

2011年8月24日

金瑞科技

电解锰盈利能力稳步提升

买入
A

600390.SS - 人民币 17.37

目标价格: 人民币 22.00(▼24.80)

乐宇坤*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

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(%)	(16)	(8)	(10)	22
相对新华富时A50指数(%)	(7)	(0)	(2)	30

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)	1,630
3个月日均交易额(人民币 百万)	42
净负债比率(%) (2011E)	73
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

公司公告 2011 年上半年实现营收 6.85 亿元, 同比增加 12.3%; 实现净利润 1,885 万余元, 同比大幅攀升近 70.5%, 折合每股盈利 0.118 元, 和我们的预期相符。公司营收增长主要来源于电解锰和四氧化三锰售价较同期有一定上涨。上半年电解锰产能利用率有所提高, 因此电解锰毛利率大幅攀升, 这也是公司净利润增幅远高于营收的主要原因。据目前进展情况预测, 公司桃江锰矿收购项目较原计划有所延后, 因此我们下调公司 2012、13 年每股收益预测 12.3% 和 9.5% 至 0.723 元和 1.150 元。2 季度有色板块估值大幅调整, 我们相应下调公司目标价至 22.00 元。我们仍然维持对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 电解锰毛利稳步提升。
- “十二五”电解锰产业有望面临更为严格的准入政策。
- 非公开增发项目之一桃江锰矿进展有所延后。

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

- 我们维持 2011 年盈利预测; 但因桃江锰矿项目有所滞后, 所以下调 2012 年、2013 年每股盈利预测至 0.723 元 (下调 12.3%) 和 1.150 元 (下调 9.5%)。因 2 季度有色板块估值大幅调整, 所以我们将目标价由 24.80 元下调至 22.00 元 (基于 30 倍的 2012 年市盈率)。我们维持对公司买入评级。

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	133	211
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.723	1.150
变动(%)		(118.3)	51.1	174.3	59.0
先前预测每股收益(人民币)			0.264	0.825	1.271
调整幅度(%)			0.0	(12.3)	(9.5)
核心每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.723	1.150
变动(%)		(118.3)	51.1	174.3	59.0
全面摊薄市盈率(倍)	N/M	99.5	65.9	24.0	15.1
核心市盈率(倍)	N/M	99.5	65.9	24.0	15.1
每股现金流(元)	0.43	0.53	0.63	0.85	1.61
价格/每股现金流量(倍)	40.2	32.6	27.5	20.4	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(40.9)	28.6	23.9	13.0	9.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.053	0.145	0.230
股息率(%)	0.0	0.0	0.3	0.8	1.3

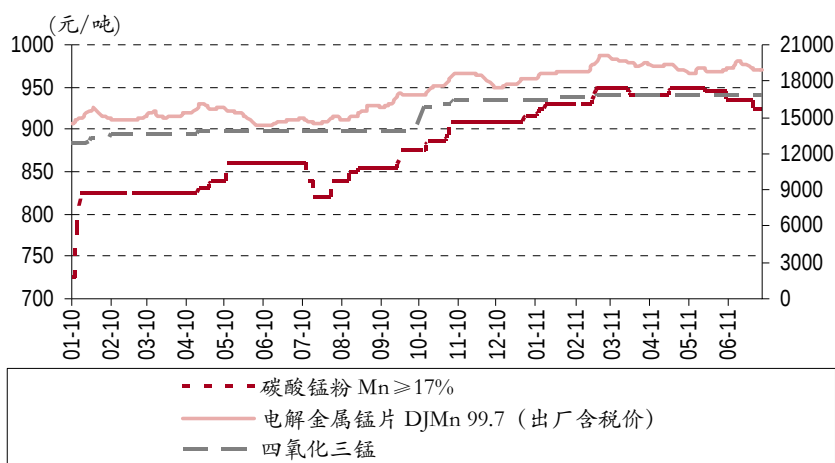
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

电解锰毛利率显著提升，11 年中报业绩符合预期

公司公告 2011 年上半年实现营收 6.85 亿元，同比增加 12.3%；实现净利润 1,885 万余元，同比大幅攀升近 70.5%，折合每股盈利 0.118 元，和我们的预期相符合。

