

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

稳健增长

——格林美(002340)点评报告

证券研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2012年4月25日

报告关键要素:

2012年中国经济增速放缓,有色金属需求低迷,公司高盈利的钴镍业务受到一定影响,其他业务增长态势良好,总体来说2012年公司有望保持平稳较快增长。

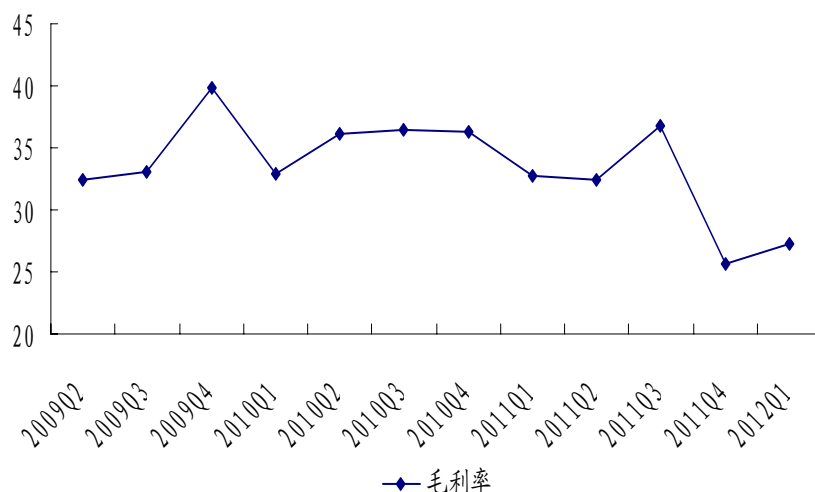
事件:

- 格林美(002340)公布2012年一季度报。

点评:

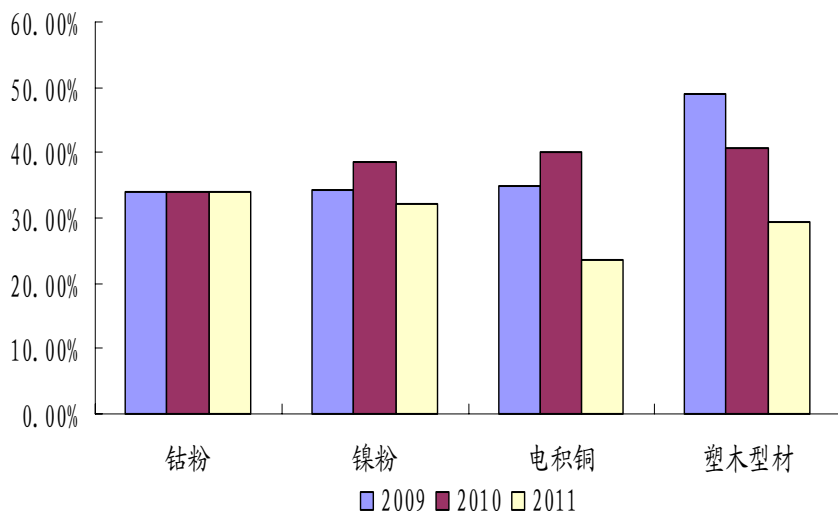
- 一季度业绩平稳增长。2012年一季度实现营业收入2.43亿元,同比增长42.16%,归属上市公司股东净利润0.18亿元,同比增长21.41%,基本每股收益0.06元,塑木型材、电积铜、稀贵金属三项业务提振了整体收入增长。一季度中国经济增速放缓,有色金属需求低迷,钴镍业务受到一定负面影响。
- 一季度综合毛利率平稳。2012年一季度综合毛利率27.27%,较2011年四季度提高1.64个百分点,总体稳定,而较2011年全年毛利率31.68%,降低4.41个百分点。2011年公司加大了业务拓展,增加了低盈利能力的电积铜业务,系统性的降低了综合盈利能力,这在2011年四季度已经显现出来,2012年公司投产稀贵金属和再生钨,这两块业务进一步降低综合盈利能力。

