

卸掉包袱，轻装上阵

-----金瑞科技调研报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

研究报告

调研报告

投资要点:

- 公司的主营业务范围为金属材料及制品、电子材料及制品、电源材料及制品的生产、销售，电解锰、三氧化二锰以及氢氧化镍产品是公司的主要收入和利润来源。2009年对晶源电子进行停业清算后，使得公司能放下包袱、轻装上阵。2010年1季度公司已实现扭亏为盈，实现净利润297万元。公司未来定位为重点发展电解锰、电池材料业务，三氧化二锰业务保持稳定，而超硬材料业务已经趋于萎缩
- 大股东比较优质的资产主要有金天能源48.68%的股权（其余为上市公司持有），存在向上市公司注入的可能。集团公司持股84%的长远锂科主要从事钴酸锂、锰酸锂、三元复合锂离子正极材料等的研制生产和销售，长远锂科目前仍为亏损，需要在大股东培育盈利之后方有向上市公司注入可能。
- 公司生产的电解锰主要为含量99.6%的电解锰，目前公司电解锰产能为本部2万吨、金丰锰业1万吨，共计3万吨。公司拟投资金丰锰业年产3万吨电解锰技改扩建工程，公司计划先行投资1万吨，视1万吨进展情况再决定是否投资余下2万吨，若计划顺利实施，到2012年完全投产，产能将达到6万吨。由于电解锰属“两高一资”行业，涉及审批环节众多，产能能否顺利扩张存在一定不确定性。公司目前有两座矿山，合计矿石储量400万吨，矿石品位16-17%，公司目前自给率50%。
- 三氧化二锰产品是制备MnZn 软磁铁氧体的主要原料之一，它在MnZn 铁氧体中约占20%的比重。由于未来软磁铁氧体磁芯朝着小型化、薄片化的方向发展，因此，未来软磁铁氧体材料对三氧化二锰的需求将不会有大的增长。因此公司将维持目前产能2万吨不变。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1011.70	938.00	1179.00	1390.00
增长率(%)	-21.80%	-7.28%	25.69%	17.90%
归属母公司股东净利润	-152.91	28.93	64.11	89.27
增长率(%)	-459.72%	118.92%	121.65%	39.23%
每股收益(EPS)	-0.955	0.181	0.401	0.558
销售毛利率	11.01%	13.38%	15.33%	16.21%
销售净利率	-14.93%	3.05%	5.37%	6.34%
净资产收益率(ROE)	-27.96%	5.04%	10.14%	12.50%
市盈率(P/E)	-13.60	71.88	32.43	23.29
市净率(P/B)	3.80	3.63	3.29	2.91

金瑞科技 600390

2010-7-30

评级 中性

目标价格

当前价格 12.99

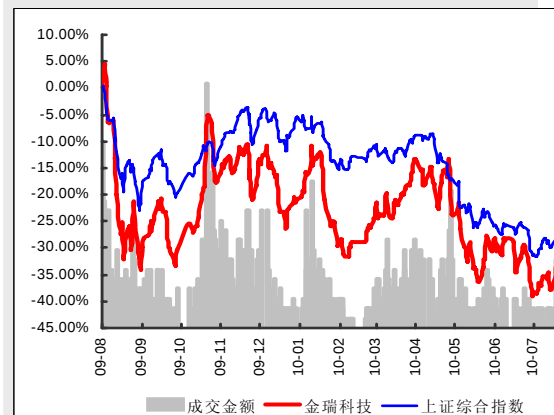
基础数据

总市值(百万)	2079.05
总股本/流通股本(百万)	160.05/160.05
流通市值(百万)	2079.05
每股净资产	3.44
净资产收益率	3.31

交易数据

52 周内股价区间	10.44/17.94
10 年市盈率	71.88
市净率	3.69

一年期走势图



行业研究员: 张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com
	zzpforests@hotmail.com

相关报告

- 公司主导电源材料产品氢氧化镍用于镍氢电池的正极材料，公司氢氧化镍产能2000吨，覆钴镍产能1000吨。公司产品主要面向小电池市场，小电池市场是一个较为成熟的市场，市场参与者众多、市场竞争激烈，预计未来该业务盈利能力将有所下降。公司通过硫酸镍制造氢氧化镍，公司不掌握上游资源，镍（硫酸镍）价格的波动将会很大程度影响氢氧化镍的盈利能力。从目前情况看，尽管镍氢电池在循环寿命、质量比能（Wh/kg）相比与锂型电池处于劣势，但由于技术较为成熟，五年之内镍氢电池在仍混合动力汽车市场上占据主要市场。所以动力电池所需要的氢氧化镍的市场对公司在未来五年提供了一定的增长机会。
- 就未来发展趋势来看，锂离子动力电池将取代镍氢电池成为市场的主流方向，公司积极围绕磷酸亚铁锂制备技术、锂离子电池正极材料的三元材料前驱体-镍钴锰酸锂技术开展工作，不过短期难以产生效益。
- 预计公司2010年至2012年每股收益分别为0.18元、0.40元、0.56元，2010-2012年动态市盈率分别为71.88、32.43、23.29，估值稍显偏高，给予“中性”评级

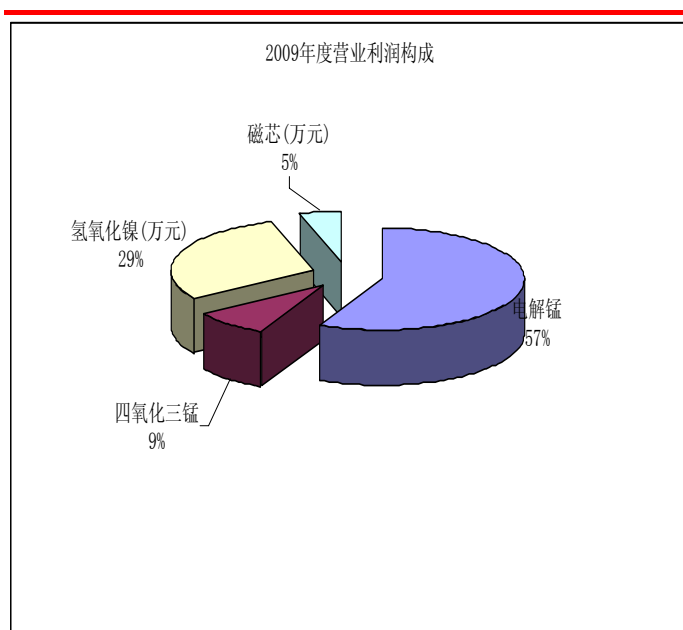
卸掉包袱，轻装上阵

公司的主营业务范围为金属材料及制品、电子材料及制品、电源材料及制品的生产、销售，电解锰、四氧化三锰以及氢氧化镍产品是公司的主要收入和利润来源。

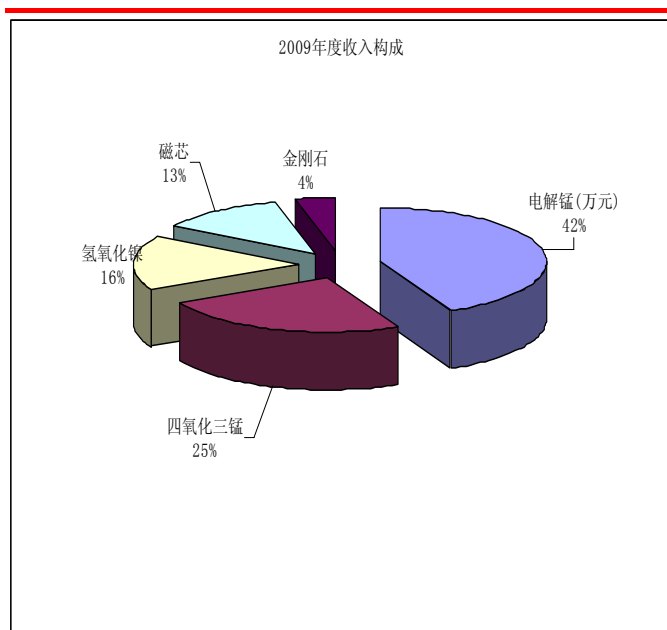
2009年度，公司实现营业收入101,169.56万元，比上年同比减少21.80%；实现归属母公司所有者的净利润-15,291.28万元，同比减少467.55%。2009年度公司大幅亏损的主要原因在于对晶源电子进行停业清算，根据公司年报数据，晶源电子已经连续亏损几年，且亏损额不断扩大，2009年净利润甚至超过亿元，我们认为，对其停业清算计提坏账准备意味着解除了拖累公司业绩的包袱，使得公司能轻装上阵。2010年1季度公司已实现扭亏为盈，实现净利润297万元。

