

成长的旅程才刚开始

事件:

公司公布年报: 2010年公司实现营业收入129,669.91 万元, 比上年同比增长28.17%; 营业利润3,670.26 万元; 归属母公司所有者的净利润2,794.22 万元, 经营业绩同比大幅增长, 实现扭亏为盈。每股收益0.17元。

研究结论:

公司业绩基本符合预期 公司 2010 年的业绩基本符合我们预期, 业绩增长主要受益于产品销量提高以及价格上涨。电解锰业务毛利率 18.25%, 同比增长 4.11%, 收入同比增长 6.74%。氢氧化镍业务毛利率 18.31%, 同比减少 1.10%, 收入增长 78.33%。磁芯业务毛利率 32.39, 同比增长 28.34%, 收入增长 15.51%。四氧化三锰业务毛利率 1.89%, 同比减少 1.83%, 收入增长 33.20%。公司公布 2011 年经营计划为力争营业收入超过 13.10 亿元。

资源储量及自给率将大幅提高 公司现有白石锡和黄塘坪两个矿山, 资源储量约 300 万吨。平均品味 17%左右。2 个矿山的设计产能为年产 12 万吨。公司近期公告定向增发预案, 将收购桃江县响涛源锰矿, 其保有资源储量为 661.1 万吨, 平均品味 17.18%。占湖南锰储量的 9%, 且周边储量发展空间巨大。公司收购后将进行技改扩建, 完成后矿山设计生产规模为年产 22 万吨矿石。为金丰 3 万吨电解锰扩建项目提供了有力资源支持。本次收购完成后公司锰资源储量达到 1000 万吨左右, 年矿石产能 34 万吨, 将大幅提高公司的锰矿自给率从现有的 20%大幅提升到 70%以上。

产能翻番 市场份额提升 公司是国内最大的电解锰供应商之一, 公司现有电解锰产能 3 万吨。金丰锰业年产 3 万吨电解锰技改扩建项目已经在建设中, 第一批 1 万吨产能预计在 2011 年四季度可望投产。其余 2 万吨新增产能预计到 2012 年完全投产, 届时公司电解锰产能将达到 6 万吨。将有效地提升公司电解锰市场份额与行业地位。

五矿对公司发展规划明确 公司是五矿旗下唯一锰平台。依据五矿集团对公司的战略定位和发展规划, 公司未来三至五年内, 要进一步做大做强电解锰。目前金瑞科技已经拥有从碳酸锰矿→电解金属锰→四氧化三锰的锰系列产业链, 根据发展规划, 将根据发展需要和区域市场的需求, 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。最终目标是打造完整的锰系产业链。

盈利预测和估值区间 假设 11-12 年电解锰产量 3.3/6 万吨, 锰矿产量 12/20 万吨。电解锰价格 2.2/2.3 万元/吨, 预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.97/1.87 元。考虑到公司在电解锰行业地位提升, 资源优势明显, 未来锰深加工前景广大, 我们维持公司买入评级。

风险因素: 公司产品主要应用于钢铁行业, 宏观经济下滑导致钢铁需求下滑风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号: S0860207100115

联系人

张镭

8621-63325888 x 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

徐建花

xujianhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 3 月 1 日) 22.06 元

目标价格 30.00 元

总股本/A 股 (亿股) 1.6/1.6

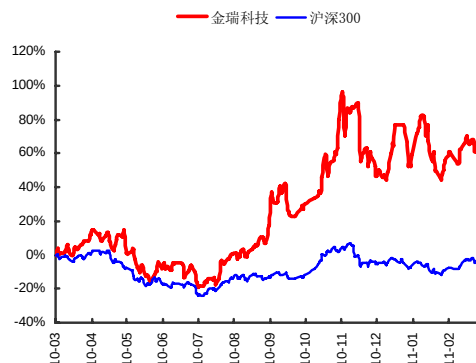
A 股市值 (亿元) 35.31

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告发布日期 2011 年 3 月 2 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

(百万元人民币)	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,297	1,384	2,038	2,063
税前利润	7.80	28.03	53.44	56.54
归属母公司净利润	28	155	299	323
EBITDA	110	228	399	431
每股收益(元)	0.17	0.97	1.87	2.02
净资产收益率	4.77%	22.31%	33.02%	26.87%
每股经营现金(元)	0.63	1.47	0.11	4.66
市盈率(X)	126.36	22.80	11.81	10.95
EV/EBITDA	35.14	16.97	9.93	7.75

