

产能扩张效应初步显现

2009 年报点评

报告关键点:

- 产品结构调整以及产能扩张带来2009年业绩的大幅增长;
- 预计2010年产能的继续扩张将使净利润增长约一倍;
- 考虑到公司的创新商业模式和未来高成长性,我们维持“增持-A”的投资评级。

报告摘要:

- 格林美2009年报显示,当年主营业务收入和净利润同比分别上升20.8%和37.8%;实现每股收益0.81元(按发行前股本);这基本符合我们的预期。公司2009年的利润分配预案为每10股派发现金红利3.00元(含税),同时以资本公积金每10股转增3股。分季度看,公司1~4季度的每股收益分别为0.07元、0.28元、0.23元和0.23元。
- 2009年业绩的大幅增长主要得益于产品结构调整以及产能的扩张。1)2009年公司提前完成了新增1,000吨超细钴粉产能的扩建,超细钴粉销量因而接近翻番;2)通过新建电子废弃物回收项目,增加了塑木型材以及电积铜等产品,并成为新的利润增长来源。
- 截止2009年底,格林美已形成1,500吨超细钴粉和5,000吨塑木型材产能。我们预计公司今年将完成募投项目的建设,届时超细镍粉产能将扩张逾3倍至1,300吨。同时,随着电子废弃物回收项目的逐渐达产,塑木型材和电积铜等产品的产量也将进一步增加。
- 超细钴镍粉产能的大规模扩张将带动公司未来两年业绩的大幅增长;而电子废弃物回收业务的开展则有效拓宽了公司未来业绩持续增长的空间。我们认为在此过程中,原料渠道的建设尤为重要。目前,格林美已在武汉、鄂州、荆门和深圳等地建立了多个电子废弃物回收超市。最近,公司又与江西省丰城市政府签署了相关协议,有望在丰城建立第二个电子废弃物处理中心。我们预计这将加快公司在2012年底前形成5万吨电子废弃物处理能力的步伐。
- 我们看好格林美的开采中国“城市矿山”资源,创建世界先进循环工厂的先进商业模式。公司在原料回收渠道的布局,将有效保证未来原料的供应,并有望带来盈利的持续高增长。考虑到格林美的创新生产模式以及未来成长性,我们维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	304	368	667	825	889
Growth(%)	38.7%	20.8%	81.4%	23.7%	7.8%
净利润	41	57	114	161	187
Growth(%)	14.3%	37.8%	99.6%	41.2%	16.2%
毛利率(%)	28.5%	34.0%	27.4%	30.0%	31.6%
净利润率(%)	13.6%	15.5%	17.0%	19.5%	21.0%
每股收益(元)	0.44	0.61	1.22	1.72	2.00
每股净资产(元)	2.47	3.03	11.64	12.66	13.78
市盈率	171.5	124.4	62.3	44.1	38.0
市净率	30.8	25.0	6.5	6.0	5.5
净资产收益率(%)	18.0%	20.1%	10.5%	13.6%	14.5%
ROIC(%)	23.4%	19.2%	18.2%	14.3%	15.4%
EV/EBITDA	88.8	56.9	49.5	36.2	31.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 76.17 元

期限: 6个月 上次预测: 76.17 元

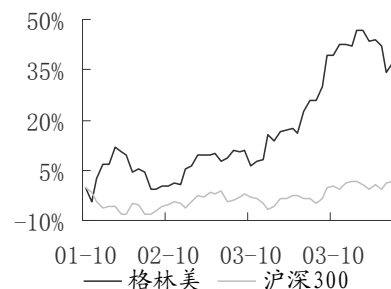
现价: 75.97 元

报告日期: 2010-04-15

市场数据

总市值(百万元)	7,240.70
流通市值(百万元)	1,453.26
总股本(百万股)	93.32
流通股本(百万股)	18.73
12个月最高/最低	52.02/86.17 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.35	39.09	10.15
绝对收益	18.28	36.82	36.82

