

评级：买入（首次覆盖）

有色金属

公司研究报告

 第一创业研究所
 分析师：巨国贤
 电话：0755-25832951
 邮件：juguoxian@fcsc.cn

万好万家（600578）

——增长靠钼金 爆发有铁锌

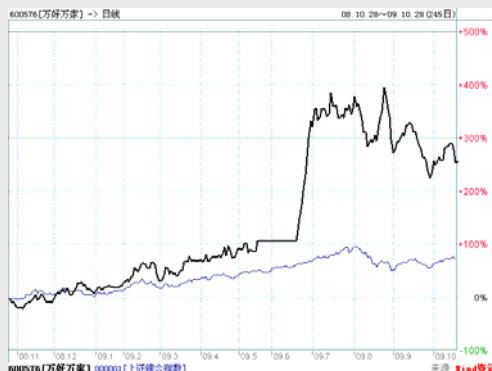
交易数据

52 周内股价区间（元）	2.77-18.83
总市值（百万元）	3136.18
流通股本（百万股）	103.62
流通股比率（%）	47.5%

资产负债表摘要(06/09)

股东权益	504.19
每股净资产	2.31
市净率	6.22
资产负债率	41.6%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

摘要:

- **万好万家由一家酒店转变为一家矿产资源企业 目前利润主要来自钼精矿和金精矿 未来铁精粉和锌精矿存在高增长** 公司在 2009 年 8 月 5 日的公告显示公司正通过资产置换以及发行股份购买资产的协议。根据该公告，公司将转型为一家拥有三个钼矿（权益钼金属储量 6.53 万吨）、两个金矿（按照公司公告权益黄金储量 3810 公斤，但按照黄金协会公布的增储值公司权益储量 7088 公斤）、一个铁锌矿并且参股一个铁矿（权益锌储量 28.72 万吨、权益铁储量 3946 万吨）的纯粹矿产资源企业。
- **钼产业产量增长不能带来利润增长** 钼产业是公司 2008 年主要的利润来源，由于钼价在 2008 年下半年的大幅下挫造成钼金属吨利润严重下降。随着钼价逐步企稳回升，我们预计公司 3 个钼矿产量会有逐步的提升。但即使这种提升也无法带来公司钼产业利润的提升，谨慎预计 2009 年公司钼产业利润将由 2008 年 1.66 亿元下降至 4500 万元左右。
- **黄金量价齐升带来公司利润的提高** 黄金精矿是公司第二大利润来源，约占 2008 年利润的 40%。黄金价格不断创出历史新高，已经从年初 880 美元/盎司上涨到目前 1090 美元/盎司，价格上涨使得黄金产业利润增长，预计 2009 年黄金产业利润由 2008 年的 1.1 亿增长为 1.5 亿元以上。
- **爆发还在铁锌：铁精矿权益产量增长 12 倍 锌精矿从零到 2.5 万吨** 铁精矿和锌精矿是公司第三块主要业务，目前利润主要来自于公司持有 10% 权益的马坑矿业。根据公司对 100% 权益的谢尔塔拉铁锌矿的规划，谢尔塔拉铁锌矿将生产 37 万吨铁精粉、2.5 万吨锌精矿。公司铁精矿权益产量将增长 12 倍至 40 万吨，锌精矿将从零增长到 2.5 万吨。预计 2009、2010、2011 铁锌产业贡献利润 690 万、3750 万、9500 万。
- **给予公司“买入”投资评级** 无论从储量估值的角度，还是从业绩增长的角度，我们都对该公司的未来持乐观态度，因此给予“买入”的投资评级。需要提醒的是，投资者应注意证监会否决此项资产置换交易的风险，因为这种否决意味着我们对此公司的分析基础将得到彻底颠覆。

		2009	2010	2011
收入	万元	38,240	64,570	94,971
收入增长			68.9%	47.1%
净利润	万元	20,579	29,559	43,642
净利润增长			43.6%	47.6%
股本	万股	50,309	50,309	50,309
每股净利润	元/股	0.41	0.59	0.87



目 录

1、公司简介：金、钨、铁、锌并行的矿业新贵	3
1.1、从经济型酒店转型为矿产资源企业	3
1.2、形成金、钨、铁、锌四大产业平台	5
1.3、利润：现在靠钨金，未来有铁锌	5
2、钨产业：走向阳光明媚的日子	6
2.1、钨：中国因素推动钨价上行	6
2.2、公司钨精矿：产量增长持续中	8
2.3、公司钨加工：稳步发展待回报	11
3、黄金产业：高品位 主旋律	12
3.1、国际金价不断创新高	12
3.2、公司金矿：高品位矿山储量扩	13
4、锌铁产业：价格在涨 产量在升	15
4.1、铁锌精矿：涨价还是主旋律	15
4.2、铁精矿：权益产量即将有 12 倍的增长	16
4.3、锌精矿：从零到 2.5 万吨产量增长	16
5、盈利预测、估值及投资建议	17
5.1、盈利预测	17
5.2、公司合理估值在 22.05 元/股	17
5.3、投资建议：买入	20



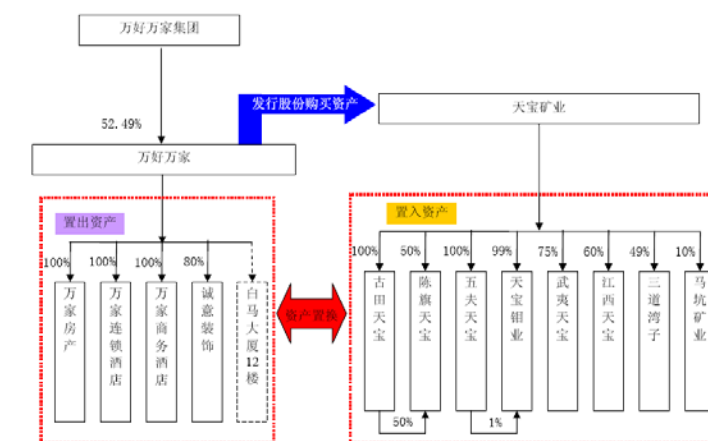
1、公司简介：金、钨、铁、锌并行的矿业新贵

1.1、从经济型酒店转型为矿产资源企业

公司发展简介

万好万家原本是一家经济型酒店运营企业，2009年8月5日发布了资产置换以及发行股份购买资产的协议。此项目完成之后，公司将变身作为一家以钨矿和金矿开采为主，锌、铁矿开采为辅的矿产资源型企业。