相关报告

时间

资源产能大幅扩张

2010-12-25

公司成长性较为确定：

资源储量和自给率将大幅提高

公司现有白石锡和黄塘坪两个矿山，资源储量约 300 万吨。平均品味 17% 左右。2 个矿山的设计产能可为年产 12 万吨。公司近期公告定向增发预案，将收购桃江县响涛源锰矿，其保有资源储量为 661.1 万吨，平均品味 17.18%。占湖南锰储量的 9%，且周边储量发展空间巨大。本次收购采取协议转让的方式，收购价为 2735.03 万元。公司收购后将技改扩建，完成后矿山设计生产规模为年产 22 万吨矿石。为金丰 3 万吨电解锰扩建项目提供了有力资源支持。本次收购完成后公司锰资源储量达到 1000 万吨左右，年矿石产能 34 万吨。在募投项目顺利投产后将大幅提高公司电解锰业务收入，锰矿自给率从现有的 20% 大幅提升到 70% 以上。

产能翻番 市场份额提升

公司是国内最大的电解锰供应商之一，公司现有电解锰产能 3 万吨。金丰锰业年产 3 万吨电解锰技改扩建项目已经在建设中，第一批 1 万吨产能预计在 2011 年四季度可望投产。其余 2 万吨新增产能预计到 2012 年完全投产，届时公司电解锰产能将达到 6 万吨。有效地提升公司电解锰市场份额与行业地位。

表 1 募投项目：

单位：万元

序号	项目名称	总投资额	拟使用募集资金
1	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
2	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

资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 1 本次收购桃江锰矿采矿权情况：

矿业权名称	证号	矿区面积 (平方公里)	采矿权证年开 采量(万吨)	评估值 (万元)
桃江锰矿 (响涛源矿区)	4300000830315	9.8764	10.00	2735.03

资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2 桃江锰矿资源情况：

响涛源锰矿区各矿段保有资源储量结果表							
矿种	类别	本次估算资源储量（2008.01.31）				保有量平均品位%	备注
		类型	保有量	采损量	累探量		
碳酸锰矿	储量	111	8.1				可采系数为0.85
		122	163.1				
	基础储量	111b	9.5	97.4	106.9	18.97	
		122b	191.9	174.3	366.2	18.83	
	资源量	333	474.3	51.1	525.4	17.58	
		333 _低	14.1	0	14.1	14.39	
		334	244.8	0	244.8	17.94	
		111b+122b+333	675.7	322.8	998.5		
		111b+122b+333+333 _低	689.8	322.8	1012.6		

注：334 资源量为 244.8 万吨

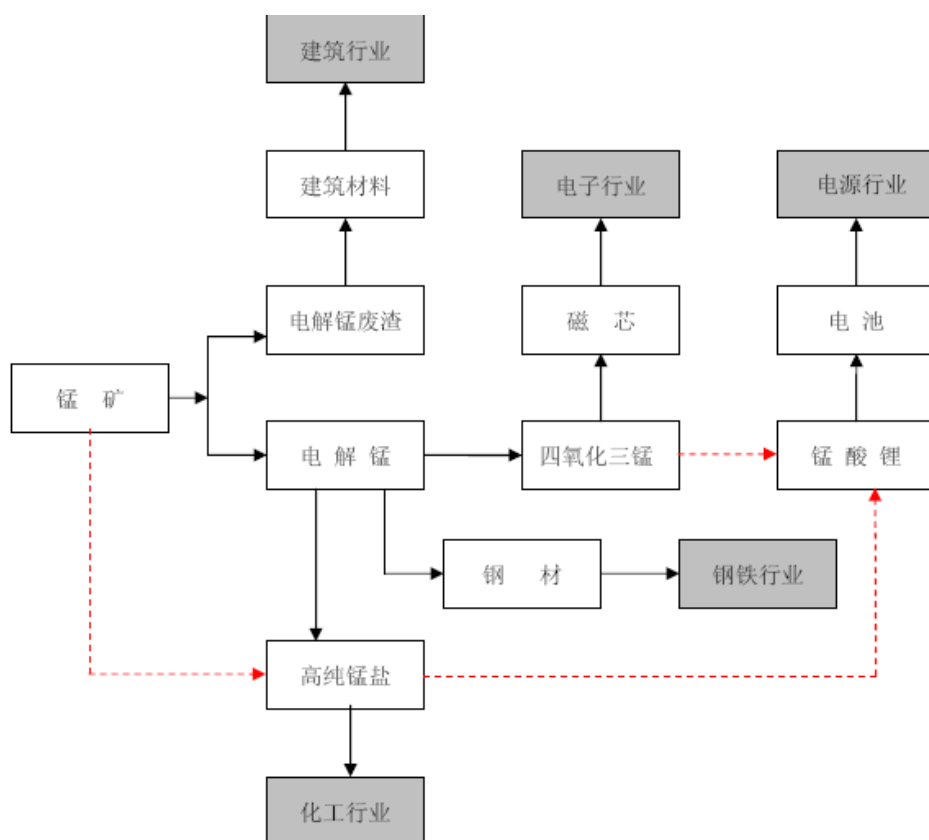
注：2010年4月储量再次核实结果为661.1万吨，334资源储量174.0万吨，储量减少主要是由于民采。