研究员

衡昆

021-68766182
执业证书编号

章小韩

021-68765163

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn
S1450209090268

行业分析师

zhangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

格林美: 将在江西丰城建立第二个电子废弃物处理中心

2010-03-23

格林美: 双轨共进驱动业绩增长, 渠道建设拓展成长空间

2010-03-07

格林美: 再生钴镍资源的点石成金者

2010-01-07

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-16

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	304	368	667	825	889	成长性					
减: 营业成本	218	243	484	578	608	营业收入增长率	38.7%	20.8%	81.4%	23.7%	7.8%
营业税费	2	2	3	4	4	营业利润增长率	0.0%	45.0%	104.5%	42.4%	16.5%
销售费用	6	6	10	12	13	净利润增长率	14.3%	37.8%	99.6%	41.2%	16.2%
管理费用	28	39	47	58	62	EBITDA 增长率	22.7%	61.5%	44.5%	36.9%	15.0%
财务费用	11	19	3	3	3	EBIT 增长率	16.2%	51.6%	57.7%	41.6%	16.2%
资产减值损失	-0	0	1	-	-	NOPLAT 增长率	26.2%	45.7%	52.2%	40.7%	16.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.0%	60.3%	78.5%	8.4%	8.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	83.3%	23.0%	283.4%	8.8%	8.8%
营业利润	40	58	120	170	198	利润率					
加: 营业外净收支	3	3	4	4	4	毛利率	28.5%	34.0%	27.4%	30.0%	31.6%
利润总额	43	62	123	174	202	营业利润率	13.2%	15.9%	17.9%	20.6%	22.3%
减: 所得税	2	5	9	13	15	净利润率	13.6%	15.5%	17.0%	19.5%	21.0%
净利润	41	57	114	161	187	EBITDA/营业收入	20.3%	27.1%	21.6%	23.9%	25.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	16.8%	21.1%	18.3%	21.0%	22.6%
货币资金	40	77	338	236	213	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	139	218	204	215	246
应收帐款	11	13	27	33	36	流动营业资本周转天数	89	108	196	253	229
应收票据	6	6	6	6	6	流动资产周转天数	166	207	243	275	251
预付帐款	17	75	73	87	91	应收帐款周转天数	14	11	10	13	14
存货	86	92	194	260	273	存货周转天数	89	87	77	99	108
其他流动资产	0	0	1	1	1	总资产周转天数	459	619	532	542	545
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	367	506	478	516	520
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	18.0%	20.1%	10.5%	13.6%	14.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	7.3%	9.6%	12.4%	13.3%
固定资产	123	323	433	551	662	ROIC	23.4%	19.2%	18.2%	14.3%	15.4%
在建工程	179	158	100	100	100	费用率					
无形资产	21	37	19	18	18	销售费用率	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	1	1	1	1	1	管理费用率	9.2%	10.7%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	482	783	1,191	1,293	1,400	财务费用率	3.6%	5.2%	0.4%	0.4%	0.3%
短期债务	78	214	50	50	50	三费/营业收入	14.6%	17.5%	8.9%	8.9%	8.8%
应付帐款	17	19	22	23	24	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	52.3%	63.8%	8.8%	8.6%	8.2%
其他流动负债	16	32	26	30	32	负债权益比	109.6%	176.4%	9.7%	9.5%	8.9%
长期借款	117	205	-	-	-	流动比率	1.29	0.95	6.57	6.00	5.83
其他非流动负债	12	17	8	8	8	速动比率	0.60	0.62	4.57	3.50	3.26
负债总额	252	500	105	112	114	利息保障倍数	4.71	4.06	44.46	57.73	67.11
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	70	70	93	93	93	DPS(元)	-	-	0.40	0.50	0.60
留存收益	160	213	993	1,088	1,192	分红比率	0.0%	0.0%	32.8%	29.0%	30.0%
股东权益	230	283	1,086	1,181	1,286	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
现金流量表	2,008	2,009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	41	57	114	161	187	EPS(元)	0.44	0.61	1.22	1.72	2.00
加: 折旧和摊销	11	23	25	32	40	BVPS(元)	2.47	3.03	11.64	12.66	13.78
资产减值准备	-0	0	1	-	-	PE(X)	171.5	124.4	62.3	44.1	38.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	30.8	25.0	6.5	6.0	5.5
财务费用	3	11	19	3	3	P/FCF	-154.2	170.7	-9.2	108.1	86.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	23.3	19.3	10.6	8.6	8.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	88.8	56.9	49.5	36.2	31.5
营运资金的变动	-12	-21	-126	-80	-18	CAGR(%)	57.2%	48.5%	-	-	-
经营活动产生现金流量	52	74	15	115	211	PEG	3.0	2.6	-0.6	-	-0.4
投资活动产生现金流量	-171	-227	-2	-2	-2	ROIC/WACC	2.4	1.9	1.8	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	136	190	308	-50	-59	REP	5.9	4.6	3.4	4.0	3.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034