

# 格林美(002340)

## 产能扩大提升收入规模

### 推荐

现价: 54.25 元

#### 主要数据

行业	公用事业/环保
公司网址	www.gemhi-tech.com
大股东/持股	汇丰源投资/22.83%
实际控制人/持股	汇丰源投资/22.83%
总股本(百万股)	121.3
流通 A 股(百万股)	30.3
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	65.8
流通 A 股市值(亿元)	16.5
每股净资产(元)	4.0
资产负债率(%)	20.1

#### 行情走势图



#### 联系人

曾凡 S1060210080002  
0755-22625952  
Zengfan323@pingan.com.cn

#### 研究员

邵青 S1060205070049  
0755-22622740  
Shaoqing001@pingan.com.cn

### 投资要点

#### ■ 公司上半年收入、利润快速增长

格林美是一家以钴、镍的再生资源为原料,生产超细钴粉、镍粉的环保类上市公司。今年上半年随着募投项目的逐步投产,公司分别实现收入和归属母公司净利润 2.65 亿元和 3681 万元,分别较上年同期增长 66.7%和 51.4%。

#### ■ 结构优化提升公司毛利率

今年上半年公司的毛利率达到 34.82%,较上年同期上升 4.15 个百分点,主要是公司提炼技术的进步,使采购或自办社会回收体系所获得的部分低品位的原料得到有效的利用;同时公司加大了对高毛利超细镍粉、电积铜产品的倾斜。

#### ■ 产能扩大提升公司费用率

公司上半年销售费用率较上年同期上升 1.1 个百分点,主要源于塑木型材和钴镍粉末国际市场开发、广告投放等费用的增长;上半年管理费用率较上年同期上升 3.1 个百分点,主要源于公司规模拓展后管理成本的相应增加。

#### ■ 回收模式的创新和复制有望给公司带来新的增长

公司目前通过多种形式回收废料,并于 6 月份中标湖北省家电以旧换新企业。预计新的回收模式将给公司带来新的增长。

#### ■ 首次给予“推荐”评级

我们预计公司 2010 年、2011 年 EPS 1.34 元, 1.78 元,目前股价 54.25 元,首次给予“推荐”评级。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万)	219.5	304.4	367.7	592.1	837.9
YoY(%)	111.7	38.7	20.8	61.0	41.5
净利润(百万)	36.2	41.3	57.0	93.6	124.8
YoY(%)	201.5	14.3	37.8	64.3	33.4
毛利率(%)	28.4	28.5	34.0	35.5	35.2
净利率(%)	16.5	13.6	15.5	15.8	14.9
ROE(%)	29.9	18.0	20.1	24.8	27.1
EPS(摊薄/元)	0.52	0.59	0.81	1.34	1.78
P/E(倍)	105.0	91.9	66.6	40.6	30.4
P/B(倍)	30.0	16.4	13.3	17.4	14.2

## 一、公司上半年实现收入、利润的快速增长

公司以含钴镍的再生资源为原料，通过完全自主知识产权的循环技术，生产超细钴粉、超细镍粉等高新技术产品，在性能上能够替代以原生矿为原料的产品，产品主要用于硬质合金、电池材料、粉末冶金等领域。

今年上半年公司分别实现收入和归属母公司净利润 2.65 亿元和 3681 万元，分别较上年同期增长 66.7%和 51.4%；实现每股收益 0.32 元。公司募投项目的投产和毛利率的提升是公司净利润增长的主要因素。

### 1.1 募投项目投产提升公司收入

钴、镍金属作为我国稀缺的金属品种，一直处于供不应求的状态。公司作为国内唯一一家从事钴、镍回收业务的企业，多年的经营使下游厂商对公司的产品较为信任，一旦公司的产能释放，就会迅速体现为收入。

图表1 我国每年钴粉消耗存在巨大缺口

单位：吨

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
中国钴粉消耗	3,020	2,800	3,080	3,450	3,865	4,330
中国钴粉供应量	600	1,000	1,100	1,100	1,200	1,200
中国钴粉缺口	2,400	1,800	1,980	2,350	2,665	3,130

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

图表2 我国每年镍粉消耗存在巨大缺口

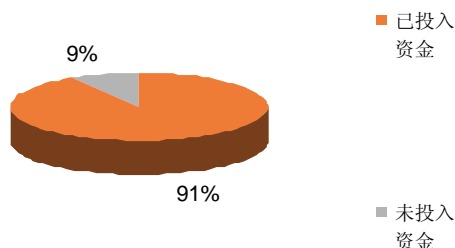
单位：吨

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
中国镍粉消耗	5,100	5,500	6,050	6,655	7,320	8,050
中国镍粉供应量	2,100	2,500	3,000	3,500	3,800	4,000
中国镍粉缺口	3,000	3,000	3,050	3,155	3,520	4,050

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

截至今年上半年，公司募投项目“二次钴镍资源的循环利用及相关钴镍高科技产品”已投入资金占计划总投资的 90%以上，预计在今年 10 月底将释放产能。产能的快速释放大幅提升了公司收入。

