

2010年5月11日

金瑞科技

黄塘坪目前投产矿区品位较低

A
买入

600390.SS - 人民币 20.51

目标价格: 人民币 24.80(▼28.80)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

公司黄塘坪锰矿现有投产矿区处于地势较高的区域, 锰矿品位仅为 11%-12%, 低于 17% 的勘探平均品位, 导致该矿盈利不佳。公司目前正致力于黄塘坪现有投产矿区的后续工程, 我们预计随着后续工程陆续建成投产, 该矿盈利将逐步改善。但我们预计公司今年业绩仍将会受此拖累。此外公司贵州铜仁地区锰矿勘探工作有望取得丰厚成果, 2 月中旬平土锰矿已完成初步勘探结果, 我们预计太平锰矿风险勘探工作也将与近两年取得重大进展。考虑到黄塘坪矿目前较低的品位将拖累公司业绩, 因此我们下调公司 2011~12 年每股收益 14.5% 和 8.4% 至 0.264 元和 0.825 元。我们相应下调公司目标价至 24.80 元。我们仍然维持对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 黄塘坪矿的逐步建成达产有望弥补现有投产矿区品位较低的不足。
- 非公开增发项目之一桃江锰矿注入进展顺利。

评级面临的主要风险

- 电解锰价格出现下滑。
- 外购锰矿价格继续上涨。

估值

- 我们下调 2011-2012 年公司盈利预测至 0.264 元和 0.825 元, 相应将公司目标价由 28.80 元下调至 24.80 元 (这是基于约 6 倍的 2011 年市净率)。我们维持对公司买入评级。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(1)	(20)	(2)	71
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(4)	(15)	(4)	69

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	160
流通股(%)	58.66
流通股市值(人民币 百万)	1,925
3 个月日均交易额(人民币 百万)	113
净负债比率(%) (2011E)	70.1
主要股东(%)	
长沙矿冶研究院	41.34

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,012	1,297	1,342	1,776	2,148
变动(%)		28	4	32	21
净利润(人民币 百万)	(153)	28	42	151	233
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.825	1.271
变动(%)		(118.3)	51.1	212.7	54.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.309	0.901	1.331
调整幅度(%)	-	-	(14.5)	(8.4)	(4.5)
核心每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.825	1.271
变动(%)		(118.3)	51.1	212.7	54.1
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	117.5	77.8	24.9	16.1
每股现金流量(人民币)	N/M	117.5	77.8	24.9	16.1
价格/每股现金流量(倍)	0.43	0.53	0.56	0.91	1.67
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.4	38.5	36.6	22.5	12.3
每股股息(人民币)	(47.4)	33.3	29.6	14.3	10.1
股息率(%)	0.000	0.000	0.053	0.165	0.254
全面摊薄市盈率(倍)	0.0	0.0	0.3	0.8	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

黄塘坪投产矿区品位低于预期

公司自 2008 年以来对黄塘坪矿进行了持续建设投入，目前黄塘坪矿部分矿区已建成投产。但由于已建成投产的矿区地势较高，锰矿品位仅为 11%-12%，低于矿区勘探 17% 的平均品位，因此我们估计黄塘坪矿成本较高，盈利情况能不佳。

我们预测随着 2011 年-2012 年黄塘坪矿后续工程逐步建成投产，锰矿总体品位将获得有效提升，黄塘坪矿盈利将大为改善。

非公开增发项目之一桃江锰矿收购进展顺利

2010 年 12 月金瑞科技发布非公开增发预案，用于从中国五矿手中收购湖南湘潭地区的松桃锰矿，以及金丰锰业 3 万吨电解锰技改扩产项目。据悉公司目前桃江锰矿正在国土资源部审核中，我们预计该矿可于 2012 年后逐步投产。

贵州铜仁地区探矿权有望取得丰收

除已控股的白石溪（100%）、黄塘坪（55%），以及参股的黔东锰矿（45%）外，公司长期在贵州铜仁地区的松桃县进行锰矿的风险勘探工作。据公司网站数据，贵州铜仁地区锰矿资源高达 9,000 万吨，而公司目前正着重开展当地平土和太平两大锰矿勘探工作。

公司于 2011 年 2 月中旬通过了平土矿的风险勘探协议，初步估计锰矿资源量 300 万吨。

此外根据中国证券网报道，太平锰矿的资源储量估计达 500 万吨。我们相信公司在贵州的一系列风险勘探工作将于未来 1-2 年内取得初步结果，从而进一步大幅提升锰矿资源储量。

