

2010年11月12日星期五

有色金属行业

金瑞科技(600390)

评级: 增持

研究员

汪华春

证书编号: S0070209060030

电话: 010-88086830-711

邮箱: wanghc@rxzq.com.cn

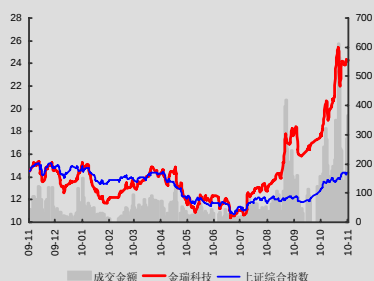
6-12个月目标价: 27.2-28.6

最新股价: 24.21

基本资料

总股本(百万)	160.05
流通股A股(百万)	160.05
总市值(亿)	38.75
每股净资产(元)	3.54
资产负债率%	54.11

金瑞科技股价与上证综指对比:



相关研究:

《金瑞科技(600390)产品需求回暖,上半年扭亏为盈》2010/08/23

《金瑞科技(600390)历史包袱将解除,公司业绩进入良性周期》2010/03/30

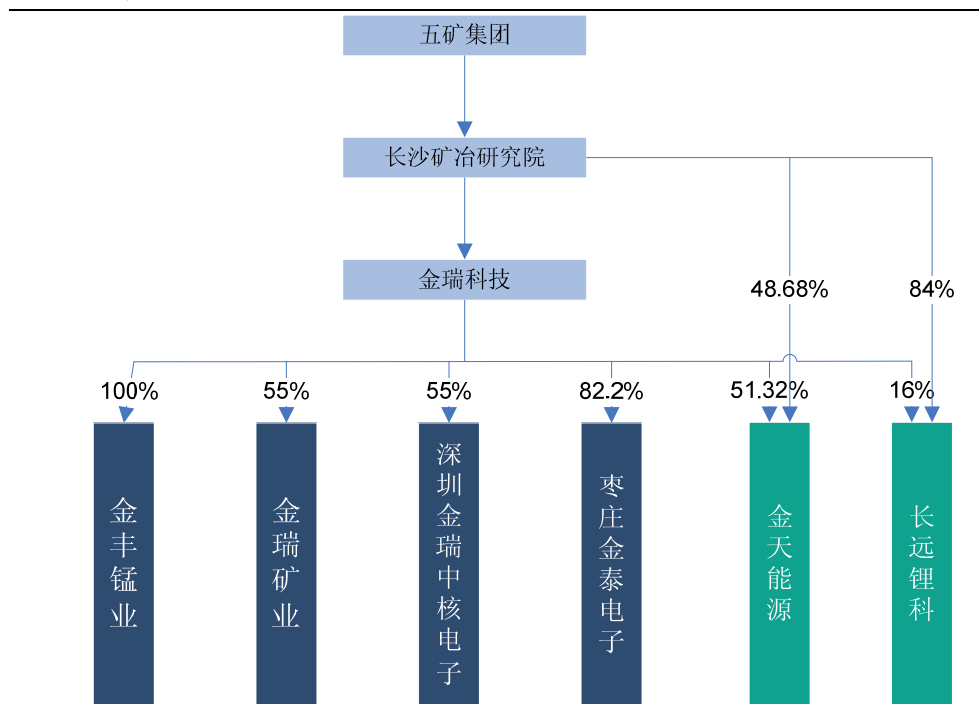
《金瑞科技(600390)电解锰为主体,电源新材料为亮点,五矿入主带来想象空间》2010/01/18

电解锰价格涨至两年来新高,公司整合有望加速

投资要点:

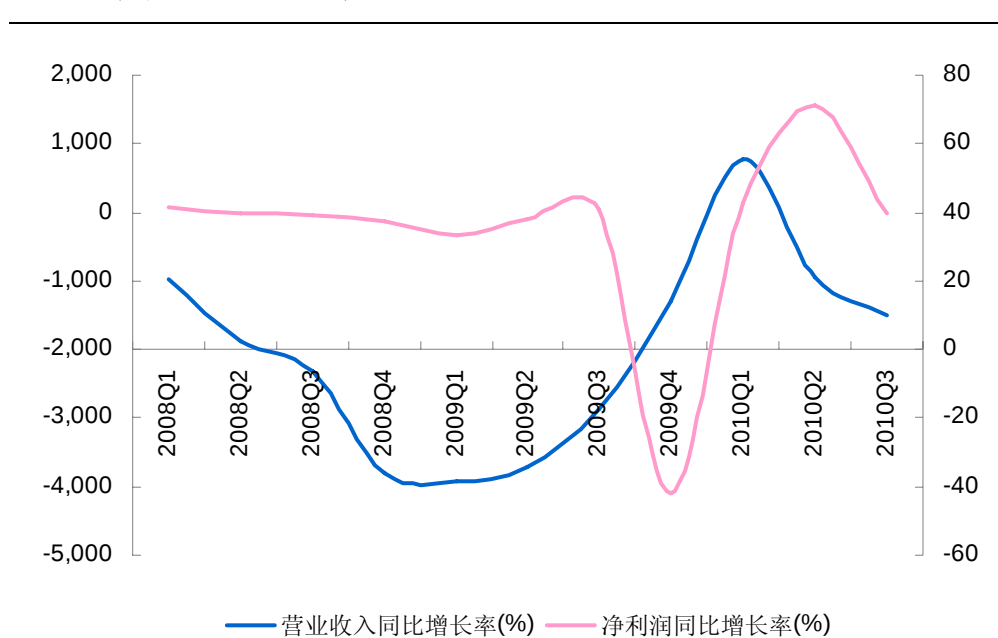
- **三季度业绩基本符合预期。**今年1-9月公司实现营业收入92444.72万元,归属于母公司的净利润1762.41万元,分别同比增长25.27%、201.80%,实现每股收益0.11元,其中三季度实现每股收益0.04元,业绩基本符合预期。
- **电解锰价格上涨至两年来的新高,但对公司业绩的影响尚未体现。**截至11月5日,长江现货电解锰报价为20400元/吨,较年初上涨29.9%,为2008年10月以来的新高,而整个三季度电解锰价格都呈缓慢爬坡态势。这主要是因为节能减排引发的各省市限电限产,且西南地区逐步实施枯水期电价,使得电解锰生产成本上升,而电解锰及锰合金厂家生产受限,开工率较低,但另一方面,目前钢厂产量下降,对锰合金需求减少。因此,我们认为,生产成本上升,是电解锰价格上涨的动因,但供需面未逆转前,锰系产品没有快速上涨的动力。我们预计未来电解锰行业的节能减排压力仍将较大,这对于改善行业当前产能过剩的状况有积极影响。公司三季报数据显示,三季度单季度毛利率为14.4%,较前两个季度提升幅度非常小,我们仍将关注钢厂锰合金招标价格的变动,任何行业供需面的好转,都是公司主营业务的利好因素。
- **央企整合要求有望加速五矿集团对公司资产的整合。**7月23日国资委主任李荣融在央企负责人会议上讲话再次强调,要加快中央企业重组和调整步伐,今年把中央企业调整到100家以内,这意味着在年底前国资委至少要完成23家央企的重组工作。我们认为,五矿集团直接或者间接控股A股五家上市公司,它的整合将成为有色行业央企整合的重心,根据五矿集团及其控股的五家上市公司业务来看,金瑞科技主营电解锰、四氧化三锰等产品,其有望成为五矿集团锰资产整合的平台。此外,与近期要在香港联合交易所上市的中信大锰(01091)相比,中信大锰拥有我国锰矿资源的22%,近几年毛利率为20%以上,而金瑞科技目前锰矿自给率不足50%,毛利率在远低于20%,尽管我们此前认为,锰系不锈钢未来面临着被300、400系列不锈钢所替代的趋势,行业前景及供需面都难言乐观,但是重组或为公司带来新的发展机遇。
- **投资建议:**维持公司盈利预测,预计2010-2012年公司实现每股收益0.19元、0.40元和0.57元。我们认为,电解锰价格的上涨能改善公司业绩,且在央企整合加速的背景下,公司有望迎来新的发展机遇,上调公司评级至“增持”,但同时提醒重组进展的不确定性。
- **风险提示:**锰系合金产品需求下滑,引发价格的大幅下跌。

