金属新材料

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人：陈青青

S0960110080408

0755-82026815

chenqingqing@cjis.cn

6－12 个月目标价： 15.60 元

当前股价： 13.31 元

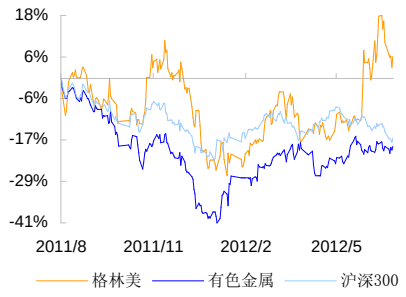
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2111.18
总股本(百万)	579
流通股本(百万)	374
流通市值(亿)	49
EPS	0.42
每股净资产（元）	7.46
资产负债率	44.06%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
格林美	0.00	28.52	47.38
有色金属	-6.26	-11.17	-4.00
沪深 300 指数	-4.18	-10.19	-4.29



相关报告

格林美－一季报点评：业绩预告略低于预期，但全年高增长态势不改 2012-04-26

格林美－精耕细作 守望政策 2012-03-14

格林美－业绩快报点评：业绩略低于预期，静待政策落地-20120229 2012-02-29

格林美 002340 推荐

钴业务产业链拓展获进展，再生资源企业战略定位仍不变

事件：①公司拟以现金 2.7 亿元从 5 家机构收购凯力克 51%股权。②承诺净利润 2012 年-2015 年(不含非经常性损益)约为 2,400 万元、4,200 万元、5,600 万元和 7,200 万元，分别同比增长 75%、33%、28%。

投资要点：

- **22 倍 PE（12 年）收购钴生产企业凯力克 51%股权，公司传统钴业务成功拓展新领域，市场空间大于传统钴粉业务。**公司以 2.7 亿元现金取得凯力克 51%控股权，向成功从钴粉生产向电积钴和四氧化三钴生产拓展，11 年凯力特市场两者产能分别为 1100 吨，和 3100 吨。
  - ✧ **电积钴和四氧化三钴，主要应用于超级合金和锂电池电磁材料，应用空间更广。**在金属钴应用领域中：钴粉（下游为硬质合金）>10%，电积钴（下游为超级合金）>10%，四氧化三钴（下游为锂电池磁体材料）>50%。因此，后两者应用空间更广。
  - ✧ **凯力克钴业务在全球都具有一定竞争力，较为完善市场渠道和生产体系是公司收购凯力克的主要原因。**凯力克钴产品产量占全球总量的 4%，而占中国消费量比例近 20%：①产品品质好；②渠道稳定；③市场占有率较高，占全球钴产品产量的 3-5%，中国消费量的 15%-20%。
  - ✧ **凯力特参股子公司清美通达锂能锂电池材料生产在世界范围内都具有一定竞争力。**清美是公司 11 年 8 月收购而来，目前来看有少量收入但还不产生利润，但拥有先进的电池生产技术和成熟的市场，未来值得关注。
  - ✧ **目前凯利特原料仍以原矿为主，未来有望拓展含钴废料为其原料，拓展为再生资源范畴。**①凯力特电积钴和四氧三钴业务与格林美原有钴粉生产原料均是以钴原料—钴盐，再进一步加工而成，原料上具备一定的相似性。②锂电池和超级合金等产品未来循环利用是长期趋势。目前，格林美钴镍原料中也有少部分以电池为原料。
- **长期来看：公司长期再生资源企业定位不变，新业务不应影响原有业务估值。**长期来看，公司仍然是以钴镍业务为基础，积极拓展电子废弃物拆解利用、稀贵金属回收利用、汽车拆解等业务。我们认为，未来公司定位不变，原有业务的性质和成长性亦不变，仍应按环保成长企业给予估值。
- **短期来看：现金转化为投资，且并购公司业绩增速较快（按照承诺利润，近三年复合增速>30%），我们认为业绩有一定增厚作用，对股价一定刺激作用。**公司目前股价为 13.3。按照承诺净利润，并购增厚公司 12-15 年业绩 0.02/0.04/0.05 元；考虑并购 12-14 年业绩为 0.34/0.50/0.70，PE 为 39/27/19X，短期存在估值消化需求。**假设并购业务按照 15 倍给予估值，公司原有业务按照 30 倍估值。考虑到 13 年估值切换期已到，按照 13 年业绩对应合理目标价为 15.6 元，维持“推荐”评级。**
- **风险提示：**业绩低于预期的风险；受宏观经济影响，金属价格下跌的风险。

