

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

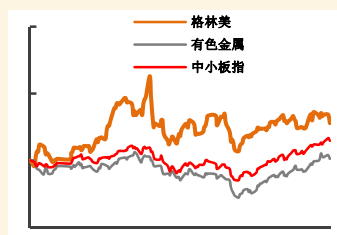
研究员 叶鑫
Tel: 021-68634510-8727
E-Mail: yx2893@xcsc.com

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

- 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”)
- 深圳、荆门两地调研纪要(维持“买入”)
- 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)
- 电子废弃物业务再扩张、新项目布局无锡意在华东(维持“买入”)
- 电子废弃物处理再下一城、超细钴粉项目锦上添花(维持“买入”)

格林美近期走势



□ 废弃电器电子产品处理目录(第一批)出台

9月15日,国家发改委、环保部、工信部联合发布了《废弃电器电子产品处理目录(第一批)》和《制订和调整废弃电器电子产品处理目录的若干规定》公告。电视机、电冰箱、洗衣机、房间空调器和微型计算机等五种产品作为首批《目录》产品。

□ 回收目录出台利好电子废弃物处理行业发展

2009年2月,温家宝总理签署国务院令颁布了《废弃电器电子产品回收处理管理条例》(2011年1月1日正式实行),标志着电子废弃物回收和处理的规范化向着纵深发展。此外还有两个配套政策,即“废弃电器电子产品处理目录”和“电子废弃物处理基金”。我们认为,回收目录的出台将使该条例具有较强的可操作性,克服了以往政策难以操作的缺点,将是继家电“以旧换新”后的又一项有力措施。

□ 另一重磅政策—废弃电器电子产品处理基金正在酝酿中

利好电子废弃物回收处理行业的另一个重磅政策—废弃电器电子产品处理基金目前正在酝酿中。从我们了解到的情况来看,初步确定或将对家用电器和个人电脑制造商征收4-20元/台不等的处理费,用以补贴电子废弃物回收和处理企业。由于“家电以旧换新政策”推迟到2011年底退出,为避免重复补贴,处理基金有可能从2012年开始执行。但我们不排除处理基金提前启动的可能性。我们认为,此项政策将显著增强正规企业在原料渠道方面的竞争力,逐步抑制非法小作坊处理的资源渠道。

□ 与湖北四大家电零售巨头签约增强回收能力

公司子公司荆门格林美中标湖北家电以旧换新拆解企业,并与武汉四大家电零售巨头(家电销售和回收双中标企业)武汉工贸有限公司、武汉中百集团股份有限公司、武汉国美电器有限公司、武汉苏宁电器有限公司签订了《关于加快湖北省废旧家电回收及环保处理的战略合作协议》。四家公司回收的全部废旧家电将交与荆门格林美进行环保拆解处理。经我们测算,湖北省废旧家电潜力巨大、理论年产生量约为30-40万吨,而公司与湖北最大的四个家电零售(回收)企业签约,将显著的增强公司对电子废弃物资源的控制力,有助于提高公司电子废弃物处理业务的经营业绩。

□ 投资建议

电子废弃物项目方面,公司江西丰城项目已经开始生产,而武汉项目进度也较快。公司和惠东美新合资成立控股子公司虽未获股东大会通过,但我们认为对塑木产能不会产生较大影响。此外,钴粉项目的进一步扩产为公司未来业绩再添砝码。虽然近期股价震荡,但我们仍然看好公司未来发展,维持对公司的“买入”评级。

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	368	699	1152	1419
收入同比(%)	21%	90%	65%	23%
归属母公司净利润	57	109	184	251
净利润同比(%)	38%	92%	69%	36%
毛利率(%)	34.0%	34.8%	34.8%	35.0%
ROE(%)	20.1%	10.0%	14.5%	16.5%
每股收益(元)	0.47	0.90	1.52	2.07
P/E	118.27	61.71	36.58	26.86
P/B	23.80	6.20	5.30	4.43
EV/EBITDA	70	41	26	20

