

2010年12月27日星期一

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

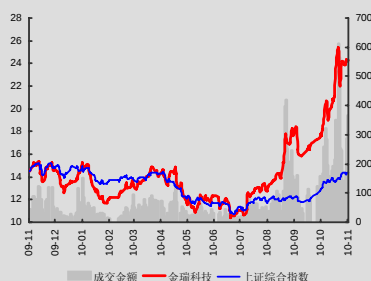
6-12个月目标价: 28.6-30.7

最新股价: 22.90

基本资料

总股本(百万)	160.05
流通股A股(百万)	160.05
总市值(亿)	36.65
每股净资产(元)	3.53
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)电解锰行业出现积极信号》210.11.29

《金瑞科技(600390)电解锰价格涨至两年来新高,公司整合有望加速》2010/11/03

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

定向增发意义重大,明确公司定位为五矿集团锰系产业链平台

事件:

- 日前公司发布《金瑞新材料科技股份有限公司2010年度非公开发行股票预案》,公司拟以不低于18.27元/股非公开发行不超过2,336万股,用于收购桃江锰矿及其技改扩建项目和投资金丰锰业年产3万吨电解锰技改扩产项目,其中,长沙矿冶院承诺以现金5,000万元认购公司本次非公开发行的股票。

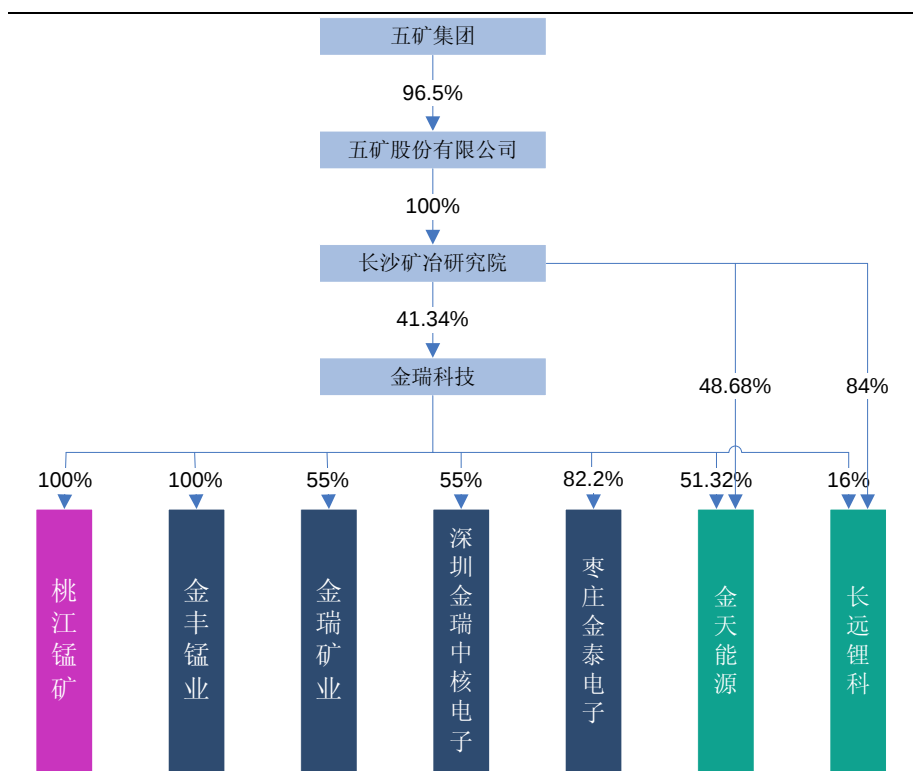
点评:

