

评级: 强烈推荐(维持)

电力设备

公司深度报告

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话: 0755-25832648

邮件: hebenhu@fcsc.cn

格林美(002340)

——伴随美丽中国成长, 维持“强烈推荐”

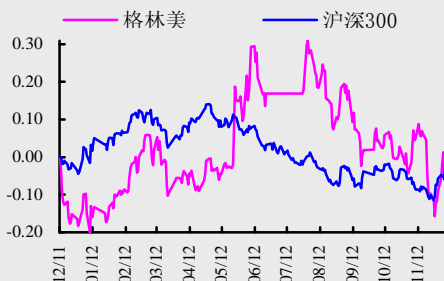
交易数据

上一日交易日股价(元)	11.26
总市值(百万元)	6,526
流通股本(百万股)	469
流通股比率(%)	80.89

资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元)	2,213
每股净资产(元)	3.82
市净率(倍)	2.95
资产负债率(%)	52.20

公司与沪深300指数比较



相关报告

摘要:

公司概况。公司是国内领先的资源循环利用企业, 具备湖北和江西地区的废旧电器回收拆解资质、报废汽车拆解资质、废钢综合利用资质等。**利润来源**的区域分布看, 目前主要来源于荆门格林美。从盈利结构看, 钴粉和镍粉是目前公司主要的利润来源。二者的合计收入比重为 55%, 毛利比重为 60%。

2012 年是增长平稳期。公司在钴粉和镍粉领域属于绝对的行业龙头, 市场份额一直保持在 10% 以上, 均为国内第一。**2011 年, 钴的增长为 10% 左右, 2012 年将延续平稳增长。2011 年镍的增长接近 70%, 2012 年预计增长率超过 50%, 但对应的 2012 年综合增速则不超过 20%, 属于稳健增长状态。**

政策成为公司成长强大推动力。按照《办法》的规定, 除了洗衣机和空调的绝对优势幅度为 30 元左右外, 另外三种家电的价格差异达到 60~70 元, 几乎超过了“游击队”的收购价格。目前看, 以格林美为代表的专业回收渠道相对于另外两种方式, 最大的缺陷在于收购的顺畅性要弱。

新业务放量弥补电池业务增速下降。随着江西基地建设的推进, 公司的家用电器拆解能力目前达到 500~600 万台/年, 预计 2012 年增长 50% 左右, 达到 200 万台, 2013 年仍将保持高增长。公司 2011 年 11 月进行了上市后的第一次定向增发, 成为公司新业务的基础。**初步测算, 如果项目完全达产, 相当于 2011 年净利润增长 270% 左右。**

超预期的预期扩张。连续在武汉和仙桃的基地建设, 有超出预期的成分。简单测算, 如上两个项目达产后的合计净利润将达到 2.4 亿, 相当于 2011 年公司净利润的 2 倍。**按照项目进度, 2~3 年后将逐步达产, 成为业绩超预期的利润增长点。**

盈利预测及投资评级。我们预计公司 2012 年、2013 年和 2014 年每股收益分别为 0.31 元、0.54 元和 0.75 元, 目前股价 11.26 元对应的 PE 分别为 36.4 倍、20.8 倍和 15.0 倍。由于 2012 年是补贴真空期, 我们认为, 隐含的 2012 年 EPS 应提高 0.10 元左右。作为新兴行业, 如果按照 2013 年 25~30 倍 PE 折算, 对应的股价区间为 13.50 元~16.20 元, 距离目前股价有 230% 以上的上涨空间, 维持“强烈推荐”投资评级。



目 录

1、与大众不同的观点	3
2、公司概况	3
2.1、股权结构.....	3
2.2、业务结构.....	4
2.3、技术领先企业.....	5
3、经营动态	6
3.1、2012 年是增长平稳期.....	6
3.2、政策成为公司成长强大推动力.....	7
3.3、新业务放量弥补电池业务增速下降.....	9
3.4、碳化钨作为 2012 年增量将进入平稳增长期.....	11
3.5、凯力克的双重价值.....	11
3.6、超预期的预期扩张.....	12
4、盈利预测、估值及投资建议	13
4.1、关键假设.....	13
4.2、盈利预测.....	14
4.3、估值及投资建议.....	14
5、风险提示	17
6、催化剂	17



