

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

新业务确保高增长，钴镍价格回升是催化剂

——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9月6日

报告关键要素:

受内外经济不景气影响,传统业务对公司业绩贡献低于预期,同时,电子废弃物、贵金属等新业务进入收获期,确保公司未来两三年业绩稳定高增长。短期公司价值催化剂主要看钴镍价格企稳回升。

事件:

- 近期实地调研了格林美,就公司现阶段生产经营情况和发展战略,与董事长进行了座谈。

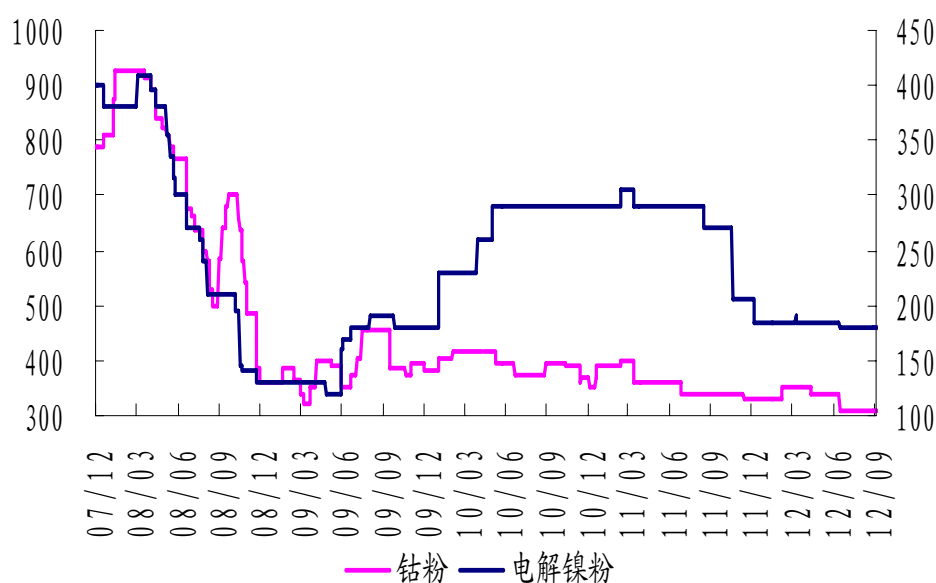
点评:

- 受内外经济不景气影响,公司上半年业绩低于预期。上半年实现营业收入5.52亿元,同比增长38.43%,上半年实现归属上市公司股东净利润0.64亿元,同比增长20.95%,上半年业绩增长低于预期,与一季度相比,二季度业绩并没有改善。从各项业务来看,受内外经济不景气影响,公司产品订单和价格都不同程度受到影响。

具体来看,钴镍粉以量补价,业务保持相对稳定。上半年上海有色金属网钴粉平均报价同比下降10%左右,镍粉平均报价同比下降37%左右,公司再生超细钴镍粉末价格与上述价格密切相关;产销量方面,钴粉增量较小,而镍粉产能释放较大,产销量大幅增长弥补了产品价格下跌影响。

从供求关系来看,供过于求导致钴镍价格大幅下跌,特别是钴粉价格已经跌至08年金融危机的低点,从成本角度来看,钴价进一步下跌空间有限,钴价上涨催化剂主要看新能源汽车正极材料需求释放。

图1: 中国钴镍粉价格 单位: 元/千克



资料来源: 上海有色金属网



在价格相对稳定情况下，塑木型材主要是订单不足导致产能利用率下降，根据测算上半年销量环比下降40%。塑木型材产能释放遭遇需求低迷，使得单吨塑木型材的折旧、人工等刚性成本明细上升，该业务盈利能力下降明显，上半年毛利率为19.76%，与2011年同期下降16.31个百分点，对公司业绩贡献下降。

电积铜业务主要是产量不及预期，上半年铜价相对稳定，根据估算，电积铜生产线开工率大致只有四分之一，开工不足主要是公司担心铜价下跌导致亏损，公司电积铜绝大部分原料需要外购。目前铜价稳定，生产线开工率有所提高。

上半年电子废弃物实现营业收入2684万元，毛利率41.05%，考虑到上半年电子废弃物处在以旧换新过渡到处理基金的空档期，实际的拆解量较小，预计该业务主要是上年度原料和库存形成的销售。

上半年控股51%子公司荆门德威格林美产销两旺。上半年碳化钨业务实现营业收入8402万元，毛利率30.16%，该业务是公司上半年亮点，目前德威格林美生产正常，满负荷运行。贵金属上半年只是试生产，有少量产出，下半年生产已经正常运转有望对外形成销售。

