

湘财证券研究所
**电力公用事业研究小组
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

研究员 王师

Tel: 021-68634510-8227

E-Mail: ws2897@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)

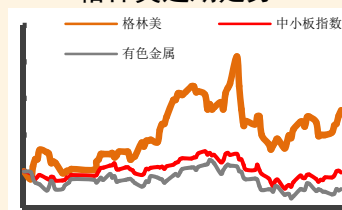
——09 年业绩略超预期、电子废弃物项目大有可为 (维持“买入”)

公司调研报告 (2010.3.4)

——深圳、荆门两地调研纪要 (维持“买入”)

公司深度报告 (2010.6.10)

——政策为纲、技术为本、渠道为王的循环经济领军企业 (维持买入)

格林美近期走势


□ 无锡电子废弃物项目正式签约 公司6月11日发布公告称,已与无锡鸿山经济园区开发有限公司签署了《电子废弃物回收循环利用与再资源化项目投资框架协议》。公司拟在无锡市新区设立子公司“无锡格林美资源循环有限公司”(暂定名),投资3亿元建设电子废弃物回收循环利用与再资源化项目,并最终将无锡格林美建设成为华东地区电子废弃物分类拆解处理与资源化中心。

□ 新项目布局无锡小城镇、意在抢占华东大市场 虽然目前并无详细的项目信息,但我们通过公司选择无锡鸿山工业园区这一决策,可以看出公司放眼整个华东电子废弃物处理市场的勃勃雄心。

➢ 公司所在地生产原料供应优势。以上海、无锡、苏州、昆山、杭州为代表的华东地区,是中国电子产业三大产业集群地(长三角、珠三角和环渤海)之一。以公司项目所在地无锡新区为例,该地区是国家级集成电路产业园区,拥有为数众多的国内外电子生产企业,每年可产生大量电子废料、边角料、残次品等,这将为公司提供充足的原料供应。

➢ 公司项目所在地无锡鸿山镇交通条件优势。南傍京杭大运河,西接无锡国际机场,紧靠312国道,沪宁高速公路、锡甘路、东干线、东环线、锡东大道穿境而过。距上海1小时车程,到省会城市南京160公里,正在建设中的京沪高速铁路将使得交通优势更为明显。这些都将成为公司电子废弃物处理业务向长三角其他城市延伸提供了绝佳的条件。

➢ 特殊生产原料带来的新产品优势。如前所述,由于公司新项目地处国家级电子产业腹地,拥有大量芯片、微型和小型电子元器件(智能卡、接插槽等)生产企业,而这些产品的生产废料、边角料、残次品中稀贵金属如金、银、铂等的含量远高于普通废旧家电产品。因此,我们预计公司会根据这些电子废料的特点,开发出新的产品如黄金、白银等。

□ 电子废弃物处理能力快速扩张、未来业绩增长的爆点 自3月中旬公司江西丰城项目签订以来,公司计划在各地布局的电子废弃物回收处理业务继续顺利推进。以无锡项目签订为标志,目前公司电子废弃物处理业务已覆盖到深圳、湖北、江西、无锡等4个省市。其中湖北(荆门)、江西(丰城)项目设计处理能力各为5万吨,我们假设无锡和深圳项目处理能力也为5万吨,则公司目前电子废弃物设计处理能力已达20万吨左右。按照我们之前报告中测算的每万吨处理能力增厚EPS0.17-2.0元(按现有股本)计算,则20万吨处理能力全部达产后将增厚公司业绩3.4-4.0元。这符合我们一直以来的判断,即电子废弃物项目是公司未来业绩出现爆发式增长的突破点。

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	368	699	1118	1397
收入同比(%)	21%	90%	60%	25%
归属母公司净利润	57	117	194	265
净利润同比(%)	38%	106%	66%	36%
毛利率(%)	34.0%	34.5%	34.5%	35.5%
ROE(%)	20.1%	11.0%	15.4%	17.3%
每股收益(元)	0.61	1.26	2.08	2.83
P/E	119.51	58.09	35.02	25.74
P/B	24.05	6.38	5.40	4.46
EV/EBITDA	71	38	25	19

□ 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。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 0.17-2.0 元。

