们关于其回收渠道“可复制”、“可推广”的前期判断。相信在江西之后, 公司未来有机会向更多省市扩张其废料回收网络。
- 废料回收体系扩大是公司提升其“城市矿山”资源储量的关键。通过建立自有回收体系, 公司能够以较低成本循环利用废弃物中的钴镍、铜、塑料、塑木、铝等资源, 从而实现“资源开发”和“产品加工”的双重受益。
- 公司此次在江西扩张采取了“自上而下”(先征得省级政府部门支持, 再向下逐步布点) 的市场进入策略, 这区别于以往“自下而上”的策略, 效率明显提升。而在回收方式上, 公司依然计划采取以“电子废弃物回收超市”为主的多种回收模式, 体现了渠道的“易克隆性”特点。
- 我们坚持认为, 公司有望在 2-3 年内将钴镍产品业务的原料自给率从 2009 年上半年的 11.3% 提高到 20% 以上, 这将进一步提高钴镍产品综合毛利率。而在电子废弃物业务上, 仅此次在江西的项目就将使公司目前正在建的 5 万吨电子废弃物处理能力得以翻番。
- 由于电子废弃物处理及相关产品产能将再上一个台阶, 公司在募投的钴镍产品项目陆续投产后, 有望继续保持高成长性。考虑到公司此次在江西的投资项目有望于 1 年后逐步建成, 此部分新增业务有望提升公司 2011 年及以后的盈利水平。

- 我们提高公司 2011 年的盈利预测，由 1.92 元/股至 2.11 元/股；维持公司 2009 年 0.60 元/股（注：按最新股本摊薄）和 2010 年 1.35 元/股的盈利预测。
- 风险提示：在公司产能大幅扩大的同时，销售渠道未来是否遭遇瓶颈值得关注。

## 盈利预测

**表 1、公司经营假设**

项目	2008	2009H1	2009E	2010E	2011E
超细钴粉销量	467	464	920	1157	1,335
价格	46.4	27.58	30.8	39.2	41
超细镍粉销量	229	141	280	570	1045
价格	21.02	11.82	13.9	17	17
镍合金销量	235	47	93	155.2	291
价格	16.22	9.12	10.7	13	13
塑木型材销量	-	914	2,000	8,730	16,640
价格	-	0.56	0.56	0.70	0.70
铜销量	-	-	300	1,000	2,000
价格	-	-	5.1	4.8	5.1

资料来源：华泰联合证券研究所

**表 2、公司盈利预测简表**

项目	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	304.4	262.2	367.7	690.9	996.9
(+/-%)	38.7	8.9	20.8	87.9	44.3
归属母公司净利润(百万元)	41.3	40.7	55.6	125.9	197.3
(+/-%)	14.3	19.4	34.5	126.6	56.7
EPS(元)	0.44	-	0.79	1.35	2.11

资料来源：华泰联合证券研究所

注：2009 年 EPS 的计算仍按公司上市前原股本

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	159	353	875	904	<b>营业收入</b>	304	368	691	997
现金	40	110	531	354	营业成本	218	250	456	647
应收账款	10	28	53	76	营业税金及附加	2	2	4	5
其他应收款	1	5	5	11	营业费用	6	6	12	18
预付账款	17	75	86	158	管理费用	28	33	69	110
存货	86	125	183	280	财务费用	11	16	12	0
其他流动资产	6	9	17	25	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	323	399	516	600	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	123	310	438	506	<b>营业利润</b>	40	59	137	217
无形资产	21	27	33	39	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	180	62	45	55	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	482	751	1391	1504	<b>利润总额</b>	43	62	140	219
<b>流动负债</b>	123	237	133	148	所得税	2	6	14	22
短期借款	78	192	71	70	<b>净利润</b>	41	56	126	197
应付账款	5	9	16	23	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	40	36	46	56	<b>归属母公司净利润</b>	41	56	126	197
<b>非流动负债</b>	129	229	137	38	EBITDA	63	92	177	254
长期借款	117	217	127	27	EPS (元)	0.44	0.60	1.35	2.11
其他非流动负债	12	12	10	11					
<b>负债合计</b>	252	466	270	186	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	70	70	93	93	<b>成长能力</b>				
资本公积	79	79	765	765	营业收入	38.7%	20.8%	87.9%	44.3%
留存收益	81	137	263	460	营业利润	0.0%	47.0%	131.5%	57.9%
归属母公司股东权益	230	286	1121	1318	归属于母公司净利润	14.3%	34.5%	126.6%	56.7%
<b>负债和股东权益</b>	482	751	1391	1504	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	28.5%	31.9%	34.0%	35.1%
					净利率(%)	13.6%	15.1%	18.2%	19.8%
					ROE(%)	18.0%	19.5%	11.2%	15.0%
					ROIC(%)	12.1%	11.4%	16.7%	18.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	52.3%	62.0%	19.4%	12.3%
					净负债比率(%)	82.07%	90.38%	76.98%	56.38%
					流动比率	1.29	1.49	6.58	6.11
					速动比率	0.60	0.96	5.21	4.22
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.78	0.60	0.64	0.69
					应收账款周转率	26	19	16	15
					应付账款周转率	61.30	37.03	36.89	33.51
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.60	1.35	2.11
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	-0.38	0.88	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	2.47	3.06	12.01	14.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	148.53	110.43	48.74	31.11
					P/B	26.67	21.48	5.48	4.66
					EV/EBITDA	99	68	36	25

数据来源：华泰联合证券研究所。

### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码：518001  
电 话：86 755 8249 3932  
传 真：86 755 8249 2062  
电子邮件：lzrd@lhzq.com

### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电 话：86 21 5010 6028  
传 真：86 21 6849 8501  
电子邮件：lzrd@lhzq.com