图 1：资产置换情况图



数据来源：第一创业研究所

公司的钨矿平台主要有古田天宝（100%）、五夫天宝（100%）、武夷天宝（75%）、天宝钨业（100%）。古田天宝持有 100%的西朝钨矿股权，五夫天宝持有坪地钨矿 100%的股权，武夷天宝持有上西坑钨矿 100%的股权，天宝钨业主要从事钨的深加工。

随着公司资源战略的实施，公司已经转型为一家综合性的矿产资源公司，以下是目前公司的矿产资源情况表以及各品种权益储量表。

表 1：公司矿产资源情况一览表

权益	子公司	权益	矿山名称	品种	单位	查明储量	品味	预测储量	品味
100%	古田天宝	100%	西朝钨矿	钨	吨	47,549	0.154%	7,702	0.147%
75%	武夷天宝	100%	上西坑钨矿	钨	吨	10,195	0.208%	1,189	0.297%
100%	五夫天宝	100%	坪地钨矿	钨	吨	1,871	0.155%	590	0.082%
100%	陈旗天宝	100%	谢尔塔拉铁锌矿	铁	吨	19,547,662	32.980%	5,787,600	
				铁锌含铁	吨	3,137,702	30.650%		
				锌	吨	172,756	1.960%	6,540,000	
				铁锌含锌	吨	114,434	1.120%		
60%	江西天宝	100%	金家坞金矿	金	公斤	2,822	3.67克/吨		
49%	三道湾子	100%	三道湾子金矿	金	公斤	4,321	8.93克/吨		
10%	马坑矿业	100%	铁矿	铁	吨	135,739,661	38.400%		
				铁钨含铁	吨	31,991,433	34.310%		
				钨	吨	34,162	0.087%		
				铁钨含钨	吨	48,486	0.052%		

数据来源：第一创业研究所



表 2: 各品种权益储量表

品种	单位	查明储量
钨	吨	65331.05
金	公斤	3810.49
锌	吨	287190
铁	吨	39458473.4

数据来源: 第一创业研究所

公司股东情况简介

在资产置换完成后公司控股股东为天宝矿业。天宝矿业主要股东为潘振东、潘德滨、潘德源、潘振泉、潘振禄。潘振东先生为潘振泉先生、潘振禄先生之胞兄,为潘德滨先生、潘德源先生之父亲。潘振东先生、潘振泉先生、潘振禄先生、潘德滨先生、潘德源先生共同为天宝矿业的实际控制人。

天宝矿业是一家从事以钨为主,黄金、铁等其他金属为辅的矿产资源投资、勘查、采选及矿产品销售的综合矿业公司,其本身为投资管理型公司,具体的矿山勘查、采选等业务由下属各矿业企业运营。目前天宝矿业拥有全资及控股企业 21 家,合营及参股企业 6 家,控制有 4 个生产矿山、多个在建及拟建矿山,采矿权面积 8.62 平方公里,探矿权面积 653.49 平方公里,主要分布于福建、江西、内蒙古、新疆、黑龙江、青海、四川、河南等地。

表 3: 天宝矿业集团旗下公司目录

业务划分	名称	主营业务	注册资本 (万元)	控股比例 (%)	备注
生产矿山类	古田天宝	钨矿的勘查、开采、加工及销售	3,300	100	
	武夷天宝	钨矿的勘查、开采、加工及销售	5,000	75	
	五夫天宝	钨矿的勘查、开采、加工及销售	3,300	100	
	江西天宝	金矿的勘查、开采、加工及销售	10,000	60	
在建矿山类	陈旗天宝	黑色金属、有色金属矿的勘查、开采、加工及销售	20,000	100	直接持股 50%, 通过古田天宝间接持股 50%
深加工类	天宝钨业	钨金属及衍生物的研发、深加工、生产	8,000	100	直接持股 99%, 通过五夫天宝间接持股 1%
探矿及投资类	德安天宝矿业有限公司	铅锌矿、锑矿的勘查	3,300	60	
	浦城天宝矿业有限公司	铅锌矿的勘查	500	100	
	阿勒泰市天宝实业投资有限公司	铅锌矿的勘查	500	80	
	北京山水达诚投资有限公司	矿产资源投资	1,000	100	
	新疆西北天宝地勘投资有限公司	西北地区矿产资源勘查、投资	1,000	100	
	新疆天琴矿业技术有限责任公司	新疆地区矿产资源勘查、投资	50	100	通过新疆西北天宝持有
	乌鲁木齐天宝云龙矿业有限公司	铜矿的勘查	100	100	通过新疆西北天宝持有
	巩留金山矿业投资有限责任公司	矿产资源投资	50	100	通过新疆西北天宝持有
	四川省甘孜州天宝矿业有限公司	矿产资源勘查、投资	700	70	
	卢氏县鑫隆矿业有限公司	铅锌矿的勘查	50	100	
	河南天宝大地矿业有限公司	河南地区矿产资源勘查、投资	1,400	100	
	黑龙江省东煌天宝投资有限公司	东北地区矿产资源勘查、投资	1,000	100	
	黑龙江天宝矿业投资有限公司	黑龙江地区矿产资源勘查、投资	500	70	通过黑龙江东煌天宝持有
	四川西南天宝地勘投资有限公司	西南地区矿产资源勘查、投资	1,000	100	
	福建天宝矿业投资有限责任公司	福建地区矿产资源投资	500	100	
合营企业	三道湾子	金矿的采选、加工、销售	1,000	49	
	云南云宝铂钨矿业有限公司	铂、钨等有色金属矿的勘查	2,774	48.98	通过北京山水达诚持有
	庐山天宝地矿有限公司	住宿、餐饮、服务	500	50	
	南昌天宝矿业有限公司	江西地区矿产资源战略投资和销售	100	50	
参股公司	福建省上钻矿业开发有限公司	矿产资源勘查、投资	750	53.33	
	马坑矿业	铁矿的开采、加工、销售	32,500	10	