- **金丰锰业技改扩产,新产能将为行业第二。**金丰锰业为金瑞科技的全资子公司,现有两条电解金属锰生产线,年产电解锰1万吨,此次技改扩产项目计划生产规模为年产3万吨电解锰,扩产完成后金丰锰业的电解锰产能总计4万吨。公司计划在2011年底完成主体建设,进行生产调试,2012年上半年正式投产。而金瑞科技位于松桃县的贵州分公司产能为2万吨/年,此次技改完成后,公司合计产能将达到6万吨,按照行业协会今年中期统计的数据,新产能量排名行业第三。
- **收购桃江锰矿后,公司锰矿自给率将达到80%以上。**原桃江锰矿由于技术和生产设备落后,自1999年后一直处于停产、半停产状态,直至2005年完全停产,并依法申请破产。桃江锰矿(响涛源矿区)核实储量约660万吨,占湖南锰资源储量的9%,探明储量为998.5万吨,平均品位17.18%。此次,湖南省人民政府与五矿集团、长沙矿冶院签署协议书,以协议转让的方式,将桃江锰矿采矿权转让给金瑞科技,转让价格2735.03万元。桃江碳酸锰矿石含二价锰在92%以上,浸出率高,重金属杂质含量低,非常适合作为电解金属锰原料,矿山技改项目完成后将年产锰矿石量22万吨。而公司原有的白石溪锰矿和黄坪塘锰矿探明储量约400万吨,品位为17%,年产量为12万吨矿石量,桃江锰矿收购完成后,公司合计年矿石量为44万吨,预计2012年前后,公司的锰矿资源自给率将达到80%以上。
- **募投项目将大幅提升公司的盈利能力。**尽管过去几年电解锰行业面临着产能过剩、产品价格低位运行的窘况,但是近期行业层面出现了一些积极信号:行业污染治理淘汰产能、锰资源整合加速。公司是国内最专业的锰系产品上市公司,且是第一批获得准入资格的企业之一,此次的增发项目可认为是公司抓住了历史赋予的良好契机,募投项目顺利投产后公司电解锰产能将大幅提升、锰矿资源储备明显增加,巩固了其在电解

锰行业的地位，使之更具行业影响力和市场竞争力。此外，根据公司的可行性研究报告，项目达产后，年销售收入预计可增加 48,070 万元，年税后净利润可达 7,078 万元，项目销售净利率 15%，对于提高公司整体销售净利率的边际效应明显。

- **金瑞科技定位更加明确：五矿集团的锰系产业链平台。**目前金瑞科技已经拥有从碳酸锰矿→电解金属锰→三氧化二锰的锰系列产业链。根据五矿集团对公司大股东长沙矿冶研究院的战略定位和对金瑞科技的后续发展规划，五矿企划（2010）69 号文件《关于明确长沙矿冶院战略定位的通知》明确了锰产业链核心环节将作为公司今后业务发展的优先选择。而公司规划也表示，未来将考虑进一步投资新建高纯硫酸锰、高纯醋酸锰等锰盐生产线，还筹划运用自主开发的利用电解金属锰浸出渣制作建筑用砖的技术，进行锰渣综合利用，最终目标是打造完整的锰系产业链。
- **投资建议：**假设 2011 年上半年公司完成非公开增发，以增发后 1.83 亿的股本测算，我们预计 2010-2012 年公司实现每股收益 0.19 元、0.45 元和 0.90 元，当前股价对应的 PE 分别为 116 倍、51 倍和 25 倍，估值水平低于行业平均水平；从资源估值角度看，公司每股资源价值为 18.16 元。我们认为，此次定向增发意义重大，明确了公司未来将成为五矿集团锰系资产平台的定位，从公司的后续规划来看，不排除未来继续注入锰相关资产以及向电源类业务扩展的可能，公司将进入快速发展的“十二五”，维持公司“增持”评级，合理目标价区间为 28.6-30.7 元/股。
- **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

表 非公开增发投资项目

项目名称	总投资额	拟使用募集资金
金丰锰业年产3万吨电解金属锰技改扩产项目	30,835.47	30,835.47
收购桃江锰矿及其技改扩建项目	10,341.81	10,341.81
合计	41,177.28	41,177.28

