

启动国际化经营战略

2010 年中报点评

报告关键点:

- 产能规模扩张以及产品结构调整带来2010年中期业绩的大幅增长;
- 预计2010年净利润增长一倍, 实现每股收益0.94元。公司未来的高成长性值得期待;
- 维持“增持-A”投资评级。

报告内容:

- 格林美2010年中报显示, 公司上半年主营业务收入和净利润同比分别上升66.7%和51.6%; 实现每股收益0.30元, 这基本符合我们的预期。分季度看, 公司前两个季度每股收益分别为0.10元和0.21元。
- 上半年公司业绩大幅增长的主要原因是产能规模扩张和产品结构改善: 1) 新增的1,000吨超细钴粉产能全面达产; 超细镍粉的扩张继续按计划进行; 2) 电子废弃物回收项目的建设使塑木型材销量进一步增长, 同时新增了电积铜板等产品。因此, 上半年公司的产品销量与综合毛利率均有所上升。
- 年初以来, 格林美陆续在丰城、无锡和武汉建立新的电子废弃物处理中心, 加上此前的荆门生产基地, 公司已在国内形成了四个电子废弃物处理基地。近日, 公司设立控股合资公司“美新格林美”(控股55%)从事塑木型材业务, 以专业化发展塑木型材这一新的利润增长点。同时, 公司还计划使用超募资金建设500吨超细钴粉产能, 以进一步巩固其在超细钴粉行业中的龙头地位。以上项目的建设有望为公司业绩的持续增长打下坚实基础。
- 另外, 格林美公告将在加拿大设立全资子公司GEM HIGH-TECH NORTH AMERICA CORPORATION, 以经营塑木型材、钴镍粉体材料的贸易与销售。这是公司国际化战略部署的重要起点。未来几年公司产能将迅速增加, 国际化战略将有利于产品销售渠道的拓展, 是公司做大做强的必由之路。
- 我们看好格林美开采中国“城市矿山”资源、创建世界先进循环工厂的先进商业模式。随着超细钴镍粉项目的达产, 以及电子废弃物回收项目的逐渐扩张, 预计公司未来三年净利润复合增长率为55.0%。考虑到格林美的创新生产模式以及未来高成长性, 我们继续维持“增持-A”的投资评级。
- 公司未来面临的主要风险为: 公司对国内电子废弃物回收渠道的布局速度低于预期, 使得产能利用率低于我们预测。

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	1,000
Growth(%)	38.7%	20.8%	81.4%	23.7%	21.2%
净利润	41	57	114	161	212
Growth(%)	14.3%	37.8%	99.6%	41.2%	32.0%
毛利率(%)	28.5%	34.0%	27.4%	30.0%	31.9%
净利润率(%)	13.6%	15.5%	17.0%	19.5%	21.2%
每股收益(元)	0.34	0.47	0.94	1.32	1.75
每股净资产(元)	1.90	2.33	8.93	9.44	10.13
市盈率	169.8	123.2	61.7	43.7	33.1
市净率	30.5	24.8	6.5	6.1	5.7
净资产收益率(%)	18.0%	20.1%	10.5%	14.0%	17.3%
ROIC(%)	23.4%	19.2%	18.2%	14.4%	17.9%
EV/EBITDA	68.3	44.1	49.0	35.8	27.8
股息收益率	0.0%	0.1%	0.8%	1.1%	1.5%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

58.59 元

期限: 6 个月 上次预测: 58.59 元

现价: 57.85 元

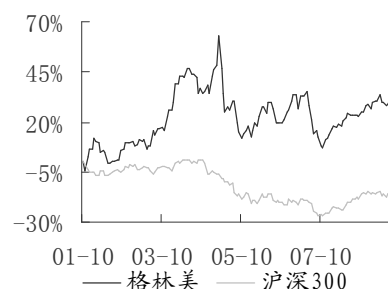
报告日期:

2010-08-17

市场数据

总市值(百万元)	7,018.13
流通市值(百万元)	1,754.53
总股本(百万股)	121.32
流通股本(百万股)	30.33
12 个月最高/最低	44.81/92.40 元
十大流通股东(%)	16.05%
股东户数	10,026

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.54)	9.82	39.49
绝对收益	10.93	18.20	33.19

