

湘财证券研究所

公用事业研究小组

有色金属研究小组

研究员 吴江

Tel: 021-68634510-8009

E-Mail: wj2853@xcsc.com

研究员 叶鑫

Tel: 021-68634510-8710

E-Mail: yx2893@xcsc.com

研究员 刘昭亮

Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: lzl2581@xcsc.com

湘财证券

格林美 (002340) 系列报告

新股定价报告 (2010.1.5)

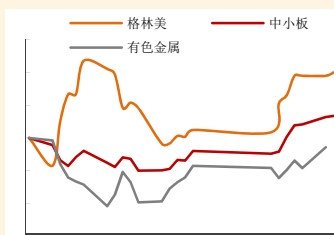
——循环经济和低碳大潮中的“城市金矿”

公司调研报告 (2010.1.27)

——公司部分产能超预期、调高 2010-2011 年业绩 (首次给予“买入”评级)

——09 年业绩略超预期、电子废弃物项目大有可为 (维持“买入”)

格林美近期走势



□ 2010年3月2日深圳、荆门调研纪要 我们于3月2-4日对格林美深圳总部和荆门工厂进行了再次调研，并与公司董事长、董秘等高管进行了交流，调研纪要如下：

1. 产能

(1). 钴镍项目：钴粉1500吨产能已经投产；镍粉到目前新增了300吨，2010年底全部镍粉募投项目投产。目前公司钴镍产品95%左右为国内市场，正在积极开拓国外市场。

(2). 电子废弃物项目：分为荆门和深圳两大部分。荆门方面电子废弃物项目主要做收集、分类、拆解以及废铜的湿法冶金，2010年底形成1.5万吨处理产能，2011年形成2.5万吨处理产能，2012年形成50000吨处理产能。荆门电子废弃物项目的主要产品为阴极铜，2010年形成约1000吨产能（含深圳方面回收的铜）。废铝、废钢铁、铅等也有一部分，但目前产能不详。深圳方面电子废弃物项目主要做废弃电路板的破碎、分选、回收以及塑木型材。其中，塑木型材2010年底形成10000吨产能，2012年形成30000吨产能（以上含荆门提供的塑料）。

2. 资源渠道

(1). 钴镍项目：原材料渠道主要依靠向硬质合金刀具企业、电池企业和回收公司收购含钴镍废料，约占90%；自建回收体系收集废旧电池约占10%。

(2). 电子废弃物项目：分为荆门和深圳两大部分。荆门方面电子废弃物回收的主要标的为：废旧电视机、电冰箱、洗衣机和空调等家用电器，主要依靠家电以旧换新政策向居民收购（收购价格以塑料计价，2-3元/公斤）和一些电器制造企业（价格不明，但我们估计不会超过向居民收购价）。深圳方面电子废弃物回收的主要标的为：废旧印刷电路板，主要是向广东地区电路板生产企业收购其生产过程中的错板、废板和边角余料。收购价格以铜计价（我们估计可按照精铜价格的50%折价计算）。

公司目前正在和江西、四川、江苏等省市积极洽谈合作项目，以拓宽公司渠道。

3. 塑木型材价格

塑木型材销售价格有所提高，目前为7000元/吨左右（含税），且仍有上涨可能。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	304	368	697	955
收入同比(%)	39%	21%	90%	37%
归属母公司净利润	41	55	117	168
净利润同比(%)	14%	33%	114%	43%
毛利率(%)	28.5%	33.5%	33.0%	33.0%
ROE(%)	18.0%	19.3%	10.6%	13.2%
每股收益(元)	0.59	0.79	1.26	1.80
P/E	101.12	76.02	47.46	33.10
P/B	18.16	14.66	5.01	4.35
EV/EBITDA	92	60	31	23

调研结论

根据调研,我们认为公司 2010 年镍粉项目产能进度较预期稍慢,而钴粉则略超预期;其塑木型材价格的上涨约为 25%,较大幅度超过我们之前的预期。综合以上考量,钴粉的满产以及塑木型材价格的上涨,完全可以对冲镍粉产能降低带来的影响。

我们认为,未来3-5年公司钴粉将达到3000吨/年左右,成为全球领先的钴粉制造商,而自建回收体系对原料供应的占比,则将提高到20%。对于电子废弃物项目,我们判断其超预期的可能性很大,50000吨处理能力或将在2012年以前提前形成,而电子废弃物项目的其他产品,如废铝、废钢铁、铅等也将开始贡献业绩。渠道建设方面,公司和多个省市的合作项目目前正在积极推进中,我们认为今年将取得实质性的进展。

表1: 2009-2011年钴镍项目投产后预计产能(本次调研后调整)

产品/产能	2009 (吨)	2010E (吨)	2011E (吨)
超细钴粉	1200	1500	1500
镍粉	300	700	1300
镍合金	200	600	800
氧化锌	\	300	500

数据来源: 湘财证券研究所

表2: 2009-2011年电子废弃物项目预计产能(本次调研后调整)