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	919	1728	2748	3745
收入同比(%)	61%	88%	59%	36%
归属母公司净利润	121	185	287	407
净利润同比(%)	41%	53%	55%	42%
毛利率(%)	31.7%	26.3%	26.1%	25.5%
ROE(%)	5.6%	8.1%	11.1%	13.6%
每股收益(元)	0.21	0.32	0.50	0.70
P/E	32.00	41.71	26.84	18.94
P/B	1.78	3.37	2.99	2.58
EV/EBITDA	32	25	17	13

资料来源：中投证券研究所

一、事件：拟以现金 2.7 亿元从 5 家机构收购凯力克 51%股权

- **交易标的**：通达进出口、上海帆达、汇智创投、创铭投资和美田房地产分别持有的凯力克 40,08 万股、1038 万股、500 万股、357 万股和 180 万股，合计 60,84 万股的股份，占凯力克总股份的 51.00%。
- **对价**：2.7 亿现金，公司目前账面现金为 6.7 亿元
- **承诺净利润**：2012 年-2015 年(不含非经常性损益)约为 2,400 万元、4,200 万元、5,600 万元和 7,200 万元，13-15 年 yoy=75%、33%、28%，收购 PE（12 年）=22 倍。
- **对赌协议**：扣除非经常性损益后净利润低于上述预测数，通达进出口、上海帆达需向本公司做出相应补偿，杨小华对通达进出口、上海帆达的利润补偿义务承担连带责任保证。

  应补偿现金数 = (承诺的每年度净利润数 – 凯力克每年度实际实现的净利润数) × 每年度 12 月 31 日格林美所持凯力克股份比例。

二、凯力克公司概况

- **主营业务**：生产向电积钴和四氧化三钴，11 年凯力特市场两者产能分别为 1100 吨和 3100 吨。
- **原料来源**：目前凯力特主要原料为钴精矿及其中间品、白合金等，主要从刚果（金）、澳大利亚、古巴、赞比亚和俄罗斯进口。
- **市场空间**：钴粉（下游为硬质合金）>10%，电积钴（下游为超级合金）>10%，四氧化三钴（下游为锂电池磁体材料）>50%。因此，后两者应用空间更广。

图 1：钴产品类型和产业链

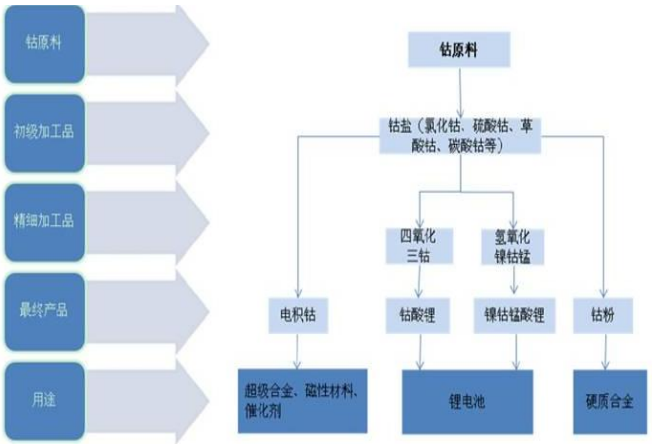
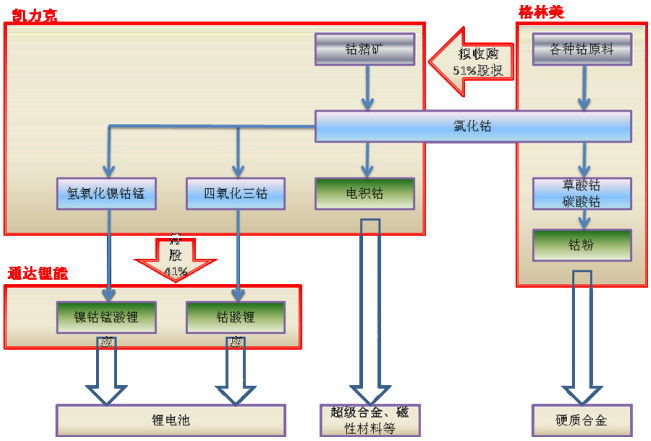