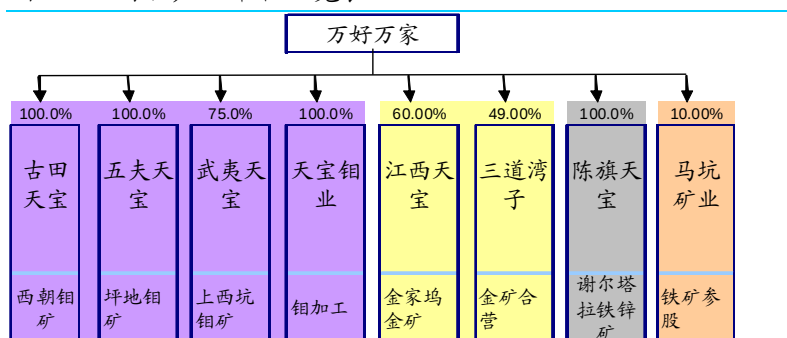
资料来源: 招股说明书



1.2、形成金、钨、铁、锌四大产业平台

公司资产置换完成后形成了钨、黄金、锌、铁四大产业，四大产业平台结构如下：

图 2：公司各产业平台一览表



数据来源：第一创业证券研究所

从各产业平台的收入和利润来看，2008 年度公司主要利润来源于古田天宝的西朝钨矿和三道湾子金矿。具体情况如下：

表 4：公司各产业平台一览表

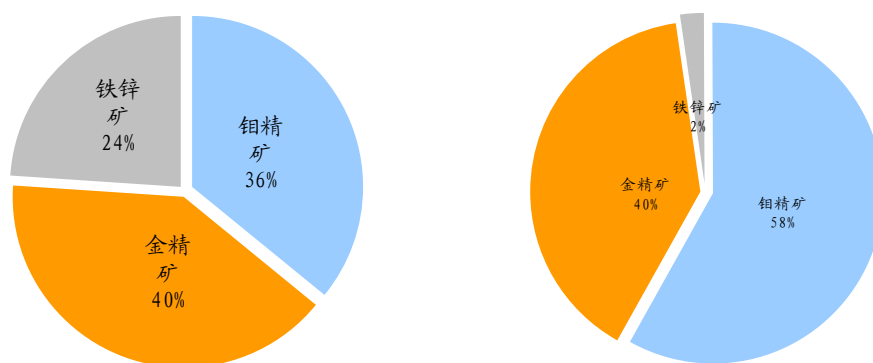
公司名称	矿区名称	收入（万元）	利润（万元）	权益利润（万元）
古田天宝	西朝钨矿	32,241	14,711	14,711
武夷天宝	上西坑钨矿	8,469	1,865	1,399
五夫天宝	坪地钨矿	2,326	-138	-138
陈旗天宝	谢尔塔拉铁锌矿	15	-460	-460
江西天宝	金家坞金矿	4,086	-182	-109
三道湾子	三道湾金矿	44,512	22,454	11,002
马坑矿业	铁矿	28,723	11,056	1,106

数据来源：第一创业证券研究所

1.3、利润：现在靠钨金，未来有铁锌

公司目前形成了钨、金、铁、锌四大产业，尽管目前公司利润主要来自于钨、金矿，但未来铁精矿权益产量增长 12 倍、锌精矿从零到 2.5 万吨的增长将使得铁、锌产业对利润的贡献大大增强。

图 3：公司收入结构、公司权益利润结构



数据来源：第一创业研究所



2、钼产业：走向阳光明媚的日子

钼价将伴随中国固定资产投资热潮而提高。钼的需求主要在于钢铁领域，从区域看主要是中国。在金融危机后中国经济的强劲增长有目共睹。我们看到钼产业正在伴随中国固定资产投资等方面的发展而发展，也看到全球钼产量增长捉襟见肘的现状，因此对钼的价格趋势持续看好。

公司钼精矿产量逐步回升。2008 年公司上西坑钼矿和坪地钼矿产量出现下滑，这种事情在金融危机的背景下也容易理解。我们认为随着中国经济的快速恢复、钼价的逐步回升，公司钼精矿产量提升值的期待。