1、与大众不同的观点

1、电子拆解业务属于资质、技术和资源等共同支撑的行业，虽然竞争较为激烈，但公司作为先发企业，具备显著的综合优势。**包括技术水平、成本控制等。**

2、2012年7月，国家发改委、工信部、财政部和环保部共同发布了《废弃电器电子产品处理基金》，这成为行业规范化竞争的重大利好。2012年是政策过渡期，也是基金补贴的真空期。**因此，2012年的隐含EPS应提高0.10元。**

3、电子拆解作为我国新兴行业，具备广阔的成长空间。一方面，综合拆解率仍存在提升空间；另一方面，行业集中度也存在进一步提高的空间。上述两项因素构成核心的行业驱动力，虽然面临着家电更新换代增速下降的压力。

2、公司概况

2.1、股权结构

公司是民营企业，董事长许开华夫妇是公司实际控制人。通过深圳市汇丰源投资有限公司、深圳市鑫源兴新材料有限公司分别持有公司股份为19.11%和7.02%，间接持股比例为21.41%。

以合并财务报表为核心，荆门格林美、武汉格林美是2012年最主要利润来源。江西格林美和河南格林美进展顺利，将成为新的利润增长点。2012年8月，公司现金收购了凯力克51%的股权，成为2012年的利润增量。公司还有深圳格林美检验公司和北美格林美两家全资子公司，前者的核心业务是研究，后者在短期内则难以产生效益。

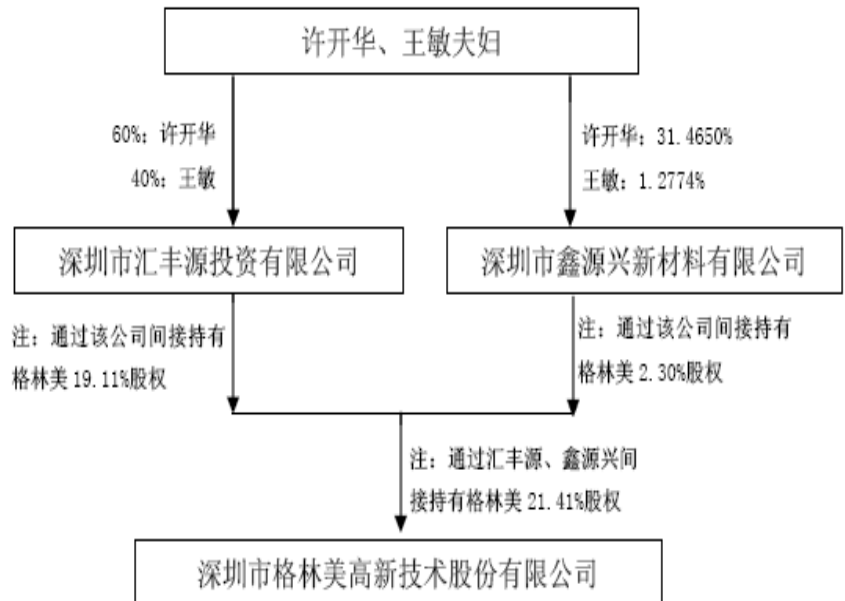
图表1 公司主要下属子公司情况一览表

	持股比例	业务范围
荆门格林美新材料	100%	镍、钴回收，家电回收和拆解，塑料型材
武汉格林美资源循环	100%	家电回收和拆解
江西格林美资源循环	100%	家电、汽车回收和拆解
河南格林美中钢再生	55%	废钢、废五金、废弃电子电器、废塑料等
凯力克	51%	钴及新能源锂电池正极材料前驱体