来源：公司公告

图 全球锰矿资源分布

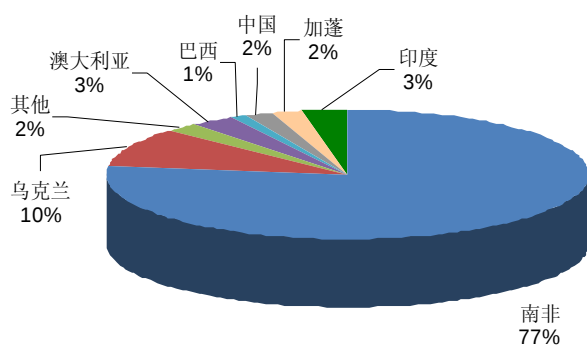


图 中国锰矿资源分布

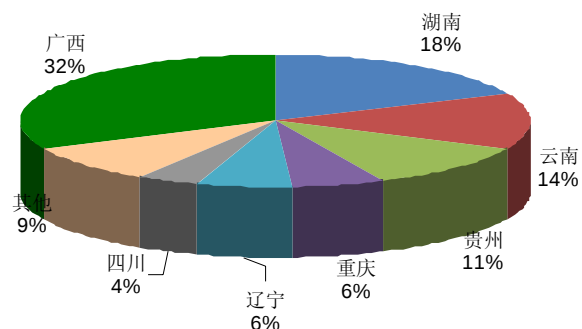
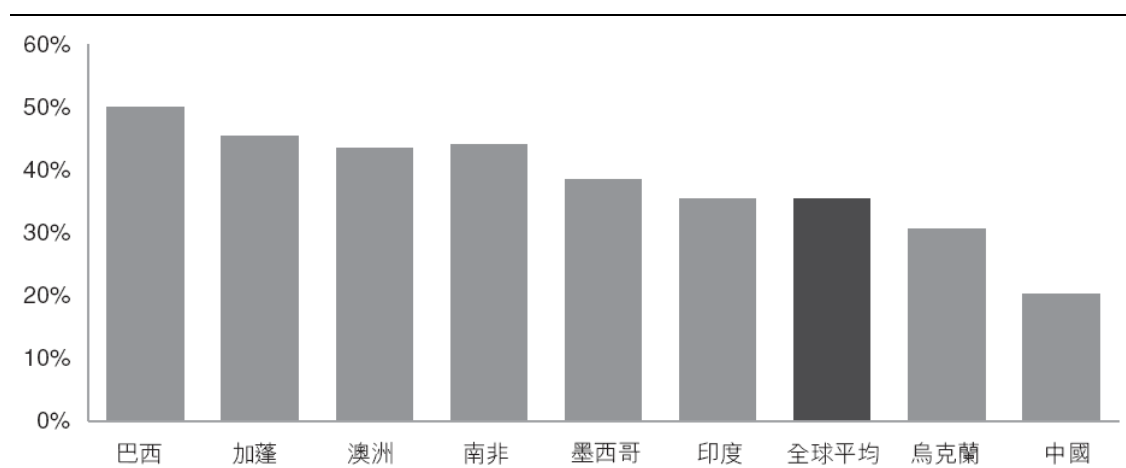


表 2010 年我国主要电解锰生产企业的产能情况

企业名称	年产能 (万吨)	08 年产量 (万吨)	09 年产量 (万吨)
中信大锰	10.1	7.13	7.31
宁夏天元	7.2	1.8	5.8
湖北宏信	5.3	3.5	4.2
重庆天雄	5.3	4.5	3.8
贵州松桃	5.0	2.67	3.2
重庆武陵	3.5	3.3	3.1
广西鑫源	3.5	1.95	
湖南西部矿业	3	2.58	2.49
湖南鑫巍	4	2.45	2.48

来源：公司公告，中信大锰招股说明书，日信研究

图 各国估计平均锰矿品味 (2003 年-2009 年)



来源：中信大锰招股说明书

表 2009 年中国锰矿石生产

	生产锰矿石 (万吨)	平均品位 (%)	含锰 (万吨)	占全国生产量的百分比 (%)
中信大锰矿业	110.9	21.4%	23.74	9.9%
云南文山门南锰业股份有限公司	30	24.0%	8.40	3.5%
湖北长阳宏信实业集团有限公司	40	18.0%	7.20	3.0%
山西省灵丘县锰业有限责任公司	13.5	24.0%	3.24	1.4%
云南鹤庆锰业有限责任公司	8	40.0%	3.20	1.3%
重庆秀山县欣鑫锰业有限公司	13	23.0%	2.99	1.2%
重庆老山沟锰业有限责任公司	15.5	19.0%	2.95	1.2%
贵州遵义汇兴铁合金有限公司	13.5	20.0%	2.70	1.1%
湖南花恒县巨泰矿业有限公司	15	18.0%	2.70	1.1%
贵州松桃梵净山锰矿	15	18.0%	2.70	1.1%

