

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: 021-68634510-8727

E-Mail: yx2893@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)

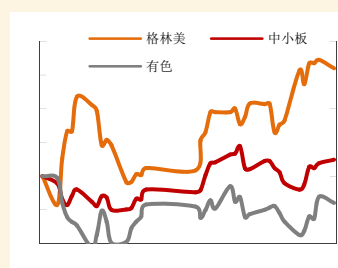
业绩快报 (2010.2.24)

——09 年业绩略超预期、电子废弃物项目大有可为 (维持“买入”)

公司调研报告 (2010.3.4)

——深圳、荆门两地调研纪要 (维持“买入”)

格林美近期走势



□ 公司《电子废弃物回收及循环利用项目投资框架协议书》的公告

3月23日，公司发布公告，江西省商务厅已批准本公司在江西省以“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。双方认为目前在丰城市建设电子废弃物处理基地并在江西省开展电子废弃物的回收已基本具备条件，双方就项目立项、选址、用地等内容初步达成一致意见，共同签署了协议书。本协议书的主要内容如下：

项目名称：电子废弃物回收与循环利用项目

项目选址：丰城市资源循环利用产业基地

项目用地：300 亩

项目概况：项目前期投入约人民币1 亿元，资金来源为企业自有资金或银行贷款。根据项目实施进度，乙方将逐步增加投资，并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，使其成为江西省电子废弃物的处理与资源化中心。

□ 点评

公司江西丰城电子废弃物项目的如期签订符合我们之前的判断，即钴/镍再生产品是公司目前和未来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。此次项目的正式签约，同时涉及电子废弃物处理和回收体系建设，表明了公司在电子废弃物处理领域的勃勃雄心，迈出了扩张的第一步。

1. 电子废弃物产能

以该项协议签订为标志，公司目前的电子废弃物项目已覆盖到深圳、湖北和江西三个省市，设计产能已达到10万吨。我们预计，湖北5万吨电子废弃物项目2010年产能达到1.5万吨，2011年达到2.5万吨，2012年全面建成投产。我们认为，湖北5万吨级项目极有可能提前形成。江西丰城方面，根据我们了解公司该项目是江西省重点项目（跻身江西省第34次重大项目调度会议），具有良好的外部政策环境；且丰城市循环经济产业园区已初具规模，各项基础和配套设施建设较为完备。因此我们判断，在政策支撑和园区各项条件配合较好的情况下，若该项目于2010年上半年开始建设，则最快2012年年底可全面投产。此外，我们不排除丰城项目继续扩大产能的可能性。

2. 资源渠道

我们认为，公司和江西省的合作具有排他性。公司将利用“家电以旧换新”政策（原政策仅9个试点省市）向全国实施的有利时机，成功占据江西市场。公司渠道扩张建设同样迈出坚实的第一步。

3.万吨级电子废弃物项目业绩测算

我们通过对电子废弃物的构成和所含各类资源的分析，初步测算新增万吨级电子废弃物项目对公司业绩的影响。根据测算，公司每新增万吨电子废弃物处理能力，将带来约8000万左右的营业收入，若保守按20%的净利率计算，曾将新增近1600万元净利润，增厚公司EPS约0.17元。

□ 投资建议

我们在之前的系列报告中曾反复强调，公司目前的两大业务模块各具优势，钴\镍项目是公司的传统业务，具有更高的技术壁垒、更完善的上下游产业链、可提供稳定的现金流。电子废弃物项目则是公司在 09 年家电以旧换新政策出台后，成功切入的一个新领域，其优势在于高成长性。我们判断，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%。

公司双轮驱动的业务结构兼顾稳健性和成长性。根据我们的测算，公司每新增 1 万吨电子废弃物项目处理能力，将增厚公司 EPS 约 0.17 元。据此，江西丰城 5 万吨级项目全部投产将增厚公司业绩约 0.85 元。本着谨慎的原则，在公司该项目具体建设规划出台以前，我们暂时不将江西项目的业绩贡献计入。

另外，2011 年《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将正式执行，这将为公司电子废弃物项目提供更为广阔的发展空间。同样本着谨慎的原则，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 107 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，我们不排除电子废弃物项目继续稳定扩张的可能性。因此，我们仍然维持对公司的“买入”评级，在不考虑江西丰城项目贡献业绩和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，调高 3-6 个月目标价为 80 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)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.79	1.26	1.80	P/E	101.12	76.02	47.46	33.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.44	1.02	1.65	P/B	18.16	14.66	5.01	4.35
每股净资产(最新摊薄)	3.29	4.07	11.91	13.72	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。