

有色金属行业

金瑞科技(600390)

评级: 中性

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

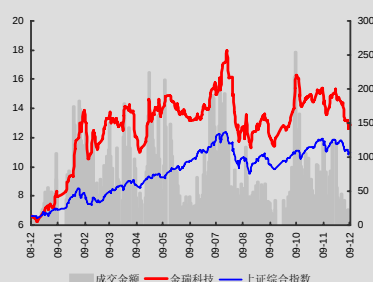
金瑞科技(600390): 历史包袱将解除,

公司业绩进入良性周期

投资要点:

- **受晶源电子停业清算影响, 业绩低于预期。**2009 年度, 公司实现营业收入 101,169.56 万元, 同比减少 21.80%; 受晶源电子停业清算计提坏账准备影响, 实现营业利润-15,869.16 万元, 同比减少 483.64%; 实现每股收益-0.96 元。因为晶源电子已经连续亏损几年, 我们认为, 对其停业清算计提坏账准备意味着解除了拖累公司业绩的包袱。
- **未来两年公司业绩将进入良性周期。**2009 年受电解锰和氧化锰价格大幅下跌影响, 公司毛利率大幅下滑, 不过氢氧化镍业务因原材料采购成本较低, 毛利率较 2008 年提高了 12 个百分点至 19.41%, 我们预计未来两年公司业绩将进入良性周期。(1) 特钢行业自 2009 年四季度以来出现反弹迹象, 大部分地区需求强劲回升, 我们预计全球特钢市场将走出低谷, 未来几年产量逐步回升, 对电解锰的需求也将上升, 公司日前公告投资金丰锰业 3 万吨电解锰技改扩充产能, 预计 2012 年技改完成, 公司将达到 6 万吨电解锰产能。(2) 金天能源开发的覆钴氧化型氢氧化镍新产品已经打入了日本电池企业在国内的合资电池厂等高端市场, 公司开展的磷酸亚铁锂制备技术的研究和镍钴锰酸锂三元材料的研究取得了较好的结果, 随着国家鼓励发展电动汽车, 大力提倡开发锂离子动力电池, 公司电源材料业务毛利率有望进一步提升。
- **优质资产注入上市公司可期待。**五矿集团目前为公司的实际控制人。我们认为, 公司或将依靠五矿集团对公司治理进一步提高。此外, 长沙矿冶研究院旗下有电子基础材料(电解金属锰、四氧化三锰、软磁铁氧体磁芯)、电源材料(氢氧化镍、钴酸锂)等资产, 我们不排除大股东会陆续将旗下优质资产继续注入上市公司的可能。
- **盈利预测与评级:** 我们预计 2010、2011 年公司每股收益分别为 0.19 元和 0.48 元, 当前价位对应的 PE 分别为 72 倍和 29 倍, 我们认为公司目前股价较为合理, 给予“中性”评级。
- **风险:** 电解锰价格的波动对公司业绩的影响。

金瑞科技与上证走势对比图:



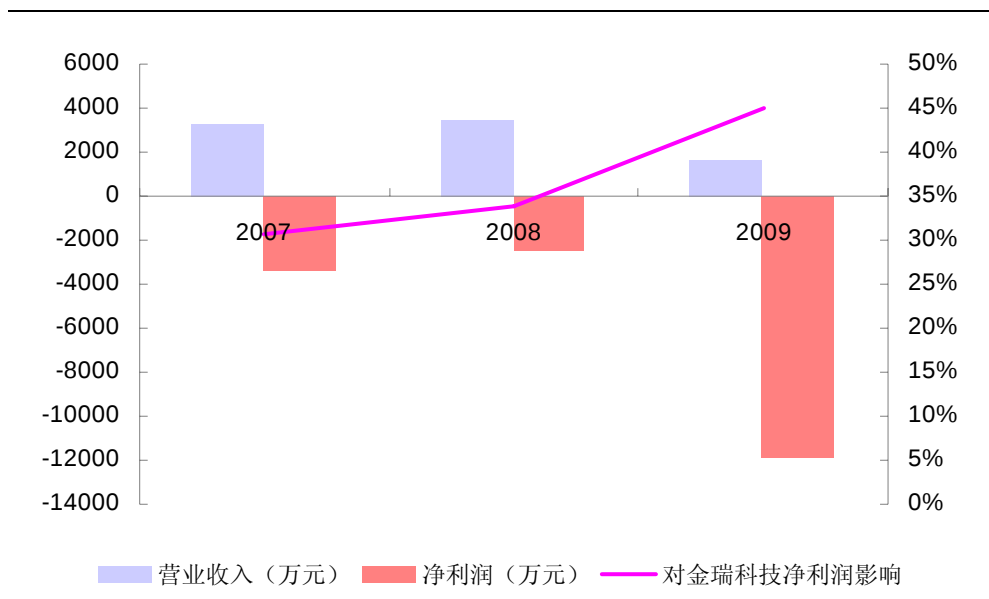
参考报告:

《金瑞科技(600390)电解锰为主体, 电源新材料为亮点, 五矿入主带来想象空间》2010.1.18

1、受晶源电子停业清算影响，业绩低于预期

- 2009 年度，公司实现营业收入 101,169.56 万元，比上年同比减少 21.80%；受晶源电子停业清算计提坏账准备影响，实现营业利润-15,869.16 万元，同比减少 483.64%；实现归属母公司所有者的净利润-15,291.28 万元，同比减少 467.55%。根据公司年报数据，晶源电子已经连续亏损几年，且亏损额不断扩大，2009 年净利润甚至达到-1.19 亿元，我们认为，对其停业清算计提坏账准备意味着解除了拖累公司业绩的包袱。

图 晶源电子历年营业收入、净利润及对金瑞科技净利润影响数据



- 2009 年公司销售了电解锰 3.4 万吨，四氧化三锰 2 万吨，氢氧化镍 2000 吨、金刚石 1.2 亿克拉。从各业务的盈利情况来看，电解锰和氧化锰业务受价格下降影响，毛利率均大幅低于 2008 年。但是，公司氢氧化镍业务毛利率却从 2008 年的 7.39% 提高至 19.41%，主要是因为公司原材料采购价格低，成本控制较好。

图 2009 年公司主营收入构成

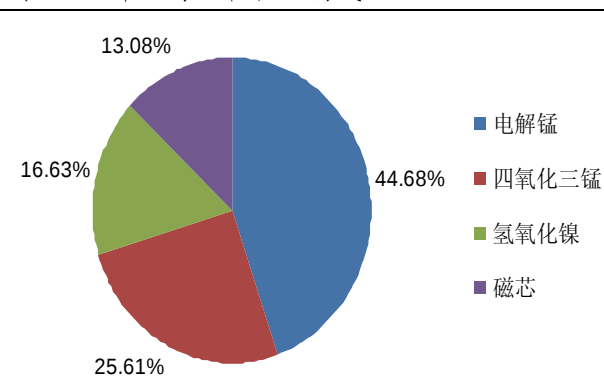


图 2009 年公司营业利润构成

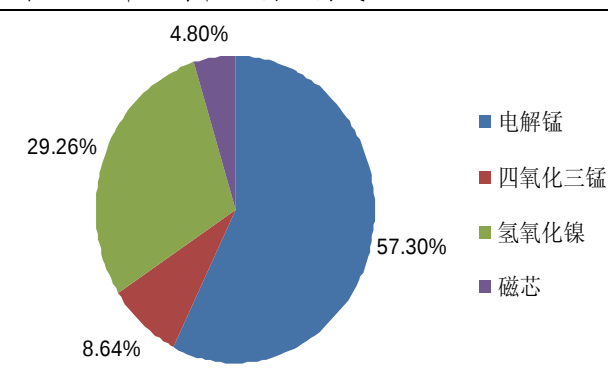


图 公司 2006-2009 年业务构成

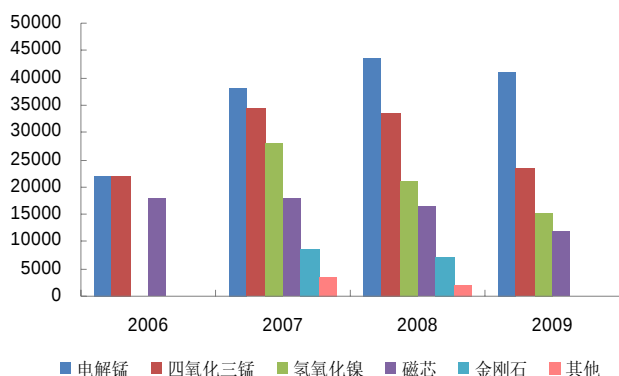


图 各业务毛利率情况

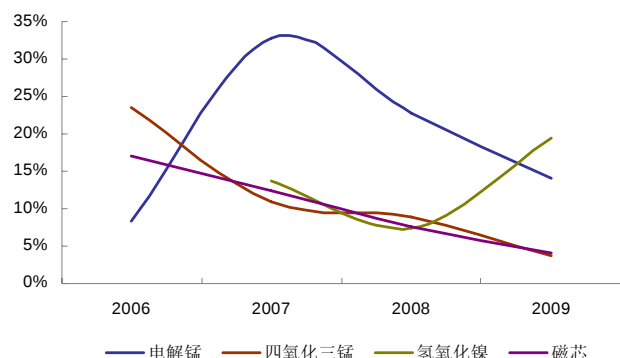
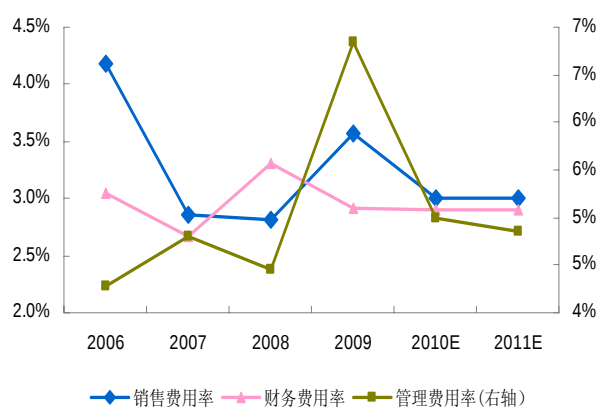
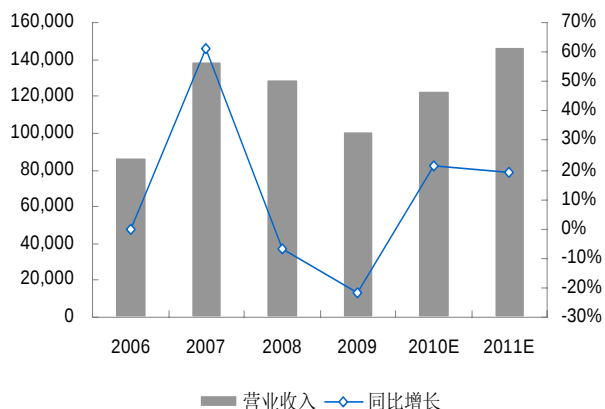