图 2：格林美与凯力克业务关系图



资料来源:公司公告、中投证券研究总部

- **竞争力：凯力克钴业务在全球都具有一定竞争力，较为完善市场渠道和生产体系是公司收购凯力克的主要原因。**
  - 产品品质好：凯力克主导产品“KLK”牌电积钴和四氧化三钴被授予“江苏省名牌产品”、“江苏省高新技术产品”称号，是伦敦金属交易所（LME）上市的金属钴期货合约可交割品。
  - 客户稳定：凯力克拥有北大先行泰安科技产业有限公司、中信国安盟固利电源技术有限公司、湖杉杉户田新材料有限公司、天津巴莫科技股份有限公司等客户。
  - 市场占有率较高：占全球钴产品产量的 3-5%，中国消费量的 15%-20%。据 CDI 统计数据，2009-2011 年凯力克钴产品产量分别占全球钴产量的 3.90%、4.84%、5.19%。据安泰科统计数据，2009-2011 年凯力克钴产品产量分别占中国钴消费量的 15.05%、20.42%、16.80%。其中，2009-2011 年凯力克四氧化三钴产量分别占中国四氧化三钴产量的 16.69%、17.25%、15.07%。

✧ **凯力特参股子公司清美通达锂能锂电池材料生产在世界范围内都具有一定竞争力。**清美是公司 11 年 8 月收购而来，目前来看有少量收入但还不产生利润，但拥有先进的电池生产技术和成熟的市场，未来值得关注。

图 3：凯力克股权结构图

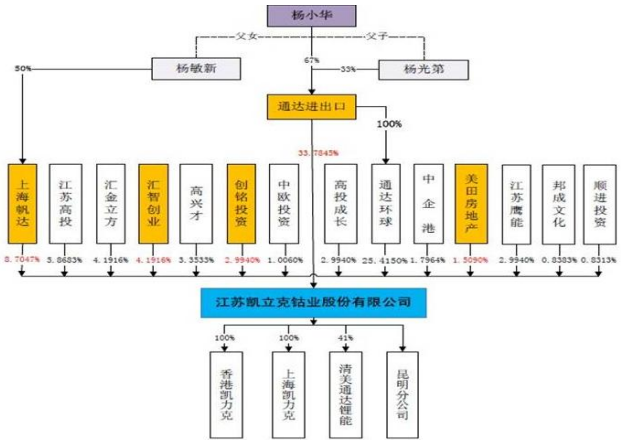
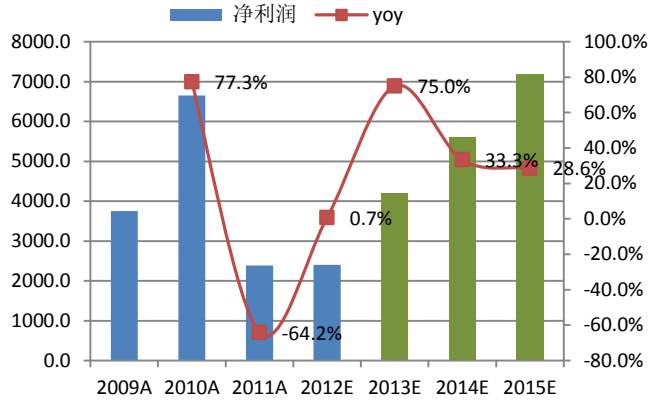


图 4：凯力克净利润变化趋势（按承诺净利润）



资料来源:公司公告、中投证券研究总部

表 1：凯力克资产状况（万元）

项　目	2012 年 5 月 31 日	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日
总资产	87, 773. 58	84, 512. 95	89, 476. 46	96, 230. 83
总负债	48, 441. 59	46, 959. 40	54, 637. 32	78, 167. 78
净资产	39, 331. 99	37, 553. 55	34, 839. 14	18, 063. 05
归属母公司股东的所有者权益	39, 200. 77	37, 259. 36	34, 839. 14	17, 402. 95

