

# 三季度业绩略低预期

2010年三季度报点评

## 报告关键点:

- 产能规模扩张以及产品结构调整带来前三季度业绩的大幅增长;
- 新建项目产品产量释放进度低于预期使得公司业绩略低于预期;
- 维持“增持-A”投资评级。

## 报告内容:

- 格林美2010年3季报显示,公司今年前3季度主营业务收入和净利润同比分别上升57.2%和55.0%;实现每股收益0.53元,这略低于符合我们的预期。分季度看,公司前3个季度每股收益分别为0.10元、0.21元和0.22元。
- 前三季度公司业绩大幅增长的主要原因仍然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。
- 业绩略低于我们预期的原因是公司新建项目产品产量释放进度低于我们的预期。因此,我们下调了公司主要产品超细钴镍粉以及塑木型材的销量预测。我们预测公司2010年和2011年的每股收益分别为0.88元和1.13元。
- 今年以来,格林美主营业务规模迅速扩张。随着荆门、丰城、无锡和武汉电子废弃物处理中心的建立,格林美将在国内形成了四个电子废弃物处理基地。同时,公司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。另外,公司还将在加拿大设立全资子公司经营塑木型材、钴镍粉体材料的贸易与销售以启动国际化经营战略。未来几年公司产能将迅速增加,为公司业绩增长打下良好基础。
- 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41.6%。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	680	861	963
Growth(%)	38.7%	20.8%	85.1%	26.6%	11.8%
净利润	41	57	107	137	162
Growth(%)	14.3%	37.8%	87.5%	28.3%	18.0%
毛利率(%)	28.5%	34.0%	25.9%	26.2%	27.1%
净利润率(%)	13.6%	15.5%	15.7%	15.9%	16.8%
每股收益(元)	0.59	0.81	0.88	1.13	1.33
每股净资产(元)	1.90	2.33	4.05	7.78	8.40
市盈率	107.1	77.7	71.8	56.0	47.4
市净率	33.3	27.1	15.6	8.1	7.5
净资产收益率(%)	18.0%	20.1%	37.7%	14.5%	15.9%
ROIC(%)	23.4%	19.2%	17.1%	11.7%	11.3%
EV/EBITDA	74.4	47.9	39.1	47.6	40.8
股息收益率	0.0%	0.1%	0.6%	0.6%	0.7%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 66.70元

期限: 6个月 上次预测: 58.59元

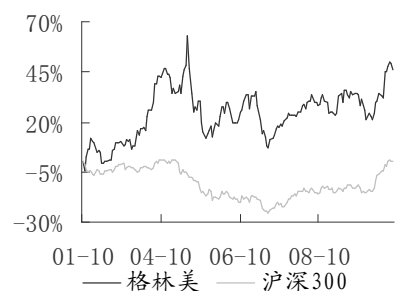
现价: 63.25元

报告日期: 2010-10-24

## 市场数据

总市值(百万元)	7,673.24
流通市值(百万元)	1,918.31
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	

## 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.24	(3.18)	46.63
绝对收益	20.48	17.79	45.62

## 研究员

衡昆

021-68766182  
执业证书编号

章小韩

021-68765163  
执业证书编号

首席行业分析师

[hengkun@essence.com.cn](mailto:hengkun@essence.com.cn)  
S1450209090268

行业分析师

[zhangxh2@essence.com.cn](mailto:zhangxh2@essence.com.cn)  
S14502100900006

## 前期研究成果

- 格林美: 启动国际化经营战略 2010-08-17
- 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

