

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

成长的烦恼

——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: 2013年3月29日

报告关键要素:

上市以来,钴镍粉体材料价格一跌再跌,产销量的增长效益并没有得到有效转化,同时处在规模扩张关键阶段的电子废弃物产业链条效益释放缓慢,两者致使公司业绩增长疲软。总得来说,中短期业务发展波动是成长过程中难以避免,而行业前景广阔,战略方向对路,公司具备未来龙头企业优良特质。

事件:

- 近期实地调研了格林美,了解现阶段公司生产经营情况和发展战略。

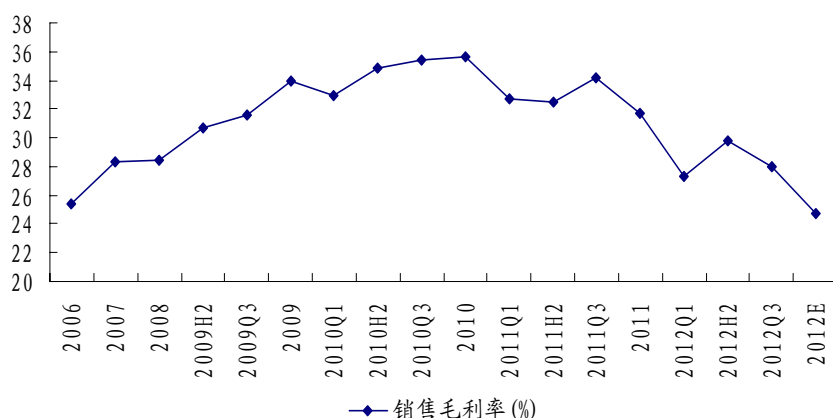
点评:

- **2012年业绩增长疲软。**根据公司披露的业绩快报,2012年实现营业收入14.20亿元,同比增长54.56%,实现营业利润7291.62万元,同比下降14.97%,归属上市公司股东净利润1.33亿元,同比增长10.02%。基本每股收益0.23元。总得来说,2012年公司经营业绩低于预期。快报披露收入增长是因为产能增加,销售规模扩大;营业利润下降是因为综合毛利率下降;同时公司收到了大额补贴款,使得净利润实现小幅增长。

收入增量5亿元左右,同比增长54.56%。根据各项业务估算,钴镍、电子废弃物、其他收入合计增加1亿元左右;电解铜收入增加1亿元左右;新业务再生碳化钨收入2亿元左右,全部为净增加量;持股51%凯力克并表12月份收入预计在1亿元左右水平。

综合毛利率下降导致营业利润下滑。公司主要收入贡献是有色金属回收,包括钴镍、铜、碳化钨,金属价格下跌,导致毛利率下降,2012年前三季度综合毛利率为28.03%,较2012年上半年下降1.81个百分点,较2011年下降3.65个百分点,根据估算2012年全年毛利率水平进一步降至24.74%,其中并表12月份的凯力克预计毛利率水平在10%左右,也进一步拉低了公司盈利能力,凯力克是纯粹的钴冶炼加工型企业,盈利水平较低。

图1: 公司综合毛利率水平

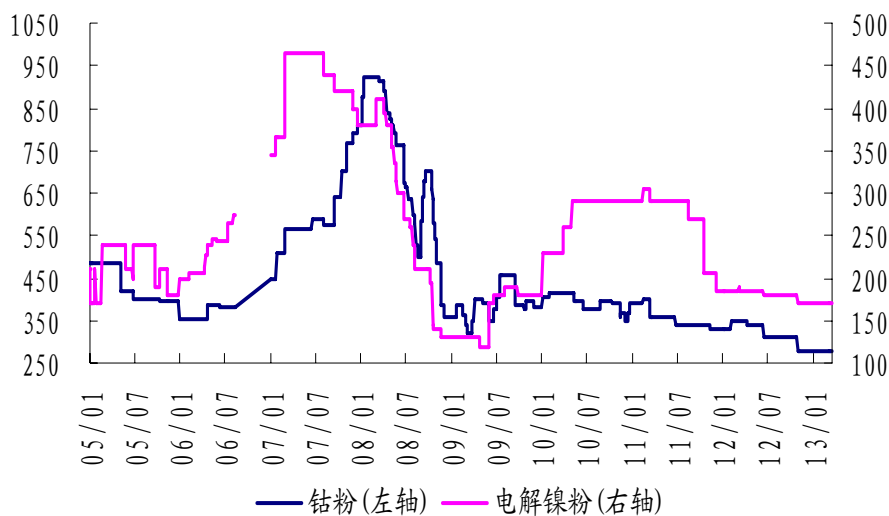


资料来源: 公司定期报告、中原证券估算

- **钴镍业务低迷中短期常态化。**钴镍粉体业务是公司起家的核心业务，现有产能包括2000吨钴粉和1300吨镍粉。自2010年IPO募投扩产以来，钴镍价格单边震荡下跌，尽管公司具备钴镍废料加工提纯再造的核心技术，但是在行业景气度大幅下滑的背景下，钴镍粉体业务经营效益受到冲击。