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



图表 2 公司股权关系结构图



数据来源：公司招股书

2.2、业务结构

公司是国内领先的资源循环利用企业，具备湖北和江西地区的废旧电器回收拆解资质、报废汽车拆解资质、废钢综合利用资质等。**利润来源的区域分布看，目前主要来源于荆门格林美。**

我们以公司 2012 年中期财务数据为例，公司产品包括钴粉、镍粉、电积铜、碳化钨、电子废弃物和型材 6 大类。

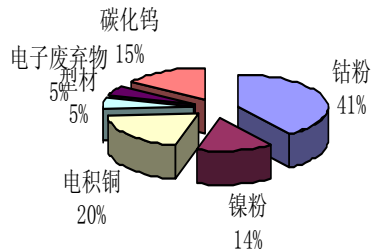
按照细分行业划分，产品主要涵盖两个领域。其中，钴粉和镍粉主要是废旧电池回收的产品，而电积铜、型材等其他四类产品主要来源于电子和电器的回收和拆解。

从盈利结构看，钴粉和镍粉是目前公司主要的利润来源。二者的合计收入比重为 55%，毛利比重为 60%。

2012 年，随着产能的逐步释放，公司在电子和电器回收和拆解业务的比重逐步提高，将成为公司增长新的驱动力。

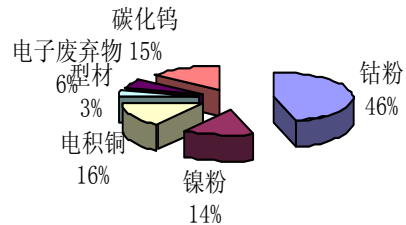


图表 3 2012 中期收入结构对比图



数据来源：第一创业证券研究所

图表 4 2012 中期毛利结构对比图



数据来源：第一创业证券研究所

2.3、技术领先企业

废弃钴镍资源提取处于领先水平

作为最早的废弃钴镍资源企业之一，公司在废弃钴镍资源和电子废弃物的循环利用领域拥有专利 40 项，牵头起草了废弃钴镍资源和钴镍粉体制备方面的 9 项国家标准和 3 项行业标准，成为废弃钴镍资源循环利用领域制定技术标准的先导企业。

公司采用废料直接生产超细钴粉、超细镍粉的制造技术和产品质量已经达到国际先进水平。

注重研发促进领先

表面上看，废旧资源循环回收的门槛不高，而实际上，综合技术水平决定着产品的成本和产量，成为综合竞争力的核心体现。

作为一家新兴循环经济企业，公司一直重视研发投入和建设，被国家发改委授予了“城市矿产资源循环利用国家地方联合工程研究中心”。公司的生产基地主要分布在湖北、江西等，而公司注册地和研发基地都在深圳，主要目的是为吸引人才创造条件。

2012 年 5 月，公司与清华大学深圳研究生院联合建立了“城市资源循



环利用工程技术研究中心”，建成系统的研发平台，包括政策研究室（包括碳足迹及生命周期研究等）、装备研究实验室（开展城市矿产资源循环利用的装备研究）、物理实验室（开展电子废弃物、报废汽车等深度拆解破碎分选技术和资源化产品关键技术研究）、化学实验室（开展废物回收钴镍钨、稀土、稀散、稀贵金属研究）等。

3、经营动态

3.1、2012 年是增长平稳期

下游行业平稳增长的特征显著

由于公司的钴粉和镍粉目前是公司的核心利润来源，因此，二者的总体变化成为综合成长性的决定因素。总体上看，2012 年将以平稳增长为主。

行业角度看，钴粉和镍粉具备平稳增长的条件。钴粉和镍粉主要运用于硬质合金生产企业的辅助材料，其中，镍粉可以作为价格较高的钴粉的替代品使用的。

我们整理的统计数据显示，2005 年以来，硬质合金产量的年复合增长率不足 10%，属于典型的稳健增长行业，成为作为行业龙头的格林美经营策略的行业依据。

分别年度增长数据看，2010 年增速较高，达到 33%，而其他年份均低于 10%。2010 年高增长的主要原因在于金融危机逐步消除的背景下，下游需求有所回升。

公司业务规划的 2012 年是平稳增长阶段

公司在钴粉和镍粉领域属于绝对的行业龙头，市场份额一直保持在 10%以上，均为国内第一。2011 年，公司实现钴粉和镍粉的销售为 2146 吨，同比增长 32%。其中，钴的增长为 10%左右，呈现为平稳增长，而镍的增长接近 70%，显示强劲状态。