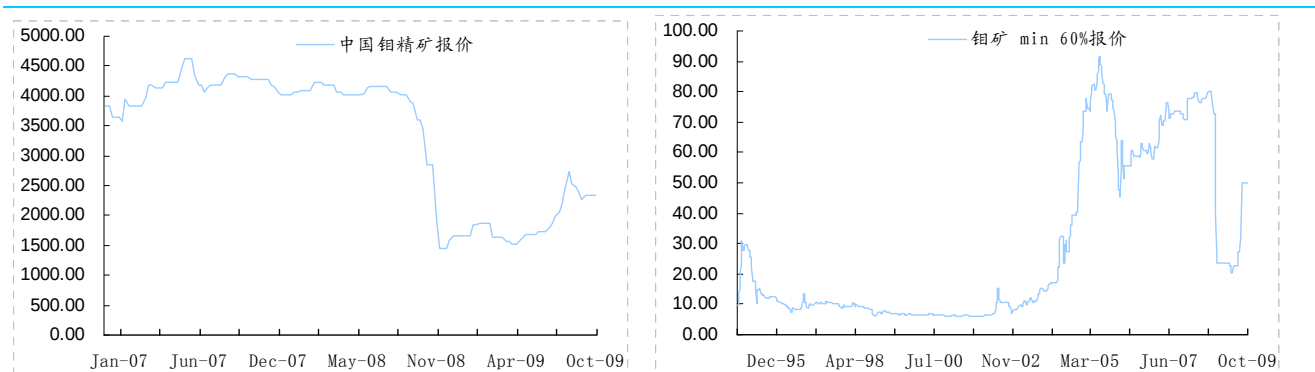
价格提升和产量提升将逐步提高公司业绩。2009 年和 2008 年相比较起来，钼价下挫是影响公司钼板块利润的最核心因素。而在 2010 年和 2009 年比较起来，在预期的金属价格、产量增长提升下，业绩提升值得期待。

2.1、钼：中国因素推动钼价上行

价格：逐步回暖趋势明显

钼精矿在 2008 年金融风暴中价格暴跌，随着各国救助计划和刺激经济计划的实施，钼精矿价格正在恢复过程中。我们认为无论从货币因素来看还是供需因素来看，钼精矿价格回升值得期待。

图 4：钼精矿价格走势



数据来源：Bloomberg

从供需平衡来看，2008 年供大于需主要原因在于金融危机造成的影响，而 2009 年逐步恢复的需求将对供需产生较大的影响。我们这里列出历年供需平衡表，在其后部分从需求和供给两方面分析供需的现状。

表 5：钼供需平衡表

	2004	2005	2006	2007	2008
全球钼产量	170,693	176,395	187,315	207,000	213,800
全球钼消费量	173,946	181,824	191,449	209,925	209,743
供需差额	-3,253	-5,429	-4,134	-2,925	4,057

	2004	2005	2006	2007	2008
中国钼产量	53,293	35,695	47,315	66,348	81,265
中国钼进口量	11,760	22,261	13,542	7,954	3,352
中国钼出口量	46,398	35,136	34,452	33,929	24,573
中国钼消费量	18,655	22,820	26,405	40,373	47,460
供需差额	0	0	0	0	12,584

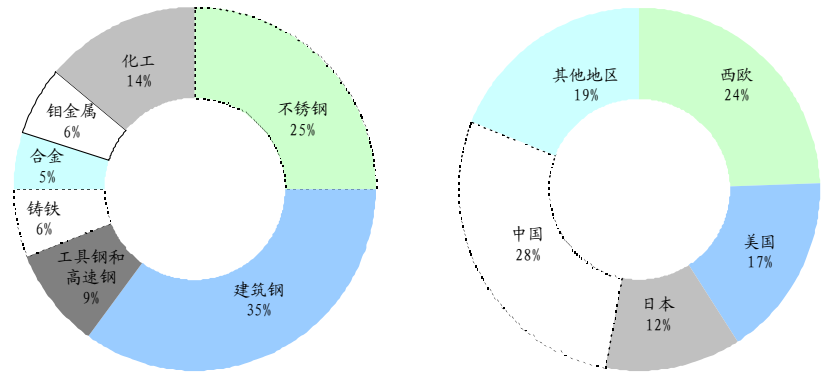
数据来源：安泰科



需求：中国因素是主力

占钼消费量 28%的中国正在复苏拉动钼的需求 钼主要用作钢铁产业，而其中最主要的就是不锈钢、建筑钢产业。从国别来讲，中国已经以 28% 的占比位居世界钼需求量第一位。中国经济在经济复苏中领先全球，这将推动钼需求量的提升。

图 5：钼的用途、钼各国消费比例



数据来源：国际钼协、美国 2009 Mineral Commodity Summary

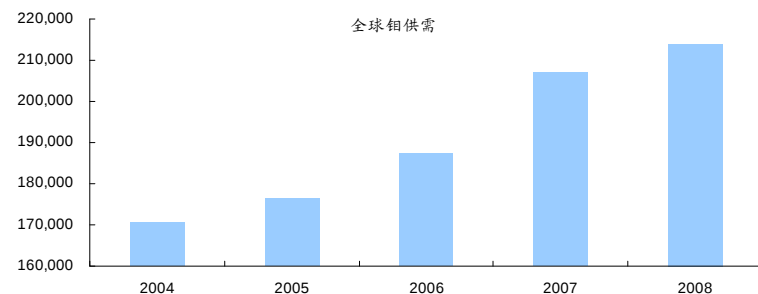
表 6：各国使用钼的情况

	2008年上	占比	2008年	占比	2009年上半年	占比
美国	18,144	17.04%	35,000	16.49%	13,608	16.60%
西欧	32,190	30.24%	59,600	28.09%	19,958	24.35%
日本	13,614	12.79%	30,000	14.14%	9,979	12.17%
中国	23,000	21.61%	50,400	23.75%	23,000	28.06%
其他地区	19,951	18.74%		0.00%	15,422	18.81%
全球总计	106,451	100.00%	212,200	100.00%	81,967	100.00%

数据来源：安泰科

即使是金融危机也无法阻碍钼需求的连年高增长 从全球钼产销量来看，即使在金融危机严重的 2008 年，钼的供需量也在增长。钼主要应用领域在于钢铁，核心应用于建筑领域。后金融危机时代中国的“铁公基”项目的大量释放将快速拉动钼的需求，造成钼需求的高增长。从这个角度来看，我们认为未来几年钼需求存在着快速增长的可能。

