

志存高远的“城市矿山”开拓者，重申推荐评级

格林美（002340）2010 年年报点评

推荐（维持）

风险评级：一般风险

投资要点：

- ◇ **2010年业绩增长50.38%，略低于预期。**2010年实现归属上市公司净利润8568.69万元，同比增长50.38%，折合每股收益为0.71元，略低于我们前期预测的0.78元。公司分红预案为：每10股转增10股，并派现金红利1元（含税）。
- ◇ **毛利率稳步提升。**2010年综合毛利率为35.65%，同比提升了1.68个百分点。我们判断超细钴镍粉毛利率提升的主要原因在于公司近年来继续加大上游资源的开拓业务，原料自给率得到提高。塑木型材毛利率正如预期的下滑，2010年毛利率为40.69%，同比下降8.24个百分点。
- ◇ **未来2年产能将继续大幅释放。**2010年超细钴镍粉产量1618吨，我们预计钴粉约为1100吨，镍粉约为520吨。我们预计2011、2012年钴粉销量分别为1500吨、2000吨，分别同比增长36.4%、33.3%；预计2011、2012年镍粉销量分别为800吨、1200吨，分别增长53.8%、50%。预计2011、2012年塑木型材产量将分别达到13000吨、20000吨。
- ◇ **长期投资价值明显，维持推荐。**我们预测公司2011、2012年净利润分别增长72.38%、51.7%，对应每股收益分别为1.22元、1.85元。公司所从事的再生资源循环利用业务属于国家大力支持的朝阳行业，随着“资源节约型”与“环境友好型”社会建设的展开，以及循环、低碳经济趋势的发展，再生资源循环利用行业迎来了黄金发展时期，未来市场规模和发展潜力都很大。公司仍然具有较高的中长期投资价值，维持推荐评级，建议投资者持续关注。

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	367.73	570.00	857.50	1,194.00
同比%	0.21	55.01	50.44	39.24
归属母公司净利润(百万元)	56.98	85.69	147.71	224.10
同比%	0.38	50.38	72.38	51.71
毛利率%	33.97	35.65	35.50	36.50
ROE%	8.13	8.13	12.86	17.17
每股收益(元)	0.47	0.71	1.22	1.85
每股净资产(元)	4.05	8.69	9.47	10.76
市盈率(倍)	117.49	78.12	45.32	29.87
市净率(倍)	13.62	6.35	5.83	5.13

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2011 年 3 月 28 日

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

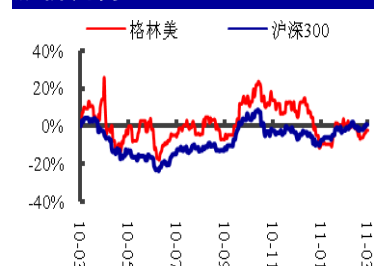
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2011 年 3 月 25 日

收盘价(元)	55.18
总市值(亿元)	66.94
总股本(百万股)	121.32
流通股本(百万股)	93.62
ROE (TTM)	8.12%
12 月最高价(元)	92.40
12 月最低价(元)	44.81

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

格林美（002340）调研报告：“城市矿山”开拓者，志存高远

2011 年 1 月 6 日

1. 2010 年业绩增长 50.38%，略低于预期

公司公布年报显示，2010 年实现营业收入 5.7 亿元，同比增长 55.01%；营业利润 7448.71 万元同比增长 27.45%；归属上市公司净利润 8568.69 万元，同比增长 50.38%，折合每股收益为 0.71 元，略低于我们前期预测的 0.78 元。