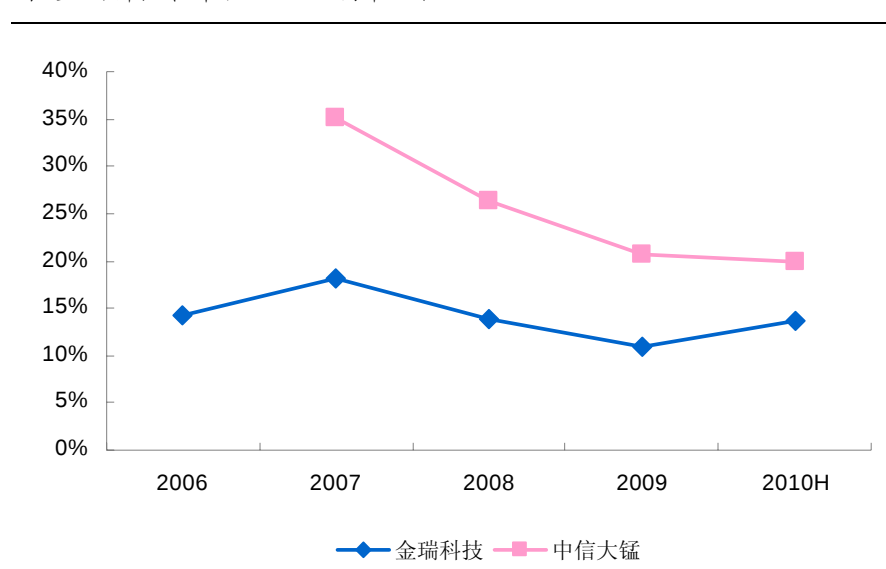
福建省连城锰矿	8	29.0%	2.32	1.0%
中国总量	1000	24.0%	240.0	100.0%

表 金瑞科技和中信大锰产品销量对比（单位：万吨）

	2006	2007	2008	2009	2010H
金瑞科技					
电解锰	2.48	2.8	3.2	3.4	
三氧化二锰	2.5	2.8	2.3	2	
中信大锰					
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 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

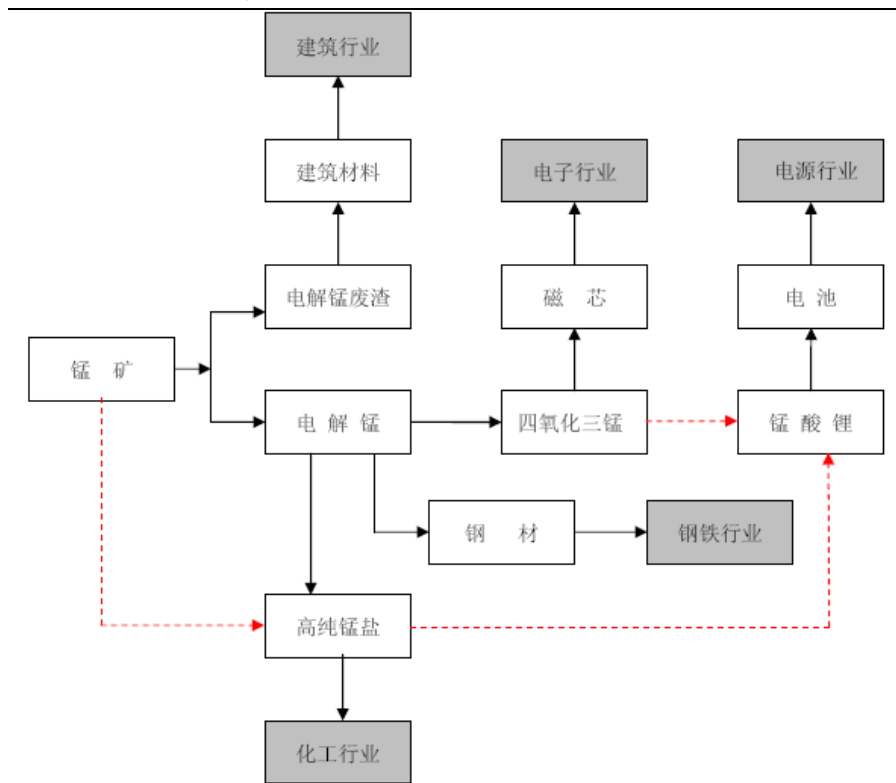
表 中信大锰和金瑞科技的锰矿资源比较

	探明储量 (万吨)	品味 (%)	备注
中信大锰			
大新锰矿	100%	7,467	19.18%
天等锰矿	100%	402	15.38%
Bembéle 锰矿	51%	1,854	31.59%

2,000 平方公里的探矿权

金瑞科技				
桃江锰矿	100%	998.5	17.58%-18.97%	9.9 平方公里的采矿权
白石溪锰矿	100%	186	17%左右	
黄坪塘锰矿	100%	208.6	17%左右	