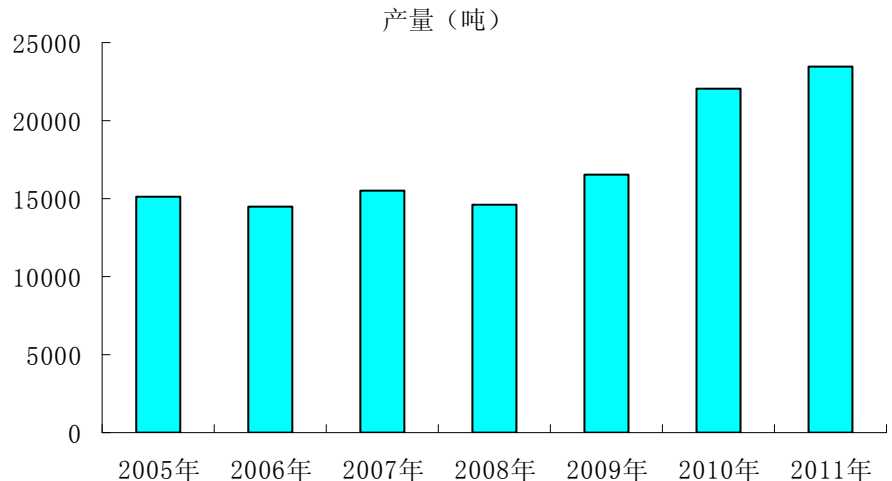
按照公司的产能测算，钴和镍两项产品的设计产能分别为 2000 吨和 1300 吨。公司的钴粉 2011 年的产量已经达产 70%以上，预计仍有一定的产量弹性，但幅度有限，2012 年将延续平稳增长。

相对而言，镍粉 2011 年的产量只相当于 50%左右产能，弹性更大一些。



正常情况下，预计 2012 年将基本达产，增长率超过 50%，而 2013 年后也将进入平稳增长。但对应的 2012 年综合增速则不超过 20%，属于稳健增长状态。

图表 5 我国硬质合金产量年度变化对比图



数据来源：第一创业证券研究所 Wind

3.2、政策成为公司成长强大推动力

基金补贴提高正规渠道的竞争力

公司从事的废弃电器电子回收业务，作为循环经济的一部分，一直得到政策的支持。2012 年 5 月 21 日，由财政部、环境保护部、国家发改委等部门联合发布了《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》(简称“办法”)。我们认为，《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》的实施将显著提高正规渠道的竞争力。

电器拆解作为一种传统行业，由于门槛并不高，因此，一直存在“游击队”与“正规军”的竞争。理论上讲，“游击队”与“正规军”的竞争优势主要体现在相对低廉的经营成本，而《办法》的实施无疑显著提高正规渠道的竞争力。

相对于“以旧换新”而言，《办法》的经济性优势明显，也成为正规企业竞争提升的核心要素。

按照《办法》的规定，除了洗衣机和空调的绝对优势幅度为 30 元左右外，另外三种家电的价格差异达到 60~70 元，几乎超过了“游击队”的收



购价格。

笔者以自身经历进行的草根调研显示，目前的专业回收渠道价格更具备优势。如果管理效率能进一步提升，优势将逐步显现。

目前看，以格林美为代表的专业回收渠道相对于另外两种方式，最大的缺陷在于收购的顺畅性要弱。由于没有广泛的广告效应，使得出售者对正规回收渠道的了解不够，其便利度也大大下降。