图 金瑞科技股权结构图



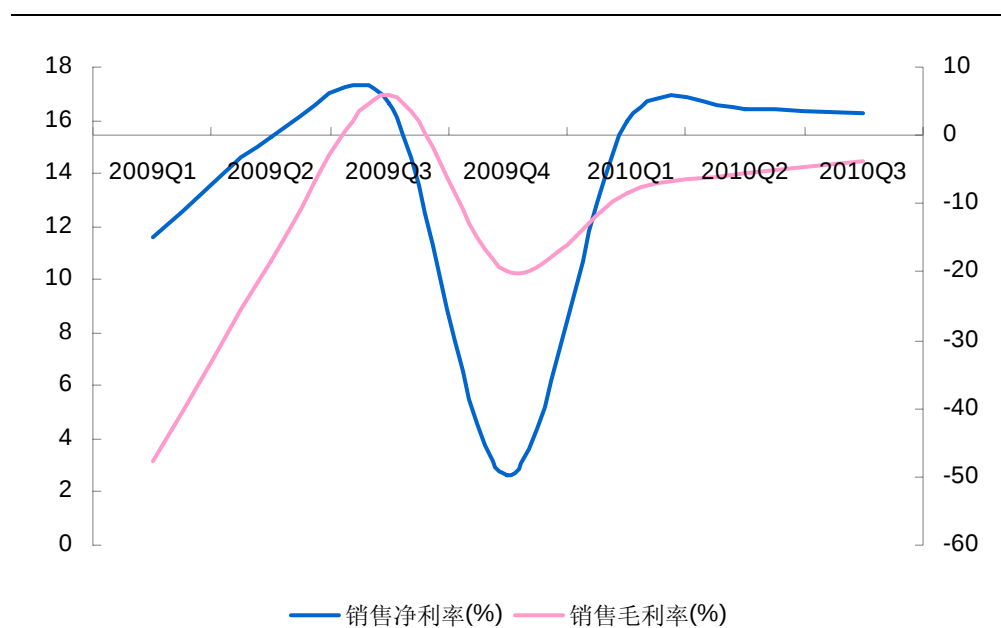
来源：公司公告，日信研究

图 公司单季度营业收入和净利润增速



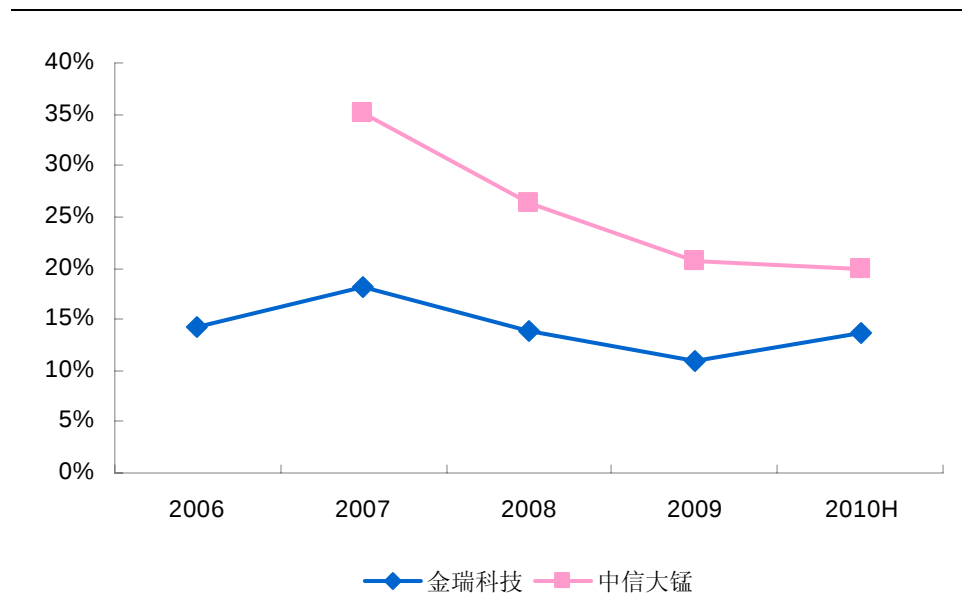
来源：公司公告，日信研究

图 公司单季度销售净利率和销售毛利率走势



来源：公司公告，日信研究

图 金瑞科技和中信大锰毛利率比较



来源：公司公告，中信大锰招股说明书

表 金瑞科技和中信大锰产品销量对比（单位：万吨）

金瑞科技	2006	2007	2008	2009	2010H
电解锰	2.48	2.8	3.2	3.4	
四氧化三锰	2.5	2.8	2.3	2	

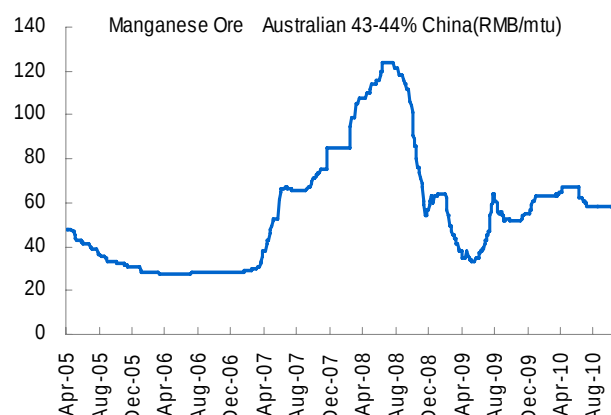
中信大锰	2006	2007	2008	2009	2010H
锰精矿		28.8	15.1	15.3	7.2
电解锰		3.9	5.1	7.1	4.6
硫酸锰		2.2	2.4	1.8	1.2
硅锰合金		3.9	4.5	6.1	2.7
二氧化锰			0.01	0.9	0.5
高碳铬铁		3.2	3.4	4.2	2

来源：公司公告，中信大锰招股说明书

图 长江现货市场电解锰报价



图 锰矿报价



资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	145	189	230	257	EPS	-0.96	0.19	0.40	0.57
存货	195	296	317	464	营业收入	1012	1262	1532	1716
应收账款	172	216	255	286	营业成本	900	1080	1257	1367
其他流动资产	79	114	111	140	营业税金及附加	5	4	5	5
流动资产	591	815	912	1148	销售费用	36	38	46	51
固定资产	460	488	506	519	销售费用率	3.57%	3.00%	3.00%	3.00%
长期股权投资	46	46	46	46	管理费用	69	78	95	106
无形资产	87	91	95	99	管理费用率	6.85%	6.20%	6.20%	6.20%
其他长期资产	81	91	99	108	财务费用	29	32	40	45
非流动资产	675	717	746	772	财务费用率	2.91%	2.50%	2.60%	2.60%
资产总计	1266	1532	1658	1919	资产减值损失	135	-3	2	2
短期借款	367	382	346	341	公允价值变动	0	0	0	0
应付账款	54	94	76	115	投资净收益	5	3	4	5
