

有色金属行业

辰州矿业(002155)

评级: 增持

研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

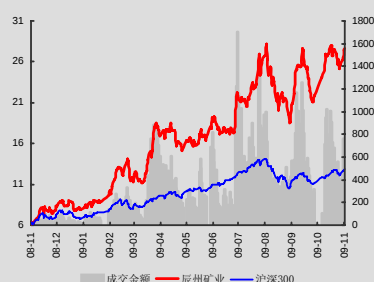
辰州矿业(002155):

积极开拓资源, 等待含苞待放时

投资要点:

- **资源优势明显。**公司主要从事金锑钨伴生矿、金锑伴生矿的勘探、采选、冶炼及深加工业务, 公司是湖南最大的产金公司、全球第二大锑锭和氧化锑生产商, 在处理金锑钨共生矿上有独到的技术优势。目前公司三种产品金、锑、钨资源自给率分别达到了 68%、70%和 100%。
- **积极扩充黄金储量, 未来两年公司黄金储量将有较大突破。**因公司拥有领先的金锑钨分离技术, 达国内行业先进水平, 因此公司较中金黄金、山东黄金毛利率高。但受资源储备量较小的限制, 公司盈利增长有限, 公司在明确了黄金是未来业务的发展重点后, 近几年通过 IPO 募投项目加大勘探、省内整合及省外并购等方式扩充资源储备, 预计未来两年公司黄金储量将有较大突破。
- **锑、钨业务稳步发展。**我国是锑最大的消费国和生产国, 其中湖南省的锑矿资源及锑产量能力居全国首位, 而公司与湖南有色垄断了湖南省境内的锑矿资源。公司的钨业务只能进第二梯队, 但是近几年来, 此块业务稳步增长。
- **投资建议:** 我们预计 2009-2011 年公司实现每股收益分别为 0.20 元、0.38 元和 0.60 元, 业绩增长明显。公司业绩对金价、APT 价格较为敏感, 即便我们按照三种产品当前的价格做较为保守的预期, 公司 2009-2011 年仍能实现每股收益分别为 0.18 元、0.32 元和 0.52 元。按照当前股价计算, 公司和行业内其他公司相比, PB 估值优势明显, 此外, 根据国际上流行的黄金企业估值指标 P/NAV, 公司股价相对低估, 考虑到公司的成长性和估值上的优势, 给予“增持”评级。
- **风险:** 黄金及钨、锑金属价格波动对业绩影响; 公司资源点较为分散, 小型矿山和新开发矿山较多, 不确定因素较多, 投入成本可能大于预先计划; 出口关税政策调整及资源税征收对业绩影响不确定。

辰州矿业与沪深 300 走势对比:



近期报告:

《有色金属行业: 黄金方向的选择?》2009年9月21日

《中金岭南(000060)冶炼产能提升的同时, 资源保障能力大幅提高》2009年8月26日

《厦门钨业(600549)主业稳步发展, 能源新材料业务成盈利新亮点》2009年7月29日

《有色金属行业: 本周一基本金属大跌, 后期调整压力加大》2009年6月23日

《有色金属行业: 美元大幅下挫, 推高金价》2009年5月22日

1、公司概况

- 公司主要从事金锑钨伴生矿、金锑伴生矿的勘探、采选、冶炼及深加工业务，目前公司主营收入由黄金、锑产品和 APT 构成，其中黄金业务贡献了 2008 年主营利润的 48.5%，2009 年上半年更是达到 69.30%。