图 6：全球钼产量增长情况



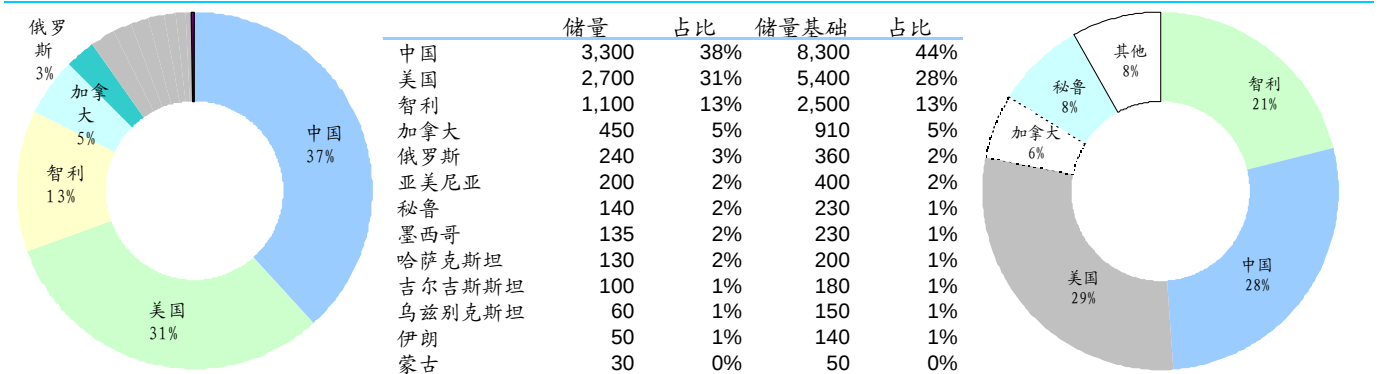
数据来源：安泰科



供应:

钼储量高度集中使得钼矿可以获取高利润。从钼的储量来看,中美占有绝对的优势。中美共同占据钼储量的 68%, 加上智利, 则前三个国家储量占据储量的 81%。高集中度的钼储量结构使得行业有望获取垄断的高利润。

图 7: 钼的储量分布、钼的各国生产比重



数据来源: 2009 Mineral Commodity Summary

钼产量高度集中使得钼价能够保持高位 从全球来看, 前十家钼产品公司市场占有率约在 65—70%。较高的市场占有率将会使得钼价能够保持在高位, 保持行业的高利润。

表 7: 全球 10 大钼供应商生产情况

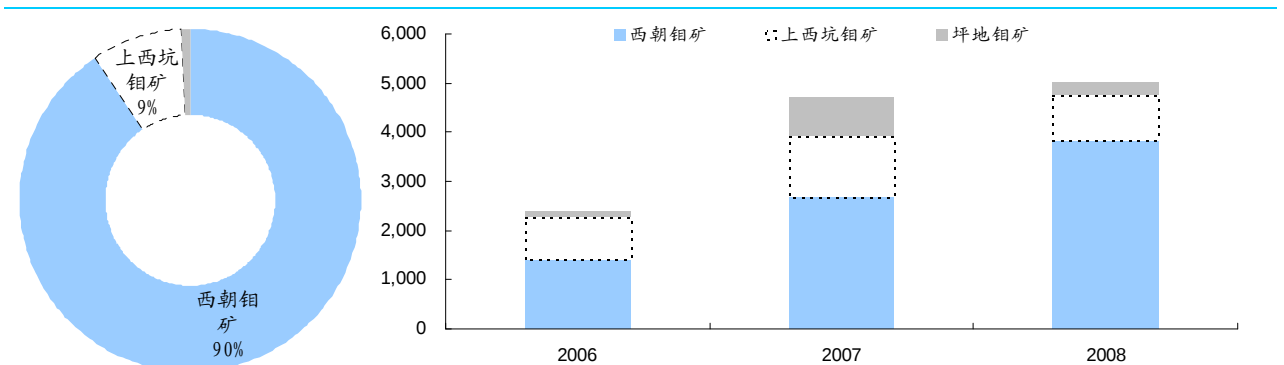
	2007年	2008年	2009年计划
美Freeport-McMoRan铜金公司	31,780	33,142	27,240
智利Codelco公司	27,900	21,000	20,430
墨西哥集团	16,207	16,390	16,390
力拓集团美国Kennecott公司	14,900	10,600	9,000
洛钼集团	13,897	15,300	13,500
金堆城钼业集团股份有限公司	12,837	13,950	12,600
智利Antofagasta矿	10,200	7,800	8,100
加Thompson Creek金属公司	7,400	11,577	10,896
必和必拓秘鲁Antamina矿	6,387	6,078	4,086
Xstrata智利Collahuasi矿	3,859	2,894	2,894
合计	145,367	138,731	125,136

数据来源: 安泰科

2.2、公司钼精矿: 产量增长持续中

公司钼矿有控股 100%的古田天宝持有的西朝钼矿、控股 75%武夷天宝持有的上西坑钼矿、控股 100%的五夫天宝持有的坪地钼矿。

图 8: 钼权益利润来源、三个钼矿产量情况



数据来源: 第一创业研究所



古田天宝（权益 100%）：西朝钼矿产量稳定增长

表 8：古田天宝资产与盈利情况

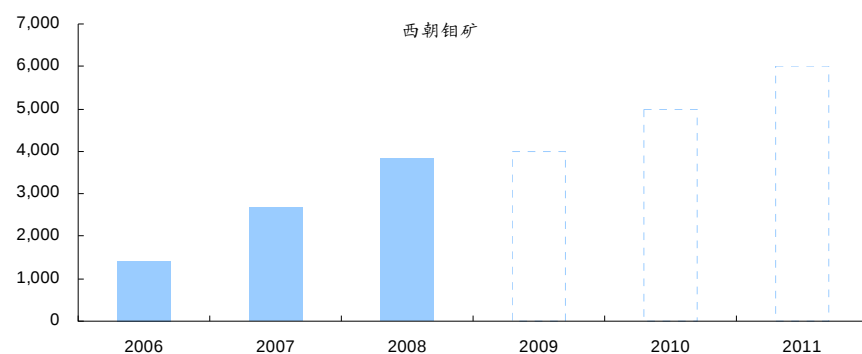
古田天宝	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
总资产	69,801	37,348	18,846
净资产	19,708	19,250	8,285
科目	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	32,241	32,753	11,084
净利润	14,711	15,452	4,985

