

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

传统业务业绩见底，新业务成长可期

——格林美（002340）年报点评

证券研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2013年4月24日

报告关键要素：

尽管公司从事有色金属循环再造业务，盈利能力相对矿山企业稳定，但是受有色金属周期负面影响，公司加工费绝对值下降较多，产能扩张被加工费下降所抵消；此外，新业务电子废弃物拆解回收业务短期产能扩张断档，两方面因素导致公司业绩释放缺乏爆发力。

事件：

- 格林美(002340)公布2012年报。

点评：

- 2012年归属上市公司股东净利润仅增长一成左右。2012年实现营业收入14.18亿元，同比增长54.41%；综合毛利率为25.82%，回落5.86个百分点；实现营业利润7537.59万元，同比下降12.10%；归属上市公司股东净利润1.35亿元，同比增长11.69%；基本每股收益0.23元。

2012年钴镍粉体销售2994.48吨，同比增长39.53%；电解铜销售5835.01吨，同比增长49.69%；塑木型材销售9668.81吨，同比下降18.17%，此外再生碳化钨产销量近千吨，电子废弃物拆解量为130万台。总得来说，2012年公司经营业绩低于预期。收入增长因为产能增加，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。

表1：主营产品经营数据 单位：万元、%

	营业收入	营业成本	毛利率	毛利率变化
钴粉	42640.36	29653.43	30.46	-3.45
电铜	28587.61	21475.51	24.88	1.46
电子废弃物	18908.26	14121.83	25.31	-20.35
碳化钨	17522.57	14293.31	18.43	--
镍粉	16709.02	11912.06	28.71	-3.33
塑木型材	6574.79	5093.27	22.53	-6.87
四氧化三钴	6477.73	5625.81	13.15	--
钴片	1575.51	1405.76	10.77	--
其他	1214.65	271.07	77.68	41.22
三元材料	674.44	503.24	25.38	--

资料来源：公司公告

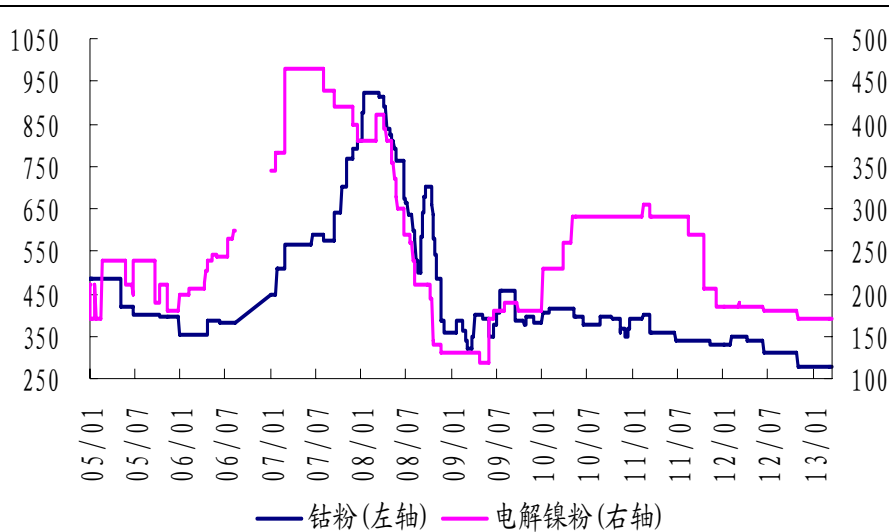
盈利能力下降是多方面因素造成的。2012年公司综合毛利率为25.82%，较2011年下降5.86个百分点。近几年公司盈利能力逐步下降的主要原因包括以下几个方面：其一、公司主要业务是有色金属回收，市场需求低迷，金属价格下跌，公司加工费受到挤压导致毛利率下降，包括钴镍粉、电积铜和碳化钨。其二、塑木型材需求不足，产能利用率不高，尽管销售价格稳定，但是折旧和人工等固定成本增加削弱了盈利能力。其三、随着公司业务拓展，电解铜、碳化钨、以及并表的纯粹钴冶炼加工型企业凯力克等低毛利率的新业务进一步拉低了公司盈利能力。

表2: 公司主要产品毛利率水平和综合毛利率 单位: %

	2008	2009	2010	2011	2012
钴粉	31.33	33.84	33.97	33.91	30.46
镍粉	29.19	34.33	38.46	32.04	28.56
电解铜		34.94	39.97	23.42	24.88
塑木型材		48.93	40.69	29.40	22.53
综合毛利率	28.48	33.97	35.65	31.68	25.82

