

收购凯力克，上游下游齐拓展

——格林美（002340）收购凯力克事件点评

2012年8月3日

强烈推荐/上调

格林美

事件点评

弓永峰

执业证书编号：S1480111020051

联系人：陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn

010-66554081

事件：

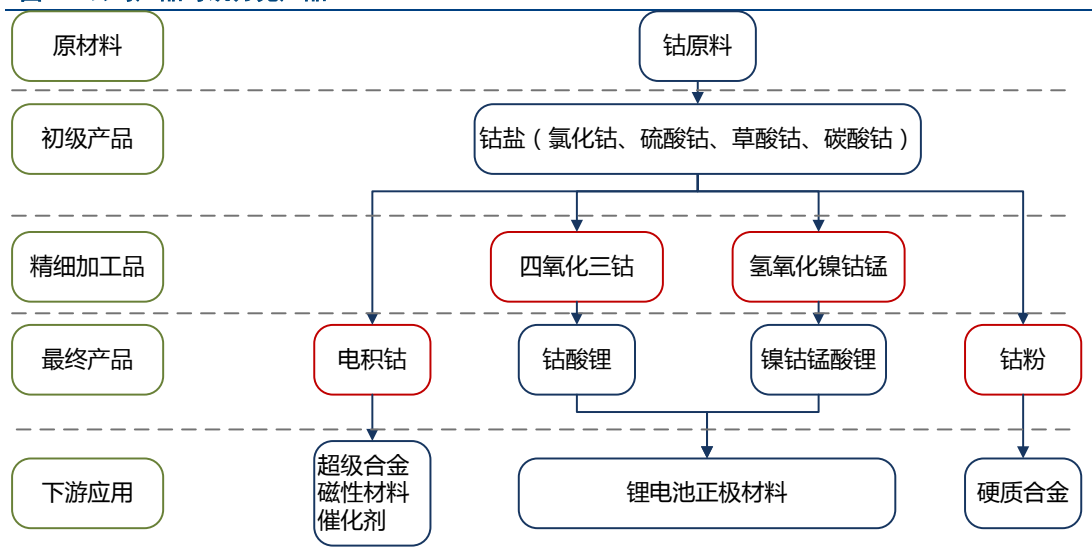
2012年8月3日，公司公告将以2.72亿元现金收购江苏凯力克，收购完成后公司将持有凯力克51%股权，凯力克将成为公司的控股子公司。

主要观点如下：

1. 收购凯力克，拓展金属钴产业链。

凯力克与公司同属金属钴相关产品生产企业，目前凯力克主要以钴精矿、钴湿法冶炼中间品及白合金等为原材料生产电积钴、四氧化三钴、氢氧化镍钴锰生产。其主要产品电积钴主要应用与超级合金、磁性材料和催化剂生产，四氧化三钴和氢氧化镍钴锰则是作为钴酸锂和三元锂电池正极生产的前驱体，主要用于锂电池正极材料生产。凯力克在电积钴方面技术不俗，是LME九大电积钴品牌之一。在锂电池正极材料前驱体方面凯力克产品已销往北大先行、盟固利、杉杉股份、巴莫科技等国内锂电池正极领域的龙头企业。

图1：公司产品与凯力克产品

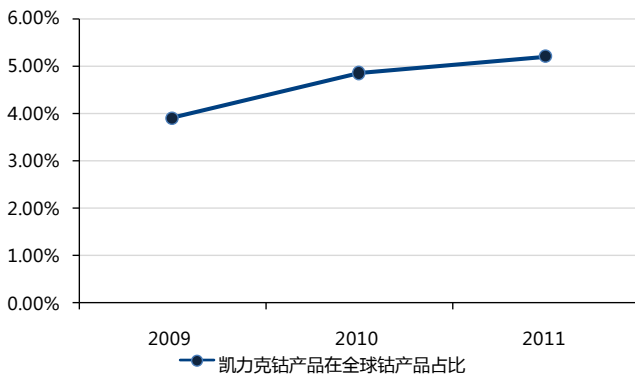


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从金属钴的下游主要应用领域来看，主要包括：锂电池正极、硬质冶金、催化剂、磁性材料、添加剂等。公司收购凯力克后，将公司金属钴下游产品领域将由原来的超细钴粉拓展至超细钴粉、电积钴和锂电池正极前驱体，基本覆盖了所有金属钴下游产品的主要应用领域，公司产品下游得到极大的拓展。

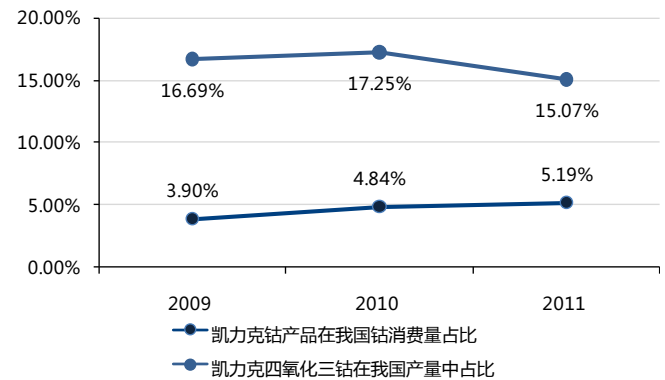
根据凯力克公司网站公布信息，凯力克具备每年 5000 吨钴金属量的生产能力，其中包括电积钴产能 2000 吨、三氧化二钴产能 4000 吨、其它钴盐、钴粉产能 500 吨。凯力克 2011 年共生产电积钴 1100 吨，三氧化二钴 3100 吨。其钴产品在全球钴产品中占比逐年提升，主力产品三氧化二钴在国内产量中占比也逐年稳步提升。

