

格林美(002340)年报点评

谨慎推荐

业务拓展有序、循环利用巨头雏形渐现

维持评级

有色金属/再生金属

发布时间: 2012 年 3 月 13 日

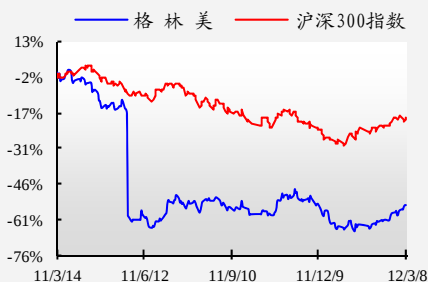
投资要点:

- 2011 年, 公司实现销售收入 91,861.44 万元, 同比增长 61.16%, 实现净利润 12,054.04 万元, 同比增长 40.67%, EPS 为 0.49 元(增发前股本)。公司的非经常性损益为公司贡献了 4000 多万的净利润。分配方案拟每 10 股派 2 元(含税)转增 10 股。
- 公司成本上升, 毛利率水平有所走低。综合毛利率水平, 由 2010 年的 35.65% 下降至 31.68%。毛利率的变动是因钴镍产品辅料价格的上涨、电积铜及塑木型材所采用原辅料价格上涨, 深圳地区人工成本增加所致。
- 超细钴镍粉业务走向成熟。公司围绕金属的循环为主题, 横向延伸产业链, 目前主营业务包括超细钴镍粉、电子废弃物、废弃汽车回收等。其中, 超细钴镍粉业务是公司的成熟业务, 目前对公司贡献了 60% 多的收入与利润。
- 电子废弃物回收与综合利用、电积铜开始为公司贡献收益。电积铜、电子废弃物和塑木型材业务为公司贡献了 6000 多万的毛利, 占比达 34%。2011 年, 格林美在湖北、江西的三大电子废弃物产业基地全面运行, 废旧家电的拆解总量达 130 余万台, 完成湖北、江西各自“家电以旧换新”电子废弃物拆解总量的 30% 以上。同时, 建成了年产 5000 吨的电积铜生产线。
- 积极布局废弃汽车与废钢循环利用领域。公司还有进行稀有、稀散金属循环利用业务的业务探索、研发。
- 业绩预测与评级: 预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.60 元、0.89 元、1.13 元, 对应 2012 年动态 PE 为 41 倍, 2013 年为 27 倍, 估值略高, 考虑到公司成长性好、循环经济模式前景好、政策支持, 而给予谨慎推荐评级。
- 风险提示: 毛利率下降风险; 项目建设延期风险; 地域扩展风险; 非经常性损益的可持续性风险等。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2011	91,861.44	61.16%	12,054.04	40.67%	0.49	49.63
2012E	147,055.27	60.08%	17,304.65	43.56%	0.60	40.73
2013E	236,007.37	60.49%	25,678.33	48.39%	0.89	27.45
2014E	327,970.32	38.97%	32,751.04	27.54%	1.13	21.52

走势图



市场数据

2012/3/12

收盘价:	24.32 元
52 周最高价:	56.30 元
52 周最低价:	17.97 元
平均持仓成本:	22.80 元

基本数据

2011Q4

总股本 (万股):	28,979
流通 A 股 (万股):	28,979
每股收益 (元):	0.49
每股净资产 (元):	7.46
每股经营现金流 (元):	0.41
市净率:	3.26

分析师: 陈炳辉

执业证书编号: S0550511070002

TEL: (8621)20361131

FAX: (8621)20361159

Email: chenbh@nesc.cn

地址: 上海市源深路 305 号

邮编: 200135

公司利润持续增长。公司实现销售收入 91,861.44 万元，同比增长 61.16%，实现净利润 12,054.04 万元，同比增长 40.67%，EPS 为 0.49 元（增发前股本）。