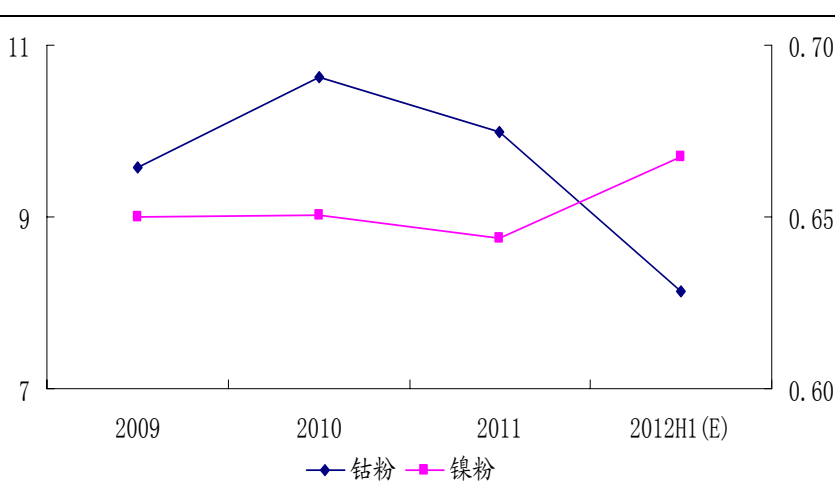
资料来源: 公司公告

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

图2: 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

- **研发和利息推高三项费用支出。**三项费用合计2.79亿元, 同比增加39.50%。其中管理费用1.66亿元, 同比增长40.49%, 增量主要来自研发费用, 2012年研发费用支出5010万元, 同比增加57.25%; 财务费用9104万元, 同比增长59.40%, 随着公司生产规模扩张和对外收购, 资金需求大幅增长, 2012年长短期借款合计25.9亿元, 同比增加73.94%, 此外公司发行了8亿元的公司债, 本年度利息支出9583万元, 同比增加78.32%。

表3: 公司三项费用 单位: 亿元、%

	2011	2012	同比增长
销售费用	0.25	0.22	-10.34
管理费用	1.18	1.66	40.49
财务费用	0.57	0.91	59.40
合计	2.00	2.79	39.50

资料来源: 公司公告

- **短期现有的钴镍、塑木型材、碳化钨、电解铜业绩改善空间有限。**公司以钴镍粉体业务创业起步, 近几年逐步拓展了塑木型材、碳化钨、电解铜等业务。这几项业务受全球经济周期, 特别是中国经济增长影响较大。随着需求放缓, 金属价格持续低迷, 压缩了公司加工费。短期而言, 需求低迷这一状况还将延续, 公司加工费提价空间基本被封死, 而钴镍粉体、碳化钨产能基本释放, 塑木型材和电解铜产销量还有一定上升空间, 考虑到这两项业务占比, 对业绩增长贡献力度有限。
- **短期稀贵金属达产和拆解量倍增是电子废弃物业务链条增长点。**电子废弃物产业链条是公司着力打造的另一核心业务, 包括荆门、武汉和江西共计13万吨产能, 现有产能满负荷运行已经常态化, 2012年拆解量为130万台左右, 预计2013年拆解量有望达到300万台。按照目前形势, 最具可行性规划的基地有兰考、武汉毕铺和天津子牙, 乐观的估计2014年个别基地可能具备投产能力, 异地扩张还需要更多时间。此外, 处在试生产阶段的电子废弃物延伸的稀贵金属项目未来两年有望逐步达产, 黄金和白银设计产能分别为2.55吨和18吨, 还有铂钯等金属产出。
- **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4月23日收盘价10.99元, 对应动态市盈率分别为35倍和29倍, 估值基本合理, 考虑到, 长期而言公司以技术和品牌立足循环经济的战略构想经得起时间考验, 发展趋势良好局面并未发生改变, 短期而言公司几项新业务进入收获期, 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遇阻。

利润表	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
营业收入	91,861.44	141,842.10	293,123.86	333,064.89
减 营业成本	62,755.61	105,218.14	234,807.43	264,495.75
营业税费	229.33	642.62	1,172.50	1,332.26
销售费用	2,502.05	2,243.42	3,224.36	3,996.78
管理费用	11,802.73	16,581.41	20,518.67	21,982.28
财务费用	5,711.98	9,104.98	16,467.45	17,412.86
资产减值损失	247.70	373.38	1,406.99	1,199.03
加 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-36.72	-140.58	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8,575.34	7,537.59	15,526.45	22,645.92
加 营业外收入	4,762.33	8,649.94	5,200.00	5,200.00
减 营业外支出	16.33	178.25	200.00	200.00
利润总额	13,321.33	16,009.28	20,526.45	27,645.92
减 所得税	1,303.90	1,582.61	2,257.91	3,041.05
净利润(含少数股东权益)	12,017.43	14,426.67	18,268.54	24,604.87
减 少数股东权益	-36.60	963.11	548.06	2,460.49
归属与母公司所有者的净利润	12,054.04	13,463.56	17,720.49	22,144.38
基本 EPS	0.49	0.23	0.31	0.38

市场数据 (2013年04月23日)

收盘价(元)	10.99
一年内最高/最低(元)	23.15/9.07
沪深300指数	2449.47
市净率(倍)	2.83
流通市值(亿元)	63.70

基础数据 (2013年03月31日)

每股净资产(元)	3.88
每股经营现金流(元)	(.29)
毛利率(%)	22.80
净资产收益率(%)	0.99
资产负债率(%)	61.62
总股本/流通股(万股)	57,958/57,958
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。

免责声明

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。