其他流动负债	131	227	259	297	营业利润	-159	36	92	143
流动负债	552	704	681	752	加: 营业外收入	6	50	50	50
长期负债	81	86	91	96	减: 营业外支出	2	20	20	20
其他长期负债	5	6	6	6	利润总额	-155	66	122	173
非流动性负债	86	91	96	101	所得税	-4	17	30	43
负债合计	638	795	777	853	所得税率	2.59%	25.00%	25.00%	25.00%
股本	160	160	160	160	净利润	-151	50	91	130
资本公积	422	422	422	422	少数股东损益	2	20	27	39
股东权益合计	547	636	753	899	归属母公司净利润	-153	30	64	91
少数股东权益	81	101	128	167					
负债股东权益合计	1266	1532	1658	1919					
现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	(151)	50	91	130	增长率(%)				
折旧和摊销	43	45	46	0	营业收入	-21.80	24.69	21.44	11.98
营运资本变动	(87)	72	120	165	营业利润	-474.00	-122.70	154.68	56.40
其他	264	(67)	(103)	(181)	净利润	-462.75	-132.78	84.39	42.50
经营现金流	69	99	153	114	利润率(%)				
资本支出	71	56	83	96	毛利率	11.01	14.40	17.98	20.31
其他	0	2	34	48	EBIT Margin	-12.53	7.73	10.55	12.71
投资现金流	(64)	(43)	(42)	(41)	EBITDA Margin	-7.41	11.27	13.52	12.71
负债变化	17	157	(18)	76	净利率	-14.93	3.93	5.96	7.58
股息支出	36	45	51	59	回报率(%)				
其他融资现金流	17	(123)	(2)	(62)	净资产收益率	-24.05	6.72	10.36	12.20
融资现金流	(2)	(11)	(71)	(45)	总资产收益率	-11.93	3.23	5.51	6.78
现金及现金等价物净增加额	3	44	41	28	其他(%)				
					资产负债率	50.39	51.90	46.85	44.44
					股息率	1.63	2.05	2.33	2.69

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。