非经常性损益业绩贡献大。2011 年，公司的非经常性损益为公司贡献了 4000 多万的净利润。公司实际的营业利润为 8575 万元，同比增长仅 15.13%。

公司成本上升，毛利率水平有所走低。综合毛利率水平，由 2010 年的 35.65% 下降至 31.68%。主要细分产品的毛利率水平都有所下滑，如电积铜的毛利水平由上半年的 27.93% 下降至全年的 23.42%，同期，塑木型材的毛利率由 36% 下降至 29%。超细钴镍粉毛利率下降了 2%。毛利率的变动是因钴镍产品辅料价格的上涨、电积铜及塑木型材所采用原辅料价格上涨，深圳地区人工成本增加所致。

公司三项费用压力不减。2011 年，公司期间费用率仍保持高位，小幅上升。全年财务费用率由 2010 年的 5.28% 上升至 6.22%，导致期间费用率上升近 0.65% 至 21.79%。从季度来看，四季度随着公司增发募集资金到位，公司的财务费用已经有所好转，但管理费用飙升。

公司经营性现金流有所改善。随着公司 IPO 募投项目的达产，公司原料的战略库存的完成，销售规模的扩大，回收货款相应增加，同时公司采购支出稳中有降，全年公司实现了 1.17 亿的经营性现金流入，较 2010 年的 3 个多亿的经营性现金流出大为好转。

超细钴镍粉业务走向成熟。公司围绕金属的循环为主题，横向延伸产业链，目前主营业务包括超细钴镍粉、电子废弃物、废弃汽车回收等。其中，超细钴镍粉业务是公司的成熟业务，目前对公司贡献了 60% 多的收入与利润。钴镍主营产品销售 2,146.09 吨，同比增长 32.59%，超细钴镍粉末产销量均占中国第一。

电子废弃物回收与综合利用、电积铜开始为公司贡献收益。电积铜销售 3,898.13 吨，同比增长 260.76%，塑木型材销售 11,816.33 吨，同比增长 90.01%。**电积铜、电子废弃物和塑木型材业务为公司贡献了 6000 多万的毛利，占比达 34%。**2011 年，格林美在湖北、江西的三大电子废弃物产业基地全面运行，废旧家电的拆解总量达 130 余万台，完成湖北、江西各自“家电以旧换新”电子废弃物拆解总量的 30% 以上。同时，建成了年产 5000 吨的电积铜生产线。

积极布局废弃汽车与废钢循环利用领域是公司。公司 2011 年增资河南中钢并更名“河南格林美中钢再生资源有限公司”，并拟在江西开展报废汽车与废钢铁综合利用项目。

公司还有进行稀有、稀散金属循环利用业务的业务探索、研发。荆门公司正在建设中国第一条废旧线路板回收利用稀贵金属的示范生产线；与浙江德威公司合作建设回收利用废钨资源生产线。这标志着公司循环产业从钴镍金属向钨铜、金银稀贵金属等稀缺资源的扩展，形成多种稀缺资源的循环再造的技术体系与产业体系。

规划发展稀土回收利用业务。公司规划将发展技术先进的稀土、稀散、稀贵、稀有难熔等稀有金属循环再生利用，并承担了国家“863”计划的“废旧稀土及稀贵金属产品回收再利用”领域三项重大课题。未来稀散、稀土、稀贵金属的回收利用将成为公司拓展的又一重点领域。

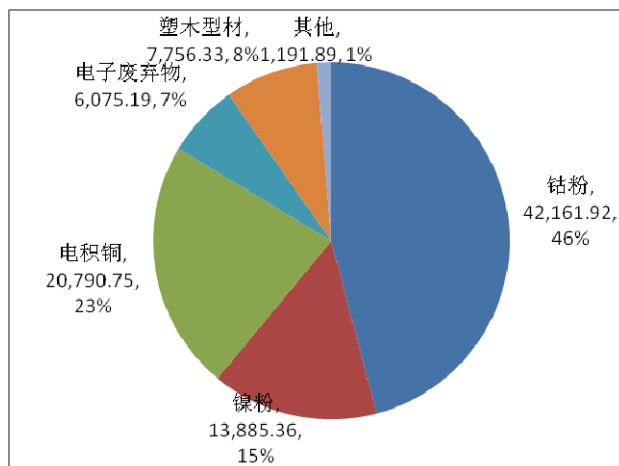
业务地域拓展有序。2011 年，公司增资河南中钢并更名“河南格林美中钢再生资源有限公司”，以河南兰考为中心开展电子废弃物、废钢与报废汽车的循环利用业务，标志公司的回收业务扩展到中原经济区。