产品/产能	2009 (吨)	2010E (吨)	2011E (吨)
塑木型材	1500	9000	15000
阴极铜	300	1000	2000

数据来源: 湘财证券研究所

我们认为,公司以钴镍超细粉末为基础迅速做强,而在 09 年国家推出家电以旧换新政策后,又成功切入电子废弃物处理领域,形成了目前钴镍粉末和电子废弃物双轮驱动的格局。我们想要强调的是,钴镍项目是公司目前和未来较长一段时间的支柱业务,其成长性和盈利较为稳定;而电子废弃物项目和回收体系建设,则是公司未来业绩出现爆发式增长的两个突破点。根据我们的判断,未来 3-5 年公司钴镍粉末项目的营收占比将从目前的 85-90%逐步下降到 60%-70%,而电子废弃物项目的营收占比则将上升到 30%-40%,业绩方面的贡献则可达 40%-50%。此外,电

子废弃物项目和渠道建设相辅相成，这一点在家电以旧换新政策退出以后将显得极端重要。公司目前和多个省市存在合作意向，我们估计其渠道建设会在今年取得实质性进展。同时，《废弃电器电子产品回收处理管理条例》、《废弃电器电子产品回收处理目录》以及电子废弃物处理基金等政策的正式执行，也将为公司电子废弃物项目提供巨大的发展空间。本着谨慎的原则，我们在预测公司业绩时，并未考虑上述利好因素。

公司目前股价较高，对应 09 年摊薄后 PE 达到 100 倍左右。但我们坚持看好公司电子废弃物项目的快速扩张和渠道建设的推进，我们认为这两个方面存在超预期的可能性，尤其是电子废弃物项目。因此，我们仍然维持对公司的“买入”评级，在不考虑电子废弃物政策等利好因素的情况下，2010-2011 年 EPS 分别为 1.26 元和 1.80 元，3-6 个月目标价 70 元。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	159	251	1057	1319	营业收入	304	368	697	955
现金	40	60	758	923	营业成本	218	244	467	640
应收账款	10	23	33	48	营业税金及附加	2	3	5	7
其他应收款	1	3	4	5	营业费用	6	6	12	16
预付账款	17	49	60	60	管理费用	28	37	56	76
存货	86	111	196	270	财务费用	11	21	27	27
其他流动资产	6	5	8	14	资产减值损失	-0	1	1	2
非流动资产	323	529	510	490	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	403	418	409	营业利润	40	56	130	187
无形资产	21	37	47	58	营业外收入	3	4	4	4
其他非流动资产	180	90	45	23	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	482	780	1568	1809	利润总额	43	60	133	191
流动负债	123	276	184	207	所得税	2	5	16	23
短期借款	78	219	100	100	净利润	41	55	117	168
应付账款	5	9	11	18	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	40	48	72	90	归属母公司净利润	41	55	117	168
非流动负债	129	219	272	322	EBITDA	63	96	186	246
长期借款	117	211	261	311	EPS (元)	0.59	0.79	1.26	1.80
其他非流动负债	12	8	11	11					
负债合计	252	495	456	529					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	70	70	93	93					
资本公积	79	79	765	765					
留存收益	81	136	254	422					
归属母公司股东权益	230	285	1112	1280					
负债和股东权益	482	780	1568	1809					
现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	52	31	95	154	成长能力				
净利润	41	55	117	168	营业收入	38.7%	20.8%	89.5%	37.0%
折旧摊销	11	19	30	32	营业利润	0.0%	38.6%	131.9%	44.7%
财务费用	11	21	27	27	归属于母公司净利润	14.3%	33.0%	113.6%	43.4%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-11	-61	-82	-74	毛利率(%)	28.5%	33.5%	33.0%	33.0%
其他经营现金流	-1	-3	3	0	净利率(%)	13.6%	15.0%	16.9%	17.6%
投资活动现金流	-171	-225	-11	-12	ROE(%)	18.0%	19.3%	10.6%	13.2%
资本支出	170	208	0	0	ROIC(%)	12.1%	10.6%	18.8%	24.1%
长期投资	-3	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-4	-17	-11	-12	资产负债率(%)	52.3%	63.4%	29.1%	29.2%
筹资活动现金流	136	214	613	23	净负债比率(%)	82.07%	89.33%	81.85%	79.97%
短期借款	32	141	-119	0	流动比率	1.29	0.91	5.76	6.36
长期借款	46	94	50	50	速动比率	0.60	0.51	4.69	5.06
普通股增加	10	0	23	0	营运能力				
资本公积增加	54	0	686	0	总资产周转率	0.78	0.58	0.59	0.57
其他筹资现金流	-5	-21	-27	-27	应收账款周转率	26	21	24	22
现金净增加额	17	20	698	165	应付账款周转率	61.30	35.83	46.08	44.13
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.59	0.79	1.26	1.80
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.44	1.02	1.65
					每股净资产(最新摊薄)	3.29	4.07	11.91	13.72
					估值比率				
					P/E	101.12	76.02	47.46	33.10
					P/B	18.16	14.66	5.01	4.35
					EV/EBITDA	92	60	31	23

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。