图表 6 家电（“四机一脑”）拆解补贴一览表

	电视	冰箱	洗衣机	空调	电脑
以旧换新	15	20	5	0	15
基金补贴	85	80	35	35	85

数据来源：财政部、第一创业证券研究所

图表 7 废旧冰箱收购价格及特征比较一览表（草根调研资料）

	游击队	某电商回收	专业回收渠道
价格	50	80	80~100
特征	随机性好	与购买者联系紧密	信息渠道相对封闭

数据来源：第一创业证券研究所

“美丽中国”的政策预期值得期待

在“十八大”报告中明确提出，面对资源约束趋紧、环境污染严重、生态系统退化的严峻形势，把生态文明建设放在突出地位，融入经济、政治、文化、社会建设各方面和全过程，努力建设美丽中国。

具体到家电拆解的“美丽中国”理念，我们认为可能主要体现在如下主要方面：一方面，扶持政策将得到延续。作为新兴行业，持续的政策扶持，包括补贴、税收等方面的倾斜将有利于行业快速发展。《办法》中的补贴资金来源于生产企业，具备持续性，也有利于正规回收企业的经济性优势发挥。

另一方面，行业的规范度有望进一步加强。我国的废旧家电回收后的处理主要包括三大方向：（1）家电生产商、正规拆解商。譬如 TCL、长虹、格林美等；（2）小作坊和小企业为代表的游击队。简单的暴力拆解，采用焚烧和酸化的方法提炼贵重金属，造成严重环境污染；（3）二手家电销售者。他们将旧家电进行拼装，然后重新销售。我们认为，正规企业将直接受益于



行业规范度提高。

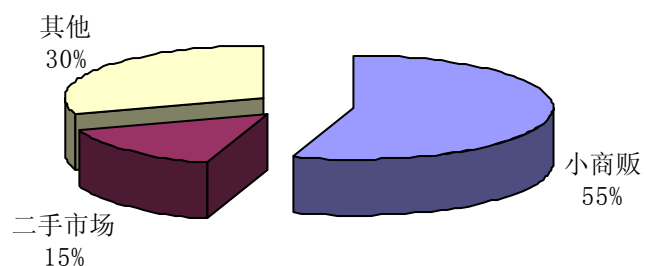
统计资料显示，2011 年的黑色和白色家电合计产量为 4 亿台左右。其中，洗衣机 6671 万台、冰箱 8699 万台、空调 13912 万台、电视机 12436 万台。

如果扣除出口因素，对应的国内销售分别为洗衣机 5000 万台、冰箱 6000 万台，空调 12000 万台、电视机 6000 万台，合计为 29000 万台。再加上电脑的 1 亿台，那么国内市场年消费为 4 亿台左右。

我们如果按照年均 5 年作为使用寿命，对应的年回收量接近 8000 万台，远超越业界较为一致的 5000 万台左右的判断。其中，游击队处理方式和回流销售市场是主要原因。

我们从西北地级城市的案例中可以看出，小商贩是收购的主力军。其中，有相当比例的废旧家电经过翻新后回流消费市场。如果废旧家电市场能够得到进一步规范，将成为格林美为代表的正规拆解企业的重大利好。

图表 8 西北某地级城市废旧家电处理方式对比图



数据来源：第一创业证券研究所

3.3、新业务放量弥补电池业务增速下降

拆解业务进入高增长

铜作为公司重要的增长点，来源主要包括 PCB 板、外购铜泥和家电三个渠道。其中，家用电器回收渠道的占比并不高，预计不超过 20%。因此，以铜作为家电拆解的指标并不准确。而型材作为家电拆解的主要产品，也可



以成为反映电器业务增长的一个指标。

公司 2012 年中期的型材收入为 2878 万元，同比增长 12.4%。由于部分产品价格有一定的调整，实际数量要高于收入的增长。

随着江西基地建设的推进，公司的家用电器拆解能力目前达到 500~600 万台/年，2011 年为 130 万台，预计 2012 年增长 50%左右，达到 200 万台，2013 年仍将保持高增长。