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。

根据对公司的调研和对循环经济、再生资源行业的判断，我们认为公司是一个质地优良的循环经济（再生资源）企业。一方面，公司业务符合国家战略性新兴产业发展战略、受国家政策的扶植，同时以技术和品牌优势开拓资源渠道、以渠道建设巩固未来发展的基础，“政策、技术、渠道”三大要素均已具备；正处于快速发展的黄金时期。另一方面，公司两大业务模块各具特色，双轮驱动使得公司业绩兼顾稳健性和成长性。

公司股价经过一轮深度调整，目前已经回落到 70 元附近，虽然估值仍较高，但我们始终坚持看好公司电子废弃物项目的扩张和渠道建设的推进。目前，江西电子废弃物项目已经启动，回收和超市和处理基地的建设已经开始；无锡项目的正式签订使得电子废弃物向着广大的华东市场扩张。同时，由于 6 月份家电以旧换新政策向全国推行，公司电子废弃物的来源将得到有力保障，因此我们认为公司的电子废弃物处理产能或将顺势进一步扩大。此外，我们认为钴镍项目方面也不排除继续扩大产能的可能性。综合考虑以上因素，我们继续维持对公司的“买入”评级，在不考虑 2011 年电子废弃物政策等利好因素的情况下，2010-2012 年 EPS（按未转增股本计算）分别为 1.26 元、2.08 元和 2.83 元。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	264	750	1017	1354	营业收入	368	699	1118	1397
现金	77	476	616	867	营业成本	243	458	732	901
应收账款	12	33	35	53	营业税金及附加	2	3	6	7
其他应收款	1	3	3	5	营业费用	6	14	22	28
预付账款	75	49	60	60	管理费用	39	70	112	133
存货	92	181	285	350	财务费用	19	24	21	21
其他流动资产	6	8	17	20	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	519	711	681	651	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	323	578	574	549	营业利润	58	129	225	307
无形资产	37	53	66	81	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	159	80	41	21	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	783	1461	1699	2005	利润总额	62	133	229	311
流动负债	277	179	220	263	所得税	5	16	34	47
短期借款	214	100	100	100	净利润	57	117	194	265
应付账款	13	14	26	36	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	50	65	94	127	归属母公司净利润	57	117	194	265
非流动负债	222	215	217	215	EBITDA	101	186	290	374
长期借款	205	205	205	205	EPS (元)	0.81	1.26	2.08	2.83
其他非流动负债	17	10	12	10					
负债合计	500	393	437	479	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	70	93	93	93	成长能力				
资本公积	82	747	747	747	营业收入	20.8%	90.0%	60.0%	25.0%
留存收益	131	227	422	686	营业利润	45.0%	121.3%	73.9%	36.7%
归属母公司股东权益	283	1068	1262	1527	归属于母公司净利润	37.8%	105.7%	65.9%	36.0%
负债和股东权益	783	1461	1699	2005	获利能力				
					毛利率(%)	34.0%	34.5%	34.5%	35.5%
现金流量表					净利率(%)	15.5%	16.8%	17.4%	18.9%
单位: 百万元					ROE(%)	20.1%	11.0%	15.4%	17.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	11.1%	14.9%	21.7%	28.6%
经营活动现金流	74	95	176	287	偿债能力				
净利润	57	117	194	265	资产负债率(%)	63.8%	26.9%	25.7%	23.9%
折旧摊销	23	33	44	46	净负债比率(%)	86.23%	80.65%	72.61%	66.23%
财务费用	19	24	21	21	流动比率	0.95	4.20	4.63	5.14
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.62	3.19	3.33	3.81
营运资金变动	-25	-75	-85	-44	营运能力				
其他经营现金流	-0	-5	1	0	总资产周转率	0.58	0.62	0.71	0.75
投资活动现金流	-227	-225	-14	-16	应收账款周转率	33	29	31	30
资本支出	227	208	0	0	应付账款周转率	27.25	34.06	36.94	29.24
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-17	-14	-16	每股收益(最新摊薄)	0.61	1.26	2.08	2.83
筹资活动现金流	190	529	-21	-21	每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.01	1.88	3.08
短期借款	136	-114	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.03	11.44	13.52	16.36
长期借款	88	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	23	0	0	P/E	119.51	58.09	35.02	25.74
资本公积增加	3	665	0	0	P/B	24.05	6.38	5.40	4.46
其他筹资现金流	-37	-45	-21	-21	EV/EBITDA	71	38	25	19
现金净增加额	37	398	141	250					

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。