公司未来定位为重点发展电解锰、电池材料业务，四氧化三锰业务保持稳定，而超硬材料业务已经趋于萎缩

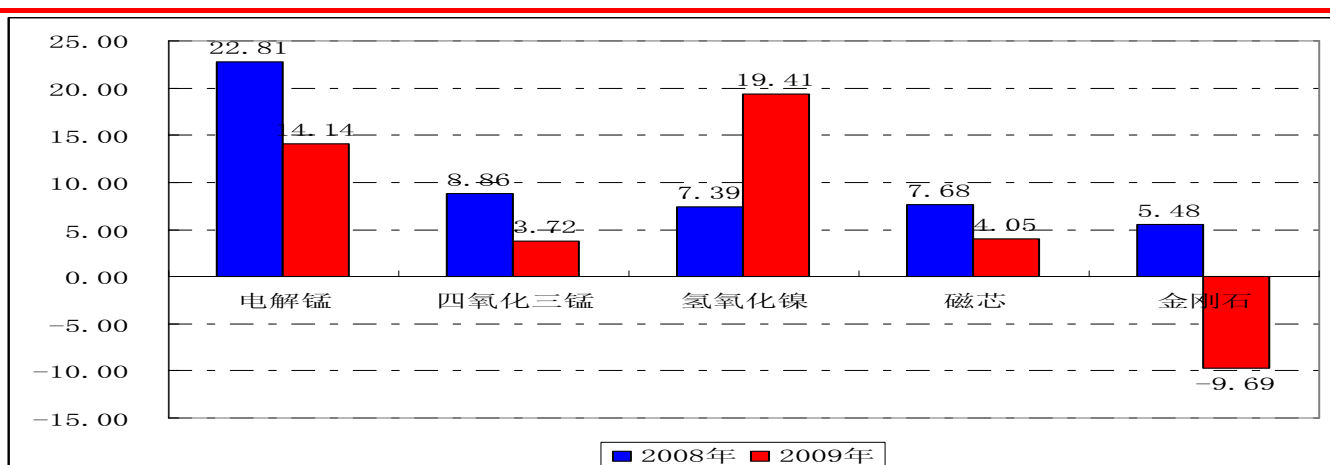
图表 1 公司利润构成



图表 2 公司收入构成



图表 3 公司产品毛利率



五矿集团入主，存在资产注入预期

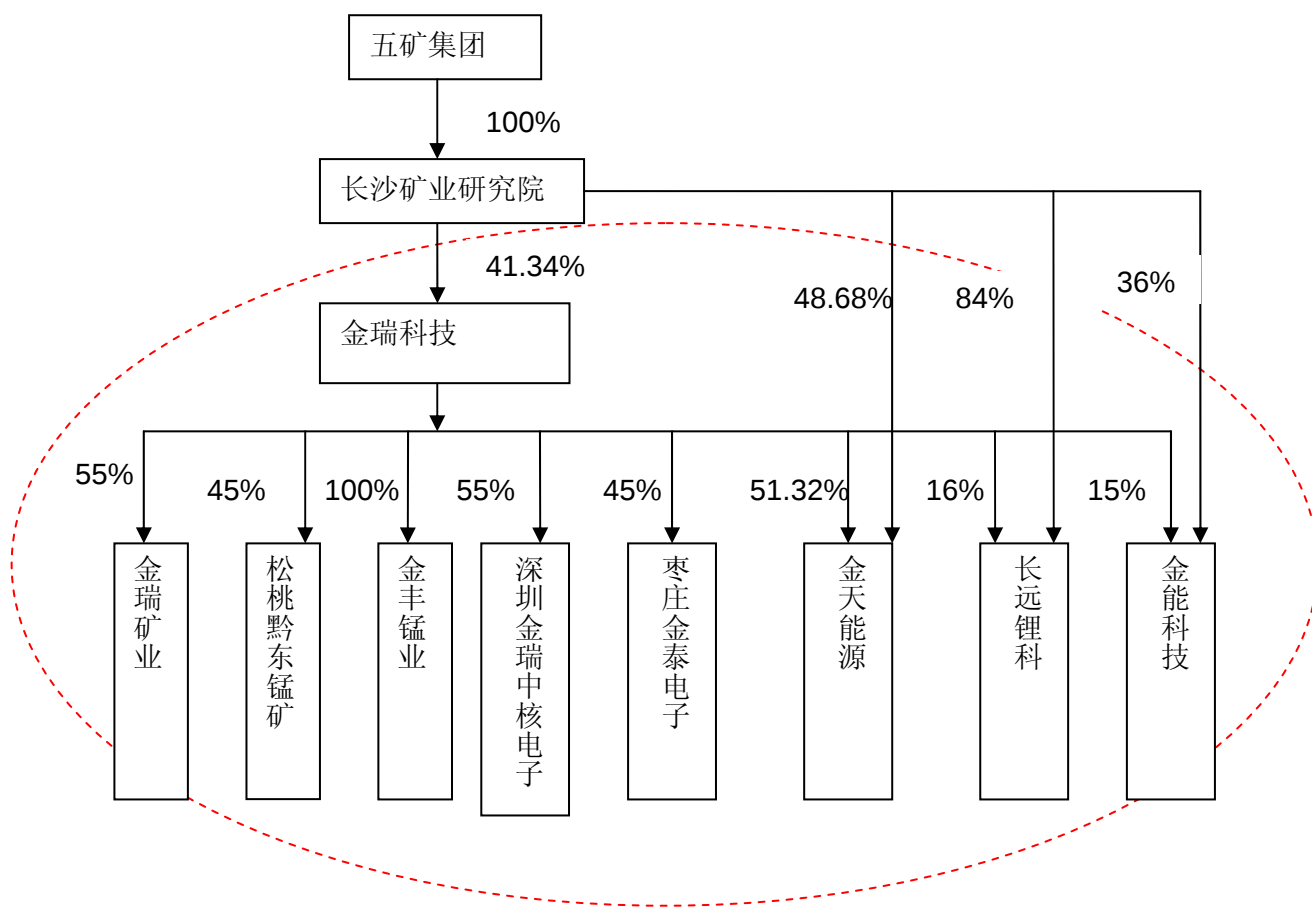
2009年10月26日，长沙矿冶研究院和鲁中冶金矿业集团公司并入中国五矿集团公司，成为其全资子公司，而五矿集团进而成为金瑞科技的实际控制人。

目前长沙矿冶研究院旗下总计有金瑞科技、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。大股东比较优质的资产主要有金天能源48.68%的股权（其余为上市公司持有），金天能源主要从事新型能源材料、金属材料的研制、生产和销售，2009年净利润为900多万元，是大股东较为优质的一块资产，存在向上市公司注入的可能。

集团公司持股84%的长远锂科主要从事钴酸锂、锰酸锂、三元复合锂离子正极材料等的研制生产和销售，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。长远锂科目前仍为亏损，需要在大股东培育盈利之后方有向上市公司注入可能。