表 2：凯力克历年盈利状况（万元）

项　目	2012 年 1-5 月	2011 年度	2010 年度	2009 年度
营业收入	43, 434. 55	114, 805. 52	126, 845. 52	103, 637. 21
利润总额	1, 810. 44	3, 323. 63	8, 982. 31	4, 256. 87
净利润	1, 591. 96	2, 382. 98	6, 650. 24	3, 750. 29
归属母公司股东的净利润	1, 593. 73	2, 388. 79	6, 651. 02	3, 758. 70

资料来源:公司公告、中投证券研究总部

表 3 并购对公司 EPS 和股价的影响分析：EPS 构成和分拆估值（按承诺净利润）

项目	指标	2012	2013	2014
凯力克	合并公司净利润	2400.00	4200.00	5600.00
	yoy		75.00%	33.33%
	增厚 EPS	0.02	0.04	0.05
	给予 PE	15.00	15.00	15.00
	对应股价	0.3	0.5	0.7
原有业务	不考虑并购 EPS	0.32	0.50	0.70
	给予 PE	30.00	30.00	30.00
	对应股价	9.6	15.0	21.0
合计	**考虑并购后 EPS**	**0.34**	**0.54**	**0.75**
	股价	**9.9**	**15.5**	**21.7**

资料来源:公司公告、中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1826	1664	2136	2762
现金	1021	138	220	300
应收账款	105	242	310	442
其他应收款	22	29	51	70
预付账款	121	229	325	419
存货	543	955	1117	1395
其他流动资产	14	71	112	136
非流动资产	2102	2256	2910	3147
长期投资	33	0	277	0
固定资产	1289	1300	1451	1741
无形资产	111	145	183	221
其他非流动资产	670	811	1000	1185
资产总计	3928	3920	5046	5909
流动负债	1128	809	1437	1672
短期借款	922	552	1075	1205
应付账款	71	125	210	289
其他流动负债	135	132	152	178
非流动负债	603	786	997	1218
长期借款	567	756	965	1187
其他非流动负债	36	30	31	32
负债合计	1731	1595	2434	2890
少数股东权益	34	34	34	34
股本	290	580	580	580
资本公积	1575	1286	1286	1286
留存收益	298	425	712	1120
归属母公司股东权益	2163	2290	2577	2985
负债和股东权益	3928	3920	5046	5909

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	117	-253	233	267
净利润	120	185	287	407
折旧摊销	86	114	131	163
财务费用	57	89	112	145
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-146	-645	-304	-457
其他经营现金流	0	4	6	9
投资活动现金流	-1027	-266	-780	-396
资本支出	995	280	460	627
长期投资	-33	-33	277	-277
其他投资现金流	-66	-18	-44	-46
筹资活动现金流	1767	-364	629	209
短期借款	441	-370	523	130
长期借款	324	189	209	222
普通股增加	168	290	0	0
资本公积增加	832	-290	0	0
其他筹资现金流	2	-183	-103	-143
现金净增加额	857	-883	82	80

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	919	1728	2748	3745
营业成本	628	1273	2031	2791
营业税金及附加	2	5	9	12
营业费用	25	47	75	102
管理费用	118	156	242	285
财务费用	57	89	112	145
资产减值损失	2	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	86	156	276	409
营业外收入	48	50	45	45
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	133	206	320	453
所得税	13	21	33	46
净利润	120	185	287	407
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	121	185	287	407
EBITDA	276	359	519	716
EPS（元）	0.42	0.32	0.50	0.70