图 2006 年至今公司营业收入增长情况 (单位: 万元) 图 公司各业务毛利率变化

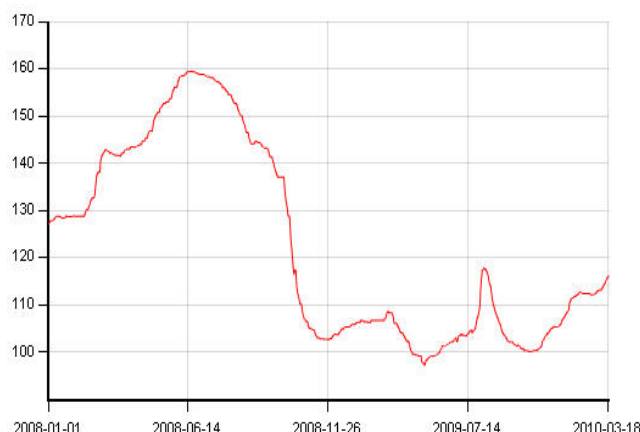


2、未来两年公司业绩将进入良性周期

- 最近几年,公司业务进行逐步调整,到目前公司业务及技术研发集中于锰冶金材料和电源材料、超硬合金 3 个专业板块。我们认为,未来两年,受益于锰行业需求好转、新能源电池应用进入高速发展期等因素,公司业绩将进入良性周期。
- **锰行业需求受益于特钢行业的回暖而出现好转。**特钢行业自 2009 年四季度以来出现反弹迹象,大部分地区需求强劲回升,尤其是我国 2009 年不锈钢粗钢产量为 880.47 万吨,同比增长 26.81%。我们预计全球特钢市场将走出低谷,未来几年产量逐步回升,对电解锰的需求也将上升。此外,2009 年各地根据《电解金属锰企业行业准入条件》,对行业进行了整顿,预计今年将推行的“电解锰行业清洁生产标准”将使得行业生产得到进一步规范治理,这对于解决目前行业产能过剩来说是一大利好。因公司租赁的金地锰业 1 万吨产能合同已经于 2009 年 12 月到期,公司本部加上金丰锰业现有电解锰产能为 3 万吨,公司日前公告,投资金丰锰业年产 3 万吨电解锰技改扩建工程,预计 2010 年还不能产生效应,到 2011 年可贡献新增产能的 70%,2012 年完全投产,届时公司电解锰产能将达到 6 万吨。

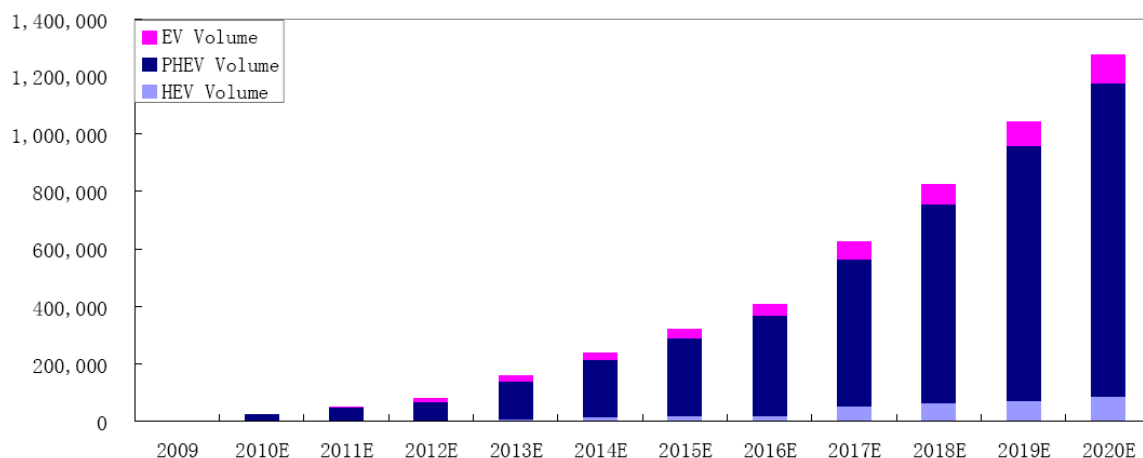
图 我国 32 家特钢企业粗钢产量

图 中国特钢综合价格指数 (SSPIC)



- **电源材料业务受益于新能源电池高速发展期。**金瑞科技控股子公司金天能源于 2005 年率先在国内自主研发出了覆钴氧化型氢氧化镍新产品，目前占据氢氧化镍 40% 的市场。公司此前主要为比亚迪和日本汤浅供应镍氢电池正极，但目前公司开发的覆钴氧化型氢氧化镍新产品已经打入了日本电池企业在国内的合资电池厂等高端市场。此外，公司开展的磷酸亚铁锂制备技术的研究和镍钴锰酸锂三元材料的研究取得了较好的结果。随着国家鼓励发展电动汽车，大力提倡开发锂离子动力电池，公司电源材料业务毛利率有望进一步提升。

图 电动汽车市场规模预测



- **超硬材料业务稳定。**2009 年，公司“整体热压烧结波纹锯片项目”已验收结题，产品性能稳定，各项技术指标达到预期的立项合同要求，产品质量满足客户的要求；树脂超薄金刚石切割刀片项目已经开发出的样品并进行了用户试验，效果比较理想，已有客户定单，今年将可以批量生产；“IC 用电镀金刚石超薄刀片研究项目”是与德国合作项目，该项目 2009 年 4 月上旬签订合同，2010 年初进入设备安装与调试，预计产品将于 2010 年上市。

