



何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

另辟蹊径

——格林美(002340)调研简报

证券研究报告-公司调研

增持(维持)

发布日期: 2012年5月8日

报告关键要素:

先进的废旧PCB板处理设备,部分抵消处理基金拆解牌照地方保护负面影响,在处理基金背景下延伸了电子废弃物业务内涵价值。

事件:

- 近期,我们调研了格林美(002340)荆门生产基地,就经营现状、未来发展趋势等问题,与公司高层进行了充分交流。

点评:

- 一季度各项业务生产经营情况良好。公司2012年一季度报告显示,一季度实现营业收入2.43亿元,同比增长42.16%,归属上市公司股东净利润0.18亿元,同比增长21.41%,总体而言公司生产经营稳健推进。实地了解情况来看,公司产品产销情况良好。

一季度,钴镍粉末销售并没有受到中国经济放缓的影响。由于春节放假、停产检修等因素,一季度产量有所下降,库存调节了产量和销售之间的差额。

塑木型材销售未受到沙井生产线搬迁影响。公司将本部沙井3万吨塑木型材生产线搬至荆门基地,5月初完成搬迁、安装和调试工作,目前进入正常生产阶段。荆门新材料武汉分公司和江西格林美塑木型材的产能完全能够弥补沙井生产线搬迁,满足市场需求。

电积铜项目产能逐步释放。2011年电积铜产量为3900吨左右,2012年电积铜产能约为1万吨,今年以来电积铜产量逐步提高,全年有望实现产量翻倍增长目标。电积铜原料包括钴镍废料含铜、电子废弃物拆解铜、含铜废泥渣液、废杂铜和废旧PCB板含铜等,随着原料多样化和稳定供应,2012年电积铜毛利率水平有望止住下滑势头,保持在20%合理水平。

稀贵金属回收项目产能部分达产进展情况良好。稀贵金属原料是废旧PCB板,经过设备破碎分离之后,将含铜和贵金属火法铸成铜阳极板,电积之后形成阳极泥再回收稀贵金属黄金、白银和钯等金属,经过一季度的试生产,二季度开始有望量产。

- 公司观察: 战略三步走,业绩三级跳。在深度报告《电子废弃物二次创业蓝图可期》中提出对公司未来趋势判断:中期来看,公司战略大致分三步走。钴镍项目是第一步;电子废弃物项目承担第二步重任;废旧金属项目是规划中的第三步。电子废弃物项目具体包括拆解和深度回收,其中深度回收涵盖线路板稀贵金属回收、电积铜和废塑料分选后生产塑木型材。电子废弃物业务既依托又受限处理基金牌照。
- 电子废弃物业务新认识。目前公司已经获得湖北和江西两地拆解牌照,合计产能13万吨。由于处理基金的高额补贴,竞争各地处理基金牌照异常激烈。为抓住处理基金带来的历史发展机遇,自08年开始公司在电子废弃物的设备研发、人才储备和技术创新特别是深度回收等方面,进行了多层次全方位准备工作。

处理基金牌照的重新认识。电子废弃物业务的核心在于处理基金牌照资源。公司围绕牌照做了三方面的工作：首先、湖北和江西两张牌照进入处理基金补贴名单基本没有问题，公司在两地综合排名第一；其次、积极拓展异地牌照资源，河南、江苏两地项目已经公告，关注后续进展，其他地区也不排除获得牌照的可能性；最后、新上的废旧PCB板自动拆解生产线是某种意义上的牌照资源替代。

- **调整假设条件。**根据我们的判断，调降镍粉2012-2013年销量从1000、1300吨调降至800、1000吨；调减2013年黄金、白银的销量从1.2吨和9吨调升至1.04吨和8吨，同时调高二者毛利率水平；调增了再生碳化钨销量从500、1000吨调升至1000吨、1300吨（公司51%权益）。2012年开始公司电积铜、塑木型材、黄金白银享受增值税即征即退50%，但是根据退税要求，本年退税需要到下一年2月15日申报，这样2012年退税体现在2013年度，依次类推，增值税退税计入营业外收入。

表1：盈利假设调增

		钴粉	镍粉	电解铜	塑木型材	电子废弃物	黄金	白银	碳化钨
2011	销量(吨)	1430	715	3898.13	11816.33	--	--	--	--
	不含税销价(万元/吨)	29.48	19.42	5.33	0.66	--	--	--	--
	毛利率(%)	33.91	32.04	23.42	29.40	--	--	--	--
2012E	销量(吨)	1600	800	10000	20000	12000	0.80	6.00	1000.00
	不含税销价(万元/吨)	30.00	20.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97	23.00
	毛利率(%)	30.00	30.00	20.00	30.00	15.00	25.00	25.00	30.00
2013E	销量(吨)	2000	1000	13000	30000	24000	1.04	8.00	1300.00
	不含税销价(万元/吨)	33.00	22.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97	23.00
	毛利率(%)	30.00	30.00	20.00	30.00	15.00	25.00	25.00	30.00

资料来源：中原证券 注：黄金价格单位，元/克、白银价格单位，元/公斤

- **给予公司“增持”评级。**按照最新股本，预测12-13年EPS为0.59元和1.04元，最新收盘价22.75元计算，对应市盈率为38倍和22倍，估值水平基本合理，维持“增持”评级。
- **风险提示：**处理基金进展不顺，项目投产不理想

利润表	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	91,861.44	181,470.09	245,365.81
减 营业成本	62,755.61	133,943.59	181,041.54
营业税费	229.33	544.41	736.10
销售费用	2,502.05	3,629.40	4,907.32
管理费用	11,802.73	14,517.61	17,175.61
财务费用	5,711.98	8,313.82	8,400.74
资产减值损失	247.70	871.06	883.32
加 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
投资收益	-36.72	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	8,575.34	19,650.20	32,221.20
加 营业外收入	4,762.33	2,000.00	8,794.00
减 营业外支出	16.33	110.00	110.00
利润总额	13,321.33	21,540.20	40,905.20
减 所得税	1,303.90	2,369.42	4,499.57
净利润（含少数股东权益）	12,017.43	19,170.78	36,405.63
减 少数股东权益	-36.60	958.54	1,456.23
归属与母公司所有者的净利润	12,054.04	18,212.24	34,949.40
基本 EPS	0.49	0.59	1.04

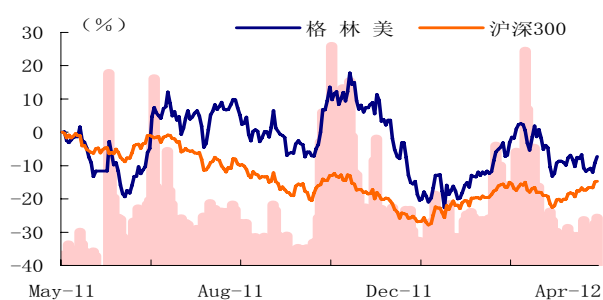
市场数据（2012年05月04日）

收盘价（元）	22.75
一年内最高/最低（元）	48.75/17.97
沪深300指数	2715.88
市净率（倍）	3.02
流通市值（亿元）	42.59

基础数据（2012年03月31日）

每股净资产（元）	7.53
每股经营现金流（元）	(.93)
毛利率（%）	27.27
净资产收益率（%）	0.85
资产负债率（%）	44.32
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。