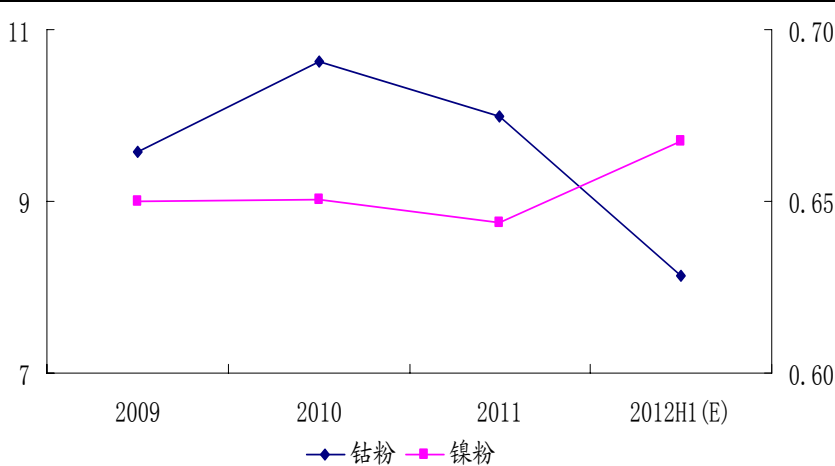
特别是钴粉加工费较大幅度缩水，根据测算钴粉加工费从最高2010年的10.62万元/吨降至2012年上半年的8.14万元/吨，降幅为23.35%，同期预计钴粉销量增长35%左右，也就说在钴粉扩产过程中，加工费的下降部分抵消产能扩张。公司钴镍粉体材料主要用于硬质合金和电池，考虑到全球经济下滑，特别是中国经济增速放缓背景下，钴镍供过于求中短期难以得到有效改善，尽管收购了凯力克51%股权和投资3000吨三元前驱体材料，延伸了钴镍产业链，但是难以有效改善盈利状况，预计公司该业务经营效益低迷中短期常态化。

图2：中国钴镍粉价格 单位：元/千克



资料来源：上海有色金属网

图3：公司钴镍粉加工费 单位：万元/吨



资料来源：公司定期报告、中原证券估算

- **电子废弃物业务链条推进缓慢。**电子废弃物产业链条是公司着力打造的另一核心业务，目前公司电子废弃物拆解基地包括荆门、武汉和江西共计13万吨产能，2012年7月份处理基金长效机制实施以来，公司现有产能满负荷运行已经常态化，2012年拆解量预计在150万台左右水平，2013年拆解量有望达到300万台。

之所以认为电子废弃物产业链条推进速度缓慢，主要包括三个方面，其一、异地投建基地速度慢，根据公告，目前最具可行性规划的基地有兰考、武汉毕铺和天津子牙，这是未来几年重点建设项目，异地扩张遇到的问题包括拆解基金牌照竞争，土地和电子废弃物市场规模等等。其二、电子废弃物延伸的稀贵金属项目还处在试生产阶段，原料供应链建设也需要更长时间完善。由于废弃电脑仍然游离处理基金范畴，导致含金量更高的PCB板原料还需从竞争市场购买，导致成本提高和原料供应紧张等现实问题。其三、拆解下来的废塑料经过分选之后可用于塑木型材原料，但是2012年塑木型材海外出口市场需求放缓，使得公司塑木型材产能利用率偏低。

- **战略对路，发展趋势良好局面未改。**上市以来，公司一直遇到业绩释放缓慢和产能扩张带来的资本支出压力两方面问题。根据上述的分析，钴镍效益不达预期、稀贵金属项目量产缓慢是现阶段业绩增速放缓的主要原因，而资金压力主要是未来几年基地大规模建设需要较大资本支出。总体而言，未来两三年电子废弃物产业链条前景清晰可见，为业绩可持续增长奠定了坚实的基础。远期，以技术和品牌立足循环经济的战略构想是经得起时间考验的，公司发展趋势良好局面并未发生改变。
- **维持“增持”评级。**根据测算，考虑凯力克并表，预计2013-2014年每股收益分别为0.31元和0.38元，按照3月26日收盘价12.68元，对应动态市盈率分别为41倍和33倍，估值基本合理，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：**钴镍价格进一步下跌，稀贵金属项目未达预期和异地扩张受阻。

利润表

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
营业收入	57,000.40	91,861.44	138,684.48	274,423.86	313,014.89
减 营业成本	36,680.44	62,755.61	104,377.68	224,363.93	251,219.75
营业税费	335.39	229.33	416.05	823.27	1,565.07
销售费用	1,657.85	2,502.05	2,912.37	3,841.93	4,382.21
管理费用	7,386.52	11,802.73	14,561.87	16,465.43	17,215.82
财务费用	3,006.82	5,711.98	8,693.21	10,247.49	14,716.95
资产减值损失	484.68	247.70	665.69	987.93	2,253.71
加 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	-36.72	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7,448.71	8,575.34	7,057.62	17,693.87	21,661.37
加 营业外收入	2,302.98	4,762.33	8,200.00	5,000.00	6,000.00
减 营业外支出	39.10	16.33	110.00	110.00	100.00
利润总额	9,712.59	13,321.33	15,147.62	22,583.87	27,561.37
减 所得税	1,143.82	1,303.90	1,666.24	2,484.23	3,031.75
净利润(含少数股东权益)	8,568.77	12,017.43	13,481.38	20,099.65	24,529.62
减 少数股东权益	0.00	-36.60	404.44	2,009.96	2,452.96
归属与母公司所有者的净利润	8,568.77	12,054.04	13,076.94	18,089.68	22,076.66
基本 EPS	0.72	0.49	0.23	0.31	0.38

市场数据 (2013年03月26日)

收盘价 (元)	12.68
一年内最高/最低 (元)	24.70/9.07
沪深300 指数	2575.05
市净率 (倍)	3.32
流通市值 (亿元)	73.49

基础数据 (2012年09月30日)

每股净资产 (元)	3.82
每股经营现金流 (元)	(.38)
毛利率 (%)	28.03
净资产收益率 (%)	4.88
资产负债率 (%)	52.19
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。