数据来源：第一创业研究所

古田天宝运营的西朝钼矿是公司最主要的钼产业平台，成本低是西朝钼矿最大的优势。古田天宝是公司最重要的钼产也平台，其贡献的利润占公司钼板块权益利润的 90%。从公司公告数据来看，西朝钼矿具有成本低的优势。即使在金融风暴肆虐的 2008 年，公司也有 1.47 亿元的利润，此时净利率维持在 45.6%。

钼价同比大幅下挫造成公司 2009 年盈利微薄 2009 年钼精矿均价 1600 元/吨，同比 2008 年的 3900 元/吨下降 59%。由于价格大幅度的下挫，我们预计古田天宝盈利微薄，勉强维持盈利。由于钼价逐步回暖，我们对古田天宝未来钼产量预计如下：

图 9：古田天宝钼精矿产量及预测



数据来源：第一创业研究所

武夷天宝（权益 75%）：上西坑钼矿目前利润微薄

表 9：武夷天宝资产与盈利情况

科目	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
总资产	22,325	19,220	13,721
净资产	7,622	11,358	5,230
科目	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	8,469	16,493	9,331
净利润	1,865	6,197	2,230

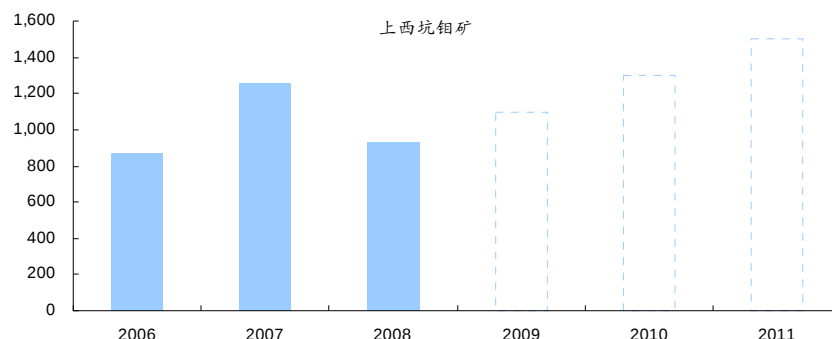
数据来源：第一创业研究所

武夷天宝 2008 年贡献了钼产业利润的 10%，钼精矿产量平稳增长。武夷天宝是公司钼产业第二大产业平台，从公司公告数据来看，武夷天宝上西坑钼矿品位 0.208% 要高于古田天宝西朝钼矿品位 0.154%，但其生产成本优势并未得到体现。我们认为这是由于生产规模的限制所致。在不考虑公司大型投资的情况下，此矿的毛利率暂难看到改观。



目前盈利微薄 武夷天宝上西坑钼矿毛利率低于西朝钼矿。在钼价大幅下挫的情况下西朝钼矿盈利较为有限，武夷天宝亦是如此。我们预计武夷天宝 2009 年盈利或者亏损额都不是很大，对利润贡献有限。

图 10: 武夷天宝钼精矿产量及预测



数据来源: 第一创业研究所

五夫天宝 (权益 100%): 坪地钼矿要看未来

表 10: 五夫天宝资产与盈利情况

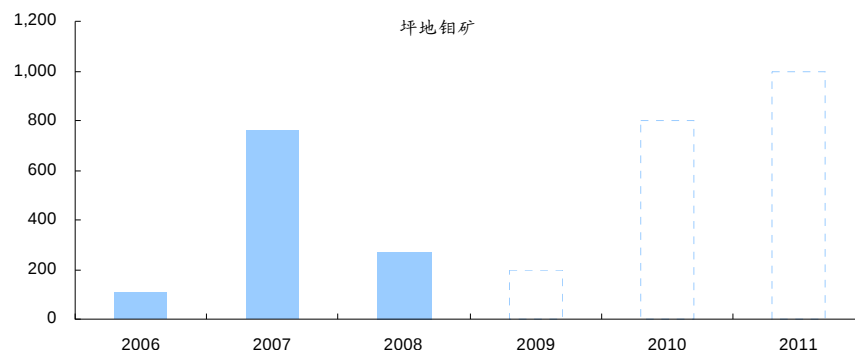
五夫天宝	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
总资产	8,985	14,693	11,797
净资产	3,444	6,971	3,576
科目	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	2,326	8,730	1,263
净利润	-138	3,395	276

数据来源: 第一创业研究所

五夫天宝 2009 年料将亏损 五夫天宝主要资产是坪地钼矿,其在 2008 年钼精矿均价高于 2009 年时已经处于亏损状态,因此我们认为其 2009 年盈利必将为负,拖累公司钼板块业绩。

亏损对公司业绩影响有限 五夫天宝 2008 年收入 2326 万元,亏损 138 万元。由于 2009 年钼价远低于 2008 年,因此我们预计公司会降低产量,亏损额在 300 万元左右。

图 11: 五夫天宝钼精矿产量



数据来源: 第一创业研究所



2.3、公司钼加工：稳步发展待回报

天宝钼业（权益 100%）：靠深加工提升单位利润

天宝钼业是公司唯一一个钼深加工的产业平台，目前处于建设期，预计 2010 年 6 月投产，目标是建成年产钼粉 1000 吨（其中自用 800 吨、外销 200 吨），钼烧结制品 130 吨、钼丝 400 吨、钼板及钼箔 110 吨、其他深加工产品 360 吨，预计年实现销售收入 8.18 亿元，税后利润 9661 万元。