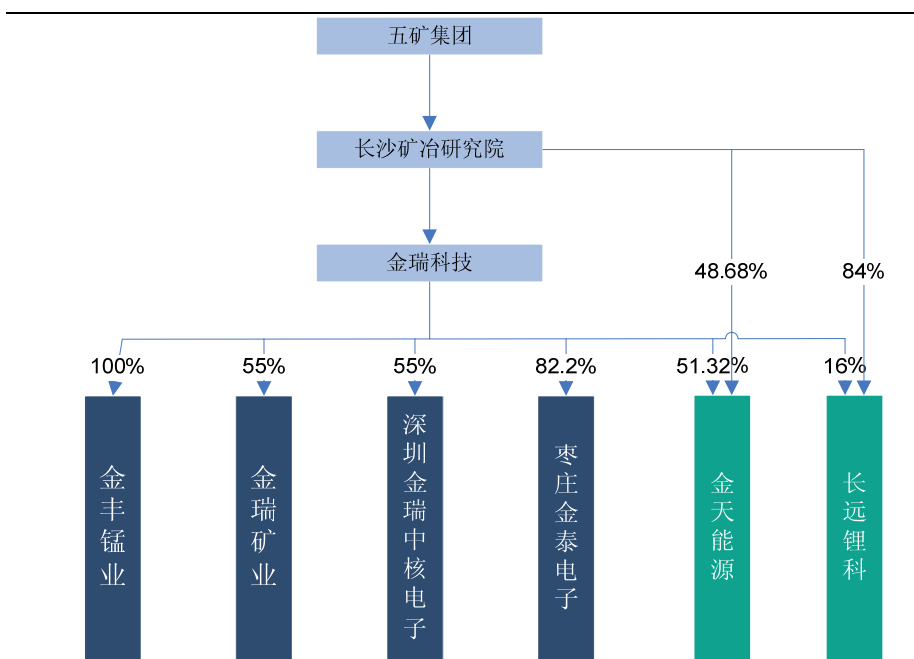
3、优质资产注入上市公司可期待

- 2009 年 10 月 26 日，长沙矿冶研究院和鲁中冶金矿业集团公司并入中国五矿集团公司，成为其全资子公司，而五矿集团进而成为金瑞科技的实际控制人。我们认为，金瑞科技或将依靠

五矿集团对公司治理进一步提高，此外，作为五矿集团下属唯一一家以电解锰和电源材料业务为主的上市公司，未来公司有望成为五矿集团旗下锰矿资产及电源材料资产整合的平台。

- 目前长沙矿冶研究院旗下总计有金瑞科技、晶源电子、金天能源、金泰电子、金地锰业、中核电子、长远锂科、新冶实业、金能科技、金和物业、海辰工程监理、海辰冶金规划设计院等众多公司，涉及到电子基础材料（电解金属锰、三氧化二锰、软磁铁氧体磁芯）、电源材料（氢氧化镍、钴酸锂）等资产，我们不排除大股东会陆续将旗下优质资产继续注入上市公司的可能。

图 金瑞科技股权结构图



- 湖南长远锂科有限公司是2002年长沙矿冶研究院与锂科技（开曼）股份有限公司在高新技术开发区合资的公司，生产锂离子电池用钴酸锂正极材料；2004年，因生产发展需要，锂科技（开曼）将其所持有的股权全部转让给长沙矿冶研究院及金瑞科技，长沙矿冶研究院和金瑞科技分别持有长远锂科84%和16%的股权；2005年，长远锂科重组完毕，购买了院冶材所“球状钴酸锂”技术，利用自有技术进行生产、销售；2008年，长沙矿业研究院将院冶材所锰酸锂中试线注入长远锂科。目前，长远锂科主要产品有钴酸锂、锰酸锂、三元复合锂离子正极材料等，年产能分别为1000吨、500吨和500吨，此外，公司注重新产品的研究开发，磷酸亚铁锂等电池系列产品研发已经取得重大进展。