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	61.2%	88.1%	59.0%	36.3%
营业利润	15.1%	82.0%	76.6%	48.3%
归属于母公司净利润	40.7%	53.4%	55.4%	41.7%
获利能力				
毛利率	31.7%	26.3%	26.1%	25.5%
净利率	13.1%	10.7%	10.5%	10.9%
ROE	5.6%	8.1%	11.1%	13.6%
ROIC	6.2%	6.1%	8.1%	9.5%
偿债能力				
资产负债率	44.1%	40.7%	48.2%	48.9%
净负债比率	92.6%	86.9%	87.4%	85.8%
流动比率	1.62	2.06	1.49	1.65
速动比率	1.14	0.88	0.71	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.44	0.61	0.68
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	11.70	12.96	12.11	11.19
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.32	0.50	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	-0.44	0.40	0.46
每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.95	4.45	5.15
估值比率				
P/E	32.00	41.71	26.84	18.94
P/B	1.78	3.37	2.99	2.58
EV/EBITDA	32	25	17	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-04-26	格林美－一季报点评：业绩预告略低于预期，但全年高增长态势不改
2012-03-14	格林美－年报点评：精耕细作 守望政策
2012-02-29	格林美-业绩快报点评：业绩略低于预期，静待政策落地
2011-11-07	再生资源行业–国务院办公厅关于建立废旧商品回收体系的意见点评：行业高成长，龙头显优势
2011-11-03	格林美-重大事项点评：携手力拓显实力 积极布局新领域
2011-10-26	格林美-三季报点评：高增长拐点显现，电子废弃物业务盈利进入爆发增长期
2011-09-01	格林美 - 公司深度调研报告：领跑行业 超越成长-推荐
2012-06-28	环保行业系列专题之二：从国际经验看中国环保产业未来
2012-06-01	政策解读-《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》：－行业拐点显现，百亿空间打开，龙头企业更受益-看好
2012-06-01	政策梳理-战略新兴产业规划通过，后续系列政策可期，环保板块持续看好-看好
2012-05-08	《全国城镇生活垃圾“十二五”规划》点评：行业进入黄金发展期，焚烧市场尤其看好-看好
2011-12-23	环保行业系列专题之一：《从全国第七次环保大会及《国家环境保护“十二五”规划》看环保行业：把握行业发展脉搏 分享环保成长盛宴》-看好
2011-12-02	《脱硝电价政策点评-略低预期难改大势：脱硝建造千亿市场明后年进入建设高峰期》-看好
2011-11-08	《国务院办公厅关于建立完整的先进的废旧商品回收体系的意见》点评-再生资源行业：行业高成长，龙头显优势-看好
2012-05-15	碧水源 - 公司点评：落子新疆完善全国布局，工业和再生水领域前景看好-强烈推荐
2012-04-26	碧水源 - 调研简报：订单保障业绩，拓展提升空间-强烈推荐
2012-04-10	碧水源 - 公司深度调研报告：问渠那得清如许，唯有“源”头“碧水”来-强烈推荐
2011-10-28	国电清新 -三季报点评-如期稳定高增长，多项技术待释放-强烈推荐
2011-10-24	聚光科技 - 三季报点评：“旺季来临+行业复苏”将推动业绩触底反弹-推荐
2011-09-08	国电清新 - 重庆石柱项目点评：新技术打开新空间-强烈推荐
2012-06-28	环保行业系列专题之二：从国际经验看中国环保产业未来
2012-06-01	政策解读-《废弃电器电子产品处理基金征收使用管理办法》：－行业拐点显现，百亿空间打开，龙头企业更受益-看好
2012-06-01	政策梳理-战略新兴产业规划通过，后续系列政策可期，环保板块持续看好-看好
2012-05-08	《全国城镇生活垃圾“十二五”规划》点评：行业进入黄金发展期，焚烧市场尤其看好-看好
2011-12-23	环保行业系列专题之一：《从全国第七次环保大会及《国家环境保护“十二五”规划》看环保行业：把握行业发展脉搏 分享环保成长盛宴》-看好
2011-12-02	《脱硝电价政策点评-略低预期难改大势：脱硝建造千亿市场明后年进入建设高峰期》-看好
2011-11-08	《国务院办公厅关于建立完整的先进的废旧商品回收体系的意见》点评-再生资源行业：行业高成长，龙头显优势-看好

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
陈青青，中投证券研究所环保行业研究员。天津大学理学学士、南开大学经济学双学士，南开大学经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434