公司持股15%，大股东控股36%的金能科技，主要从事于民爆行业安全、节能、环保的新产品、新技术、新工艺、新装备的研发及应用，与公司业务并无重叠。尽管该公司今年6月份谋划在创业板上市未获证监会发审委通过，但争取上市仍是该公司战略目标。

图表 4 公司股权结构



电解锰：业绩增长的主要动力

公司生产的电解锰主要为含量99.6%的电解锰，销往宝钢和武钢，用于炼钢。目前公司电解锰产能为本部2万吨、金丰锰业1万吨，共计3万吨。公司拟投资金丰锰业年产3万吨电解锰技改扩建工程，公司计划先行投资1万吨，视1万吨进展情况再决定是否投资余下2万吨，若计划顺利实施，到2012年完全投产，产能将达到6万吨。由于电解锰属“两高一资”行业，涉及审批环节众多，产能能否顺利扩张存在较多不确定性。公司目前有两座矿山，位于中国“锰三角”之中心——贵州省松桃县，合计矿石储量400万吨，矿石品位16-17%，资源自给率50%。

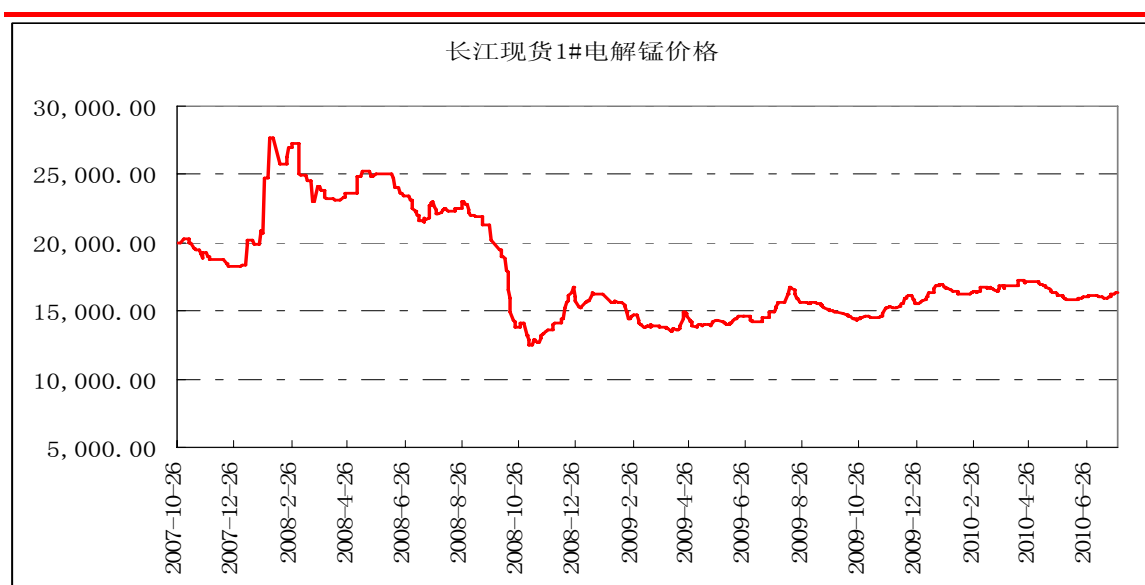
电解锰价格2009年以来运行平稳，价格在15000元上下波动。电解锰90%以上用在炼钢上，主要作为炼铁和炼钢过程中的脱氧剂和脱硫剂，以及用来制造合金，随着钢铁行业回暖，电解锰价格有进一步上涨空间。

图表 5 公司资源储量

序号	矿山	资源量	品位	权益
1	金瑞新材料科技股份有限公司贵州分公司松桃县白石溪锰矿	3498.8	16%-17%	100%
2	贵州省松桃黔东锰矿	584.79	16%-17%	45%