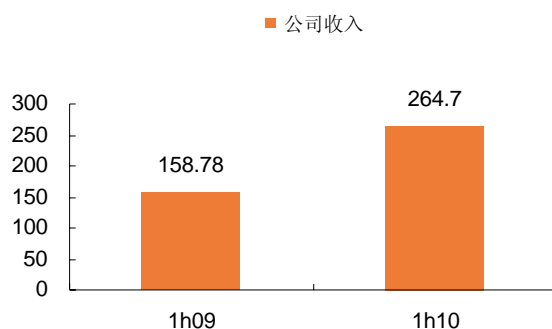
图表 3 钴、镍募投项目已投入资金占比



资料来源：公司半年报，平安证券研究所

图表 4 公司收入实现快速增长

单位：百万元

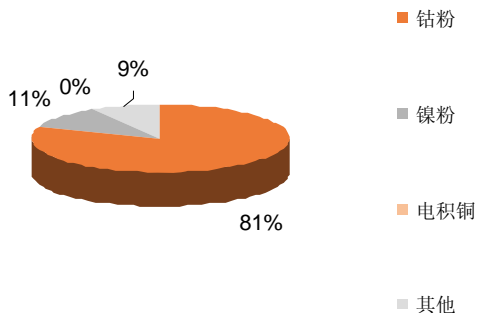


资料来源：公司半年报，平安证券研究所

## 1.2 毛利率快速提升

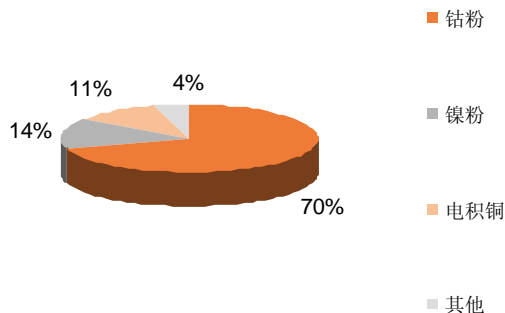
今年上半年公司的毛利率达到 34.82%，较上年同期上升 4.15 个百分点。这主要来自两个方面：一是公司提炼技术的进步，使采购或自办社会回收体系所获得的部分低品位的原料得到有效的利用，提升了单个产品毛利率；二是同时公司加大了对高毛利超细镍粉（毛利率 35.65%）、电积铜产品（毛利率 38.27%）的倾斜，增大了这两类产品的占比。

图表 5 公司 09年上半年收入占比



资料来源：招股书，平安证券研究所

图表 6 公司 10年上半年收入占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.3 产能扩大提升公司费用率

公司上半年销售费用率较上年同期上升 1.1 个百分点，主要源于塑木型材和钴镍粉末国际市场开发、广告投放等费用的增长；上半年管理费用率较上年同期上升 3.1 个百分点，主要源于公司规模拓展后管理成本的相应增加。

## 二、回收模式的创新和复制有望给公司带来新的增长

公司在拥有可复制技术的前提下，废品回收数量就成为公司收入增长的主要瓶颈。目前公司废品收购模式主要有以下三种：

- ◆ 个体模式。与从事含钴镍废料收集、分类处理的企业建立上下游合作关系，通过这些企业收集废料、分类处理，销售给公司进行废弃资源的循环利用，形成废料收集—深度循环—深加工的循环链。
- ◆ 企业模式。与大量产生含钴镍废料的企业直接签署废料回收处理协议，形成含钴镍废料的定向流动、专业化的回收体系。
- ◆ 自建体系模式。公司通过推行“城市矿山”运动和“以旧换新”，建设自身的回收体系模式。

目前，公司通过自建体系模式获得的废旧品占总回收金属量的比重在逐年提高。

图表7 近几年我国城镇人均年工资以年均两位数的速度增长

主原料来源	2006	2007	2008	1h09
企业模式	46.68%	47.15%	62.36%	66.29%
个体模式	49.03%	45.73%	26.47%	12.52%
自建社会收集体系	0.45%	3.99%	10.91%	11.29%
原生料	3.84%	3.13%	0.26%	9.90%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

今年 6 月份，公司中标湖北省家电以旧换新回收企业，进一步完善了公司废品收购自建体系，不仅消除了原材料瓶颈，更降低了成本，有望在未来大幅提升公司收入。

### 三、估值和盈利预测

我们预计公司今明两年将实现收入 5.92 亿元，8.38 亿元，分别实现每股收益 1.34 元，1.78 元，给予“推荐”评级。

图表8 公司各业务收入预计（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
钴粉	272	380	494	593
镍粉	43	108	205	288
电积铜	14	58	78	93
塑木型材	14	17	25	36
其他	24	29	35	42
合计	368	592	838	1052

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表9 公司各业务毛利率预计（%）

	2009A	2010E	2011E	2012E
钴粉	34	35	34	34
镍粉	34	37	36	36
电积铜	35	39	39	39
塑木型材	49	46	47	47
其他	25	24	23	22
合计	34	35	35	35

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表10 公司各业务毛利预计（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
钴粉	91.9	132.4	170.2	199.4
镍粉	14.8	40.3	74.9	103.6
电积铜	5.0	22.4	30.1	36.0
塑木型材	6.9	7.8	11.9	16.7
其他	6.2	7.2	8.3	9.5
合计	125	210	295	365

资料来源：平安证券研究所、Wind

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257