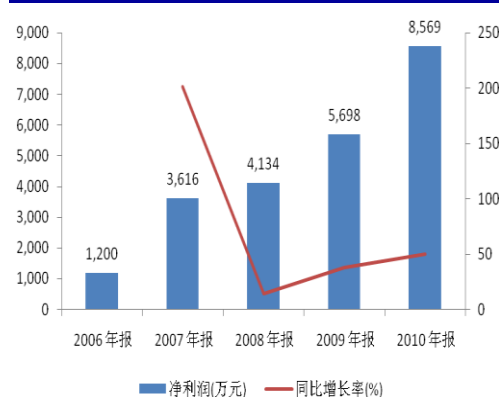
公司分红预案为：每 10 股转增 10 股，并派现金红利 1 元（含税）。

我们认为公司业绩低于我们预期的主要原因是超细钴镍粉产量低于我们的预测，2010 年共销售钴镍粉 1618 吨，同比增长约 27.4%，但比我们前期预测的 1700 吨少约 5%。

由于公司的电子废弃物回收业务符合政策鼓励要求，公司 2010 年获得政府补贴 2281 万元计入营业外收入，占公司利润总额的 23.48%。

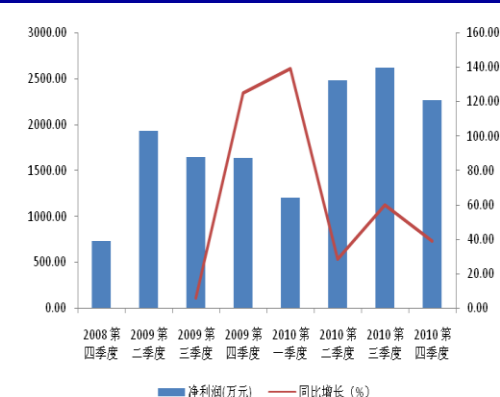
分季度看，公司 4 季度收入 1.58 亿元环比增长 7%；净利润 2263 万元，环比减少了 13.6%，主要原因是 4 季度末费用集中结算等导致管理费用率增加，属于正常情况。

图 1：公司历年业绩情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：单季度盈利情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

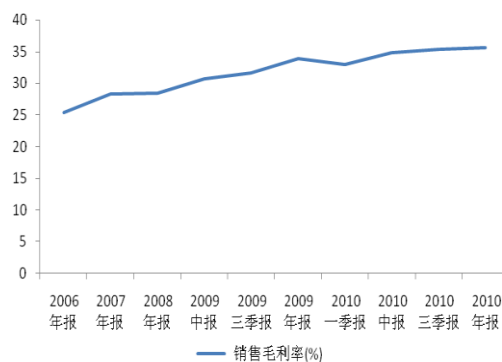
2. 毛利率稳步提升

公司 2010 年综合毛利率为 35.65%，同比提升了 1.68 个百分点。其中超细钴粉毛利率 33.97%，同比提升 0.13 个百分点；超细镍粉毛利率 38.46%，提升 4.13 个百分点；电积铜毛利率 39.97%，提升 5.04 个百分点。我们判断超细钴镍粉毛利率提升的主要原因在于公司近年来继续加大上游资源的开拓业务（主要为电子废弃物的回收利用），原料自给率得到提高。

随着电子废弃物回收业务的建成运营，我们认为公司的超细钴镍粉的毛利率仍有继续提升的空间。

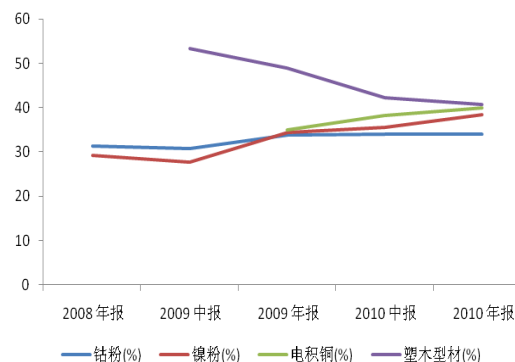
塑木型材毛利率正如我们预期的继续下滑，2010 年毛利率为 40.69%，同比下降 8.24 个百分点。主要原因：塑木型材是以电子废弃物等为主要原料通过配混造粒或直接挤出成型工艺制成，技术含量相对较低，门槛也不高；而且塑木型材是通用型材料，议价能力相对较弱。我们判断未来塑木型材的毛利率还有下滑的空间，预计将在 35% 左右稳定下来。