即使按照 5000 万台的总体规模测算，2012 年的市场份额也只有 4%左右，有进一步提升的空间。

募集资金投向逐步进入收获期

公司 2011 年 11 月进行了上市后的第一次定向增发，募集资金接近 10 亿，甚至超过公司 IPO 时的 7.4 亿的规模，成为公司新业务的基础。

公司的新业务主要包括以 PCB 板为代表的电子业务和以废旧家电为代表的电器业务，我们调研了解的情况看，项目建设顺利，目前已完成进度的 60%。随着项目的推荐，将成为持续的增长点。

公司中期数据看，电积铜实现收入 11222 万元，同比增长 84%，是增长最快的业务，基本反映了公司电器业务和电子业务的运行状况。对中期数据进行简要拆分，电子和电器业务对铜的贡献预计为 80%和 20%。

在公司目前的电子和电器业务中，铜是最主要的产品。而集中在荆门地区的贵金属提取是目前的电器电子业务的深度加工，目前尚未形成利润，2013 年开始将逐步成为新的利润增长点。

由于目前的项目仍处于逐步投产期，显然，实际的产能与预期的规划有很大差距，这也成为未来的重要增长动力。初步测算，如果项目完全达产，相当于 2011 年净利润增长 270%左右。

图表 9 公司 2011 年募集资金项目一览表

	投资(万元)	预期收入(万)	预期净利(万)	项目地点
电子业务	88600	308000	26700	荆门
电器业务	30000	52000	7200	江西

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所



3.4、碳化钨作为 2012 年增量将进入平稳增长期

公司的碳化钨项目是与浙江德威公司合资的项目，公司持股 51%。碳化钨作为硬质合金的主要材料，属于小规模的市场，年需求量为 2~3 万吨，行业呈现平稳增长。

公司的产能为 1000 吨，按照目前市场价格折算，大约相当于 2.5 亿左右。预计 2012 年收入超过 1.5 亿，作为 2012 年的增量，由于毛利率接近 30%，预计贡献权益净利润为 1000 万左右。**2012 年后，则进入增速明显下降的平稳增长期。**

3.5、凯力克的双重价值

2012 年 8 月，公司以现金收购了凯力克 51% 的股权。从产业链角度看，凯力克的主营业务是金属钴及新能源锂电池正极材料前驱体的研发、生产及销售，属于公司的下游，本次收购至少蕴涵两层意义。

一方面，凯力克本身的盈利能力对公司业绩的影响。凯力克作为资源加工型企业，也具备资源企业业绩波动的特征。2009 年以来，最低的 2011 年净利为 2383 万元。保守估计，公司收购的 51% 股权贡献权益净利为 1200 万以上，对应的 EPS 为 0.02 元。按照正常的理解，收购的财务效益可能超出预期。

另一方面，消化公司提纯后的剩余材料作为原料来源。公司与凯力克在原材料供应、下游钴产品、终端应用领域及市场等多环节、多方位存在互补空间。短期内，最直接影响就是公司电池回收处理的剩余物可以作为凯力克的原料来源。

图表 10 凯力克简要财务数据一览表

	2012 年 1-5 月	2011 年	2010 年	2009 年
营业收入	43435	114805	126845	103637
利润总额	1810	3324	8982	4256
净利润	1592	2383	6650	3750

数据来源：招股说明书、第一创业证券研究所



3.6、超预期的预期扩张

扩张之路符合预期

公司于 2010 年 1 月 22 日上市，从近 3 年的发展历程看，公司的成长一直伴随着公司扩张的路径。因此，公司的扩张是符合预期的。

图表 11 公司上市以来的扩张路径一览表

	扩张路径
2010 年	1 月 22 日上市；
	8 月，设立北美子公司（全资）；
	8 月，增资武汉格林美；
2011 年	3 月增资荆门格林美；
	3 月，以增资方式控股河南中钢 55% 股权；
	11 月定向增发对江西格林美增资 10000 万元； 11 月，对荆门格林美增资 40000 万元，
2012 年	2 月，江西丰城市资源循环产业基地（报废汽车和废钢）；
	8 月，公司以现金收购了凯力克 51% 的股权；
	11 月，建设格林美（武汉）城市矿产循环产业园；
	11 月，建设武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场； 11 月，收购河南中钢 45% 股权。