高送配方案：公司拟以总股本 28979.109 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。同时以资本公积金转增股本，向全体股东**每 10 股转增 10 股**。

业绩预测与评级：预计公司 2012 年 EPS 为 0.60 元，2013 年为 0.89 元，2014 年为 1.13 元，净利润增长率分别为 44%，48% 和 28%。对应 2012 年业绩的 PE 为 41 倍，2013 年为 27 倍，估值略高，考虑到公司成长性好、循环经济模式前景好、政策支持，而给予谨慎推荐评级。

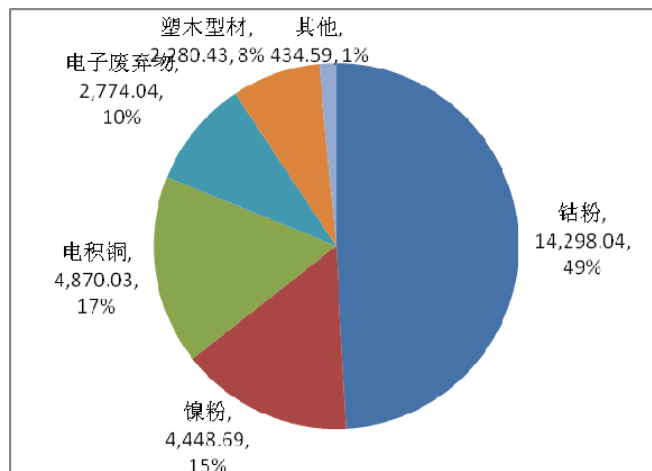
风险提示：毛利率下降风险；项目建设延期风险；地域扩展风险；非经常性损益的可持续性风险等。