钼的深加工具有调试过程长的特点，本着审慎的原则，我们对 2010 年该公司的盈利持谨慎态度，盈利预测中未考虑该公司对 2010 年贡献的利润。



3、黄金产业：高品位 主旋律

2008 年黄金板块利润占到公司总利润 40%左右，而 2009 年钼价的低迷和黄金价格的高涨，黄金利润占比必将超过 70%。

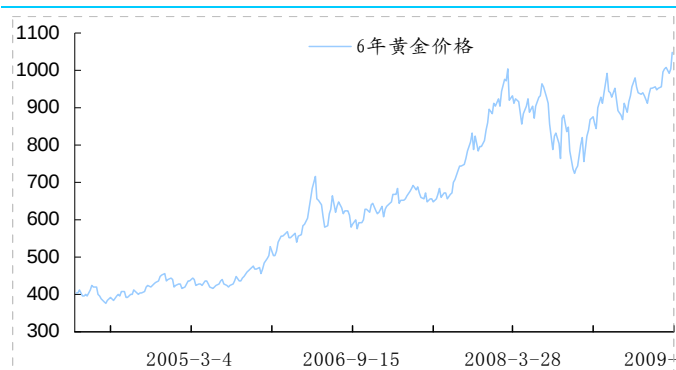
3.1、国际金价不断创新高

价格：不断创出历史新高的价格

出于对未来通胀的预期，黄金的投资需求被放大。与此同时，官方售金也速度减缓。供应的减缓和需求的放大造成价格不断创新高。

基于全球纸币泛滥的预期，我们也看好黄金未来的价格。

图 12：黄金行业价格情况

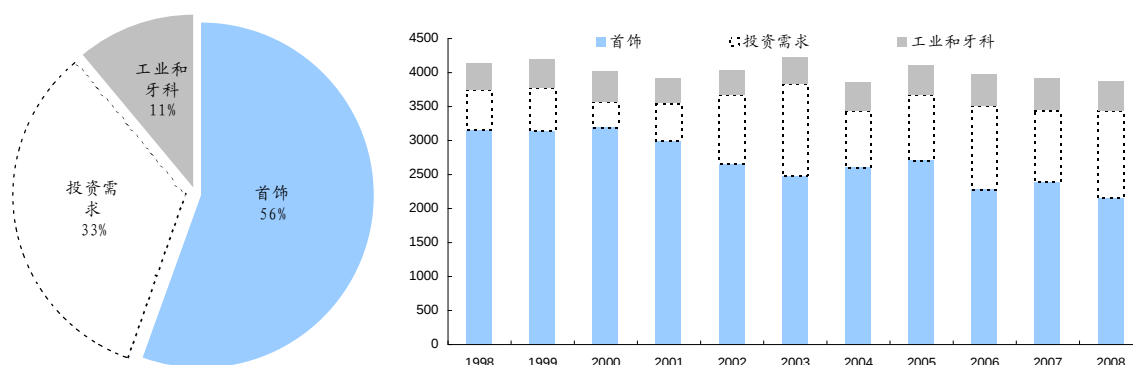


数据来源：第一创业研究所

需求：投资成为主动力

从需求的变化来看，首饰需求基本平稳，投资需求的变化成为左右黄金价格的最主要力量。投资需求主要关注点在投资者对货币未来的预期。从目前情况来看，以美元为首的纸币出现了泛滥的局面，投资者对未来通胀的预期较强，这种预期下投资性需求较为旺盛，将进一步推动黄金价格的上行。

图 13：黄金行业需求情况



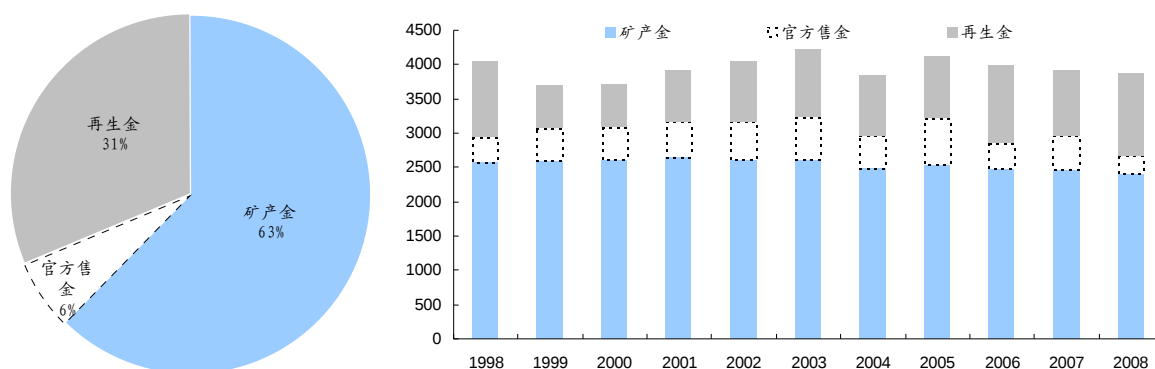
数据来源：第一创业研究所



供给：矿产金平稳 官方售金减少

从供给来看，矿产金历年逐步减少，官方售金的波动对供给影响较大。历年矿产金供应较为平稳，逐年减少。我们预计未来两年黄金矿产金逐年减少趋势不变。从官方售金来看，由于纸币泛滥带来规避风险的预期，官方售金也出现减缓的趋势。在全球纸币泛滥化的趋势下，央行售金也将变得迟缓，从而造成黄金供应偏紧的局面。