表1：2010-2012年公司主要产品预计产能

产品/产能	2010（吨）	2011E（吨）	2012E（吨）
超细钴粉	1500	1750	2000
镍粉	700	1300	1300
镍合金	600	800	800
氧化锌	300	500	500
塑木	8000	15000	30000
电解铜或其他铜产品（来自电子废弃物）	300	1500	3300
电解铜（来自钴镍项目废渣）	1200	1500	1700
电解铜和其他铜产品合计	1500	3000	5000

数据来源：湘财证券研究所（电子废弃物项目产品产能按照2010-2012年分别1.5、2.5、5万吨处理能力计算）

表 2：公司业务区域电子废弃物理论产生量（万吨）

年份	广东	湖北	江西	江苏
2009	60	29	13	48
2010	68	33	15	53
2011	75	38	18	59
2012	83	40	20	65
2013	93	42	23	72
2014	106	46	26	81
2015	113	48	28	88

数据来源：湘财证券研究所（电子废弃物按每台 20 公斤计算）

表 3：公司业务区域电子废弃物理论产生量（万吨）

年份	广东	湖北	江西	江苏
2009	75	36	17	60
2010	85	41	19	66
2011	94	47	23	74
2012	103	49	25	81
2013	116	53	29	90
2014	133	57	33	102
2015	141	59	35	109

数据来源：湘财证券研究所（电子废弃物按每台 25 公斤计算）

盈利预测和估值

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	769	1030	1352	营业收入	368	699	1152	1419
现金	77	496	619	857	营业成本	243	456	751	923
应收账款	12	33	37	52	营业税金及附加	2	3	6	7
其他应收款	1	3	4	5	营业费用	6	21	35	28
预付账款	75	49	60	60	管理费用	39	77	127	149
存货	92	180	293	358	财务费用	19	24	21	21
其他流动资产	6	8	18	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	117	213	291
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	1481	1711	2004	利润总额	62	121	217	295
流动负债	277	178	223	266	所得税	5	12	33	44
短期借款	214	100	100	100	净利润	57	109	184	251
应付账款	13	14	27	37	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	50	65	96	129	归属母公司净利润	57	109	184	251
非流动负债	222	215	217	215	EBITDA	101	175	278	358
长期借款	205	205	205	205	EPS (元)	0.81	0.90	1.52	2.07
其他非流动负债	17	10	12	10					
负债合计	500	393	439	481					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	70	121	121	121					
资本公积	82	747	747	747					
留存收益	131	219	404	654					
归属母公司股东权益	283	1088	1272	1523					
负债和股东权益	783	1481	1711	2004					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	74	87	157	275	成长能力				
净利润	57	109	184	251	营业收入	20.8%	90.0%	64.9%	23.2%
折旧摊销	23	33	44	46	营业利润	45.0%	100.9%	81.2%	36.8%
财务费用	19	24	21	21	归属于母公司净利润	37.8%	91.6%	68.7%	36.2%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-25	-74	-94	-42	毛利率(%)	34.0%	34.8%	34.8%	35.0%
其他经营现金流	-0	-5	2	-0	净利率(%)	15.5%	15.6%	16.0%	17.7%
投资活动现金流	-227	-225	-14	-16	ROE(%)	20.1%	10.0%	14.5%	16.5%
资本支出	227	208	0	0	ROIC(%)	11.1%	14.1%	20.5%	27.0%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	-17	-14	-16	资产负债率(%)	63.8%	26.5%	25.7%	24.0%
筹资活动现金流	190	557	-21	-21	净负债比率(%)	86.23%	80.66%	72.17%	65.91%
短期借款	136	-114	0	0	流动比率	0.95	4.31	4.63	5.09
长期借款	88	0	0	0	速动比率	0.62	3.30	3.31	3.74
普通股增加	0	51	0	0	营运能力				
资本公积增加	3	665	0	0	总资产周转率	0.58	0.62	0.72	0.76
其他筹资现金流	-37	-45	-21	-21	应收账款周转率	33	29	31	30
现金净增加额	37	419	122	238	应付账款周转率	27.25	33.99	37.33	29.21

每股指标 (元)					估值比率				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.90	1.52	2.07	P/E	118.27	61.71	36.58	26.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.72	1.29	2.27	P/B	23.80	6.20	5.30	4.43
每股净资产(最新摊薄)	2.33	8.97	10.48	12.55	EV/EBITDA	70	41	26	20

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。