图 1 钴镍粉是公司的成熟业务与收入来源



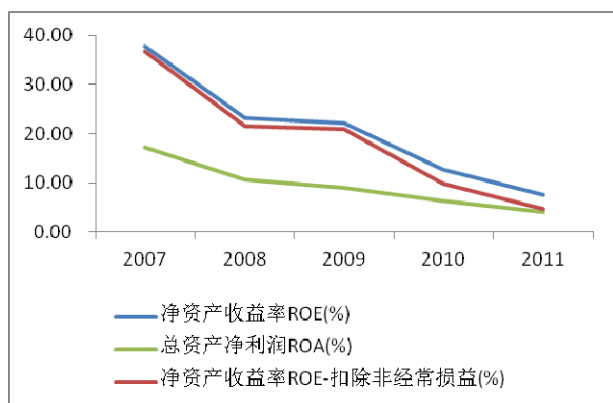
资料来源: wind, 东北证券。

图 2 钴镍粉贡献了公司的 64%的营业利润



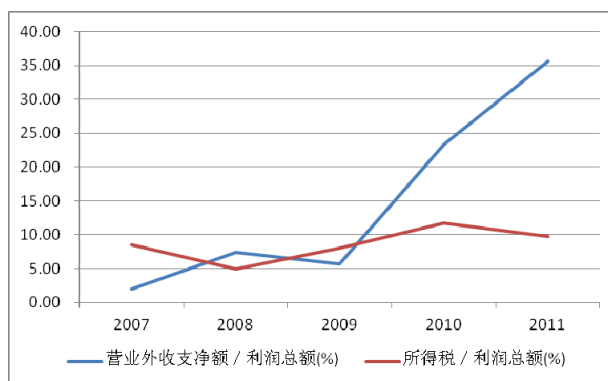
资料来源: wind, 东北证券。

图 3 公司盈利能力趋降



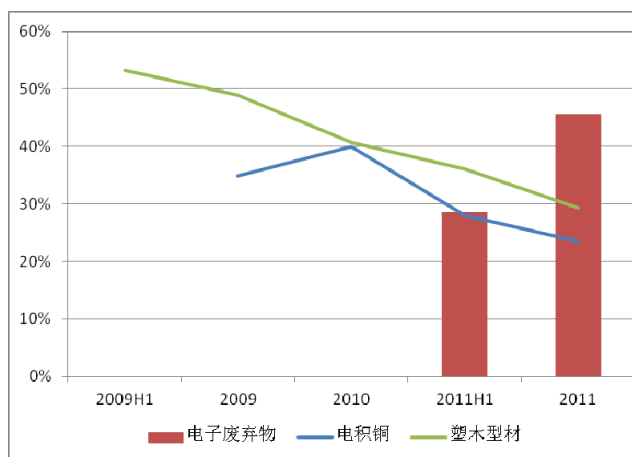
资料来源: wind, 东北证券。

图 4 非经常性损益对利润贡献非常大



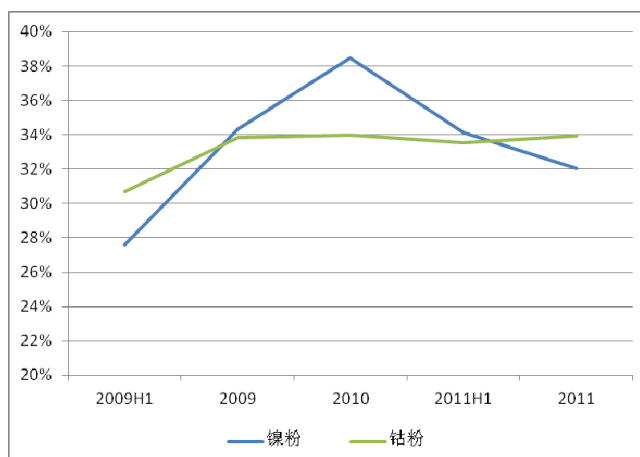
资料来源: wind, 东北证券。

图 5 电积铜、塑木型材毛利率下降



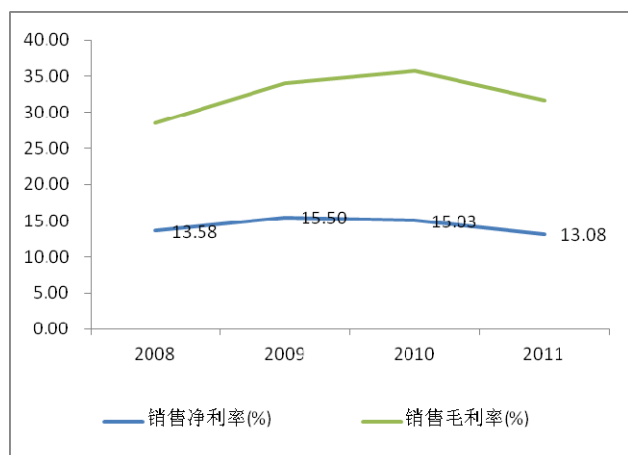
资料来源: wind, 东北证券。

图 6 镍粉毛利率下降



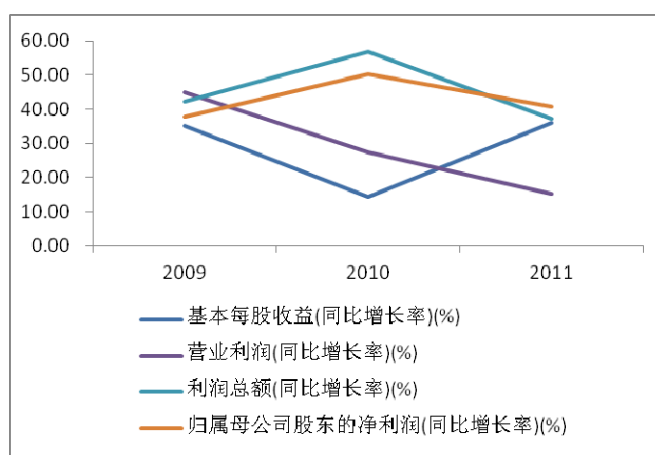