图 长远锂科产品及产能情况

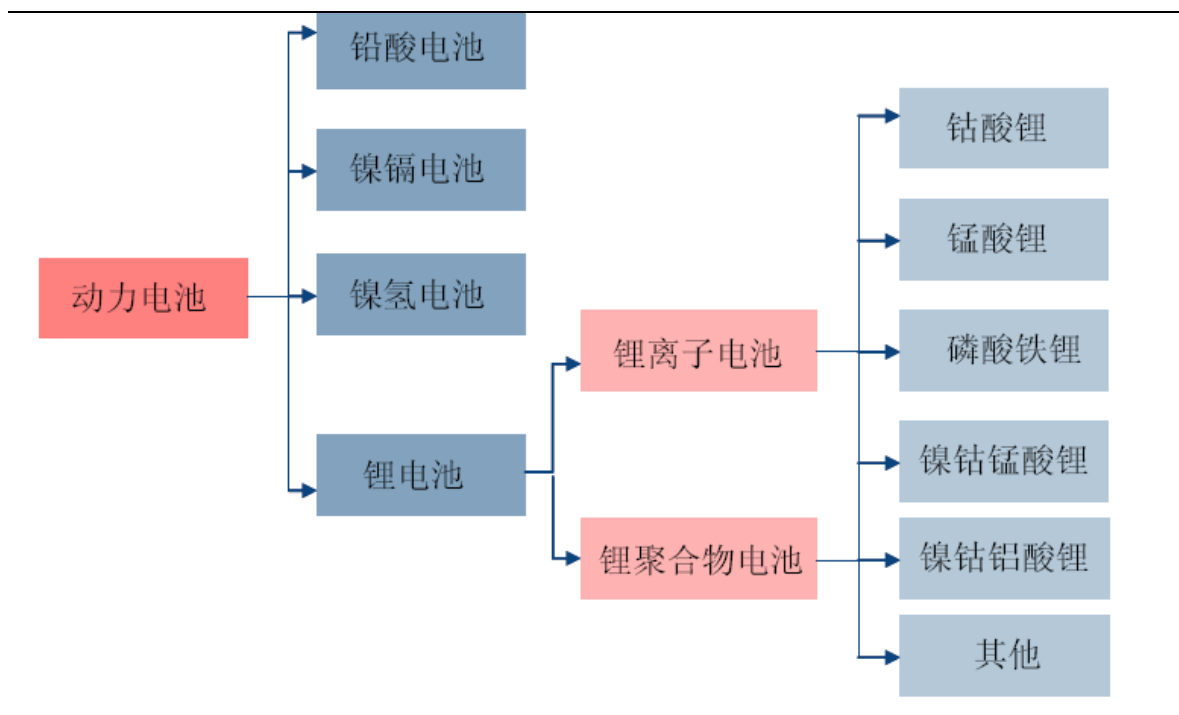
	介绍及特点	产能（吨）
钴酸锂	以钴酸锂做成的锂离子电池以其重量轻、容量高、工作电压高、寿命长且无污染等特点，在小型电池上有无法取代的优势，主要应用于手机、笔记本、上网本、摄像机、照相机、玩具、航模等	1000
锰酸锂	随着对锰酸锂的研究不断深入，其循环性能和高温性能进一步得到改善，特别是在2006年国家出台了矿灯锂离子电池使用标准以及目前钴价持续处于高位的情况下，以及动力电动车及小型动力电池的市场需要，锰酸锂在动力电池方面得到了较好的应用，市场得到了迅速的扩张	500

三元复合锂离子正极材料主要是指由锰、钴、镍、镁、铝等金属元素和锂形成的一系列除锂之外，两种或两种以上金属组成的锂离子正极材料；由于具有比容量高、放电电压范围宽，电化学性能稳定，安全性能好于钴酸锂材料等优点，能够很好地满足移动办公和即将来临的 3G 时代对电池的要求

500

来源：长远锂科

图 动力电池分类介绍



3、公司盈利预测与估值

- 公司主要产品产量及销售均价预测如下表，2010 年锰铁矿投产，假设全部自用，不产生收入，只抵消成本；
- 公司于 2009 年初获得了《高新技术企业证书》，有效期三年，根据相关规定，公司将从 2008-2010 年享受 15% 的所得税税率的优惠政策；
- 我们预计 2010、2011 年公司每股收益分别为 0.25 元和 0.48 元，当前价位对应的 PE 分别为 56.5 倍和 29 倍，估值低于行业平均水平，考虑到公司未来资产整合预期，且在五矿集团的支持下，公司也有望打造成国内锰产业链的龙头企业，维持公司“增持”评级。