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-24

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>304</b>	<b>368</b>	<b>680</b>	<b>861</b>	<b>963</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	218	243	504	636	702	营业收入增长率	38.7%	20.8%	85.1%	26.6%	11.8%
营业税费	2	2	3	4	5	营业利润增长率	0.0%	45.0%	91.7%	29.2%	18.4%
销售费用	6	6	10	13	14	净利润增长率	14.3%	37.8%	87.5%	28.3%	18.0%
管理费用	28	39	48	60	67	EBITDA 增长率	22.7%	61.5%	37.1%	25.8%	16.3%
财务费用	11	19	3	3	3	EBIT 增长率	16.2%	51.6%	48.1%	28.7%	18.1%
资产减值损失	-0	0	1	-	-	NOPLAT 增长率	26.2%	45.7%	43.2%	28.0%	17.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.0%	60.3%	87.9%	21.6%	3.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	83.3%	23.0%	0.0%	233.4%	7.9%
<b>营业利润</b>	<b>40</b>	<b>58</b>	<b>112</b>	<b>145</b>	<b>171</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3	3	4	4	4	毛利率	28.5%	34.0%	25.9%	26.2%	27.1%
<b>利润总额</b>	<b>43</b>	<b>62</b>	<b>116</b>	<b>148</b>	<b>175</b>	营业利润率	13.2%	15.9%	16.5%	16.8%	17.8%
减: 所得税	2	5	9	11	13	净利润率	13.6%	15.5%	15.7%	15.9%	16.8%
<b>净利润</b>	<b>41</b>	<b>57</b>	<b>107</b>	<b>137</b>	<b>162</b>	EBITDA/营业收入	20.3%	27.1%	20.1%	20.0%	20.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>16.8%</b>	<b>21.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.2%</b>	<b>18.1%</b>
货币资金	40	77	183	37	-28	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	139	218	171	158	184
应收帐款	11	13	-	-	-	流动营业资本周转天数	89	108	150	177	151
应收票据	6	6	-	-	-	流动资产周转天数	166	207	200	199	168
预付帐款	17	75	76	95	105	应收帐款周转天数	14	11	3	-	-
存货	86	92	202	286	316	存货周转天数	89	87	78	102	113
其他流动资产	0	0	34	41	45	总资产周转天数	459	619	414	382	407
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	367	506	485	554	554
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	494	460	438	ROE	18.0%	20.1%	37.7%	14.5%	15.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	7.3%	13.7%	13.1%	14.3%
固定资产	123	323	323	433	551	ROIC	23.4%	19.2%	17.1%	11.7%	11.3%
在建工程	179	158	158	100	100	<b>费用率</b>					
无形资产	21	37	37	19	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%
<b>资产总额</b>	<b>482</b>	<b>783</b>	<b>783</b>	<b>1,047</b>	<b>1,130</b>	财务费用率	3.6%	5.2%	0.4%	0.3%	0.3%
短期债务	78	214	214	50	50	三费/营业收入	14.6%	17.5%	8.9%	8.8%	8.8%
应付帐款	17	19	19	16	19	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	52.3%	63.8%	63.8%	9.8%	9.8%
其他流动负债	16	32	32	26	31	负债权益比	109.6%	176.4%	176.4%	10.9%	10.9%
长期借款	117	205	205	-	-	流动比率	1.29	0.95	1.78	5.00	4.38
其他非流动负债	12	17	17	11	11	速动比率	0.60	0.62	1.06	1.88	1.22
<b>负债总额</b>	<b>252</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>103</b>	<b>111</b>	利息保障倍数	4.71	4.06	41.75	49.25	58.15
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>					
股本	70	70	70	121	121	DPS(元)	-	0.06	0.40	0.35	0.45
留存收益	160	213	213	823	898	分红比率	0.0%	12.3%	26.2%	31.3%	33.9%
<b>股东权益</b>	<b>230</b>	<b>283</b>	<b>283</b>	<b>944</b>	<b>1,019</b>	股息收益率	0.0%	0.1%	0.6%	0.6%	0.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2,008</b>	<b>2,009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	41	57	107	137	162	EPS(元)	0.59	0.81	0.88	1.13	1.33
加: 折旧和摊销	11	23	15	25	32	BVPS(元)	1.90	2.33	4.05	7.78	8.40
资产减值准备	-0	0	1	-	-	PE(X)	107.1	77.7	71.8	56.0	47.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	33.3	27.1	15.6	8.1	7.5
财务费用	3	11	19	3	3	P/FCF	-166.8	184.8	-6.4	-34.1	80.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	25.2	20.9	6.5	8.9	8.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	74.4	47.9	39.1	47.6	40.8
营运资金的变动	-12	-21	-80	-132	-32	CAGR(%)	49.1%	41.6%	-	-	-
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>52</b>	<b>74</b>	<b>46</b>	<b>33</b>	<b>165</b>	PEG	2.2	1.9	-0.7	-	-0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-171</b>	<b>-227</b>	<b>-496</b>	<b>32</b>	<b>19</b>	ROIC/WACC	2.4	2.0	1.8	1.2	1.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>136</b>	<b>190</b>	<b>-43</b>	<b>289</b>	<b>-58</b>	REP	4.8	3.8	2.5	4.7	4.7

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