资料来源: wind, 东北证券。

图 7 公司综合毛利率水平下降



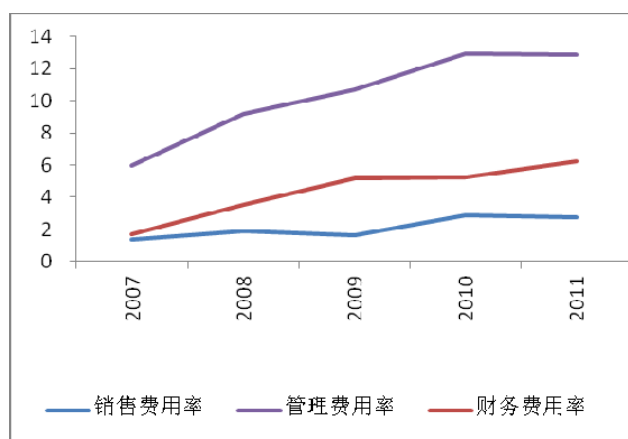
资料来源: wind, 东北证券。

图 8 公司净利润增长仍较快



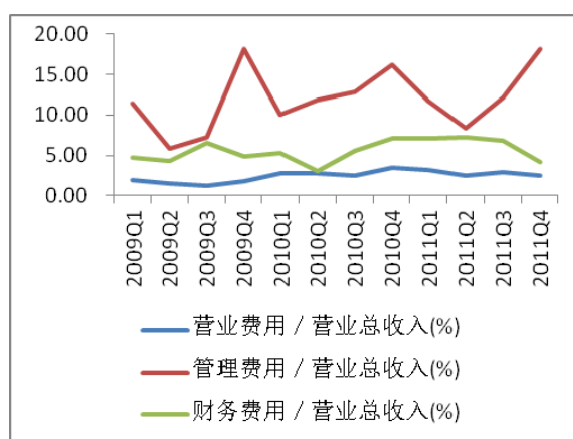
资料来源: wind, 东北证券。

图 9 年度期间费用率水平小幅上升



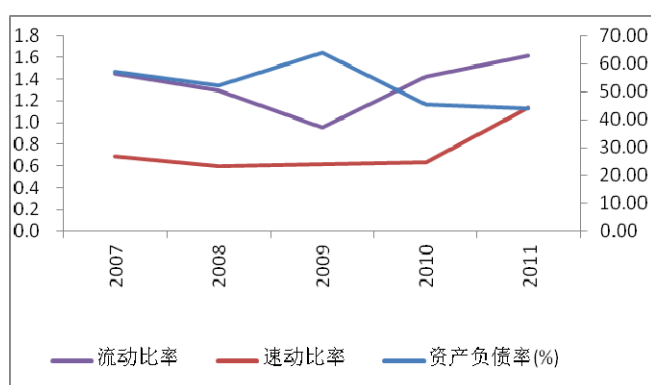
资料来源: wind, 东北证券。

图 10 第四季度, 财务费用率下降, 管理费用率上升



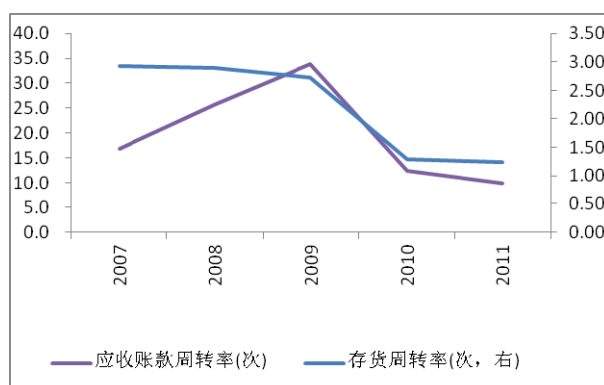
资料来源: wind, 东北证券。

图 11 公司负债情况可控



资料来源: wind, 东北证券。

图 12 公司资产周转情况改善



资料来源: wind, 东北证券。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。