图 澳大利亚锰矿报价

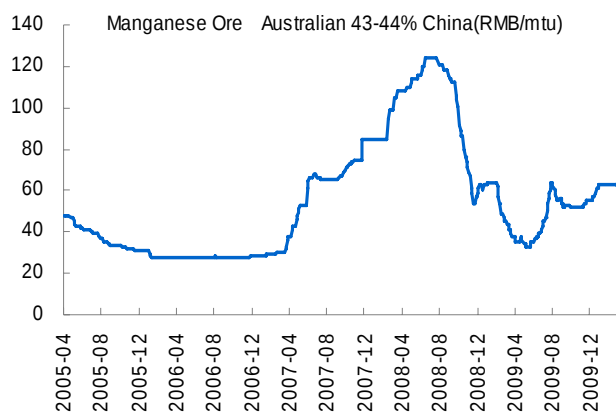


图 锰报价

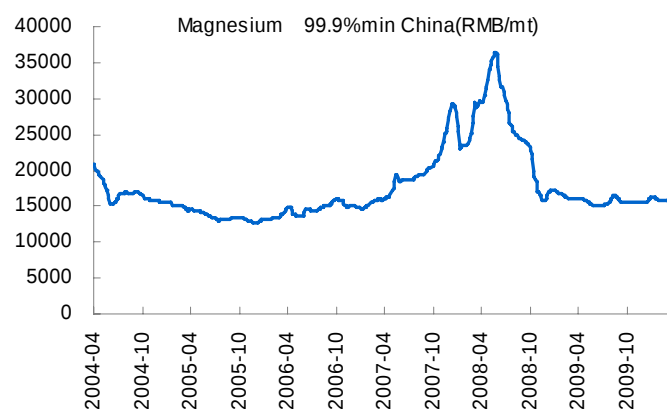


图 长江现货 1#电解锰报价

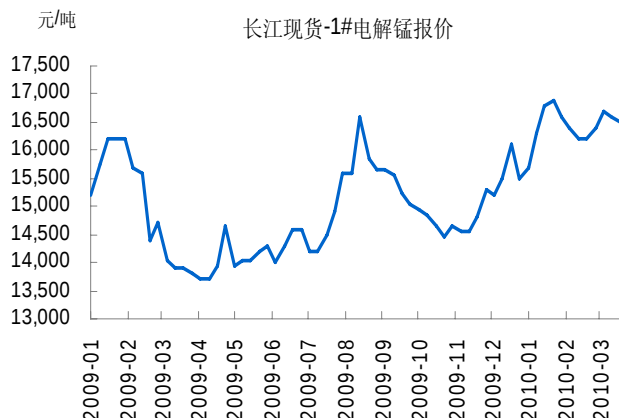


图 欧洲小金属 99.7%电解锰报价

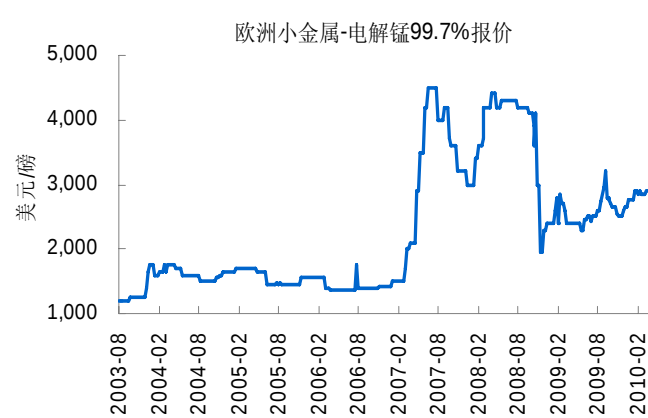


表 公司主要产量与销售单价预测

		2008	2009	2010E	2011E
电解锰	销量(万吨)	3.2	3.4	3.6	3.8
	单价	13667	12038	14000	15500
	收入	43,734.93	40,928.12	50,400.00	58,900.00
	毛利率	22.81%	14.14%	19%	25%
锰铁矿	产量			5	10
	单价			556	598
	收入				
	毛利率			50.00%	50.00%
四氧化三锰	产量	2.3	2	2.2	2.2
	单价	14580	11726	13000	14500
	收入	33,533.17	23,452.58	28,600.00	31,900.00
	毛利率	8.86%	3.72%	8%	11%
磁芯	产量				
	单价				