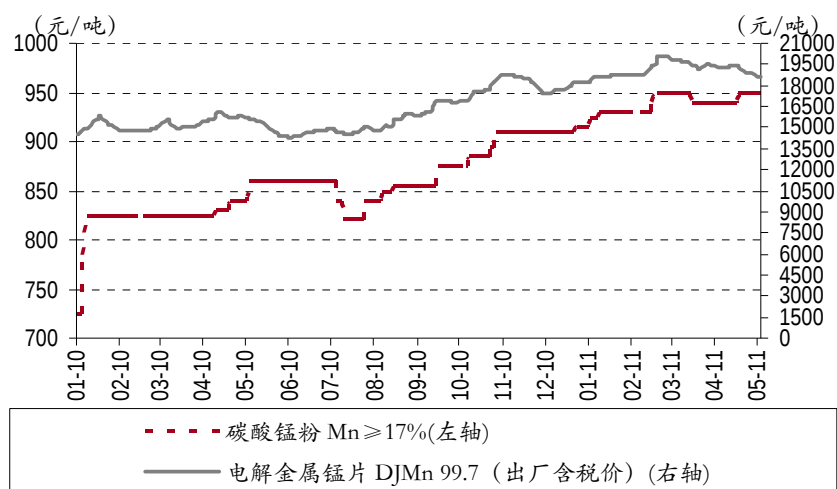
黄塘坪矿或拖累 2011 年业绩

公司公告 2011 年 1 季度实现净利润约 454 万余元，折合每股盈利 0.0284 元，同比大幅攀升 27.6%，但略低于预期。

公司 1 季度盈利同比实现大幅增长，主要是由于 2011 年年初以来主要产品电解锰的均价涨幅高达 27.6%，远高于碳酸锰矿均价 14.8% 的涨幅。我们在 2011 年 3 月发布的公司深度报告中也指出了年初节能减排暂告段落而引发的钢铁产能释放，以及“十二五”间保障房、高铁带来的对钢铁的超预期需求都将利好未来电解锰价格走势。

公司 1 季度业绩略低于预期主要是由于黄塘坪矿目前已投产矿区锰矿品位较低，导致该矿盈利情况不佳。我们认为 2011 年公司全年业绩仍然会受此拖累。但从中长期来看，随着该矿全面建成投产，锰矿品位必将向勘探结果靠拢，盈利能力将会大为好转。

图表 2. 2010 年至今金属电解锰片和碳酸锰粉现货价格



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

图表 3.11 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1 季度	11 年 1 季度	同比变化(%)
销售收入	282.11	333.14	18.1
销售成本	244.77	286.75	17.1
营业税	0.50	1.65	228.7
毛利润	36.85	44.75	21.5
其他营业收入			
分销费用	8.51	8.75	2.8
管理费用	18.70	19.69	5.3
资产减值损失			
经营利润	9.63	16.31	69.4
财务费用	6.95	9.55	37.4
投资收入	3.00	0.00	n.a
其它非经营性收入	2.12	1.10	(48.0)
税前利润	7.79	7.86	0.9
税金	1.73	2.63	51.9
少数股东权益	3.09	0.69	(77.8)
净利润	2.97	4.54	53.0
全面摊薄每股收益	0.0186	0.0284	53.0
盈利能力 (%)			
毛利率	13.1	13.4	
经营利润率	3.4	4.9	
净利率	1.1	1.4	

资料来源：公司数据

调整盈利预测和目标价，但维持买入评级

考虑到目前黄塘坪矿实际开采品位较低，可能会对公司今年盈利产生一定拖累，因此我们相应下调 2011-2012 年盈利预测 14.5%和 8.4%至 0.264 元和 0.825 元。我们也相应下调公司目标价 13.8%至 24.80 元，这是基于约 6 倍 2011 年市净率。