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

扩张进度超出预期

11 月以来，公司连续出现三次重大的资本扩张事件。其中，由于之前持有河南中钢 55% 的股权，因此收购 45% 股权尚在预期之中。而连续在武汉和仙桃的基地建设，则有超出预期的成分。

2012 年 11 月 6 日，格林美和仙桃市签署了《武汉城市圈（仙桃）城市矿产资源大市场投资框架协议》。项目投资人民币 3.39 亿元，主要建设覆盖武汉城市圈，辐射华中地区的城市矿产资源的集散大市场，各类废弃资源回收交易量达到 300 万吨，深加工处理报废汽车与废钢铁达到 30 万吨，再造优质废钢精料 26 万吨、铜 1000 吨、铝 4000 吨、塑料 5000 吨、玻璃 1500 吨及橡胶 5000 吨。预计实现收入达到 12 亿元，税后净利为 5988 万



元。

另外，公司还建设格林美（武汉）城市矿产循环产业园开发有限公司，由全资子公司荆门格林美与武汉格林美共同出资设立。项目投资 12 亿元，年循环处理各类废弃物 51.5 万吨，包括年处理废旧电子电器产品及废旧线路板 7 万吨（其中处理废旧电路板 2 万吨）、废旧五金电器 6.5 万吨、废塑胶 8 万吨、报废汽车与废钢 30 万吨（回收处理报废汽车 5 万吨（合计报废汽车 3 万辆），废钢铁 25 万吨）。项目投产后销售收入达 37 亿元，税后净利 18050 万元。

简单测算，如上两个项目达产后的合计净利润将达到 2.4 亿，相当于 2011 年公司净利润的 2 倍。按照项目进度，2~3 年后将逐步达产，成为业绩超预期的利润增长点。

债券发行缓解资金压力

随着公司项目的陆续建设，资金压力成为重要的影响因素。12 月 5 日，中国证监会核准公司向社会公开发行人面值不超过 8 亿元的公司债券，对于缓解资金压力有积极作用。

我们同时看到，公司以董事长为代表的实际控制人的间接持股比例为 21.41%，相对偏低的股权比例制约了公司直接融资方式的选择。

4、盈利预测、估值及投资建议

4.1、关键假设

1、收入

钴粉：（1）数量。2012~2014 年维持 10% 的增长；（2）单价。2012 年按照 26 万元/吨的平均价格，下降幅度为 10% 左右，2013 年和 2014 年分别按照 27 万元/吨和 28 万元/吨。

镍粉：（1）数量。2012 增长 90%，2013~2014 年按照 20% 的增长；（2）单价。2012 年按照 12 万元/吨的平均价格，下降幅度为 35% 左右，2013~2014 年分别按照 13 万元/吨和 14 万元/吨。



铜：（1）数量。随着产能释放，收入快速增长。2012 增长 790%，2013~2014 年按照 40%的增长；（2）单价。2012 年按照 5 万元/吨的平均价格，与上年基本持平，2013~2014 年分别按照 5.5 万元/吨和 6.5 万元/吨。

补贴收入：2012 年是补贴真空期，谨慎策略不进行收入预测，2013~2014 年进入正常的补贴周期，收入分别为 15000 万元和 20000 万元。

2、毛利率

各项毛利率数据主要参照 2012 年半年报数据，维持不变；

3、期间费用

营业费用率：2012 年按照 2.5%，与 2011 年基本一致，2012 年和 2013 年维持不变；

管理费用：按照 12%的管理费用率；

财务费用：2012 年按照 20%的增长，2013 年和 2014 年分别按照 70%和 10%的增长，主要考虑了债券的发行有一定比例的利息收入。

4.2、盈利预测

我们预计公司 2012 年、2013 年和 2014 年每股收益分别为 0.31 元、0.54 元和 0.75 元，目前股价 11.26 元对应的 PE 分别为 36.4 倍、20.8 倍和 15.0 倍。其中，2012 年凯力克对 EPS 的贡献为 0.02 元左右。

