



何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

成长无忧

——格林美(002340)点评报告

研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2012年3月13日

报告关键要素:

根据观察,公司十二五发展战略大致分三步走:第一步依靠钴镍粉末再造独特技术实现业绩一级跳;第二步依靠政策扶持大力推进电子废弃物以及稀贵金属、电积铜和塑木型材三个配套项目,业绩有望实现二级跳;第三步凭借品牌准备进入包括废旧五金、钢铁和汽车等金属领域。三步走将确保中期公司业绩平稳较快增长。

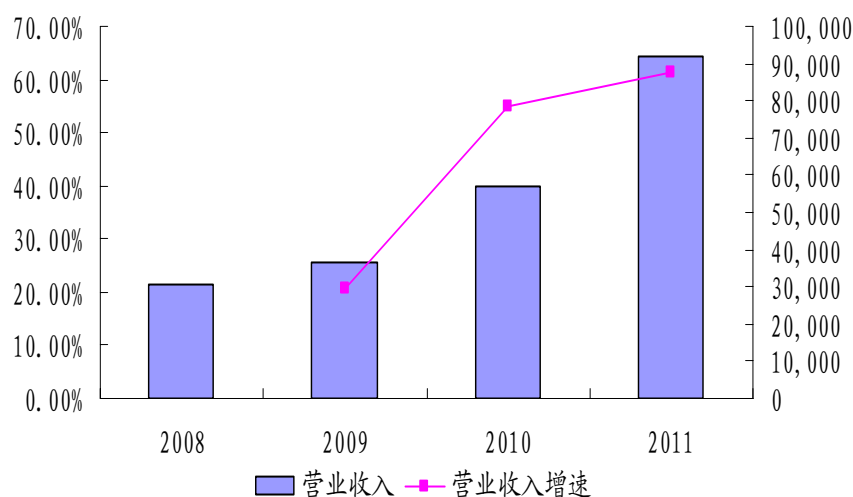
事件:

- 格林美(002340)公布2011年报。

点评:

- **2011年营业收入快速增长。**2011年实现营业收入9.18亿元,同比增长61.16%。业绩增长主要是旗下主要产品销量增长,其中钴镍粉末销量2146.09吨,同比增长32.59%,电积铜销量3898.13吨,同比增长260.76%,塑木型材销量11816.33吨,同比增长90.01%,以旧换新推动电子废弃物实现营业收入6075.19万元。

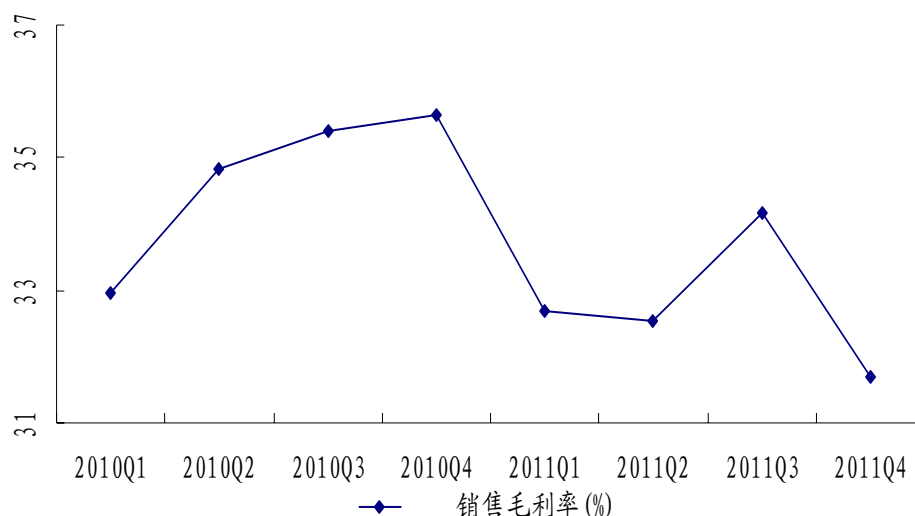
图1: 营业收入及其增速 单位: 万元



资料来源: 公司公告

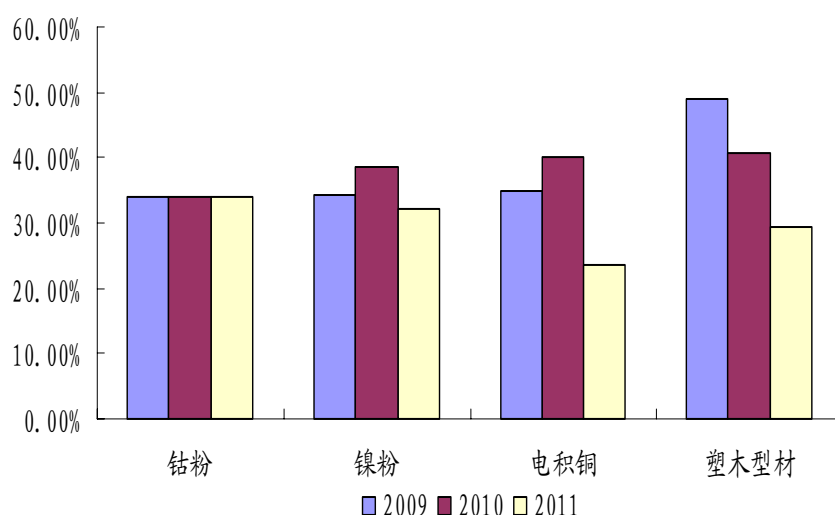
- **主业综合毛利率略有下滑。**2011年综合毛利率为31.68%,较三季报下滑2.49个百分点,较2010年下滑3.97个百分点。从经营情况来看造成盈利能力下降主要有两个方面的原因:其一、2011年四季度钴镍价格快速下跌,高价原料消化降低毛利率水平;其二、公司大力发展相对盈利能力较低的电积铜,该业务加大了含铜废料的采购;其三、塑木型材加大销售力度削弱了部分盈利。总体来说,各项业务盈利能力较为平稳。