资料来源：公司公告、东方证券研究所

五矿对公司发展规划明确

公司是五矿旗下唯一锰平台。依据五矿集团对公司的战略定位和发展规划，公司未来三至五年内，要进一步做大做强电解锰。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，根据发展规划，将根据发展需要和区域市场的需求，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。最终目标是打造完整的锰系产业链，争取将锰业务做成公司实际控制人五矿集团的又一个优势产业之一。

图3 公司发展规划：建立综合锰产业链



资料来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

损益表					现金流量表				
(百万元)					(百万元人民币)				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1297	1384	2038	2063	经营活动现金流	101	236	18	746
营业成本	1104	1020	1439	1433	税后利润	28	155	299	323
主营业务税金及附加	6	9	13	14	经常性非现金支出	80	45	51	54
销售费用	39	46	67	69	非经常性现金支出	(8)	0	0	0
管理费用	82	83	122	125	营运资金变动	(26)	32	(335)	365
财务费用	29	38	35	35	少数股东损益	28	4	4	5
资产减值损失	8	1	5	3	投资活动现金流	(98)	(64)	(65)	(76)
投资收益	2	0	0	0	资本开支	(85)	(68)	(68)	(77)
营业利润	39	187	356	384	投资与投资收益	(12)	4	3	1
非经常性损益	11	0	0	0	筹资活动现金流	24	(135)	(48)	(46)
税前利润	49	187	356	384	贷款增加	59	(100)	0	2
所得税	8	28	53	57	支付股利利息	(35)	(35)	(48)	(48)
净利润	42	159	303	328	其他融资	0	0	0	0
少数股东损益	28	4	4	5	现金净流量	27	37	(95)	624
归属母公司净利润	28	155	299	323	现金期初余额	145	172	209	114
EPS (元/股)	0.17	0.97	1.87	2.02	现金期末余额	172	209	114	738

资产负债表					比率分析				
(百万元)									
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	696	650	985	1,246	增长能力				
货币资金	178	209	114	738	营收增长率(%)	28.17%	6.75%	47.20%	1.22%
应收账款及票据	321	284	426	429	EBITDA增长率(%)	-207.94%	107.67%	75.12%	7.89%
存货	186	127	401	32	EBIT增长率(%)	-144.07%	231.40%	74.01%	6.88%
交易性金融资产	0	0	0	2	净利润增长率(%)	-127.51%	282.37%	90.62%	8.15%
非流动资产合计	756	305	343	399	盈利能力				
长期投资	50	50	50	50	毛利率(%)	14.84%	26.29%	29.40%	30.50%
固定资产	464	11	82	142	净利率(%)	3.20%	11.48%	14.86%	15.88%
在建工程	79	43	31	26	EBITDA利润率(%)	8.47%	16.47%	19.60%	20.89%
可供出售金融资产	0	0	0	(1)	ROA(%)	3.06%	13.19%	26.52%	22.03%
无形资产	91	135	120	121	ROE(%)	4.8%	22.3%	33.0%	26.9%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	4.93%	14.09%	20.19%	18.11%
资产总计	1,453	956	1,328	1,646	偿债能力				
流动负债合计	736	692	788	790	资产负债率(%)	54.7%	49.3%	44.6%	38.6%
循环借款	460	467	467	468	流动比率(倍)	0.95	0.94	1.25	1.58
应付账款及票据	174	126	177	176	速动比率(倍)	0.69	0.76	0.74	1.54
预收账款	5	10	14	14	营运能力				
其他应付款	58	61	86	86	总资产周转率	0.95	1.15	1.78	1.39
非流动负债合计	57	86	86	90	应收账款周转率	3.81	3.53	2.75	2.32
长期贷款	46	81	81	82	存货周转率	5.81	6.54	5.45	6.62
应付债券	0	0	0	1	应付账款周转率	7.75	6.82	9.51	8.12
负债合计	794	778	874	880	价值评估				
股本	160	160	160	160	P/B(倍)	6	5	3	3
资本公积	418	418	418	418	P/E(倍)	126	23	12	11
未分配利润	23	146	399	673	EV/收入(倍)	3	3	2	2
股东权益合计	658	801	1,087	1,400	EV/EBITDA(倍)	35	17	10	8
负债和股东权益	1,451	1,578	1,961	2,280	EV/EBIT(倍)	57	17	10	8

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn