



买入

11% ↑

目标价格: 人民币15.50

600390.SS

原先目标价: 人民币14.50

价格: 人民币13.95

目标价格基础: 市盈率估值

板块评级: 增持

主要催化剂/事件

- 公司桃江锰矿等非公增发项目获得明确进展
- 电解锰等主要产品价格持续上涨

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18	15	(10)	(35)
相对新华富时A50指数	10	16	(12)	(20)

发行股数(百万)	160
流通股(%)	58.66
流通股市值(人民币 百万)	1,309.30
3个月日均交易额(人民币 百万)	52
净负债比率(%) (2012E)	86.5
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
以2012年2月20日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

* 李文宾为本报告重要贡献者

金瑞科技

业务结构调整计提大额减值导致巨亏, 非公开增发项目调整筹资方案

2月21日公司发布年报称全年实现总营收约12.59亿元(同比小幅下降3%), 但大幅亏损近8,700万元(2010年盈利近2,800万元), 折合每股亏损0.54元(2010年每股盈利0.17元)。2011年大面积亏损主要是由于公司继续推进产业结构调整, 拟从超硬材料和磁芯两行业中逐步退出, 随之对低效资产进行处置, 从而计提了大额资产减值准备并增加了相关费用。如剔除这些影响, 则公司2011年仍可录一定盈利。由于公司收购桃江锰矿项目晚于规划, 且因为电解锰下游需求起色不大我们下调了其价格预测, 因此我们分别将2012-2013年盈利预测下调至0.34元和0.52元。我们认为在已逐步确立为五矿旗下主要锰业平台后, 公司清理非主营业务虽然短期将会大幅拖累盈利, 但长期有利于将有限的资源更好的集中配置于主业发展。同时我们对桃江锰矿项目依然抱有较好的期望, 且2012年以来有色板块估值有所提升。综合这几点, 我们上调公司目标价至15.50元, 并维持买入评级。

支撑评级的要点

- 低效资产剥离有利于公司集中资源发展主业。
- 公司全力推进非公开增发项目顺利实施。
- 确立为五矿集团旗下主要锰业平台。

评级面临的主要风险

- 下游需求疲软拖累锰价。
- 非公开增发项目之一的桃江锰矿进展有所延后。

估值

- 由于桃江锰矿项目晚于规划, 且我们下调了电解锰的价格预测, 因此我们相应下调公司2012-2013年盈利预测28.9%和25.9%至0.34元和0.52元。考虑到公司非公开增发项目建成后对利润的增厚, 五矿的鼎力支持以及2012年以来有色板块估值的回升, 我们将目标价由14.50元上调至15.50元, 并维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,297	1,259	1,367	1,624	1,674
变动(%)	-	(3)	9	19	3
净利润(人民币 百万)	28	(87)	54	102	143
全面摊薄每股收益(人民币)	0.175	(0.543)	0.340	0.524	0.734
变动(%)	-	(411.2)	(162.6)	54.1	40.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.478	0.707	-
调整幅度(%)	-	-	(28.9)	(25.9)	-
核心每股收益(人民币)	0.175	(0.543)	0.340	0.524	0.734
变动(%)	-	(411.2)	(162.6)	54.1	40.1
全面摊薄市盈率(倍)	79.9	N/M	41.0	26.6	19.0
核心市盈率(倍)	79.9	N/M	41.0	26.6	19.0
每股现金流量(人民币)	0.53	0.33	0.72	0.64	1.23
价格/每股现金流量(倍)	26.2	42.5	19.4	21.7	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.6	(92.9)	20.7	14.9	11.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.034	0.052	0.073
股息率(%)	0.0	0.0	0.2	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

产业结构调整计提大幅减值准备导致 2011 年大幅亏损

据公司公告数据, 2011 年公司实现总营收约 12.59 亿余元 (同比小幅下降 3%), 但全年公司大幅亏损近 8,700 万元 (2010 年盈利近 2,800 万元), 折合每股亏损 0.54 元 (2010 年每股盈利 0.17 元)。

公司大面积亏损主要是由于 2011 年公司继续推进产业结构调整, 拟从超硬材料和磁芯两行业中逐步退出, 随之对低效资产进行处置, 从而计提了大额资产减值准备并增加了相关费用。

据公司公告数据, 2011 年公司计提资产减值准备较 2010 年增加 7,831.44 万元, 同比增加 930.73%; 管理费用较 2010 年同期增加 4,898.02 万元, 同比增加 59.80%。如剔除这两部分影响, 则公司 2011 年仍可实现一定盈利, 基本符合我们之前的预期。

我们认为, 在已逐步确立为五矿旗下主要锰业平台后, 公司清理非主营业务虽然短期将会大幅拖累盈利, 但长期有利于更好的将有限的资源集中配置于主业的发展。同时剔除副业, 收缩战线也有利于减少公司的经营风险。

调整非公开增发方案, 募投项目进度晚于规划

2012 年 2 月 17 日, 公司公布了修订后的最新非公开增发方案, 除保留了金丰锰业年产 3 万吨电解金属锰技改扩产以及收购桃江锰矿并技改扩建这两大募投项目不变外, 公司将非公开发行股票数量上限上调至合计不超过 3,528 万股 (原为 2,336 万股), 发行底价为不低于 11.48 元/股 (原为不低于 18.27 元/股), 募集资金总量为不超过 40,500 万元 (原为不低于 42,678.7 万元)。

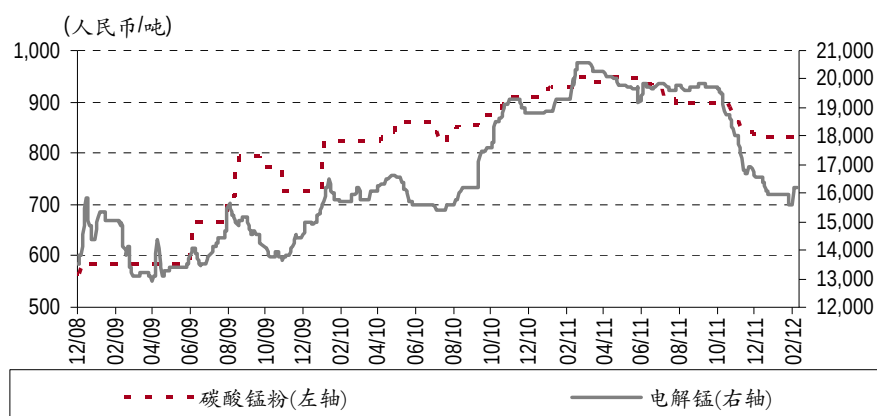
自 2010 年 12 月公司发布非公开增发预案以来, 公司股价经历了大幅下调, 这一方面是由于 2011 年国内外经济下行拖累了锰系不锈钢等产业发展, 从而导致电解锰、三氧化二锰价格下浮, 另一方面 2011 年全年有色板块估值也出现了明显的向下修正。因此在这一外部环境下, 公司适时调整非公开增发方案, 也凸显了公司尽全力保证非公开募集工作的顺利进行。从目前情况来看, 我们预计募集工作于 2013 年上半年完成的可能性较大。

公司已经先行开始建设金丰锰业年产 3 万吨电解金属锰技改扩产项目, 据公司预测该项目将于 2012 年 8 月进入生产调试阶段, 届时公司电解锰产能将大幅提升至 6 万吨, 这一项目进展和我们的预期完全吻合。

而另一募投项目收购桃江锰矿并技改扩建, 由于增发工作有所滞后, 且截至 2011 年年底公司投入有限, 我们估计其目前可能还在进行原有矿山的清理工作, 项目进展应晚于公司原先规划。

下调盈利预测

2011 年电解锰价格也经历了一定的下挫, 这一方面是因为全球经济通胀严重, 国内持续紧缩政策对于钢铁、铁合金、水泥等行业产生一定压力, 此外江浙地区的不锈钢厂也因为电力停产限产, 对于电解锰的采购量有所减少, 因此目前国内电解锰价格处于低位盘整阶段。

图表 1.金属电解锰锭和碳酸锰粉现货价格


资料来源：中华商务网，中银国际研究

我们认为这些因素在 2012 年仍将继续困扰电解锰的价格。出于谨慎考虑，我们也相应小幅下调电解锰的价格预测。

图表 2.电解锰价格预测（含税价）

(万元/吨)	2012E	2013E	2014E
原先价格	1.88	1.90	-
最新价格	1.70	1.73	1.78
调整幅度(%)	(9.6)	(8.9)	-

资料来源：中银国际研究

由于公司桃江锰矿复产和扩建工作晚于规划，同时我们下调了对电解锰价格的预测，因此我们相应下调公司 2012-2013 年盈利预测 28.9%和 25.9%至 0.34 元和 0.52 元。

长远来看，桃江锰矿的注入不仅将会大幅增加公司锰矿资源储量，且有望显著提升公司锰矿的自给率（公司预计该项目建成投产后，资源自给率将高达 60%），从而将带动公司盈利出现可观的提升。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，因此公司应可以获得一定估值溢价。此外 2012 年以来有色板块估值也经历了一定恢复。综合这些因素考虑，我们将公司目标价从 14.50 元略微上调至 15.50 元，并维持对公司的买入评级。

图表 3.金瑞科技锰矿产量数据

(吨)	2012E	2013E	2014E
锰矿石权益产量	122,000	182,000	223,000
锰金属权益产量	14,353	21,412	26,235
自给率(%)	36	39	47

资料来源：公司数据，假设桃江锰矿 2012 年起逐步投产

图表 4.2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变化(%)
销售收入	1,296.7	1,259.4	(3.0)
销售成本	1,104.3	1,074.3	(2.7)
营业税	5.5	6.3	14.6
毛利润	186.9	178.8	(4.3)
其他营业收入			
分销费用	39.2	35.3	(9.8)
管理费用	81.9	130.9	59.8
资产减值损失	8.4	86.7	930.7
经营利润	57.4	(74.1)	(229.1)
财务费用	28.8	35.0	21.7
投资收入	8.0	5.3	(33.7)
其它非经营性收入	10.8	9.9	(8.6)
税前利润	47.6	(93.9)	(297.4)
税金	7.8	(0.3)	(103.4)
少数股东权益	11.8	(6.6)	(156.3)
净利润	27.94	(86.96)	(411.2)
全面摊薄每股收益(元)	0.17	(0.54)	(411.2)
盈利能力 (%)			
毛利率	14.4	14.2	
经营利润率	4.4	(5.9)	
净利率	2.2	(6.9)	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,297	1,259	1,367	1,624	1,674
销售成本	(1,104)	(1,074)	(1,148)	(1,332)	(1,341)
经营费用	(85)	(214)	(84)	(99)	(99)
息税折旧前利润	108	(29)	135	193	235
折旧及摊销	(42)	(40)	(39)	(46)	(51)
经营利润(息税前利润)	65	(69)	96	147	183
净利息收入/(费用)	(29)	(35)	(31)	(25)	(10)
其他收益/(损失)	11	10	8	10	9
税前利润	48	(94)	73	132	182
所得税	(8)	0	(15)	(26)	(36)
少数股东权益	(12)	7	(4)	(3)	(3)
净利润	28	(87)	54	102	143
核心净利润	28	(87)	54	102	143
每股收益(人民币)	0.175	(0.543)	0.340	0.524	0.734
核心每股收益(人民币)	0.175	(0.543)	0.340	0.524	0.734
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.034	0.052	0.073
收入增长(%)	n.a.	(3)	9	19	3
息税前利润增长(%)	n.a.	(205)	(239)	54	24
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(127)	(562)	43	21
每股收益增长(%)	n.a.	(411)	(163)	54	40
核心每股收益增长(%)	n.a.	(411)	(163)	54	40

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	48	(94)	73	132	182
折旧与摊销	42	40	39	46	51
净利息费用	29	36	31	25	10
运营资本变动	40	124	169	(285)	(417)
税金	(8)	0	(15)	(26)	(36)
其他经营现金流	(66)	(53)	(183)	235	450
经营活动产生的现金流	85	53	115	126	240
购买固定资产净值	(92)	(163)	(154)	(92)	(51)
投资减少/增加	(6)	32	0	0	0
其他投资现金流	0	1	3	4	3
投资活动产生的现金流	(98)	(130)	(151)	(88)	(47)
净增权益	0	0	0	405	0
净增债务	26	20	168	(344)	(161)
支付股息	0	(63)	(5)	(10)	(14)
其他融资现金流	(2)	53	(31)	(25)	(10)
融资活动产生的现金流	24	10	131	26	(185)
现金变动	11	(68)	96	63	7
期初现金	103	114	68	164	227
公司自由现金流	(12)	(75)	(36)	38	192
权益自由现金流	(15)	(90)	113	(323)	16

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	178	68	164	227	234
应收帐款	221	192	219	260	251
库存	186	183	195	226	214
其他流动资产	111	106	111	132	138
流动资产总计	696	549	690	846	838
固定资产	464	437	548	624	682
无形资产	95	119	113	107	101
其他长期资产	198	259	269	246	194
长期资产总计	756	815	929	977	977
总资产	1,453	1,364	1,619	1,823	1,815
应付帐款	77	59	60	69	74
短期债务	400	430	583	237	75
其他流动负债	259	184	217	254	272
流动负债总计	736	673	859	561	421
长期借款	46	100	115	117	118
其他长期负债	11	27	27	27	27
股本	160	160	160	195	195
储备	466	379	428	890	1,019
股东权益	626	539	588	1,085	1,214
少数股东权益	33	25	29	33	35
总负债及权益	1,453	1,364	1,619	1,823	1,815
每股帐面价值(人民币)	3.91	3.37	3.67	5.56	6.22
每股有形资产(人民币)	3.32	2.63	2.97	5.01	5.70
每股净负债/(现金)(人民币)	1.67	2.88	3.34	0.65	(0.21)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	8.3	(2.3)	9.9	11.9	14.0
息税前利润率	5.0	(5.5)	7.0	9.1	11.0
税前利润率	3.7	(7.5)	5.3	8.1	10.9
净利率	2.2	(6.9)	4.0	6.3	8.6
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.8	0.8	1.5	2.0
利息覆盖率	2.3	(2.0)	3.1	5.9	18.2
净权益负债率(%)	40.7	81.8	86.5	11.3	净现金
速动比率	0.7	0.5	0.6	1.1	1.5
估值(倍)					
市盈率	79.9	N/M	41.0	26.6	19.0
核心业务市盈率	79.9	N/M	41.0	26.6	19.0
目标价格对应市盈率	88.8	N/M	45.6	29.6	21.1
市净率	3.6	4.1	3.8	2.5	2.2
价格/现金流	26.2	42.5	19.4	21.7	11.4
企业价值/息税折旧前利润	23.6	(92.9)	20.7	14.9	11.6
周转率					
存货周转天数	61.3	62.6	60.1	57.8	60.0
应收帐款周转天数	62.2	55.7	54.8	53.8	55.7
应付帐款周转天数	21.8	17.1	15.8	14.5	15.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	n.a.	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	4.5	(16.1)	9.7	12.2	12.5
资产收益率(%)	3.8	(5.0)	5.1	6.9	8.1
已运用资本收益率(%)	5.9	(6.3)	8.0	10.6	12.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测