	收入	16,334.76	11,983.81	16,000.00	16,000.00
	毛利率	7.68%	4.05%	8%	10%
氢氧化镍	产量	1800	2000	2000	2500
	单价	11.76	7.61	10.50	13.00
	收入	21,168.07	15,228.65	21,000.00	32,500.00
	毛利率	7.39%	19.41%	23%	27%
金刚石	产量		1.2		
	单价				
	收入	7,134.71	7,000.00	7,000.00	7,000.00
	毛利率	5.48%	5.50%	6.00%	6.50%

注：假设锰铁矿全部自用，不产生收入，只抵消成本

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	利润表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	142	145	122	140	EPS	0.13	-0.96	0.19	0.48
存货	280	195	312	330	营业收入	1294	1012	1230	1463
应收账款	163	172	204	223	营业成本	1115	900	1046	1172
其他流动资产	83	79	67	43	营业税金及附加	5	5	6	7
流动资产	668	591	705	736	销售费用	36	36	37	44
固定资产	531	460	438	459	销售费用率	2.81%	3.57%	3.00%	3.00%
长期股权投资	51	50	51	51	管理费用	58	69	62	71
无形资产	79	87	89	89	管理费用率	4.45%	6.85%	5.00%	4.85%
其他长期资产	78	77	105	116	财务费用	43	29	36	42

非流动资产	738	675	683	715
资产总计	1406	1266	1388	1451
短期借款	329	367	388	402
应付账款	60	54	59	61
其他流动负债	153	131	149	172
流动负债	541	552	596	635
长期负债	80	81	82	76
其他长期负债	0	5	6	16
非流动性负债	80	86	88	92
负债合计	621	638	684	727
股本	160	160	160	160
资本公积	422	422	431	441
股东权益合计	703	547	585	594
少数股东权益	82	81	119	130
负债股东权益合计	1406	1266	1388	1451

财务费用率	3.30%	2.91%	2.90%	2.90%
资产减值损失	2	135	6	6
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	7	5	5	5
营业利润	42	41	611	811
加: 营业外收入	3	6	5	5
减: 营业外支出	2	2	3	3
利润总额	43	-155	46	128
所得税	2	-4	7	32
所得税率	4.17%	2.59%	15.00%	25.00%
净利润	42	-151	39	96
少数股东损益	-1	2	8	19
归属母公司净利润	43	-153	31	77

现金流量表(百万元)	2008	2009	2010E	2011E
净利润	42	(151)	39	96
折旧和摊销	49	52	79	82
营运资本变动	71	(87)	70	(8)
其他	(58)	256	(130)	(101)
经营现金流	103	69	58	69
资本支出	94	71	70	72
其他	17	0	16	34
投资现金流	(70)	(64)	(46)	(30)
负债变化	(92)	17	46	43
股息支出	57	36	41	55
其他融资现金流	102	17	(40)	(9)
融资现金流	(47)	(2)	(35)	(21)
现金及现金等价物净增加额	713	3	(23)	18

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E
增长率(%)				
营业收入	-7.06	-21.80	21.58	18.94
营业利润	-40.39	-474.01	27.31	189.25
净利润	-33.63	-462.74	25.79	146.11
利润率(%)				
毛利率	28.30	11.01	14.95	19.87
EBIT Margin	6.54	-12.53	6.63	11.64
EBITDA Margin	10.32	(7.41)	13.05	17.24
净利率	4.85	-14.93	3.17	6.55
回报率(%)				
净资产收益率	5.31	-24.05	5.53	13.24
总资产收益率	2.96	-11.93	2.81	6.61
其他(%)				
资产负债率	44.18	50.39	49.28	50.10
股息率	2.54	1.59	1.83	2.45

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。