图 2: 凯力克钴产品在全球钴产品中占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3: 公司钴产品和三氧化二钴国内占比

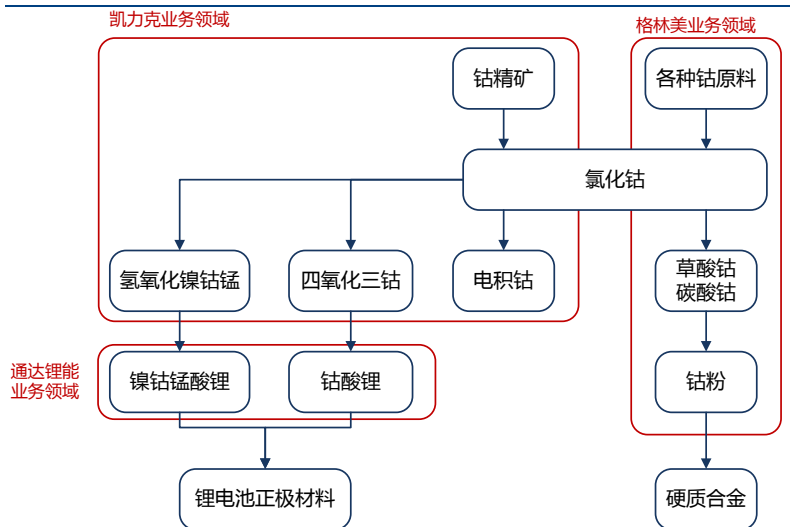


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 氯化锂是连接公司与凯力克的桥梁，实现上游下游齐拓展。

凯力克下游产品与公司下游产品侧重的是不同的领域，对于上游原材料凯力克主要以钴精矿、钴湿法冶炼中间品及白合金等为原材料，而公司则主要以废弃钴资源作为主要原材料来源。虽然在上下游方面公司于凯力克不尽相同，但两者可以通过中间环节氯化锂的生产将公司业务与凯力克业务贯通起来。对于公司来讲，可以通过氯化锂环节，将废弃钴资源下游延伸至电积钴、锂电池正极材料前驱体领域，而对于凯力克则可以通过公司将上游拓展至废弃钴资源利用领域。收购凯力克后，公司在上下游选择上具有更高的灵活性，能够根据市场情况对上游原材料和下游产品进行调整，有效地规避金属钴价格波动对公司业绩的影响。

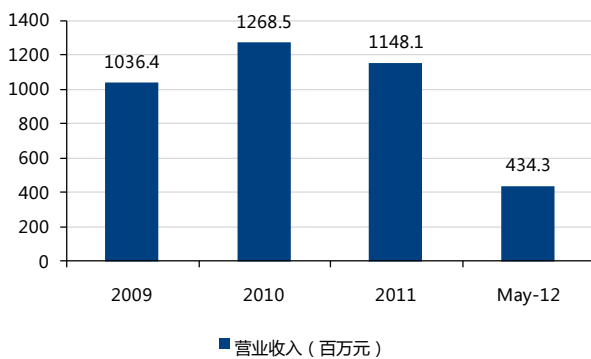
图 4: 凯力克与公司的业务交叉



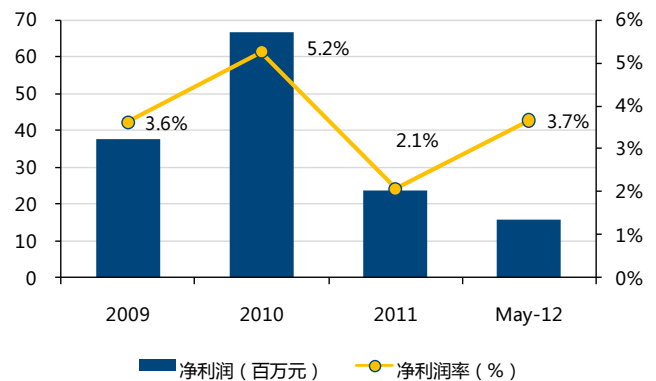
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 凯力克大幅提升公司收入，业绩补偿协议为净利润兜底。

凯力克公司2011年营业收入11.4亿元，相当于公司2011年营业收入的124%。凯力克2011年净利润2383万元，按照51%持股比例计算，为公司贡献净利润1215万元，相当于公司2011年归属上市公司股东净利润的10%。2011年由于金属钴价格下降，导致凯力克产品毛利率大幅下滑，且当期计提了较多的资产减值损失。另外，由于增加技术研发、上市中介费和人工成本上升使得凯力克2011年管理费用增加了1020万元，公司净利率水平大幅下降，2011年净利率仅为2.1%。2012年1-5月，凯力克净利率水平已出现明显回升，基本恢复至2009年的水平。

图 5：凯力克营业收入


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：凯力克净利润及净利率


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司与本次收购的出让方签订了《业绩补偿协议》，凯力克2012年-2015年预计净利润（不含非经常损益）分别为2400万元、4200万元、5600万元、7200万元，如果未来凯力克实际业绩水平低于预计值，则有通达进出口和上海帆达对公司最初补偿。《协议》对未来凯力克对公司业绩的贡献起到了有效地锁定作用。

盈利预测与投资建议

在不考虑凯力克对公司业绩影响的情况下，我们预计公司2012年-2013年EPS分别为0.32元、0.45元，对应PE41.59倍、29.58倍。考虑凯力克对公司业绩贡献的情况下，预计公司2012年-2014年EPS分别为0.33元、0.49元，对应PE40.33倍、27.16倍，上调公司评级至强烈推荐。

投资风险

1、公司对凯力克收购失败。

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。