

金瑞科技(600390)

研究员: 刘敏达 执业证书编号: S0570510120047

☎ 025-83290904 ✉ liuminda@mail.htsc.com.cn

http://t.zhangle.com/4053

上下游一体化的锰生产商

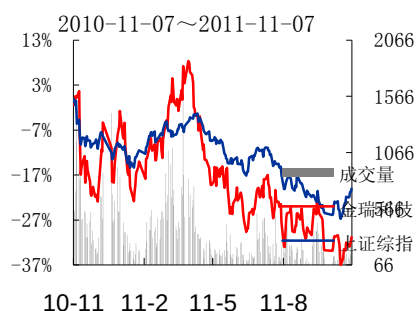
投资评级: 观望(首次评级)

稀有金属 II

当前价格(元): 15.54

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ **上下游一体化的锰生产商:** 公司主营业务涵盖锰矿开采冶炼、锰深加工、磁芯以及氢氧化镍等电源材料的生产与销售, 主要产品有电解锰、四氧化三锰等电子基础材料、氢氧化镍等电池材料、超硬材料及磁芯材料, 其中电解锰、四氧化三锰、氢氧化镍是公司的主要营收和利润增长点。

◆ **锰矿资源及电解锰业务:** 公司目前锰矿资源拥有白石溪矿(100%)、黄塘坪矿(55%)和黔东锰矿(45%), 电解锰产能为3万吨。非公开发行业收购桃江锰矿将提升资源自给率, 金丰锰业技改扩建新增3万吨电解锰产能, 产能翻倍, 扩大规模优势。

◆ **锰加工业务:** 四氧化三锰业务发展受限, 锰盐业务尚需时日。公司是国内最大的四氧化三锰生产企业, 年产能达3.3万吨。由于现在信息产业发展的趋势使得软磁铁氧体磁芯朝着小型化发展, 四氧化三锰产品未来发展空间不大。锰盐业务由于技术尚不成熟及下游市场开拓的问题, 达到规模生产并贡献业绩增长仍尚需时日。

◆ **电池电极材料:** 短期仍以镍氢材料为主, 中期以镍氢和锂电共存, 未来看锂材料。公司已开始锂电池正极材料的开发, 但目前产品一致性还不如人意, 预计离产业化仍需要一段时间, 短期内难见效益。

◆ **盈利预测及投资建议:** 我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.18、0.25、0.46 元, 目前股价对应市盈率为 88.35、62.53 和 34.01 倍。鉴于下游钢铁行业增长面临很大的不确定性, 公司锰盐和锂电池正极材料业务贡献业绩尚需时日, 且估值过高, 给予“观望”评级。

公司基本资料

总股本(万)	16005.00
流通 A 股(万)	16005.00
52 周内股价区间(元)	14.95-26.86
总市值(亿)	24.87
总资产(亿)	14.62
每股净资产(元)	4.06

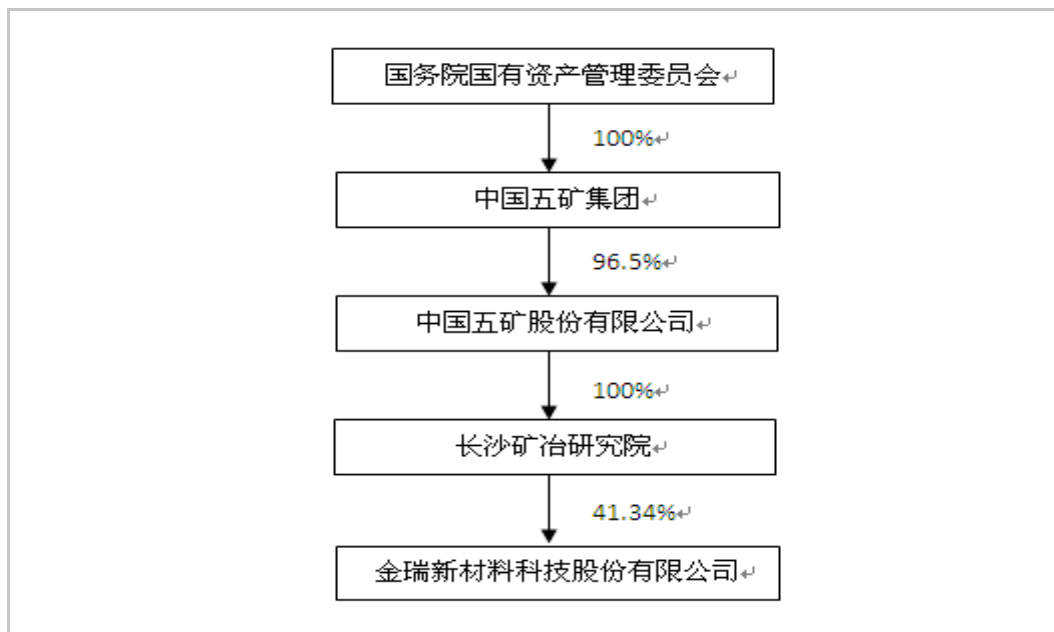
主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	12.97	14.06	16.53	19.66
+/-%	28.17	13	13	16
净利润(百万)	27.94	28	40	73
+/-%	0.00	1	40	84
EPS(元)	0.17	0.18	0.25	0.46
P/E	91.41	88.35	62.53	34.01

一、上下游一体化的锰生产商

金瑞科技是以长沙矿冶研究院为主发起人，联合华菱集团等四家发起人于 1999 年共同发起设立，大股东为长沙矿冶研究院，持有公司 41.34% 的股权。2009 年长沙矿冶研究院整体并入中国五矿集团公司，成为其全资子公司，进而公司的实际控制人为五矿集团。2011 年五矿集团实施整体重组改制，将其持有的长沙矿冶研究院 100% 的权益作为出资投入到五矿股份，五矿股份间接持有金瑞科技 41.34% 的股份。

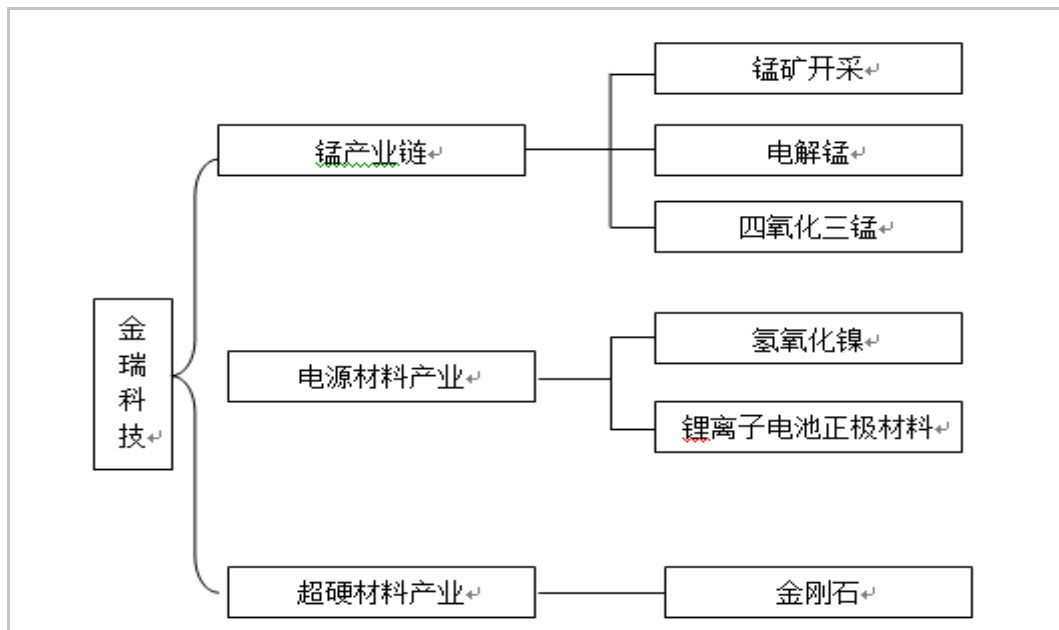
图表 1：公司实际控制人产权关系



资料来源：华泰证券

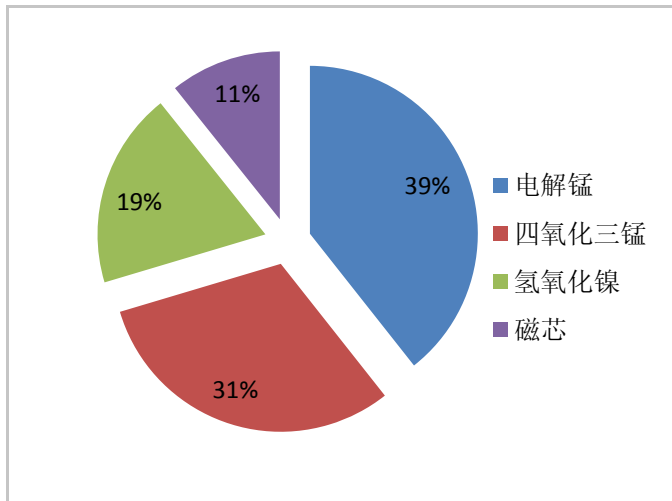
公司主营业务涵盖锰矿开采冶炼、锰深加工、磁芯以及氢氧化镍等电源材料的生产与销售，主要产品有电解锰、四氧化三锰等电子基础材料、氢氧化镍等电池材料、超硬材料及磁芯材料，其中电解锰、四氧化三锰、氢氧化镍是公司的主要营收和利润增长点。2011 上半年电解锰、四氧化三锰、氢氧化镍三大产品在营业收入分别占比 39%、31%和 19%。

图表 2: 公司主营业务



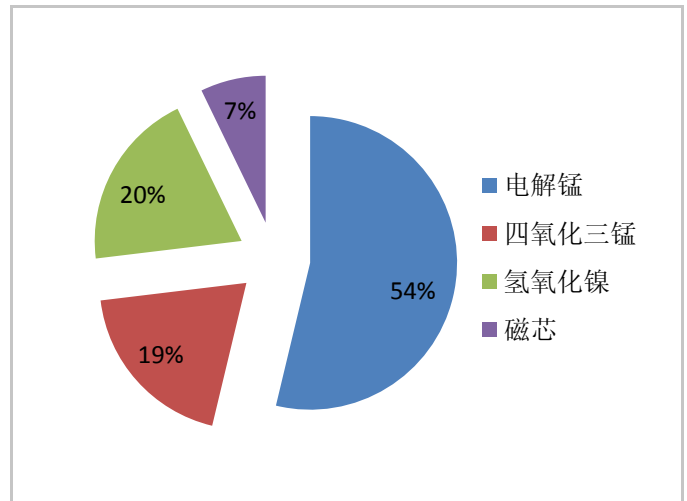
资料来源: 华泰证券

图表 3: 2011 上半年营业收入构成



资料来源: 华泰证券

图表 4: 2011 上半年营业毛利构成



资料来源: 华泰证券

作为公司起家的磁芯和超硬材料业务已经开始萎缩, 公司也正在逐渐退出这方面的业务。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。

二、收购桃江锰矿提升资源自给率，金丰锰业技改扩大规模优势

2.1 矿石资源：收购桃江锰矿将提升资源自给率

锰矿石主要包括碳酸锰矿（二价锰）及氧化锰矿（四价锰），碳酸锰矿是生产电解金属锰等锰系产品的主要原料。国内市场上锰矿石总体而言成分复杂，平均品位较低，且有逐年下降趋势。我国锰矿资源分布主要集中在西南和中南地区。根据现有探明的储量资料表明：储量排在前 3 位的省份分别是广西 2.15 亿吨、湖南 1.03 亿吨、贵州 0.76 亿吨。鉴此，目前我国在锰矿资源的开发利用方面，形成了以桂、湘、黔、云、渝、辽 6 省（区、市）为主体的格局。

公司锰矿资源主要拥有白石溪矿（控股 100%）、黄塘坪矿（控股 55%）及黔东锰矿（持股 45%），其中黔东锰矿为私人控股，公司目前只参与分红，并没有实际控制权。公司 2010 年 12 月底拟非公开发行股票募集收购桃江锰矿并对其进行技改扩建。

◆ 白石溪矿

白石溪矿是金瑞科技贵州分公司旗下的矿山，根据《贵州省松桃县大屋矿段白石溪锰矿详查地质报告》（2002 年 7 月），矿区资源储量约为 186 万吨，平均品位为 17.5%，设计产能为 8 万吨/年。白石溪矿主要为平井，开采成本较低，约为 250 元/吨，具有一定的成本优势，生产的锰矿石主要供应给贵州分公司用于生产电解锰。

◆ 黄塘坪矿

黄塘坪矿是控股子公司金瑞矿业旗下矿山，公司控股 55%。根据《关于黄塘坪矿区储量核实报告》（2003 年 6 月）数据显示，矿区资源储量为 171.70 万吨，平均品位 17% 左右，设计产能为 4 万吨/年。目前金瑞矿业部分矿区已经投产，但由于矿层薄，出矿品位较低，只有 11% 左右，开采成本较高，约为 350 元/吨，目前矿山生产处于盈亏平衡点附近。

图表 5：公司现有矿山资源

矿山名称	持股比例	资源储量（万吨）	平均品位	开采能力（万吨）	开采成本	所属公司
白石溪矿	100%	186	17.5%	8	250 元/吨	贵州分公司
黄塘坪矿	55%	171.70	17%	4	350 元/吨	金瑞矿业
黔东锰矿	45%	136	14%	--	--	---

资料来源：华泰证券

◆ 桃江锰矿

2010 年 12 月底公告拟非公开发行从中国五矿集团收购湖南湘潭桃江锰矿并对其进行及改扩建。桃江锰矿资源储量约为 660 万吨，平均品位 17% 左右，原桃江锰矿由于技术和生产设备落后，人员、债务包袱重，导致管理费用、生产成本居高不下，企业效益大幅滑坡，连年亏损，以致资不抵债，企业赖以生存的主要生产设备为冶炼电炉三座，均属国家明令淘汰的落后设备，矿山自 1999 年后一直处于停产、半停产状态，直至 2005 年完全停产。原采矿权设计产能为 10 万吨/年，经技改扩产后，产能将达到 20 万吨/年。由于该

矿山 05 年停产，重新投产还需要一段时间，比如需将矿下水抽干并重新设计开采方案，原来是平井，可能采用竖井，且深度较深，预计到 2013 年开始出矿，开采成本较高，约 350 元/吨。

原桃江锰矿（响涛源矿区）核实储量约 660 万吨，占湖南锰资源储量的 9%，且周边储量发展空间大。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，非常适合作电解金属锰原料。如收购桃江锰矿成功，将大幅提高公司矿石资源自给率。目前公司有 3 万吨电解锰产能，按每吨电解锰消耗锰矿 9.23 吨计算，资源自给率为 36.8%。桃江锰矿、黄塘坪矿和金丰锰业技改扩建达产后，公司电解锰权益产能达 6 万吨，锰矿石权益产能由 10.2 万吨提升至 30.2 万吨，资源自给率将提升至 54.53%。

2.2 电解锰业务：金丰锰业技改使产能翻倍，扩大规模优势

电解金属锰是生产不锈钢、高强度低合金钢及铜、铝等有色金属合金的重要原料，也是制造电焊条、软磁铁氧体、永磁合金及医药化工不可缺少的原料，还是电子行业的基础材料。全球约 85%-90% 的各类锰系产品被应用在钢铁冶炼产业，在钢铁冶炼中，电解锰是良好的脱氧剂和合金硬化剂，更是优秀的脱硫剂。锰可大幅提高这些钢材的强度、韧性和耐腐蚀性。

电解金属锰是金瑞科技的主导产品之一，一直是公司的主要利润来源。2011 上半年公司电解锰业务贡献了公司营业收入的 39% 和营业毛利的 54%。电解金属锰产业基地设在贵州省铜仁地区，共有两家生产企业，总规模 3 万吨/年：位于松桃县的贵州分公司，产能为 2 万吨/年。位于铜仁市灯塔工业区的金丰锰业，产能为 1 万吨/年。2010 年底非公开发行预案拟对金丰锰业产能进行技改扩建，金丰锰业目前为金瑞科技的全资子公司，现有两条电解金属锰生产线，年产电解金属锰 1 万吨，本技改扩产项目计划新增年产 3 万吨电解金属锰，在项目达产后金丰锰业电解锰总产能将达到 4 万吨/年，公司总产能将扩大至 6 万吨，产能规模将位于国内前列，进一步扩大了公司的规模优势。

图表 6：中国主要电解锰生产企业

序号	企业名称	产能（吨）
1	广西中信大锰矿业有限公司	100000
2	湖北宏信锰业有限公司	90000
3	宁夏天元锰业有限公司	60000
4	重庆天雄锰业有限公司	50000
5	贵州松桃县三和锰业有限公司	50000
6	重庆武陵锰业有限公司	40000
7	湖南省湘西州金戈锰业有限责任公司	40000
8	金瑞新材料科技股份有限公司	30000

资料来源：中国锰业技术委员会 2010 年统计数据

金丰锰业 3 万吨电解锰技改扩建项目已于今年开工，目前进展顺利，预计年底前完成主体建设，并开始生产调试，2012 年上半年项目工程完成验收，8 月份开始投产。

图表 7: 公司电解锰产能

电解锰子公司	持股比例	现有产能 (万吨)	扩产产能 (万吨)	达产后总产能 (万吨)
松桃县贵州分公司	100%	2		2
铜仁市金丰锰业	100%	1	3	4
合计	---	3	3	6

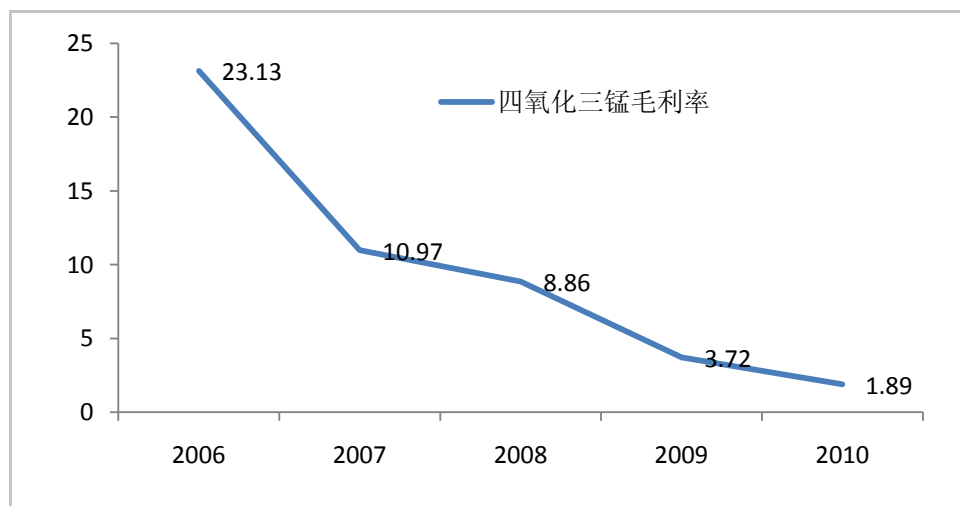
资料来源: 华泰证券

公司电解锰产品下游行业主要为钢铁行业, 用于 200 系不锈钢、特钢等。目前公司电解锰产品下游最大的客户为宝钢, 约 70% 的产量供应给宝钢, 且还不能满足宝钢的全部订单。依托其控股股东长沙矿冶研究院强大的研发技术水平, 公司的电解锰产品在市场上有较高的认可度, 下游需求旺盛。虽然国内电解锰行业一直产能过剩, 行业平均开工率较低, 10 年的电解锰产能和产量分别为 210 和 140 万吨, 开工率只有 66.67%。而公司去年电解锰产量为 2.9 万吨, 开工率接近 100%。

三、锰加工业务: 四氧化三锰业务发展受限, 锰盐业务尚需时日

公司是国内最大的四氧化三锰生产企业, 产能达 3.3 万吨, 市场份额占 50% 左右。四氧化三锰是制备软磁铁氧体的主要原料之一, 公司生产四氧化三锰所需原料电解锰均为外购, 因为公司生产的电解锰主要用于不锈钢行业, 精度不高, 难以满足四氧化三锰生产的需要。由于现在信息产业发展的趋势使得软磁铁氧体磁芯朝着小型化发展, 四氧化三锰产品未来发展空间不大。一方面生产成本受电解锰原料价格上涨影响, 另一方面下游需求不旺且行业竞争激烈, 全年需求量约为 5-6 万吨, 而产能有 10 万吨, 毛利率下滑较严重, 2010 年毛利率只有 1.89%。

图表 8: 四氧化三锰毛利率持续下滑

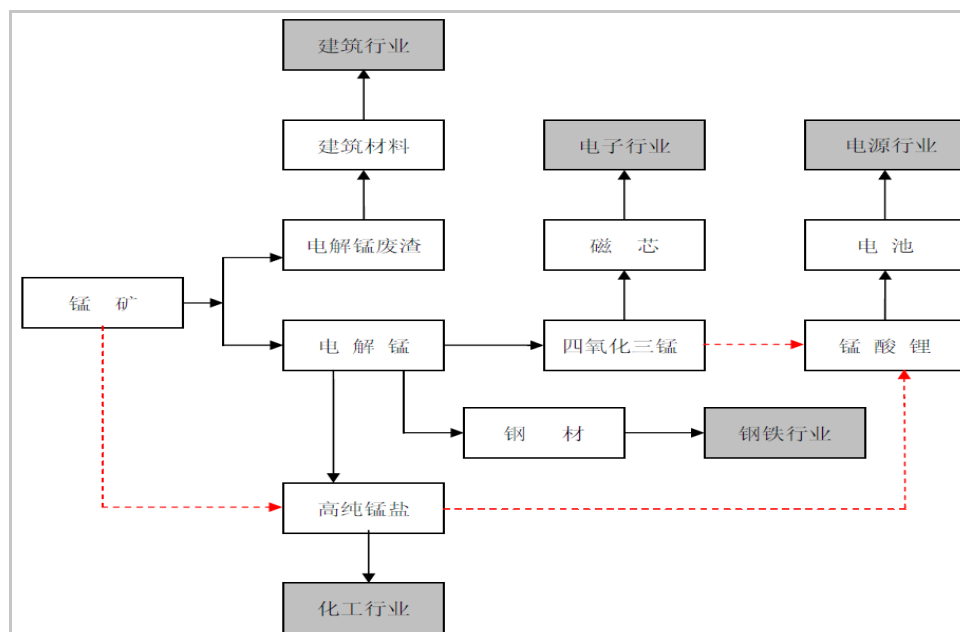


资料来源: 华泰证券

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, 锰酸锂生产线也初具规模。根据公司规划, 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。公司已开始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，以便进一步降低电解金属锰生产过程对环境的危害。目前已完成小试，所生产产品已经客户检测达到客户要求。公司在锰深加工业务的拓展将为公司做大做强锰产业链做好铺垫，但是由于技术尚不成熟，下游市场开拓的问题，锰盐业务达到规模生产并贡献业绩增长仍尚需时日。公司最终目标是打造如下图所示的锰系产业链，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。

图表 9：公司未来锰系产业链规划

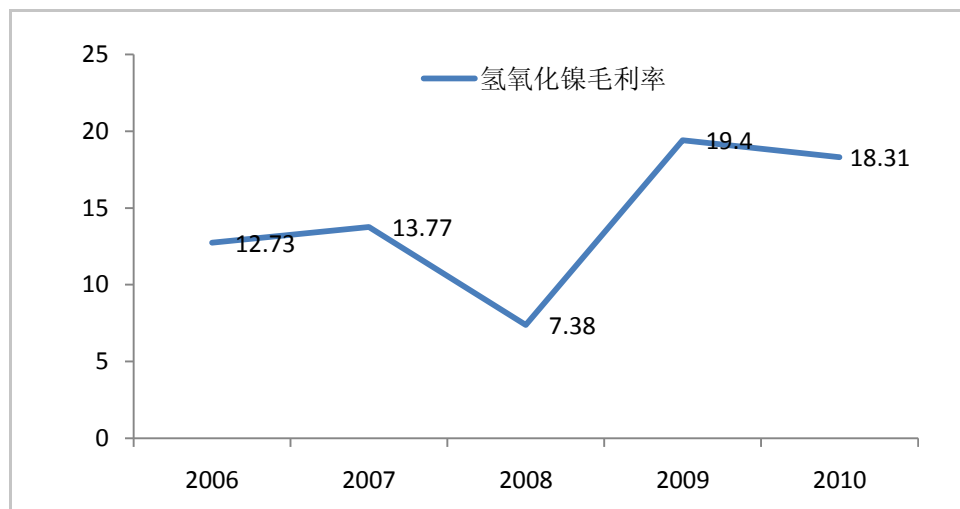


资料来源：华泰证券

四、电池电极材料：短期仍以镍氢材料为主，未来看锂电池材料

氢氧化镍是镍系电池的正极材料，同时也决定着镍氢电池的性能。公司目前氢氧化镍总产能为 3000 吨，其中普通氢氧化镍产能为 2000 吨，高端的覆钴氢氧化镍产能为 1000 吨。近年来公司氢氧化镍业务呈稳定增长态势，毛利率保持稳定增长（除 2008 年金融危机）。公司控股的金天能源公司（控股 51.32%）负责生产氢氧化镍产品，是我国镍氢电池正极材料的主要供应商之一，拥有松下、比亚迪等知名客户。

图表 10: 氢氧化镍毛利率稳定增长



资料来源：华泰证券

4.1 镍氢正极材料：短期以镍氢电池为主，长期看锂电池

电池材料对于镍氢电池来讲，分两个市场：小电池市场和动力电池市场。现有的小电池市场是较为成熟和饱和的市场，市场参与者较多，竞争激烈。动力电池市场现在国外已经成熟，国内的新能源电动汽车用电池才刚起步。就混合动力车所用电池而言，短期以镍氢电池为主，中期以镍氢和锂电共存，长期将以锂电为主导。从目前情况来看，镍氢电池技术较为成熟，五年之内镍氢混合动力汽车将占据主要市场，所以动力电池所需氢氧化镍的市场将对公司产品的需求提供了一定的保障。

目前，低端氢氧化镍产品技术已经成熟，市场竞争激烈，未来市场发展空间不大。高端覆钴型氢氧化镍技术壁垒相对较高，高端产品具有一定的竞争力，市场前景较好。混合动力车用氢氧化镍对品质管理要求很高，电池生产企业对电池材料的认证程序也非常严格，一般需要 1-2 年的时间。

4.2 锂电池正极材料：短期难见效益，期待新能源汽车产业化推动

由于锂电池将是未来新能源电池的发展趋势，公司已经开始致力于锂电池正极材料的开发。2010 年公司获得了锂离子电池正极材料镍钴锰酸锂制备的专利技术一项，目前正着手 120 吨/年中试工作，但由于目前产品一致性还不如人意，预计离产业化仍需要一段时间，短期内难见效益。此外，公司与大股东长沙矿冶研究院共同出资的长远锂科目前主要从事锂电正极材料的研发，拥有钴酸锂产能 1000 吨/年，锰酸锂产能 500 吨/年，三元复合锂电子产能 500 吨。

虽然全球节能环保政策将推动对新能源电池的需求，但是目前下游主要需求新能源汽车的发展还具有很大的不确定性，国家对购买新能源汽车的补贴力度还不够，高成本抑制下游需求，所以未来新能源电池需求的爆发需要期待新能源汽车产业化的推动。

五、盈利预测及投资建议

5.1 假设条件

(1) 非公开发行股票在 2012 年顺利完成，总股本由 1.6 亿股扩至 1.8 亿股。

(2) 桃江锰矿技改扩建项目于 2013 年开始出矿，当年锰矿产量为 10 万吨。

(3) 金丰锰业新增 3 万吨电解锰产能于 2012 年 8 月投产，当年产能为 1 万吨，2013 年达产 3 万吨，公司电解锰整体产能利用率 95%。

(4) 主要产品价格假设：

图表 11：产品价格（不含税）

产品价格（元/吨）	2011	2012	2013
电解锰	16300	16350	16400
四氧化三锰	14353	14370	14380
氢氧化镍	120000	125000	125000

资料来源：华泰证券

(5) 主要产品产量假设：

图表 12：产品产量

产品产量（万吨）	2011	2012	2013
电解锰	2.9	3.8	5.7
四氧化三锰	2.8	3	3
氢氧化镍	0.3	0.3	0.3

资料来源：华泰证券

5.2 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.18、0.25、0.46 元，对应市盈率为 88.35、62.53 和 34.01 倍。鉴于下游钢铁行业增长面临很大的不确定性，公司锰盐和锂电池正极材料业务贡献业绩尚需时日，且估值过高，给予“观望”评级。

六、风险提示

- 1、非公开发行股票方案没有按期通过。
- 2、金丰锰业电解锰技改扩建项目进展低于预期。
- 3、下游钢铁和镍氢电池行业需求大幅下滑。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	696	1015	1028	1109
现金	178	341	269	202
应收账款	221	246	278	331
其他应收款	3	5	5	6
预付账款	11	25	28	32
存货	186	311	348	419
其他流动资产	97	88	99	118
非流动资产	756	784	853	933
长期投资	50	50	50	50
固定资产	464	521	590	669
无形资产	91	87	86	85
其他非流动资产	151	126	127	128
资产总计	1453	1799	1881	2042
流动负债	736	946	966	1020
短期借款	400	500	500	500
应付账款	77	162	182	211
其他流动负债	259	284	284	309
非流动负债	57	157	167	177
长期借款	46	146	156	166
其他非流动负债	11	11	11	11
负债合计	794	1103	1133	1197
少数股东权益	33	42	55	78
股本	160	160	160	160
资本公积	418	418	418	418
留存收益	46	74	114	187
归属母公司股东权益	626	654	694	767
负债和股东权益	1453	1799	1881	2042

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	85	131	95	103
净利润	40	37	52	96
折旧摊销	42	45	54	63
财务费用	29	35	41	45
投资损失	-8	-5	-6	-7
营运资金变动	-26	-18	-52	-106
其他经营现金流	9	37	6	12
投资活动现金流	-98	-93	-116	-135
资本支出	92	100	120	140
长期投资	-31	-0	-0	-0
其他投资现金流	-37	7	4	5
筹资活动现金流	24	125	-51	-35
短期借款	33	100	0	0
长期借款	-34	100	10	10
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	28	-75	-61	-45
现金净增加额	11	163	-72	-67

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1297	1460	1653	1966
营业成本	1104	1247	1396	1623
营业税金及附加	6	7	8	10
营业费用	39	44	50	59
管理费用	82	89	101	120
财务费用	29	35	41	45
资产减值损失	8	1	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	5	6	7
营业利润	37	42	61	114
营业外收入	13	5	5	4
营业外支出	2	2	3	2
利润总额	48	45	63	116
所得税	8	8	11	20
净利润	40	37	52	96
少数股东损益	12	9	13	23
归属母公司净利润	28	28	40	73
EBITDA	108	122	156	222
EPS (元)	0.17	0.18	0.25	0.46

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	28.2%	12.6%	13.2%	19.0%
营业利润	-76.9%	13.6%	46.7%	86.6%
归属于母公司净利润	-72.6%	0.7%	41.3%	83.8%
获利能力				
毛利率(%)	14.8%	14.6%	15.5%	17.4%
净利率(%)	2.2%	1.9%	2.4%	3.7%
ROE(%)	4.5%	4.3%	5.7%	9.5%
ROIC(%)	7.2%	7.8%	9.1%	11.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.6%	61.3%	60.2%	58.6%
净负债比率(%)	63.81%	60.41%	57.96%	55.65%
流动比率	0.95	1.07	1.06	1.09
速动比率	0.65	0.70	0.66	0.63
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.90	0.90	1.00
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	16.79	10.41	8.13	8.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.18	0.25	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.82	0.59	0.64
每股净资产(最新摊薄)	3.91	4.09	4.34	4.79
估值比率				
P/E	89.01	88.35	62.53	34.01
P/B	3.97	3.80	3.58	3.24
EV/EBITDA	25	22	18	12

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。