图 公司规划的锰系产业链



来源：公司公告

图 公司单季度营业收入和净利润增速

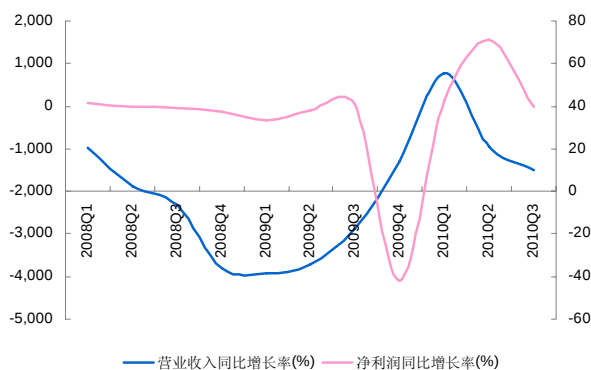
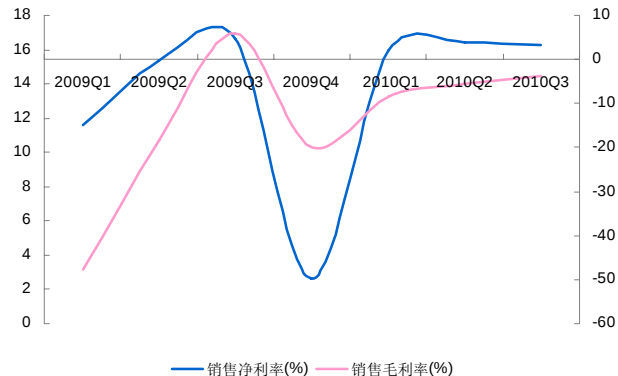


图 公司单季度销售净利率和销售毛利率走势



来源：公司公告，日信研究

图 长江现货市场电解锰报价

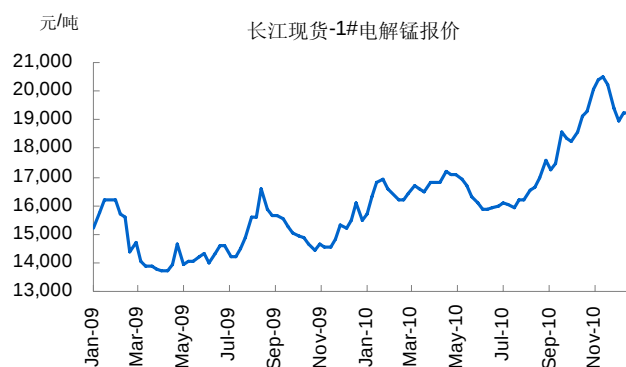


图 锰矿报价

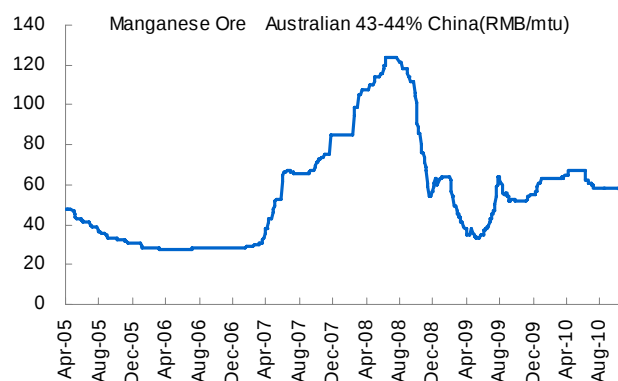


表 公司主要产品产量假设

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
电解锰	销量(万吨)	3.2	3.4	3.6	3.8	4.7
	单价	13667	12038	17000	18000	18000
锰铁矿	产量(万吨)			5	10	10
	单价			556	598	600
四氧化三锰	产量(万吨)	2.3	2	2.2	2.4	3
	单价	14580	11726	13000	14500	14500
氢氧化镍	产量	1800	2000	2300	2800	3200
	单价	11.76	7.61	10.50	13.00	16.00

表 公司矿山资源估值

	锰
储量(万吨)	250
商品量(万吨)	180
吨完全成本(万元)	12000
平均售价(万元)	17500
净利润(亿元)	99
平均每年净利润(亿元)	3
按30年9%折现(亿元)	33.90
每股资源价值(元)	18.16

注：假设矿山服务年限为30年，折现率为9%，以增发后的股本进行测算

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。