

背靠五矿集团，打造完整锰产业链

-----金瑞科技跟踪报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

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、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。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。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。
- 公司12月27日发布定向增发预案，拟不低于18.27元/股非公开发行A股股票，预计募集资金净额不超过41,177.28万元，拟投入到下述项目：金丰锰业年产3万吨电解金属锰技改扩产项目以及收购桃江锰矿及其技改扩建项目。若顺利实施，将明显提升公司盈利能力。
- 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。公司通过定向增发投资金丰锰业年产3万吨电解锰技改扩建工程，将使得公司金丰锰业产能增加到4万吨，总产能增加到6万吨，相当于在目前产能基础上增加1倍。按照目前的项目进度安排将在2011年开始进入土建施工、设备采购与安装等工作环节，至2011年底主体建设完成，进行生产调试，2012年上半年完成工程验收与安全验收后正式投产。
- 公司目前有两座矿山，均位于中国“锰三角”之中心——贵州省松桃县，合计矿石储量4000万吨，矿石品位16-17%，金属储量680万吨左右。拟收购的桃江锰矿（响涛源矿区）保有资源储量接近700万吨，平均品位14.39%-18.97%，金属储量120万吨。若本次收购顺利实施，将使得公司资源储量增加18%。另外，松桃县有“中国锰都”之称，锰储藏量9000万吨，占全国总储量的八分之一。公司在当地深耕多年，且背靠五矿集团的大平台，随着锰行业淘汰落后产能、兼并重组等行业整合的逐步深入，不排除公司未来有收购当地锰矿资源的可能。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1011.70	938.00	1219.00	1415.00
增长率(%)	-21.80%	-7.28%	29.96%	16.08%
归属母公司股东净利润	-152.91	30.80	89.62	126.30
增长率(%)	-459.72%	120.14%	191.01%	40.93%
每股收益(EPS)	-0.955	0.192	0.560	0.789
每股股利(DPS)	0.020	0.016	0.046	0.065
销售毛利率	11.01%	17.42%	22.21%	24.36%
销售净利率	-14.93%	5.47%	10.50%	12.75%
净资产收益率(ROE)	-27.96%	5.35%	8.39%	10.66%
投入资本回报率(ROIC)	-12.27%	7.32%	16.21%	15.04%
市盈率(P/E)	-20.60	102.28	35.15	24.94
市净率(P/B)	5.76	5.48	2.95	2.66