4.3、估值及投资建议

从 2012 年 PE 看，超过 35 倍的 PE 水平并不低。由于 2012 年是补贴真空期，我们认为，隐含的 2012 年 EPS 应提高 0.10 元左右。

作为新兴行业，如果按照 2013 年 25~30 倍 PE 折算，对应的股价区间



为 13.50 元 ~ 16.20 元，距离目前股价有 230% 以上的上涨空间，维持“强烈推荐”投资评级。

图表 12 主导产品收入和毛利率预测表

	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、钴粉				
数量 (吨)	1443	1587	1746	1921
增长率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
单价 (万/吨)	29	26	27	28
收入	41847	41270	47143	53778
毛利率	33.9%	36.0%	36.5%	36.0%
毛利	14186	14857	17207	19360
二、镍粉				
数量 (吨)	703	1336	1603	1923
增长率	67.0%	90.0%	20.0%	20.0%
单价 (万/吨)	19.5	12.0	13.0	14.0
收入	13709	16028	20837	26928
毛利率	32.0%	31.0%	31.0%	31.0%
毛利	4387	4969	6459	8348
三、铜				
数量 (吨)	4076	6929	9701	13581
增长率	302.0%	70.0%	40.0%	40.0%
单价 (万/吨)	5.1	5.0	5.5	6.5
收入	20788	34646	53355	88278
毛利率	23.4%	23.0%	23.0%	23.0%
毛利	4864	7969	12272	20304
四、电子废弃				
收入	6075	7290	10206	20412
增长率	-	20.0%	40.0%	100.0%
毛利率	45.7%	45.0%	45.0%	45.0%
毛利	2776	3281	4593	9185
五、型材				
收入	7756	9307	12099	15729
增长率	-	20.0%	30.0%	30.0%
毛利率	29.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利	2280	1861	2420	3146
六、钨				
收入	0	20000	25000	31250
增长率	-	-	25.0%	25.0%



毛利率	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利	0	6000	7500	9375
七、凯力克				
收入	0	50000	100000	125000
增长率	-	-	100.0%	25.0%
毛利率	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利	0	10000	20000	25000
八、其他				
收入	1687	2193	17851	23706
补贴	0	0	15000	20000
其他收入	1687	2193	2851	3706
增长率	12.1%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利	590	768	15998	21297
九、合计				
收入	91861	180735	286491	385081
收入增长	63.0%	96.7%	58.5%	34.4%
毛利	29084	49704	86449	116015
毛利率	31.7%	27.5%	30.2%	30.1%

数据来源：第一创业证券研究所 公司公告

图表 13 盈利预测预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	91861	180735	286491	385081
减：营业成本	62756	131030	200042	269066
减：营业税金及附加	229	451	715	961
减：营业费用	2502	4518	7162	9627
减：管理费用	11803	21688	34379	46210
减：财务费用	5712	6854	11652	12818
减：资产减值损失	248	297	357	428
加：投资收益	-37	0	0	0
营业利润	8575	15895	32183	45971
二、利润总额				
加：营业外收支	4746	5221	5743	6317
利润总额	13321	21115	37926	52288
三、净利润				
减：所得税	1304	2067	3712	5118
净利润	12017	19049	34214	47170
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	-37	1100	2860	3718



归属母公司净利润	12054	17949	31354	43452
总股本				57958
EPS(元)	0.21	0.31	0.54	0.75

数据来源：第一创业证券研究所 公司报告

5、风险提示

- (1)、毛利率变化风险。
- (2)、行业增长风险。

6、催化剂

- (1)、扶持政策的推动；
- (2)、业绩逐步释放并超预期。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135