公司 1-6 月营收增长主要来源于电解锰和四氧化三锰产品的售价较同期有一定上涨：电解锰上半年均价上涨 12.7%，四氧化三锰均价上涨 23.89%。

图表 2. 2010 年至今金属电解锰片、碳酸锰粉和四氧化三锰现货价格



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

此外我们注意到，上半年电解锰产品毛利大幅上升 5.16%，这是公司净利润增幅远高于营收的主要原因。我们认为电解锰毛利的上升主要是由于上半年产能利用率有所提高。

图表 3. 公司主要产品毛利率

(%)	2011 年 上半年	2010 年 全年	2010 年 上半年	2009 年 全年	2009 年 上半年	2008 年 全年	2008 年 上半年	2007 年 全年	2007 年 上半年
电解锰	19.93	18.25	14.77	14.14	12.69	22.8	27.01	32.73	24.85
四氧化三锰	9.1	1.89	9.43	3.72	-3.84	8.86	10.95	10.97	11.37
氢氧化镍	15.24	18.3	16.87	19.4	14.28	7.38	11.44	13.77	15.66
磁芯	9.78	32.38	17.31	4.04	(3.3)	7.67	9.38	12.4	13.83

资料来源：公司数据

非公开增发项目进度仍有待加快

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。

我们预计目前公司收购桃江锰矿正进入最后攻关阶段，有望于下半年完成全部流程。如按此进度推算，则桃江锰矿复产有可能会推迟到 2012 年下半年或 2013 年年初，进度晚于公司之前的计划。

而金丰锰业 3 万吨电解锰技改项目虽然属于非公开增发募投项目之一，但公司已投入自有资金进行建设（截至 2011 年上半年总共投入近 7,000 万元），累积投资额占总投资额的近 22.3%，该项目仍极有希望于 2012 年投产。

继续挂牌大象投资，回笼资金支持主业

为筹措资金支持公司做大做强具有一定竞争优势的主业，优化公司资产结构，公司于 2009 年 11 月起决定公司决定转让所持有的大象创业投资有限公司全部股权，共 13.33%。

公司于 2001 年首次参股大象投资，至今累计投入共 2,000 万元。2011 年上半年大象投资为公司贡献 300 万元投资收益（2010 年分红），占同期上市公司净利润的 15.91%。

2011 年 5 月，公司继续在北京产权交易所以公开挂牌的方式寻求大象投资 13.33% 股权的受让方（挂牌低价至少为 5,485 万元），但目前仍处于无人摘牌的状态。

我们认为虽然公司转让大象投资后，短期内净利润可能收到一定影响，但长期来看仍将利好公司主业更好的发展。

电解锰产业准入门槛提高

2011 年 8 月 10 日，在宁夏召开的 2011 年全国锰业大会上专家透露：针对我国锰产业过剩、产业集中度低的局面，“十二五”期间将有更为严格的行业准入标准。全国也将重点培育 10 万吨、20 万吨企业 13 家，而产能小于 5,000 万吨的企业将被淘汰。

但据环保部科技标准司的相关统计数据显示，我国电解锰行业生产企业近 200 家，超过 3 万吨规模且符合国家产业政策的只有 10 余家。因此目前我国电解锰产业仍然受累于数量多、规模小、产业布局不合理等问题。如果此次行业准入政策被严格执行，则有望显著改善产业生存环境。

我们认为在金丰锰业 3 万吨电解锰技改扩产项目完成后，公司虽然产能仍仅为 6 万吨，但作为五矿旗下锰业平台，公司仍有希望跻身“十二五”期间重点培育的锰业企业。

调整盈利预测和目标价，但维持买入评级

目前电解锰价格较为平稳，随着下半年旺季的来临，锰价有望维持现状。基于这点判断，我们认为 2011 年公司极有可能实现先前每股收益 0.264 元的盈利预测。

但由于考虑到桃江锰矿项目有所延后，所以我们相应下调公司 2012 年-2013 年每股盈利至 0.723 元（下调 12.3%）和 1.150 元（下调 9.5%）。

2011 年 2 季度以来，有色金属板块估值历经大幅调整，我们也相应下调公司目标价 11%至 22.00 元，这相当于约 30 倍的 2012 年市盈率估值。

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；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。因此我们维持对公司的买入评级。

图表 4.11 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变化(%)
销售收入	609.9	685.1	12.3
销售成本	526.7	578.6	9.8
营业税	1.9	3.4	77.5
毛利润	81.2	103.2	27.0
其他营业收入			
分销费用	18.1	17.8	(1.3)
管理费用	36.2	41.8	15.7
资产减值损失	(2.8)	0.3	n.a
经营利润	29.8	43.2	44.8
财务费用	15.2	19.4	27.2
投资收入	3.0	3.0	0.0
其它非经营性收入	6.2	1.3	(78.8)
税前利润	23.7	28.1	18.3
税金	4.8	6.6	37.7
少数股东权益	7.9	2.7	(66.2)
净利润	11.1	18.9	70.5
全面摊薄每股收益(元)	0.069	0.118	70.5
盈利能力 (%)			
毛利率	13.3	15.1	
经营利润率	4.9	6.3	
净利率	1.8	2.8	