金瑞科技 600390

2010-12-31

评级 推荐（上调）

目标价格 26.00

当前价格 19.70

基础数据

总市值(百万) 3149.78

总股本/流通股本（百万） 160.05/160.05

流通市值（百万） 3149.78

每股净资产 3.53

净资产收益率 3.31

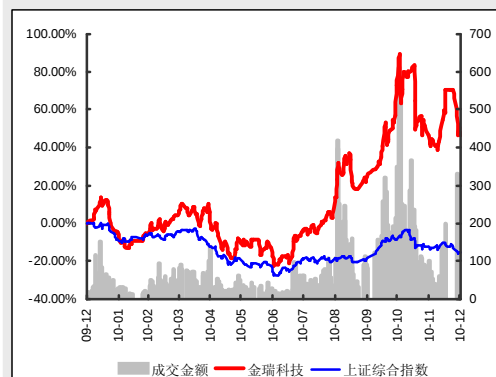
交易数据

52 周内股价区间 10.44/25.44

10 年市盈率 102.28

市净率 5.58

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

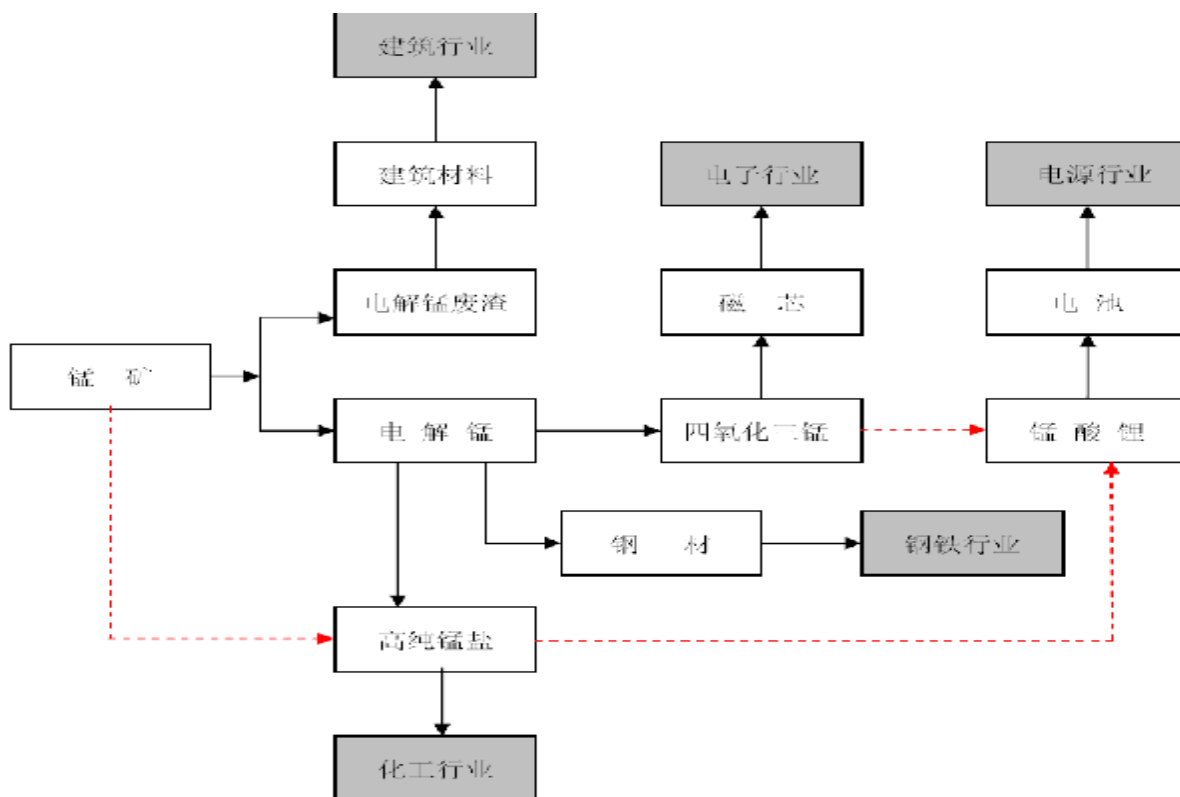
证书编号 S0820209120024

电话 021-32229888-3502

E-mail zhangzhipeng@ajzq.com

- I 四氧化三锰产品是制备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四氧化三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。四氧化三锰新的应用领域仍值得关注，例如用于电池材料，主要用于锰酸锂或镍锰钴三元系材料。目前锰酸锂作为锂电池正极材料越来越得到广泛认可，随着新能源汽车项目的逐步推进，公司作为国内主要的锰原材料生产商，无疑给了市场较大的想象空间。
- I 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。
- I 我们假设定向增发在2011年年中之前完成，新增股本2336万股，总股本达到183.41万股。我们调整公司盈利预测，2010年至2012年每股收益分别为0.192元、0.56元、0.789元，2010-2012年动态市盈率分别为102.28、35.15、24.94。 我们上调公司评级至“推荐”，目标价26元。