图 2004-2009 年公司主营收入构成

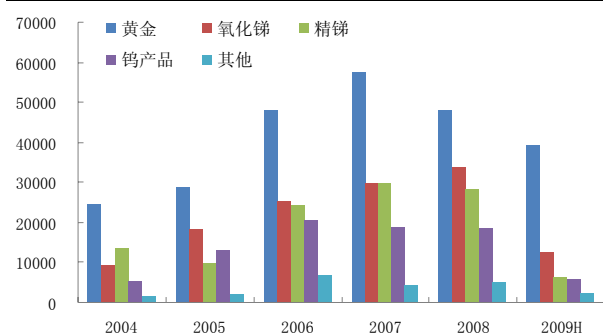


图 2004-2009 年公司各产品的毛利率变化

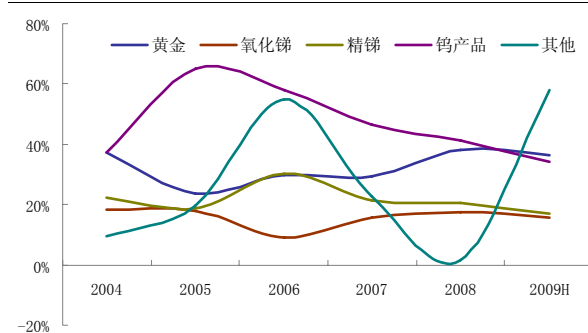


图 公司主营收入及增长情况

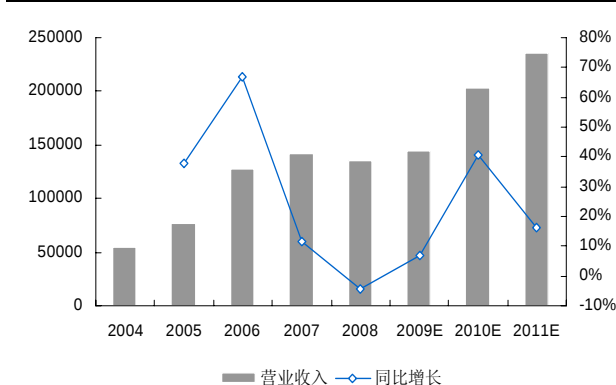
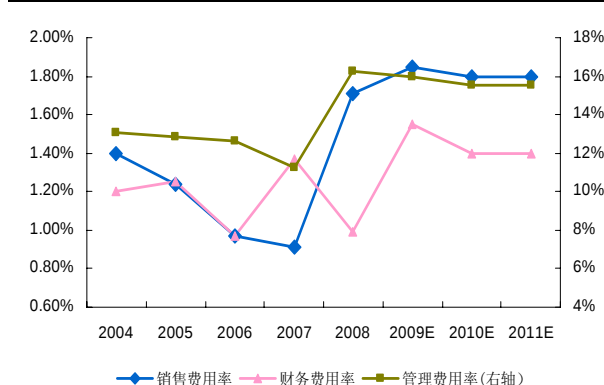


图 公司三费率变化



- 截至 2008 年，公司拥有和控制矿业权 32 个，其中，探矿权 16 个，面积 340.84 平方公里；矿权 16 个，面积 40.095 平方公里，公司保有资源储量矿石量为 1677.16 万吨。目前公司黄金、锑和钨的自给率分别为 68%、70%和 100%。这三种金属产品所在的行业规模相对偏小，发展空间相对有限，因此，公司未来的发展方针是“做大黄金，做强锑钨”。公司董事长曾表示，未来将坚持“推进发展不动摇、以效益为中心不动摇、加快机制转换不动摇、强化责任落实不动摇、确保和谐稳定不动摇”，确保“3 个 25%、2 个 10%”（黄金、仲钨酸铵自产量、净利润同比增长幅度不低于 25%，锑自产量及金、锑、钨探矿增储净增量同比增长幅度不低于 10%）的基本发展思路不改变。
- 公司目前拥有 27 家控股子公司，受金融危机影响，锑、钨价格自去年四季度以来出现大幅回落，出口需求恢复缓慢，目前只有沃溪本部、新龙矿业、湘安钨业、洪江辰州矿业和常德辰州锑品公司盈利，其他子公司仍处于微利或者亏损状态。

表 公司金属量、产能及自给率情况

	金属量	产能	自给率
黄金	32 吨	30 吨/年黄金精炼生产线	68%
锑	14.6 万吨	2 万吨/年精锑冶炼生产线、2 万吨/年多品种氧化锑生产线	70%
钨	4.4 万吨	5000 吨/年仲钨酸铵生产线	100%

表 公司主要子公司

公司名称	权益	概况
湖南新龙矿业	100%	上半年亏损 374 万
洪江辰州矿业	100%	上半年贡献净利润 69.27 万
叙浦辰州矿产	100%	主营黄金、锑精矿采选、加工
东安新龙矿业	100%	
隆回金杏矿业	100%	600 吨/日选厂扩建工程目前已投产
甘肃辰州矿业	100%	300 吨/日选厂上半年进行试生产
托里鑫达黄金矿业		
河北隆化鑫峰矿业	100%	2008 年 1 月收购，后追加投资，黄金矿开采
陕西辰州矿产	100%	
新邵辰鑫矿业	55%	
甘肃加鑫矿业	90%	
新邵四维矿产	51%	
湘安钨业	95%	主营白钨精矿、锑金精矿，1,500 吨/日选厂扩建工程进展顺利，上半年贡献净利润 844.64 万元
湖北潘隆新矿业	70%	铜矿、钨矿开采，500 吨/日选厂新建工程进入调试
城步苗族自治县威溪铜矿	50%	
新邵辰州锑业	100%	新龙矿业持股 35%，公司持股 65%，主营贵锑、锑氧
东港锑品	100%	主营锑、铅等有色矿的收购、冶炼加工
常德辰州锑品	100%	2007 年公司对其增资，主营三氧化二锑
怀化辰州机械有限责任公司	100%	
怀化辰州运输有限责任公司	100%	
怀化辰州工程有限公司	100%	
湖南省三润纳米材料产业有限公司	100%	
怀化湘西金矿设计科研有限公司	100%	
辰州矿业自备电源	52%	
辰州机电有限公司	100%	
新疆托里鑫达黄金矿业	100%	2007 年底收购，金矿
托里县大地宝贝 8 号黄金矿业	80%	2007 年 12 月收购 70% 股权，2008 年 6 月增资，金矿
中南钨锑贸易	85.7%	锑金矿、钨精矿贸易

2、三大业务情况

2.1 黄金业务：黄金储量面临突破

- 2008 年公司生产黄金 2.51 吨，同比减少 25.52%，其中冶炼金 0.81 吨，矿产金为 1.7 吨，冶炼金产量的下降影响到公司主营收入的下降，但其毛利率极低，所以对主营业务利润影响不大；2009 年上半年公司共生产黄金 2.06 吨，同比增长 91.24%，其中矿产金 1.28 吨，冶炼金 0.78 吨，因黄金销售均价同比下降 2.14%，且矿产金同比增长比例低于冶炼金增长比例，公司黄金业务的毛利率同比下降了 4.77 个百分点。
- 公司黄金业务一部分是自产金精矿冶炼而成，一部分是外购金精矿，还有部分外购贵锑和矿产金再精炼成黄金，相对其他金矿企业而言，公司矿产金毛利率较高（超过 60%，仅低于紫金矿业），这主要是因为公司在采、选、冶等各业务环节对共（伴）生的金、锑、钨均进行回收，成本相对较低。
- 虽然黄金业务贡献了公司近一半的利润，但是与山东黄金和中金黄金相比，公司的黄金储备量过小，制约了盈利的增长。不过公司明确了黄金未来业务的发展重点，近几年通过多种途径扩充资源储备，保持每年 4 亿左右资金的对外资源收购规模，目前公司黄金储备正面临突破：

（1）公司 IPO 募投项目是计划在 2007-2010 年对公司在湖南省控制的十大矿区进行地质勘探，主要包括公司本部矿区深部及周边、龙山金锑矿深部及周边、淑浦龙王江金矿深部及周边、响溪金矿深部及断坑矿区、安化白沙溪金矿、新邵坪上金矿、东安线江冲锑矿、辰鑫金矿、潭溪银金多金属矿及威溪铜矿。目前除了益阳安化白沙溪矿区已停止勘探、新邵坪上金矿探矿权已经转让外，其余矿区的勘探工作仍在按工程计划进行，并且公司对控制的目前已经开始或拟开始建厂生产的资源基地加大资源勘探力度，扩大资源储备量。此外，2008 年，隶属新龙矿业下的湖南隆回金杏矿山探获部分储量；武警黄金部队十一支队在湖南白马山探明了一座储量超过 30 吨的大型金矿，公司有望优先收购。我们预计 2010 年，公司资源储备量会有较大幅度的增长。

（2）公司是湖南最大且唯一的产金企业，根据湖南省的“黄金工业发展规划”，公司有望成为龙头企业整合省内资源。集团公司目前只有一个黄金洞矿山，在公开竞价机制下，公司竞争力会相对中金集团、山东黄金、紫金矿业和荣华集团弱些。

（3）公司近年来积极向外扩张，2008 年公告收购了新疆宝贝八号金矿、黄石潘潘隆新钨铜矿、河北鑫峰金矿等项目，2009 年 7 月公告收购加鑫矿业 90% 股权，其中新疆的两矿山黄金远景储量目前预计超过 12 吨，加鑫矿业拥有甘肃省四个探矿权，矿权面积 41.62 平方公里，估算地质储量为 333 级别的黄金 12 吨。

表 公司募投项目情况

项目	投资总额 (万元)	已投入	投入使用日期
1、公司本部矿区资源综合利用和环境治理项目	21,100	15474.23	2009 年底
2、公司洪江市响溪金矿资源综合利用项目	9,850	4681.0	2009 年初
3、叙浦辰州矿产公司龙王江金矿资源综合利用项目	7,780	1800.75	2009 年初
4、新邵辰鑫矿产有限责任公司资源综合利用项目(已变更)	9,700		
新疆托里县鸽子沟东金矿资源综合利用及股权收购		2424.97	2009 年底

新疆托里县宝贝 8 号金矿资源综合利用及股权收购		4922.79	2009 年底
5、新龙矿业有限责任公司资源综合利用项目	16,143	10970.91	2009 年上半年
6、公司所控矿权金锑钨矿资源勘查项目	24,080	7830.54	2010 年
合计	88,653		

图 各公司黄金储量对比

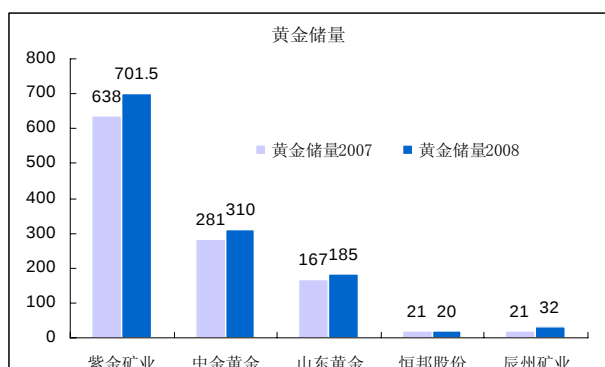


图 各公司矿产金对比

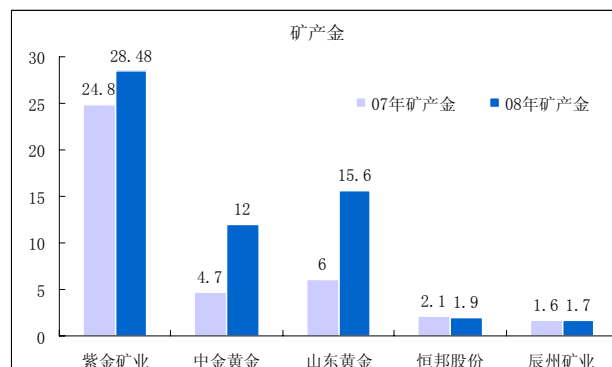
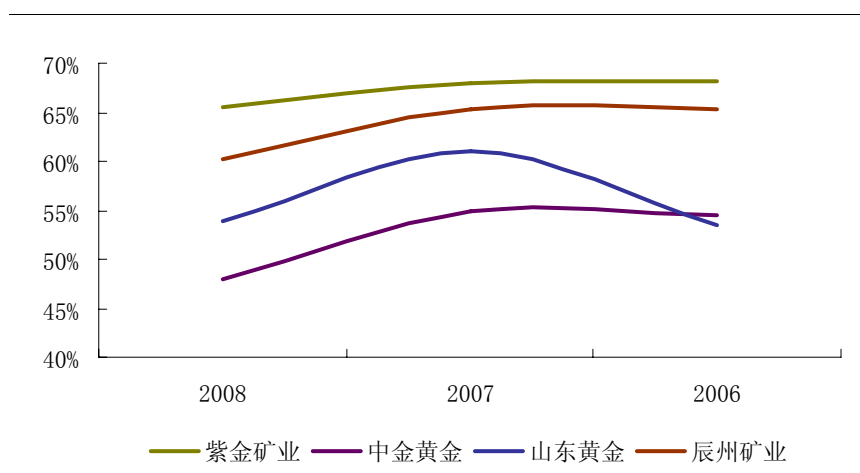


图 矿产金毛利率对比



2.2 锑业务

- 我国是锑最大的消费国和生产国，其中湖南省的锑矿资源及锑产量能力居全国首位，公司与湖南有色垄断了湖南省境内的锑矿资源，公司的锑产量在全球和全国都占据第二位，占全球锑产品市场份额的 10% 以上。目前世界锑产品 70% 用做阻燃剂，中长期来看，锑的下游应用领域得不到拓展，需求增长有限，所以公司的策略是稳定 2 万吨的产能，不盲目扩产，对于锑矿资源储备遵循“有绝对利润的低价收购”原则。
- 总体看，2009 年年初至今，长江现货锑价回升较快，目前 1# 锑锭报价已经为年内新高，且高于 08 年均价水平。我们认为，上半年锑矿山及冶炼企业减产或停产，国家限制开采力度加大、湖南有色宣布的收储计划、国内阻燃剂领域的锑消费呈增长态势等因素造成了锑供应偏紧的态势，此外，十一长假期间，国内最大的锑制品生产企业湖南闪星锑

业公司发生事故造成锑锭价格短期内出现较大涨幅。虽然目前国际锑需求并未明显好转,但是我们认为,中国因素的作用会更强一些,锑矿供应紧张的状况短期内也不会得到缓解,预计明年锑价将继续维持高位。

- 今年7月公司以零价格按承债式兼并重组了湖南省安化县国有中型矿山渣滓溪锑矿,该矿目前已具备年处理15万吨矿石及年产2500吨精锑的冶炼、深加工生产能力,是商务部锑品出口供货资格认证企业,国家重点锑品生产基地,拥有渣滓溪锑矿采矿权,面积0.7875平方公里,拥有渣滓溪锑矿采矿权深部及外围资源勘查3个探矿权,面积16.26平方公里。截止2007年底,渣滓溪锑矿保有资源储量为锑矿石量28.9万吨,金属量18065吨,钨矿石量8.6万吨,金属量593吨。收购后公司计划在3-5年内达到年产锑品5000吨,钨品500吨的生产能力,以提高产品自给率。
- 2008年公司共生产精锑15900吨(包括生产氧化锑内部转化7410吨),生产氧化锑9621吨;2009年上半年,公司共生产锑制品7952.64吨,同比7.96%,其中精锑3015.25吨,氧化锑4937.39吨,我们预计2009年全年公司共生产精锑6500吨,氧化锑9000吨,2010年公司生产精锑8000吨,氧化锑9000吨。

表 2002-2008 年我国精锑表观可供量

	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
精锑产量	119399	101565	124919	145526	150115	152869	183608
进口锑品折金属量	376	942	1614	11265	10095	3812	1430
出口锑品折金属量	61529	64362	66136	73596	66334	51563	52936
表观可供量	58246	38145	60397	83195	93876	105118	132102

图 我国锑产量和锑精矿产量情况

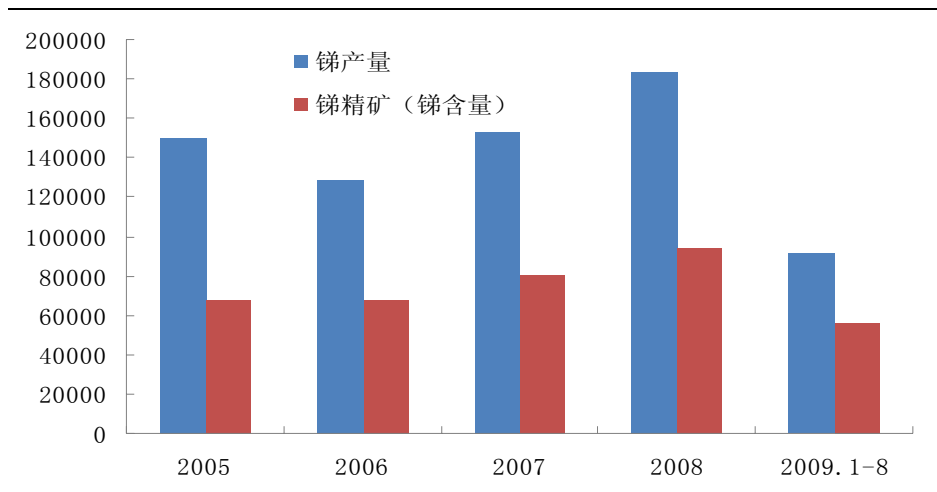


图 发达国家锑消费领域分布

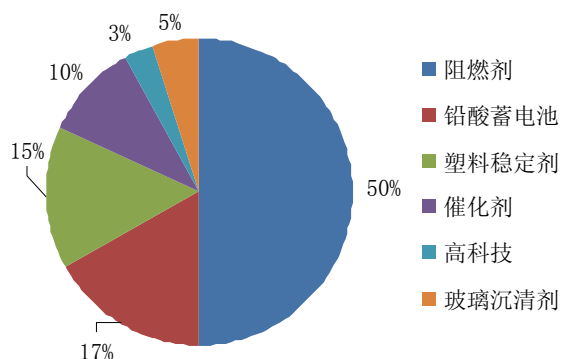


图 我国锑消费领域分布

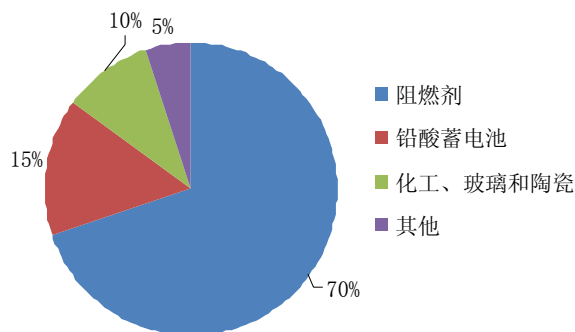


图 2008 年各地区锑产量占比

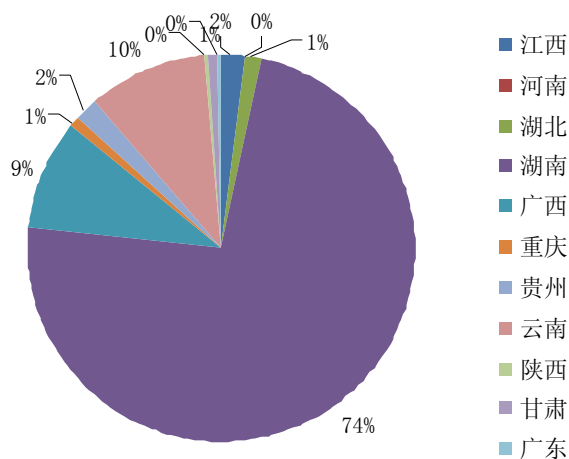
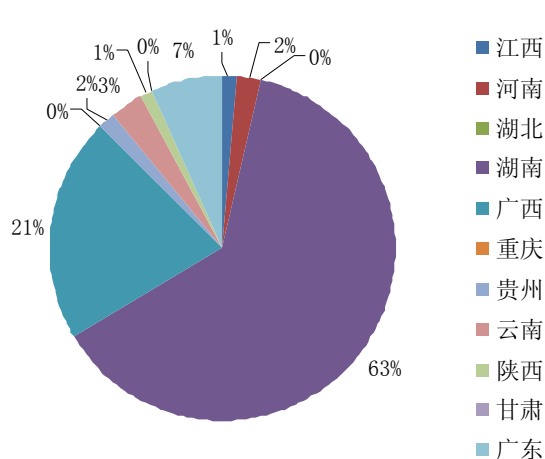


图 2008 年锑精矿产量占比



2.3 钨业务

- 2008 年公司共生产 APT1852 标吨，同比增长 29.87%，2008 年下半年尤其是四季度，受国际金融危机影响，APT 价格出现急剧下跌，导致公司四季度业绩环比下降幅度很大。
- 目前，江钨、湖南有色、赣州和厦门钨业四大集团对国内钨行业形成垄断，公司只能进入第二梯队。2008 年公司以现金 8400 万元投资黄石潘隆新钨铜矿 70% 的股权，由于前期钨价下跌，目前该矿处于亏损状况。此外，公司 2008 年通过收购湖南省中南锑钨工业贸易有限公司其他股东股权控股的 85.7% 股权，虽然目前公司未有产品直接出口销售，但是中南锑钨贸易有限公司拥有钨、锑的出口配额权，预计未来公司的产品销售空间扩大，出口销售会畅通无阻。

3、业绩预测与投资建议

3.1 盈利假设与业绩预测

- 十一长假期间，国际现货黄金价格大幅上涨，有效突破 1000 美元/盎司关口，目前更触及 1088 美元/盎司的高位，其中，美元的疲软起到了极其重要的作用。但我们认为，全球对经济失衡的担忧，及欧元和新兴经济体的货币升值后面临更大的国际贸易压力，或

引发央行干预，黄金在此高位将承压。不过，长期来看，美元的弱势和原油价格的强势将对黄金的下行空间起到支撑作用，我们预计明年黄金价格维持高位震荡，从更长期的角度考虑，我们依旧看好黄金的保值作用，金价未来有望新高。

- 按照公司内部发展规划，公司资产黄金量和自产 APT 产量将以每年至少 25% 的速度增长，而目前来看，钨价仍在底部运行，锑价已经出现较大幅度的上涨，预计明年 APT 需求好转，价格回升，而锑锭价格则维持高位。
- 公司 2008 年被确定为高新技术企业，2008-2010 年享受所得税优惠政策，实际所得税率为 15%。
- 我们预计 2009-2011 年公司实现每股收益分别为 0.20 元、0.38 元和 0.60 元，业绩增长明显，且公司业绩对金价、APT 价格较为敏感，我们按照三种产品当前的价格做较为保守的预期，公司 2009-2011 年仍能实现每股收益分别为 0.18 元、0.32 元和 0.52 元。

3.2 估值与投资建议

- 2008 年底公司公布的黄金储量为 32 吨，与中金黄金、山东黄金和紫金矿业相比，差距甚远，但是公司这两年正积极地扩展资源储备，通过探矿和收购来增加储备项目，我们预计未来两年公司的矿产储量将有明显的提高。
- 按照当前股价计算，公司和行业内其他公司相比，PE 估值优势不明显，但目前公司 PB 为 8.17 倍，低于黄金股 PB 均值 11.2 倍。此外，根据国际上流行的黄金企业估值指标 P/NAV，公司股价相对低估，考虑到公司的成长性和估值上的优势，给予“增持”评级。

表 公司产量情况假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
矿产金产量（吨）	1.61	1.7	2.57	3.6	4.5
冶炼金产量（吨）	1.75	0.81	1.3	2.5	2.5
黄金均价（元/克）	172	194.04	205	210	220
APT 产量（吨）	1426	1852	1800	2100	2700
APT 价格（元/吨）	150000	131300	96000	11000	130000
精锑产量（吨）	10870	8490	6500	8000	9000
锑锭价格（元/吨）	27340	33290	34000	36000	40000
氧化锑产量（吨）	10180	9621	9000	9000	10000
氧化锑价格（元/吨）	29350	35210	28000	31800	36500

表 黄金个股 P/NAV 指标比较

	中金黄金	山东黄金	紫金矿业	辰州矿业
代码	600489	600547	601899	002155
储量（吨）	345	191	701.5	80
吨完全成本（万元）	13800	11100	10000	12000
黄金长期平均售价（万元）	19000	19000	19000	19000
利润总额（亿元）	179.4	150.89	631.35	56
净利润（亿元）	134.55	113.1675	536.6475	47.6
总股本（万股）	79060.6	71153.62	1454130.9	54740
股价（2009.11.3）	58.300	68.350	9.350	27.210

P/NAV	3.43	4.30	2.53	3.13
P/NAV=2.0 时公司股价	34.04	31.81	7.38	17.39
P/NAV=3.0 时公司股价	51.06	47.71	11.07	26.09
P/NAV=3.5 时公司股价	59.57	55.67	12.92	30.43

注：辰州矿业黄金储备量以当前公司储量做预估

图 长江期货市场 1#锡锭价格

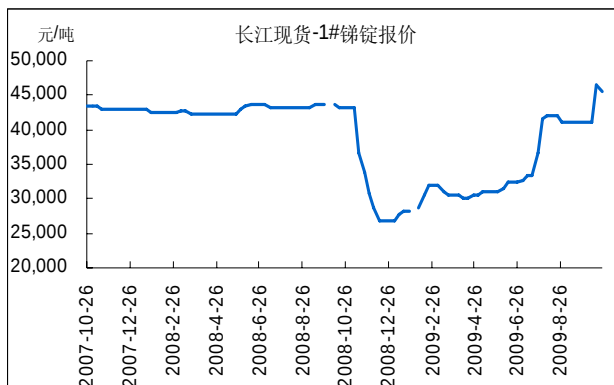
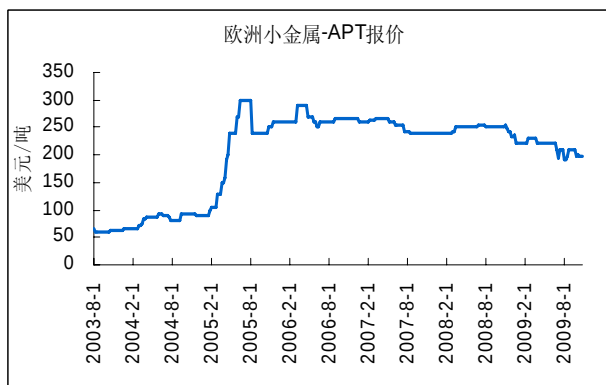


图 欧洲 APT 报价



利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.13	0.20	0.38	0.60	货币资金	581	580	590	550
营业收入	1356	1439	1878	2616	存货	342	350	365	321
营业成本	972	1007	1258	1700	应收账款	37	40	35	31
营业税金及附加	20	16	15	21	其他流动资产	170	288	292	296
销售费用	23	27	34	47	流动资产	1131	1258	1282	1198
销售费用率	1.71%	1.85%	1.80%	1.80%	固定资产	881	955	1173	1562
管理费用	221	230	291	405	长期股权投资	1	1	1	1
管理费用率	16.28%	16%	15.50%	15.50%	无形资产	285	306	327	315
财务费用	13	22	26	37	其他长期资产	298	381	327	346
财务费用率	0.99%	1.55%	1.40%	1.40%	非流动资产	1466	1643	1828	2224
资产减值损失	28	5	0	0	资产总计	2596	2901	3110	3422
公允价值变动	-	-2			短期借款	430	473	450	458
投资净收益					应付账款	122	164	139	136
营业利润	77	130	254	405	其他流动负债	143	150	142	133
加：营业外收入	11	0			流动负债	694	787	796	798
减：营业外支出	87	0			长期负债	30	30	30	30
利润总额	80	130	254	405	其他长期负债	1	83	2	2
所得税	15	26	51	81	非流动性负债	31	113	32	32
所得税率	18.13%	20.00%	20.00%	20.00%	负债合计	725	900	828	830
净利润	66	104	203	324	股本	547	547	547	547
少数股东损益	(4)	-5	-3	-3	资本公积	1041	1041	1041	1041
归属母公司净利润	70	109	206	327	股东权益合计	1794	1916	2202	2509
					少数股东权益	77	85	80	83
					负债股东权益合计	2596	2901	3110	3422
现金流量表（百万元）					主要财务指标				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	70	109	206	327	增长率(%)				
所得税支出	15	26	51	81	营业收入	-4.54	6.12	30.51	39.27
折旧和摊销	83	85	96	110	营业利润	-57.39	67.45	95.48	59.91
营运资本变动	(136)	(82)	(20)	(20)	净利润	-53.47	57.79	95.63	59.91
其他	61	54	46	43	利润率(%)				
经营现金流	74	192	379	541	毛利率	28.30	30.00	33.00	35.00
资本支出	(482)	(325)	(325)	(325)	EBIT Margin	6.79	10.56	14.90	16.90
投资收益	4	5	5	5	EBITDA Margin	12.93	14.91	18.61	19.70
资产变卖	0	0	0	0	净利率	4.85	7.21	10.80	12.40
其他	0	0	0	0	回报率(%)				
投资现金流	(478)	(320)	(320)	(320)	净资产收益率	3.53	5.20	8.90	12.50
发行股票					总资产收益率	2.54	3.58	6.53	9.47
负债变化	(15)	0	0	0	其他(%)				
股息支出	(89)	(80)	(20)	(20)	资产负债率	27.94	31.02	26.62	24.25
其他融资现金流	105	100	0	0	股息率	0.60	0.54	0.13	0.13
融资现金流	1	20	(20)	(20)					
现金及现金等价物净增加额	(402)	(108)	39	201					

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。