图1: 综合毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告

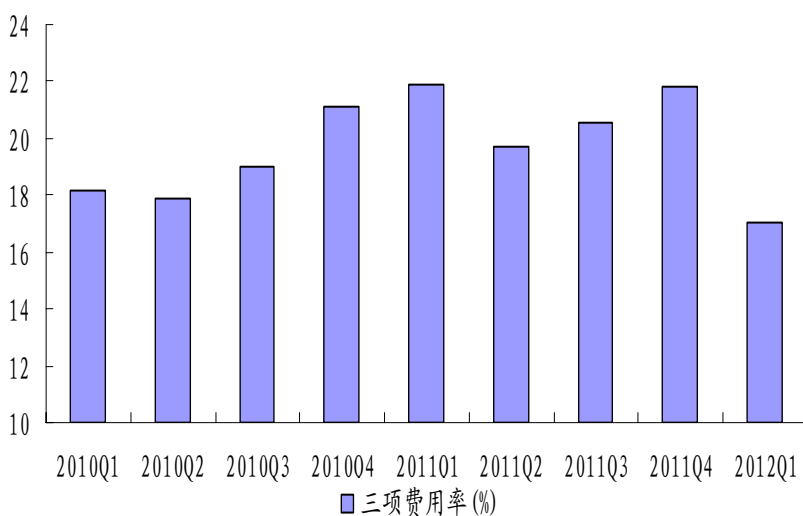
图2: 各项业务毛利率



资料来源: 公司公告

- 一季度三项费用率大幅降低。**2012年一季度三项费用合计0.41亿元, 同比增长10.45%, 三项费率为17.04%, 较2011年降低4.75个百分点, 费用控制较好。总体来说, 未来几年公司处于业务扩张和产能释放阶段, 三项费率将逐步下降。

图3: 三项费率 单位: %



资料来源: 公司公告

- **修正盈利假设条件。**根据最新的情况，对公司盈利假设做了三个方面的调整。其一，调降了2012年钴镍粉的销量，从原先的3300吨降至2600吨；其二、2012年开始公司电积铜、塑木型材、贵金属享受增值税即征即退50%，相应间接增厚毛利率水平；其三2012年公司控股子公司德威格林美碳化钨项目部分达产。

**表1: 盈利假设**

		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)	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)	<b>1600</b> (2000)	<b>1000</b> (1300)	10000	20000	12000	0.80	6.00	<b>250.00</b>
	不含税销价(万元/吨)	30.00	20.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97	<b>23.00</b>
	毛利率(%)	30.00	30.00	<b>28.00</b> (21.00)	<b>35.38</b> (30.00)	15.00	<b>16.92</b> (10.00)	<b>16.92</b> (10.00)	<b>30.00</b>
2013	销量(吨)	2000	1300	14000	30000	24000	1.20	9.00	<b>500.00</b>
	不含税销价(万元/吨)	33.00	22.00	5.13	0.65	0.23	299.15	5811.97	<b>23.00</b>
	毛利率(%)	30.00	30.00	<b>26.15</b> (18.00)	<b>35.38</b> (30.00)	15.00	<b>16.92</b> (10.00)	<b>16.92</b> (10.00)	<b>30.00</b>

资料来源：中原证券 注：黄金价格元/克、白银价格元/公斤

- **维持公司“增持”的评级。**不考虑2011年转增摊薄，预测公司2012-2013年每股收益0.75元和1.17元，按照4月24日收盘价20.96元，对应动态市盈率分别为28倍和18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



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	159,155.57	224,740.61
减 营业成本	36,680.44	62,755.61	115,453.31	164,372.86
营业税费	335.39	229.33	477.47	674.22
销售费用	1,657.85	2,502.05	3,660.58	4,944.29
管理费用	7,386.52	11,802.73	8,753.56	11,237.03
财务费用	3,006.82	5,711.98	6,819.71	5,687.02
资产减值损失	484.68	247.70	381.97	539.38
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	23,608.98	37,285.80
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	24,498.98	38,175.80
减 所得税	1,143.82	1,303.90	2,694.89	4,199.34
净利润(含少数股东权益)	8,568.77	12,017.43	21,804.09	33,976.47
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	21,804.09	33,976.47
基本 EPS	0.72	0.49	0.75	1.17

市场数据 (2012年04月24日)

收盘价(元)	20.96
一年内最高/最低(元)	48.75/17.97
沪深300指数	2604.87
市净率(倍)	2.78
流通市值(亿元)	39.24

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。