- **钴镍业务呈现向好势头。**上半年经济增速下滑，下游需求低迷，钴镍价格下跌，企业不敢轻易下订单，导致公司钴镍产能并未完全释放，钴镍业务通过以量补价确保了上半年收入平稳，7月份以来订单情况有所好转，目前订单已经排到了9月末。

收购凯力克从更长远来看，公司将在钴领域到达新高度。其一、凯力克是国内金属钴和正极电池材料四氧化三钴排名前列的品牌企业，技术成熟、市场份额稳定，国内外影响力较大。收购之后扩大了公司钴生产规模，巩固公司在国内钴领域行业地位，同时也借助凯力克打开了国际市场。其二、凯力克参股了生产正极材料的清美通达，打通了钴---电池---钴再生完整循环产业链，公司废钴镍循环再造之后可以替代原矿钴。

- **处理基金实施以来，电子废弃物重新焕发活力。**7月份处理基金实施以来，凭借先进处理技术和良好的企业品牌形象，电子废弃物回收处理形势较好。主要有以下几个特点：其一、电子废弃物现在可以跨省流通，打破了地域限制，这对具备深度处理回收、盈利能力更好的资质企业有利，公司目前回收量形势较好。其二、目前正规企业回收的主要还是电视机和电冰箱；由于补贴少，洗衣机和空调回收价格竞争力不足；由于元器件不能重复利用，电脑回收价格也不具体竞争力。处理基金补贴标准短期难以改变，四机一脑回收格局还将维持下去。
- **未来业绩增长点主要看电子废弃物、塑木型材、电积铜及贵金属。**如果不考虑价格影响，未来业绩增长点主要来自电子废弃物、塑木型材、电积铜及贵金属产能释放。按照目前电子废弃物行业回收状况，预计明年公司13万吨拆解处理产能全部达产；公司塑木型材产能3-4万吨，当前产能利用率不高，近几年塑木型材行业年均增长率30%左右，公司加大市场开拓力度，产销增长还是值得期待。电积铜和贵金属生产已经进入成熟运行期，也不存在订单生产情况，产能释放已经没有障碍。
- **维持“增持”评级。**根据测算，暂不考虑凯力克并表，预计2012年和2013年每股收益分别为0.25元和0.39元，按照9月4日收盘价12.54元，对应动态市盈率分别为50倍和32倍，估值偏高，但是考虑到公司几项新业务进入收获期，业绩增长有保障，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**公司新业务产能不能释放、钴镍价格进一步下跌。

利润表	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	91,861.44	143,699.87	207,729.37
减 营业成本	62,755.61	103,154.88	155,934.79
营业税费	229.33	431.10	623.19
销售费用	2,502.05	2,874.00	3,115.94
管理费用	11,802.73	11,495.99	12,463.76
财务费用	5,711.98	8,307.66	8,934.71
资产减值损失	247.70	689.76	747.83
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	16,746.47	25,909.15
加 营业外收入	4,762.33	3,000.00	4,000.00
减 营业外支出	16.33	110.00	110.00
利润总额	13,321.33	19,636.47	29,799.15
减 所得税	1,303.90	2,160.01	3,277.91
净利润 (含少数股东权益)	12,017.43	17,476.46	26,521.24
减 少数股东权益	-36.60	1,572.88	2,386.91
归属与母公司所有者的净利润	12,054.04	15,903.58	24,134.33
基本 EPS	0.19	0.25	0.39

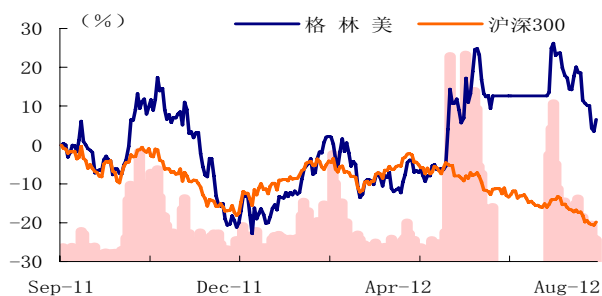
市场数据 (2012年09月04日)

收盘价 (元)	12.54
一年内最高/最低 (元)	28.19/11.01
沪深300指数	2204.41
市净率 (倍)	3.35
流通市值 (亿元)	46.96

基础数据 (2012年06月30日)

每股净资产 (元)	3.74
每股经营现金流 (元)	(.43)
毛利率 (%)	29.83
净资产收益率 (%)	2.95
资产负债率 (%)	47.01
总股本/流通股 (万股)	57,958/37,450
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。