数据来源：爱建证券研发部

图表 6 电解锰价格



四氧化三锰：产能保持稳定

该产品是制备MnZn 软磁铁氧体的主要原料之一，它在MnZn 铁氧体中约占20%的比重。电子信息产业的发展，对软磁铁氧体材料提出了更高的要求，软磁铁氧体磁芯朝着小型化、薄片化的方向发展，因此，虽然软磁铁氧体磁芯预计以每年10%左右的速度增长，未来软磁铁氧体材料对四氧化三锰的需求将不会有大的增长。但拓展四氧化三

请务必阅读正文之后的重要声明

锰新的应用领域仍值得关注，例如：用于颜料，氧化锰和氧化铁两元系黑色颜料；用于电池材料，主要用于锰酸锂或镍锰钴三元系材料；用于NTC 电阻材料；用于油田防止井喷等。因此公司将维持目前产能2万吨不变。另外，公司生产四氧化三锰所需原料电解锰为为外部购买，毛利率不高。

电源材料：看上去很美

公司主导电源材料产品氢氧化镍用于镍氢电池的正极材料，镍氢电池分两个市场，小电池和动力电池。公司氢氧化镍产能2000吨，覆钴镍产能1000吨，覆钴镍是氢氧化镍的升级产品。公司产品主要面向小电池市场，由于质量较好，主要销往日本松下、汤浅。小电池市场是一个较为成熟的市场，市场参与者众多、市场竞争激烈，预计未来该业务盈利能力将有所下降。公司通过硫酸镍制造氢氧化镍，公司不掌握上游资源，镍（硫酸镍）价格的波动将会很大程度影响氢氧化镍的盈利能力。

而就动力电池市场而言，国内的新能源电动汽车用电池市场正在起步，从目前情况看，尽管镍氢电池在循环寿命、质量比能（Wh/kg）相比与锂电池处于劣势，但由于技术较为成熟，五年之内镍氢电池在仍混合动力汽车市场上占据主要市场。所以动力电池所需要的氢氧化镍的市场对公司在未来五年提供了一定的增长机会。

就未来发展趋势来看，锂离子动力电池将是动力电池的主流发展方向，而这尤以磷酸亚铁锂电池最为业内看好。公司积极围绕磷酸亚铁锂制备技术、锂离子电池正极材料的三元材料前驱体-镍钴锰酸锂技术开展工作，不过短期难以产生效益。

图表 7 动力电池性能比较

	铅酸	镍氢	镍镉	锰酸锂	磷酸铁锂
工作电压（V）	2V	1.2V	1.2V	3.7V	3.3V
循环寿命	200 - 400	500	500 - 1000	300 - 500	2000
质量比能 （Wh/kg）	30-50	70	60	90-120	120
记忆效应	无	无	有	无	无
是否环保	否	是	否	是	是
特性	技术最成熟，但能量密度低，受命短，性价比不理想。铅为有害物质	工作电压低，需要较多串并。自放电率高	工作电压低，需要较多串并。有记忆效用。镉为有害物质	高温特性差，温度达80度时，容量下降一半，且无法恢复。	高温特性佳，安全性高，无爆炸之虞。使用寿命长

资料来源：“磷酸铁锂材料及其动力电池产业化现状及前景”，《船电技术》，2007.4

超硬材料：渐成鸡肋

超硬材料是公司的传统产业，根据国内市场统计，金刚石的总产销量基本持平，黄河旋风和中南两大公司的产量约占总产量的60%。公司产品主要是一些低端产品，高端市场被国外垄断，生产厂家多，市场竞争大，该业务已逐步萎缩，2009年该业务收入占比仅为4%，利润贡献为负值。公司的定位为维持现状，保持盈亏平衡。

目前，公司根据企业现状及公司发展战略，避开竞争白热化的单晶领域，有重点地发展附加值较高的有特色的金刚石工具及产品，向下游突破是公司超硬材料产业调整发展方向。几个项目分别有所进展：“整体热压烧结波纹锯片项目”已验收结题，经过近一年的批量生产运行，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。