但是我们仍然对公司盈利将在桃江锰矿注入后出现拐点充满信心；同时随着扩产项目逐步建成达产，我们预计黄塘坪矿品位有望有效好转，盈利将会大幅提升；此外我们认为公司作为五矿旗下唯一锰业平台，未来极有可能在上游资源层面继续获得五矿的支持。因此我们重申对公司的**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,012	1,297	1,342	1,776	2,148
销售成本	(900)	(1,104)	(1,130)	(1,383)	(1,614)
经营费用	(189)	(85)	(83)	(114)	(142)
息税折旧前利润	(77)	108	129	279	392
折旧及摊销	(52)	(42)	(41)	(51)	(61)
经营利润(息税前利润)	(129)	65	88	228	331
净利息收入/(费用)	(29)	(29)	(20)	(14)	(6)
其他收益/(损失)	4	11	5	7	8
税前利润	(155)	48	74	221	332
所得税	4	(8)	(18)	(55)	(83)
少数股东权益	(2)	(12)	(13)	(14)	(16)
净利润	(153)	28	42	151	233
核心净利润	(153)	28	42	151	233
每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.825	1.271
核心每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.825	1.271
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.053	0.165	0.254
收入增长(%)	n.a.	28	4	32	21
息税前利润增长(%)	n.a.	(151)	35	158	45
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(239)	20	115	41
每股收益增长(%)	n.a.	(118)	51	213	54
核心每股收益增长(%)	n.a.	(118)	51	213	54

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	145	178	201	249	301
应收帐款	172	221	215	284	322
库存	195	186	192	235	258
其他流动资产	79	111	104	138	170
流动资产总计	591	696	713	906	1,052
固定资产	460	464	613	766	937
无形资产	91	95	90	85	81
其他长期资产	124	198	304	338	297
长期资产总计	675	756	1,007	1,190	1,315
总资产	1,266	1,453	1,720	2,096	2,367
应付帐款	54	77	59	72	89
短期债务	367	400	620	342	320
其他流动负债	131	259	249	322	392
流动负债总计	552	736	928	736	802
长期借款	81	46	76	81	85
其他长期负债	5	11	10	11	10
股本	160	160	160	183	183
储备	387	466	500	1,024	1,211
股东权益	547	626	660	1,208	1,394
少数股东权益	81	33	46	60	76
总负债及权益	1,266	1,453	1,720	2,096	2,367
每股帐面价值(人民币)	3.42	3.91	4.12	6.58	7.60
每股有形资产(人民币)	2.85	3.32	3.56	6.12	7.16
每股净负债/(现金)(人民币)	1.89	1.67	3.09	0.95	0.57

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	(155)	48	74	221	332
折旧与摊销	52	42	41	51	61
净利息费用	30	29	20	14	6
运营资本变动	(39)	40	215	(170)	(250)
税金	4	(8)	(18)	(55)	(83)
其他经营现金流	178	(66)	(242)	107	240
经营活动产生的现金流	69	85	90	167	306
购买固定资产净值	(42)	(92)	(297)	(237)	(190)
投资减少/增加	(18)	(10)	0	0	0
其他投资现金流	(5)	5	9	7	6
投资活动产生的现金流	(64)	(98)	(288)	(229)	(183)
净增权益	0	0	0	427	0
净增债务	(4)	26	250	(274)	(18)
支付股息	0	20	(8)	(30)	(47)
其他融资现金流	2	(22)	(20)	(14)	(6)
融资活动产生的现金流	(2)	24	221	109	(71)
现金变动	3	11	23	47	52
期初现金	142	145	178	201	249
公司自由现金流	5	(9)	(199)	(61)	123
权益自由现金流	(29)	(12)	32	(352)	90

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(7.6)	8.3	9.6	15.7	18.2
息税前利润率(%)	(12.8)	5.0	6.6	12.8	15.4
税前利润率(%)	(15.3)	3.7	5.5	12.4	15.5
净利率(%)	(15.1)	2.2	3.1	8.5	10.9
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	0.8	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	(4.4)	2.3	4.3	15.6	46.2
净权益负债率(%)	48.2	40.7	70.1	13.7	7.1
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	N/M	117.5	77.8	24.9	16.1
核心业务市盈率(倍)	N/M	117.5	77.8	24.9	16.1
目标价对应核心业务市	N/M	142.1	94.0	30.1	19.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	6.0	5.2	5.0	3.1	2.7
价格/现金流(倍)	47.4	38.5	36.6	22.5	12.3
企业价值/息税折旧前利	(47.4)	33.3	29.6	14.3	10.1
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	78.9	62.8	61.0	56.4	55.8
应收帐款周转天数	62.2	62.2	59.2	51.3	51.5
应付帐款周转天数	19.5	21.8	18.5	13.4	13.7
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	(28.0)	4.5	6.6	16.2	17.9
资产收益率(%)	(10.2)	3.8	4.2	9.0	11.1
已运用资本收益率(%)	(12.0)	5.9	7.1	14.8	18.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371