研究员

衡昆	首席行业分析师
021-68766182	hengkun@essence.com.cn
证书编号	S1450209090268
章小韩	行业分析师
021-68765163	zhangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

格林美: 拟建武汉电子废弃物处理中心与扩张钴粉产能	2010-07-13
格林美: 电子废弃物处理中心再添一员	2010-06-16
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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-17

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	1,000	成长性					
减: 营业成本	218	243	484	578	681	营业收入增长率	38.7%	20.8%	81.4%	23.7%	21.2%
营业税费	2	2	3	4	5	营业利润增长率	0.0%	45.0%	104.5%	42.4%	32.6%
销售费用	6	6	10	12	15	净利润增长率	14.3%	37.8%	99.6%	41.2%	32.0%
管理费用	28	39	47	58	70	EBITDA 增长率	22.7%	61.5%	44.5%	36.9%	28.8%
财务费用	11	19	3	3	3	EBIT 增长率	16.2%	51.6%	57.7%	41.6%	32.1%
资产减值损失	-0	0	1	-	-	NOPLAT 增长率	26.2%	45.7%	52.2%	40.7%	31.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.0%	60.3%	78.1%	5.4%	7.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	83.3%	23.0%	282.6%	5.7%	7.3%
营业利润	40	58	120	170	226	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%	31.9%
利润总额	43	62	123	174	229	营业利润率	13.2%	15.9%	17.9%	20.6%	22.6%
减: 所得税	2	5	9	13	17	净利润率	13.6%	15.5%	17.0%	19.5%	21.2%
净利润	41	57	114	161	212	EBITDA/营业收入	20.3%	27.1%	21.6%	23.9%	25.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	16.8%	21.1%	18.3%	21.0%	22.9%
货币资金	40	77	273	150	63	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	139	218	216	231	229
应收帐款	11	13	27	33	40	流动营业资本周转天数	89	108	180	223	171
应收票据	6	6	6	6	6	流动资产周转天数	166	207	226	242	190
预付帐款	17	75	73	87	102	应收帐款周转天数	14	11	10	13	13
存货	86	92	194	260	307	存货周转天数	89	87	77	99	102
其他流动资产	0	0	1	1	1	总资产周转天数	459	619	531	532	468
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	367	506	477	508	445
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%	14.0%	17.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	7.3%	9.6%	12.8%	15.8%
固定资产	123	323	476	582	690	ROIC	23.4%	19.2%	18.2%	14.4%	17.9%
在建工程	179	158	100	100	100	费用率					
无形资产	21	37	36	35	35	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	1,186	1,254	1,345	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	16	18	20	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	52.3%	63.8%	8.6%	8.7%	8.6%
其他流动负债	16	32	26	30	36	负债权益比	109.6%	176.4%	9.4%	9.5%	9.5%
长期借款	117	205	-	-	-	流动比率	1.29	0.95	6.28	5.48	4.93
其他非流动负债	12	17	11	11	11	速动比率	0.60	0.62	4.16	2.82	2.02
负债总额	252	500	102	109	116	利息保障倍数	4.71	4.06	44.46	57.73	76.24
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	70	70	121	121	121	DPS(元)	-	0.06	0.47	0.66	0.87
留存收益	160	213	962	1,024	1,107	分红比率	0.0%	12.3%	50.2%	50.0%	50.0%
股东权益	230	283	1,083	1,145	1,229	股息收益率	0.0%	0.1%	0.8%	1.1%	1.5%
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	212	EPS(元)	0.34	0.47	0.94	1.32	1.75
加: 折旧和摊销	11	23	27	34	42	BVPS(元)	1.90	2.33	8.93	9.44	10.13
资产减值准备	-0	0	1	-	-	PE(X)	169.8	123.2	61.7	43.7	33.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	30.5	24.8	6.5	6.1	5.7
财务费用	3	11	19	3	3	P/FCF	-152.6	169.0	-9.2	70.8	54.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	23.1	19.1	10.5	8.5	7.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	68.3	44.1	49.0	35.8	27.8
营运资金的变动	-12	-21	-129	-80	-62	CAGR(%)	57.2%	55.0%			
经营活动产生现金流量	52	74	15	118	195	PEG	3.0	2.2	-0.6		-0.3
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	1.8
融资活动产生现金流量	136	190	291	-83	-109	REP	4.5	3.6	3.4	4.1	3.1

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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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