图 3：公司综合毛利率稳步提升



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 4：公司各类产品毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

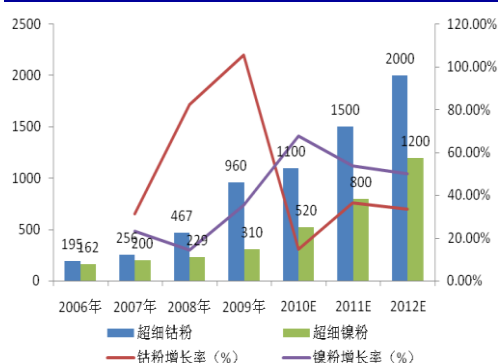
3. 未来 2 年产能将继续大幅释放

公司在 2010 年完成了募投项目钴镍粉体材料的扩产，超细钴粉产能全部释放，2010 年底产能达到 1500 吨；超细镍粉部分达产，2010 年底产能约为 800 吨。超募项目 500 吨股份预计在 2011 年 2 月底建成投产，募投项目 1000 吨超细镍粉也将在 2011 年继续扩大产能，预计 2012 年将全部建成。因此，根据现有在建项目，公司在 2012 年超细钴粉产能将达到 2000 吨，超细镍粉产能将达到 1300 吨。

公司 2010 年超细钴镍粉产量 1618 吨，我们预计钴粉约为 1100 吨，镍粉约为 520 吨。我们预计 2011、2012 年钴粉销量分别为 1500 吨、2000 吨，分别同比增长 36.4%、33.3%；预计 2011、2012 年镍粉销量分别为 800 吨、1200 吨，分别增长 53.8%、50%。

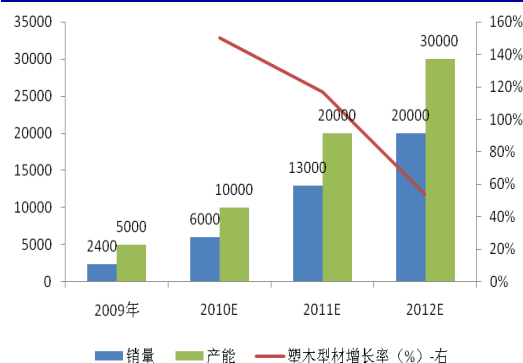
塑木型材方面，公司预计在 2011 年 6 月份完成甚至 3 万吨塑木型材的基地建设，而其他地方如武汉、江西丰城等地的电子废弃物回收基地的建设也在顺利进行中，公司的塑木型材产能大幅释放。我们预计 2011、2012 年塑木型材产量将分别达到 13000 吨、20000 吨。

图 5：超细钴粉/镍粉销量预测



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 6：塑木型材销量预测



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

4. 继续城市矿山布局步伐，志存高远

报告期内，公司利用超募资金和自有资金建设了武汉、江西和荆门三个电子废弃物处理基地，设计能力年处理 13 万吨，成为中国领先、世界先进的电子废弃物处理基地，先后成为江西省和湖北省家电以旧换新的定点拆解企业，实现了电子废弃物循环利用业

务的规模化和跨省运营，为公司实施废弃钴镍资源循环利用和电子废弃物循环利用的双轨驱动奠定了坚实基础。

此外，公司在 2010 年底还在江苏无锡设立全资子公司，预计投资 3 亿元用于建设 5 万吨的电子废弃物回收基地，分两期建设。2011 年 3 月份，公司对河南中钢再生资源有限公司进行增资，控股其 55%，并预计投入 1.5 亿元建设回收废钢铁、拆解报废汽车、回收和拆解废弃电子产品等，预计年处理量在 50 万吨以上。

截至 2010 年底，公司已经在深圳、湖北武汉、荆门、江西丰城、江苏无锡等地开展电子废弃物回收与循环利用，已经完成的和规划的电子废弃物累计回收能力将达到 20 万吨/年。