图表 1 锰行业产业链

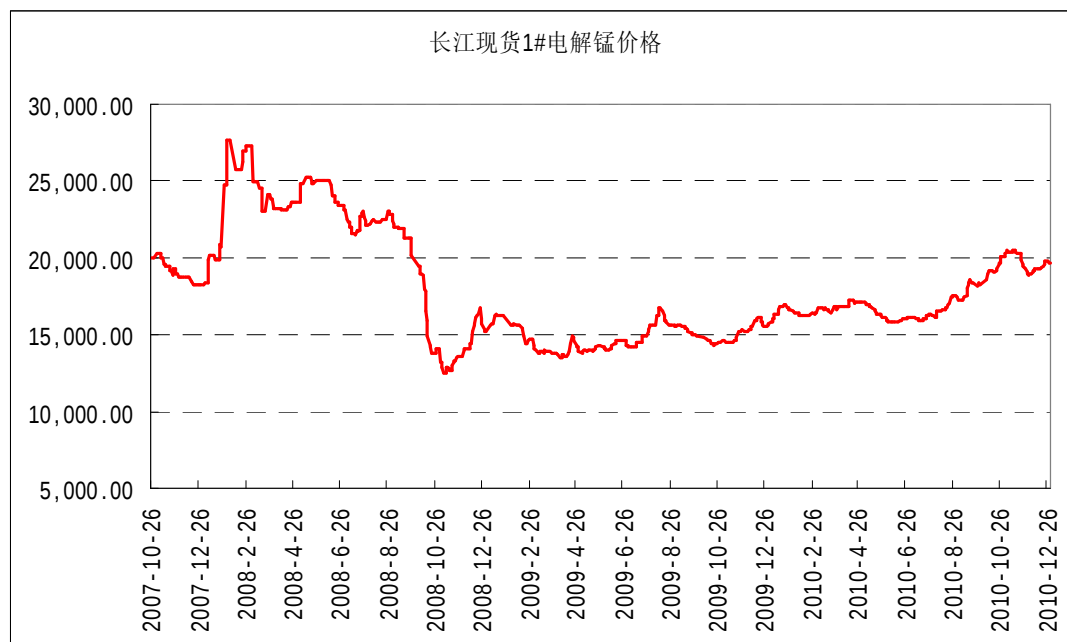


图表 2 公司资源储量

序号	矿山	资源量	品位	权益	金属量
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%	594.796
2	贵州省松桃黔东南锰矿	584.79	16%-17%	45%	99.4143
3	桃江锰矿（响涛源矿区）	689.8	14.4%-19%	100%	117.266
4	合计	4773.39			811.4763

数据来源：爱建证券研发部

图表 3 电解锰价格



图表 3 产量及价格假设

	2009 年报	2010	2011 年	2012 年
产量				
碳酸锰产量（17%）		5	30	40
电解锰	3.4	2.8	4.0	5
四氧化三锰	2	2.2	2.2	2.2

请务必阅读正文之后的重要声明

氢氧化镍	2000	2000	2000	2000
价格（不含税）				
电解锰	12037.68	14000	16000	16500
四氧化三锰	11726.29	13000	14500	15000
氢氧化镍(元/公斤)	76.14325	80	80	80
毛利率（%）				
电解锰	14.14	23.61	31.47	33.26
四氧化三锰	3.72	10	8	8
氢氧化镍	19.41	17	18	18
磁芯	4.05	15	15	15

图表 4 报表预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利润表						
营业收入	1392.14	1293.80	1011.70	938.00	1219.00	1415.00
减: 营业成本	1140.44	1114.52	900.27	774.63	948.25	1070.37
营业税金及附加	6.73	4.93	5.24	4.86	6.32	7.34
营业费用	39.72	36.36	36.15	33.52	43.56	50.57
管理费用	66.82	57.61	69.27	50.34	65.42	75.94
财务费用	37.16	42.72	29.45	14.26	4.83	-1.49
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	60.39	150.62	212.28
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	60.39	150.62	212.28
减: 所得税	10.83	1.81	-4.01	9.06	22.59	31.84
净利润	62.74	41.64	-151.05	51.33	128.03	180.43
减: 少数股东损益	8.71	-0.87	1.86	20.53	38.41	54.13
归属母公司股东净利润	54.02	42.51	-152.91	30.80	89.62	126.30
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	110.94	116.89	137.98	9.38	110.30	434.71
应收和预付款项	275.24	245.71	251.88	120.18	361.01	196.34
存货	302.09	280.02	194.68	199.64	283.06	261.81
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	512.80	628.46	664.12

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

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	988.45	1512.26	1670.29
短期借款	313.09	329.00	367.00	57.65	0.00	0.00
应付和预收款项	254.80	175.68	168.91	172.76	222.37	210.34
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	311.56	303.52	291.49
股本	160.05	160.05	160.05	160.05	183.41	183.41
资本公积	418.71	421.64	421.64	421.64	809.46	809.46
留存收益	86.68	121.19	-34.77	-6.50	75.76	191.70
归属母公司股东权益	665.44	702.88	546.93	575.19	1068.63	1184.56
少数股东权益	90.31	81.74	81.17	101.70	140.11	194.24
股东权益合计	755.75	784.62	628.10	676.90	1208.74	1378.81
负债和股东权益合计	1416.19	1374.15	1245.15	988.45	1512.26	1670.29
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	297.54	-40.41	483.29
投资性现金净流量	-63.01	-70.11	-64.28	-100.00	-200.00	-150.00
筹资性现金净流量	11.18	-46.88	-1.86	-326.14	341.34	-8.88
现金流量净额	1.03	-12.12	4.20	-128.60	100.92	324.41

请务必阅读正文之后的重要声明

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;

I 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

I 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。