资料来源：公司数据

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)	(1,121)	(1,397)	(1,636)
经营费用	(189)	(85)	(82)	(113)	(138)
息税折旧前利润	(77)	108	140	266	375
折旧及摊销	(52)	(42)	(41)	(51)	(63)
经营利润(息税前利润)	(129)	65	99	215	313
净利息收入/(费用)	(29)	(29)	(30)	(26)	(17)
其他收益/(损失)	4	11	5	7	8
税前利润	(155)	48	74	196	303
所得税	4	(8)	(18)	(49)	(76)
少数股东权益	(2)	(12)	(13)	(14)	(16)
净利润	(153)	28	42	133	211
核心净利润	(153)	28	42	133	211
每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.723	1.150
核心每股收益(人民币)	(0.955)	0.175	0.264	0.723	1.150
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.053	0.145	0.230
收入增长(%)	n.a.	28	4	32	21
息税前利润增长(%)	n.a.	(151)	51	118	45
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(239)	30	90	41
每股收益增长(%)	n.a.	(118)	51	174	59
核心每股收益增长(%)	n.a.	(118)	51	174	59

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	191	237	262
其他流动资产	79	111	104	138	171
流动资产总计	591	696	711	909	1,056
固定资产	460	464	623	786	968
无形资产	91	95	90	85	81
其他长期资产	124	198	314	350	308
长期资产总计	675	756	1,027	1,222	1,356
总资产	1,266	1,453	1,738	2,130	2,412
应付帐款	54	77	58	73	90
短期债务	367	400	637	391	397
其他流动负债	131	259	248	320	390
流动负债总计	552	736	944	783	877
长期借款	81	46	78	83	87
其他长期负债	5	11	10	11	10
股本	160	160	160	183	183
储备	387	466	500	1,009	1,178
股东权益	547	626	660	1,193	1,362
少数股东权益	81	33	46	60	76
总负债及权益	1,266	1,453	1,738	2,130	2,412
每股帐面价值(人民币)	3.42	3.91	4.12	6.50	7.42
每股有形资产(人民币)	2.85	3.32	3.56	6.04	6.98
每股净负债/(现金)(人民币)	1.89	1.67	3.21	1.23	1.00

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	196	303
折旧与摊销	52	42	41	51	63
净利息费用	30	29	30	26	17
运营资本变动	(39)	40	233	(125)	(179)
税金	4	(8)	(18)	(49)	(76)
其他经营现金流	178	(66)	(259)	57	168
经营活动产生的现金流	69	85	101	156	296
购买固定资产净值	(42)	(92)	(317)	(250)	(200)
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)	(308)	(242)	(194)
净增权益	0	0	0	427	0
净增债务	(4)	26	269	(241)	10
支付股息	0	20	(8)	(27)	(42)
其他融资现金流	2	(22)	(30)	(26)	(17)
融资活动产生的现金流	(2)	24	230	134	(50)
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)	(207)	(85)	102
权益自由现金流	(29)	(12)	43	(344)	97

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	10.4	15.0	17.5
息税前利润率(%)	(12.8)	5.0	7.4	12.1	14.5
税前利润率(%)	(15.3)	3.7	5.5	11.0	14.1
净利率(%)	(15.1)	2.2	3.1	7.5	9.8
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	0.8	1.2	1.2
利息覆盖率(倍)	(4.4)	2.3	3.3	8.4	18.0
净权益负债率(%)	48.2	40.7	72.8	18.0	12.8
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	N/M	99.5	65.9	24.0	15.1
核心业务市盈率(倍)	N/M	99.5	65.9	24.0	15.1
目标价对应核心业务市	N/M	126.0	83.4	30.4	19.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	5.1	4.4	4.2	2.7	2.3
价格/现金流(倍)	40.2	32.6	27.5	20.4	10.8
企业价值/息税折旧前利	(40.9)	28.6	23.9	13.0	9.2
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	78.9	62.8	61.2	55.9	55.7
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	18.4	13.5	13.8
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	14.3	16.5
资产收益率(%)	(10.2)	3.8	4.6	8.3	10.3
已运用资本收益率(%)	(12.0)	5.9	7.9	13.7	17.2

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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