公司计划在全国 20 个中心城市建立电子废弃物收集体系，构建无限“城市矿山”，建设覆盖中国主要城市的资源体系，计划在珠三角、长三角、武汉中部、西南和北方建设五个废弃资源收集和分选中心。公司 2010 年自建回收体系提供的废旧钴镍原料占比约为 10%，预计到 2013 年自给率将提升至 20%左右，对资源保障力度得到大幅提升。

表 1：公司近年来在再生资源回收利用方面的布局

地区	注册资本 (投资额)	设计处理能力	备注
深圳	10500 万元	30000 吨塑木型材，10000 吨铜合金。	2009 年形成了 1 万吨电子废弃物和循环再造 5000 吨塑木型材的能力。
湖北荆门	4800 万元	5 万吨电子废弃物处理能力	
江西丰城	注册 1 亿元， 总投资 3 亿元	5 万吨电子废弃物处理能力，塑木型材、电积铜。	分 2 期，一期投入 1 亿元建设 2 万吨（2010-2011 底），2 期投入 2 亿元建设 3 万吨（2012-2014）
湖北武汉	投资规模 1.2 亿元	3 万吨电子废弃物，塑木型材/塑料粒、铜/铝合金、锡/钴/镍金属。	建设期 2 年，预计 2012 年中完成
江苏无锡	注册 1.8 亿元， 总投资 3 亿元	电子废弃物 5 万吨，塑木型材/塑料粒、铜/铝合金、锡/钴/镍金属。	分 2 期建设，一期 1 亿元建设年处理电子废弃物 2 万吨（2011-2012），二期 2 亿元建设年处理电子废弃物 3 万吨（2013-2015）。
河南中钢再生资源	注册资本 4500 万元，公司控股 55%	投资 15000 万元，建设内容为回收废钢铁、拆解报废汽车、回收和拆解废弃电器产品（主要指“四机一脑”）及回收拆解废旧电线电缆。达到年处理 50 万吨以上。	投资框架性协议书

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 7：公司再生资源回收利用的产业布局



资料来源：东莞证券研究所整理

注：红色部分表示已经布局，绿色部分为预计未来布局区域

5. 长期投资价值明显，维持推荐

我们预测公司 2011、2012 年净利润分别增长 72.38%、51.7%，对应每股收益分别为 1.22 元、1.85 元。

公司所从事的再生资源循环利用业务属于国家大力支持的朝阳行业，随着“资源节约型”与“环境友好型”社会建设的展开，以及循环、低碳经济趋势的发展，再生资源循环利用行业迎来了黄金发展时期，未来市场规模和发展潜力都很大。

公司建立了从废弃钴镍资源到超细钴镍粉末的高端循环再造模式，依托技术壁垒形成的运作模式短期内难以复制，公司将获得跨越式发展机遇。公司具备成长为“大公司”的重要潜质：先导性、技术优势、规模优势等。

对于行业前景明朗和公司成长性高的公司，采用 PEG 估值作为价值标准较为合理，格林美当前股价对应 2011 年的 PEG 估值为 0.9 倍，低于 1，公司仍然具有较高的中长期投资价值，维持推荐评级，建议投资者持续关注。

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	367.73	570.00	857.50	1194.00
营业总成本	309.28	495.52	704.65	959.34
营业成本	242.83	366.80	553.09	758.19
营业税金及附加	3.35	3.35	4.29	5.97
销售费用	6	16.58	22.30	26.27
管理费用	39	73.87	104.19	119.40

财务费用	19	30.07	20.79	49.52
资产减值损失	0	4.85	0.00	0.00
其他经营收益	0	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	58	74.49	152.85	234.66
加 营业外收入	4	23.03	15.00	20.00
减 营业外支出	0	0.39	0.00	0.00
利润总额	62	97.13	167.85	254.66
减 所得税	5	11.44	20.14	30.56
净利润	57	85.69	147.71	224.10
减 少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	56.98	85.69	147.71	224.10
最新总股本(万股)	12131.60	12131.60	12131.60	12131.60
基本每股收益(元)	0.47	0.71	1.22	1.85
市盈率(倍)	117.49	78.12	45.32	29.87

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn