

何卫江

021-50588666-8036

heweijiang@ccnew.com

2010年2月24日

在健康发展路上前行

——格林美（002340）业绩快报点评

公司点评

报告关键要素：

格林美09年业绩基本符合预期，募投项目进展顺利。技术唯一性优势及其衍生出来的资源优势是确保公司产销大幅度扩张的关键所在。公司前景一片光明，建议持股分享公司发展成果。

事件：

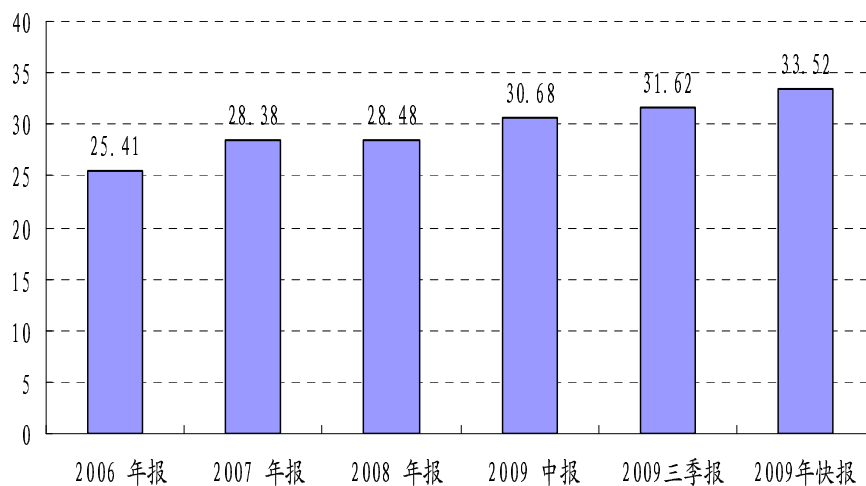
- 格林美(002340)发布09年业绩快报。

点评：

- **09年业绩符合预期。**09年营业收入3.68亿元，同比增长20.81%；归属上市公司利润0.56亿元，同比增长34.52%；基本每股收益0.60元。此前我们预计每股收益为0.62元，公司业绩基本符合预期。
- **生产规模扩大，单位成本下降。**09年公司收入、利润增长的主要原因是生产规模大幅扩大，单位产品生产成本降低。09年下半年募投项目一期700吨钴粉，300吨氧化锌投产，使得公司产量规模大幅增加。公司钴镍原料和产品定价模式均参照国际金属价格标准，确保了公司毛利率相对稳定，09年综合毛利率为33.52%，同比提高5.03个百分点。

图1：公司综合毛利率

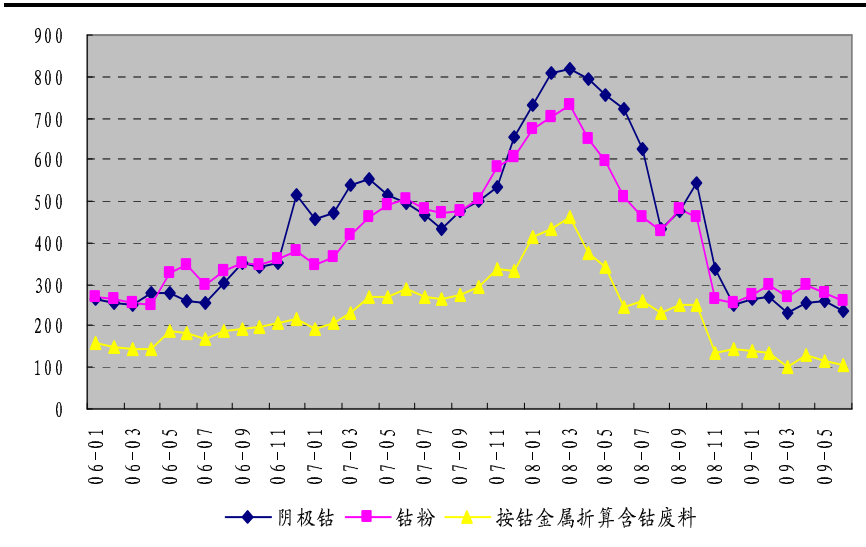
单位：%



资料来源：wind资讯

图2: 钴废料、钴粉和国际钴三者价格关系

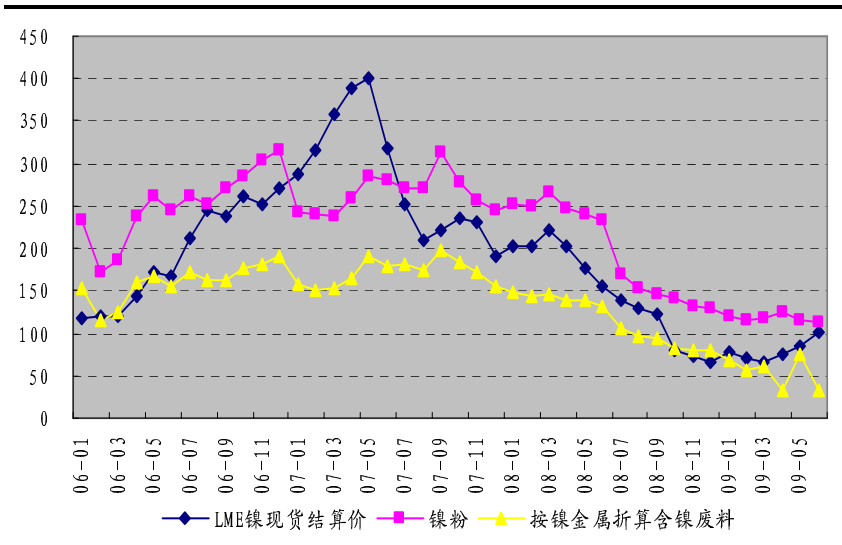
单位: 元/公斤



资料来源: 招股书

图3: 镍废料、镍粉和国际镍三者价格关系

单位: 元/公斤



资料来源: 招股书

● 两大优势: 技术及其衍生的资源

◆ 废弃钴镍资源循环再造超细钴镍粉体核心技术, 让初级循环企业望尘莫及。

在废弃钴镍资源再生这个行业里, 国内所有企业生产技术停留在初级循环层面, 目前格林美是国内唯一一家掌握废弃资源循环再造超细钴镍粉体核心技术。公司走过了实验室到中试再到工业化量产一个完整转化过程, 生产技术成熟, 具备了大规模开展工业生产的各项技术条件。

◆ **废弃钴镍是一座巨大待开发金矿，让原生矿冶炼企业望尘莫及**

中国钴镍资源稀缺与巨大需求之间的矛盾，凸显了格林美未来发展机遇。中国是世界再生钴镍资源的大量生产地，每年产生含钴废料10000吨左右金属含量，每年产生含镍废料(除废不锈钢)50000吨金属含量，但钴镍废弃资源年回收金属量仅有20%左右，与发达国家50%以上的回收率有不小的差距。格林美再循环的核心技术使得公司占据了钴镍再循环行业的制高点。丰沛的废弃物解决了公司扩大再生产原料的后顾之忧，这让原生矿冶炼企业望尘莫及。

● **公司看点：产能大幅扩张**

◆ **三年形成3万吨钴镍废弃处理能力。**本次募投项目就是公司三年规划目标。“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高技术产品”项目分三期2年建设，每期建成1000吨产能，2009年上半年，一期700吨钴粉、300吨氧化锌已经建成并达产。项目实施后，格林美形成年处理3万吨再生钴镍资源处理能力，金属产能由1100吨增加到4100吨。

表1: 募投项目实施前后的产能 单位：吨

	项目实施前 设计产能	项目新增 设计产能	项目实施后产能
超细钴粉	500	1000	1500
超细镍粉	300	1000	1300
镍合金	200	600	800
氧化锌	100	400	500
合计	1100	3000	4100

资料来源：招股书

◆ **五年形成5万吨钴镍废弃处理能力。**五年内，以中国20个中心城市为资源中心，建设全国范围内的废旧电池等再生钴镍资源的社会回收体系，建设年处理5万吨再生钴镍资源的能力。

● **首次给予公司“增持”的投资评级**

经测算，我们预计公司2010年-2011年每股收益分别为1.21元/股和1.64元/股，以2月23收盘价59.72元，动态PE分别为49和36倍，考虑到公司生产技术唯一性及其衍生出来的生产原料两大优势，估值基本合理。公司前景光明，以及未来的高成长性，首次给予公司“增持”的投资评级。

表2: 主要产品产能产量预测 单位：吨

	2008		2009		2010		2011	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
超细钴粉	500	522	1500	1000	1500	1300	1500	1500
超细镍粉	300	256	600	450	1300	900	1300	1300
镍合金	200	235	600	350	800	600	800	800
氧化锌	100	100	400	250	500	400	500	500
塑木型材	---	---	5000	2000	10000	7500	20000	17500

资料来源：招股书

表3: 产品价格预测 单位: 元/公斤, 元/吨

	09H1	09H2	2010	2011
超细钴粉	259.69	303.84	349.42	349.42
超细镍粉	112.55	168.83	194.15	194.15
镍合金	91.17	136.76	157.27	157.27
氧化锌	11728	14233	16367	16367
塑木型材	5555	5555	5555	5555

资料来源: 招股书, 中原证券研究所

表4: 公司利润表

单位: 万元、元/股

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	21949.30	30438.50	40599.85	77155.23	100773.70
减 营业成本	15720.00	21769.40	28419.90	54008.66	70541.59
营业税费	157.40	210.50	284.20	540.09	705.42
销售费用	305.60	575.30	771.40	1465.95	1914.70
管理费用	1307.20	2788.90	3735.19	7098.28	9271.18
财务费用	372.90	1085.90	1461.59	1774.57	1511.61
营业利润	4086.20	4008.50	5927.58	12267.68	16829.21
营业外收入/支出	83.10	319.90	319.90	319.90	169.80
利润总额	4169.30	4328.40	6247.48	12587.58	16999.01
减 所得税	351.50	216.40	437.32	1258.76	1699.90
归属与母公司净利润	3817.80	4112.00	5810.15	11328.82	15299.11
基本 EPS	0.39	0.44	0.62	1.21	1.64

资料来源: 招股书, 中原证券研究所

- **风险提示。**募投项目能否顺利投产; 钴镍废料和超细钴镍是参照国际钴镍价格定价, 募投项目建成投产, 原料和产品大幅度增加风险敞口; 公司在规模扩张过程的管理问题。

盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (万元)	30438.50	40599.85	77155.23	100773.70
增长比率 (%)	38.68	33.38	90.04	30.61
净利润 (万元)	4112.00	5810.15	11328.82	15299.11
增长比率 (%)	7.71	41.30	94.98	35.05
每股收益 (元)	0.44	0.62	1.21	1.64

市场数据 (2010年2月23日)

收盘价 (元)	59.72
一年内最高/最低 (元)	65.39/52.02
上证指数	2982.57
市净率 (倍)	15.84
流通市值 (亿元)	11.19

基础数据: (2009年9月30日)

每股净资产 (元)	3.77
每股经营现金流 (元)	0.51
毛利率 (%)	31.62
净资产收益率 (%)	16.47
资产负债率 (%)	57.93
总股本/流通股 (万股)	9332/1873
B股/日股 (万股)	/

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。

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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。