盈利预测及投资建议

预计公司2010年至2012年每股收益分别为0.18元、0.40元、0.56元，2010-2012年动态市盈率分别为71.88、32.43、23.29，估值稍显偏高，给予“中性”评级

图表 8 产量及价格假设

	2009 年报	2010	2011 年	2012 年
产量				
电解锰	3.4	2.8	4.0	5
四氧化三锰	2	2.2	2.2	2.2
氢氧化镍	2000	2000	2000	2000
价格				
电解锰	12037.68	14000	15000	16000
四氧化三锰	11726.29	13000	14500	15000
氢氧化镍(元/公斤)	76.14	80	80	80
毛利率(%)				
电解锰	14.14	20	22	22
四氧化三锰	3.72	5	5	5
氢氧化镍	19.41	18	18	18
磁芯	4.05	4	4	4

图表 9 报表预测

公司研究

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1392.14	1293.80	1011.70	938.00	1179.00	1390.00
减: 营业成本	1140.44	1114.52	900.27	812.50	998.25	1164.70
营业税金及附加	6.73	4.93	5.24	4.22	5.31	6.26
营业费用	39.72	36.36	36.15	28.14	35.37	41.70
管理费用	66.82	57.61	69.27	46.90	58.95	69.50
财务费用	37.16	42.72	29.45	12.62	6.61	4.11
资产减值损失	35.04	2.00	135.31	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	4.73	6.99	5.31	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.21	-0.21	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	71.18	42.43	-158.69	33.62	74.51	103.74
加: 其他非经营损益	2.39	1.03	3.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	73.57	43.46	-155.06	33.62	74.51	103.74
减: 所得税	10.83	1.81	-4.01	5.04	11.18	15.56
净利润	62.74	41.64	-151.05	28.57	63.33	88.18
减: 少数股东损益	8.71	-0.87	1.86	-0.35	-0.78	-1.09
归属母公司股东净利润	54.02	42.51	-152.91	28.93	64.11	89.27
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	110.94	116.89	137.98	19.01	11.79	241.95
应收和预付款项	275.24	245.71	251.88	121.68	346.94	205.06
存货	302.09	280.02	194.68	218.92	289.23	303.65
其他流动资产	2.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	31.45	50.51	50.27	50.27	50.27	50.27
投资性房地产	21.94	21.46	20.72	18.39	16.07	13.74
固定资产和在建工程	584.89	576.97	497.14	412.80	328.46	244.12
无形资产和开发支出	83.15	79.62	90.69	76.89	63.10	49.30
其他非流动资产	4.28	2.98	1.80	0.90	0.00	0.00
资产总计	1416.19	1374.15	1245.15	918.87	1105.85	1108.09

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

短期借款	313.09	329.00	367.00	0.00	87.20	0.00
应付和预收款项	254.80	175.68	168.91	183.42	225.14	233.73
长期借款	34.05	79.85	80.65	80.65	80.65	80.65
其他负债	58.50	5.00	0.50	0.50	0.50	0.50
负债合计	660.44	589.53	617.06	264.57	393.49	314.88
股本	160.05	160.05	160.05	160.05	160.05	160.05
资本公积	418.71	421.64	421.64	421.64	421.64	421.64
留存收益	86.68	121.19	-34.77	-8.22	50.63	132.57
归属母公司股东权益	665.44	702.88	546.93	573.48	632.33	714.26
少数股东权益	90.31	81.74	81.17	80.82	80.04	78.95
股东权益合计	755.75	784.62	628.10	654.30	712.36	793.21
负债和股东权益合计	1416.19	1374.15	1245.15	918.87	1105.85	1108.09
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	52.88	104.91	70.34	263.03	-82.55	328.80
投资性现金净流量	-63.01	-70.11	-64.28	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	11.18	-46.88	-1.86	-382.00	75.32	-98.64
现金流量净额	1.03	-12.12	4.20	-118.97	-7.22	230.16

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。