图2: 公司综合毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告

图3: 各项业务毛利率



资料来源: 公司公告

- **三项费用支出较大。**2011年三项费用合计2.00亿元, 同比增长65.94%, 增速高于营业收入增长。费用较快增长主要原因包括三个方面: 其一、公司产能规模扩大, 各项费用支出快速增长; 其二、贷款加大投资规模, 推高了财务费用, 2011年在建工程增加7.3亿元, 同比增长58.69%, 借款增加7.65亿元。其三、研发费用支出较大, 2011年列入损益的研发支出3185.64万元, 同比增加44.41%。总体来说, 公司正处于业务扩张, 随着产能充分释放, 三项费率将逐步下降。
- **2012年业绩增长亮点。**2012年钴镍粉产能利用率有望在2011年65%的基础上继续提高; 受益内外市场需求, 塑木型材销量还将保持高速增长势头; 电积铜业务将加大含铜废料的采购, 进一步增加产量; 黄金、白银和钨资源也有望部分达产; 2012年处理基金出台可以保持电子废弃物业务平稳过渡。
- **维持公司“增持”的评级。**预测公司2012-2013年每股收益0.70元和0.88元, 按照3月13日收盘价23.89元, 对应动态市盈率分别为34倍和27倍, 估值水平略偏高, 考虑到公司成长性, 维持“增持”投资评级。
- **风险提示:** 处理基金进展不顺, 项目投产不理想

表：盈利假设

		钴粉	镍粉	电解铜	塑木型材	电子废弃物	黄金	白银
2011	销量(吨)	1450.	730	3898	11816	--	--	--
	不含税销价(万元/吨)	29.06	19.00	5.33	0.66	--	--	--
	毛利率(%)	33.91	32.04	23.42	29.40	--	--	--
2012	销量(吨)	2000	1300	10000	20000	12000	0.80	6.00
	不含税销价(万元/吨)	30.00	20.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97
	毛利率(%)	30.00	30.00	21.00	30.00	15.00	10.00	10.00
2013	销量(吨)	2000	1300	14000	30000	24000	1.20	9.00
	不含税销价(万元/吨)	33.00	22.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97
	毛利率(%)	30.00	30.00	18.00	30.00	15.00	10.00	10.00

资料来源：中原证券

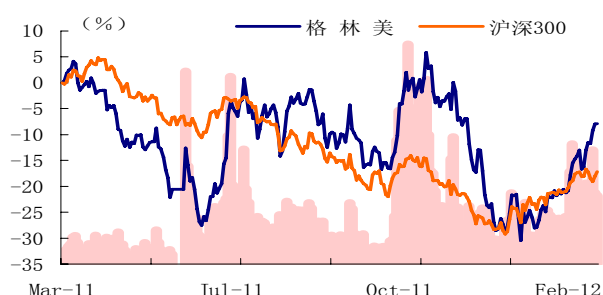
利润表	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	57,000.40	91,861.44	181,661.98	233,753.43
减 营业成本	36,680.44	62,755.61	137,600.89	181,222.17
营业税费	335.39	229.33	544.99	701.26
销售费用	1,657.85	2,502.05	4,178.23	5,142.58
管理费用	7,386.52	11,802.73	10,899.72	12,856.44
财务费用	3,006.82	5,711.98	6,260.69	5,351.05
资产减值损失	484.68	247.70	435.99	561.01
加 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	-36.72	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,448.71	8,575.34	21,741.47	27,918.93
加 营业外收入	2,302.98	4,762.33	1,000.00	1,000.00
减 营业外支出	39.10	16.33	110.00	110.00
利润总额	9,712.59	13,321.33	22,631.47	28,808.93
减 所得税	1,143.82	1,303.90	2,489.46	3,168.98
净利润(含少数股东权益)	8,568.77	12,017.43	20,142.01	25,639.95
减 少数股东权益	0.00	-36.60	0.00	0.00
归属与母公司所有者的净利润	8,568.77	12,054.04	20,142.01	25,639.95
基本 EPS	0.72	0.49	0.70	0.88

市场数据 (2012年03月12日)

收盘价 (元)	24.32
一年内最高/最低 (元)	56.30/17.97
沪深300指数	2654.40
市净率 (倍)	3.26
流通市值 (亿元)	45.53

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产 (元)	7.46
每股经营现金流 (元)	0.41
毛利率 (%)	31.68
净资产收益率 (%)	5.57
资产负债率 (%)	44.06
总股本/流通股 (万股)	28,979/18,725
B股/H股 (万股)	/0

个股相对沪深300指数走势

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有, 未经公司书面授权, 任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。