图 14：黄金行业供给情况



数据来源：第一创业研究所

3.2、公司金矿：高品位矿山储量扩

万好万家公司主要的金矿有两个，其一是权益 49% 的三道湾子金矿，其二是公司持有 60% 权益的江西天宝拥有的金家坞金矿。目前三道湾子金矿是公司的主力金矿区，金家坞金矿正处于建设期。

三道湾子金矿：高品位 储量增长 2.75 倍

表 11：三道湾子金矿资产与盈利情况

三道湾子	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
总资产	66,523	33,887	12,187
净资产	34,305	23,850	8,310
科目	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	44,512	32,243	
净利润	22,454	16,364	-253

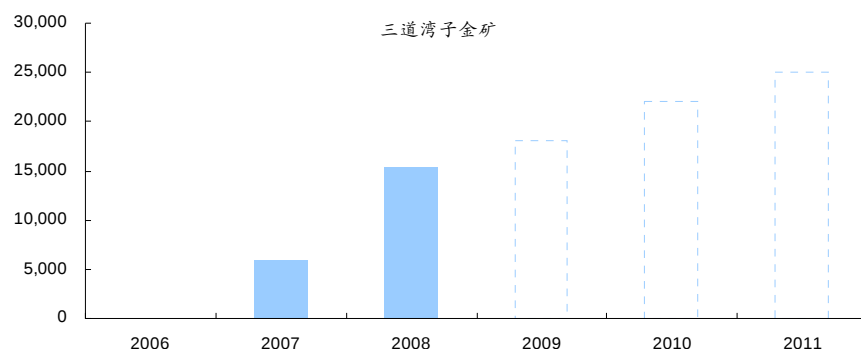
数据来源：第一创业研究所

高品位 高利润 三道湾子金矿品位为 8.93 克/吨，远高于普通金矿。品位的提高将使得采矿、选矿成本的降低，有助于降低企业成本，从而提高金矿的盈利水平。

储量由 4 吨增加至 11 吨 据中国黄金协会报道：2009 年 3 月 27 日，黑河市发改委组织专家对“黑河市三道湾子岩金矿 I、III 号矿带补充详查项目”的验收报告称金、银、铋资源/储量超过了设计的预期目标(金储量由项目立项时预期的 4 吨增加到 11 吨)。我们认为中国黄金协会关于行业的报道较为可信。储量增长接近 2.75 倍的事实将使得三道湾子金矿开发年限大大提升，我们预计开采量也会得到提升。



图 15: 三道湾子生产情况



数据来源: 第一创业研究所

金家坞金矿: 增长仍在持续中

表 12: 金家坞金矿资产与盈利情况

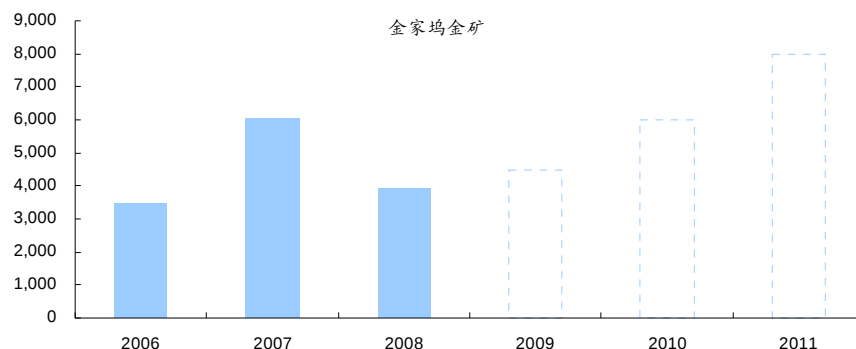
江西天宝	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
总资产	13,809	13,875	10,466
净资产	12,610	12,793	9,002
科目	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	4,086	4,360	2,373
净利润	-182	-34	-321

数据来源: 第一创业研究所

低品位、低产量造成前几年不盈利 公司控股 60%的江西天宝拥有金家坞金矿的资产。金家坞金矿品位较低, 约为 3.67 克/吨。除此以外, 公司的低产量使得公司单位成本较高, 造成公司自 2006 年以来盈利较差。当然, 我们关注到 2008 年金价不断上行的情况下产量出现了下降, 我们推测为公司进行建设准备扩大生产, 因此对该矿未来产量增长抱以乐观态度。

盈利之门已经打开 黄金价格的不断上行为金家坞金矿盈利敞开了大门。2009 年黄金均价 935 美元/盎司比 2008 年的 872 美元/盎司提高了 7.23%, 结合金家坞金矿 2008 年收入 4086 万亏损 182 万的情况, 即使不做任何改变, 公司盈利也值得期待。

图 16: 金家坞生产情况



数据来源: 第一创业研究所



4、锌铁产业：价格在涨 产量在升

公司的铁产业平台主要是公司 100%控股的陈旗天宝所拥有的谢尔塔拉铁锌矿和公司 10%持有的马坑矿业。谢尔塔拉铁锌矿目前处于建设期，从公司公告中并未看到过去三年有任何的产量。根据公司的规划，此矿将建成 210 万吨的矿石产量即约 37 万吨的铁精粉产量。马坑矿业年产 30 万吨铁精粉、盈利 7000 万元是公司目前铁产业的主要盈利来源。由于公司只占 10%的权益，因此公司权益产量约 3 万吨，权益利润约在 700 万左右。

公司的锌精矿产业平台主要是公司 100%控股的陈旗天宝所拥有的谢尔塔拉铁锌矿。由于谢尔塔拉铁锌矿还未生产，因此锌产业并未产生任何的效益。根据公司的规划，谢尔塔拉铁锌矿将建成 210 万吨矿石量即 2.5 万吨锌精矿的产量。

4.1、铁锌精矿：涨价还是主旋律

铁矿石涨价进行中 由于庞大且分散的钢铁产能难以与相对较为集中的铁矿石生产厂商有较为对等的谈判地位，加之货币因素造成对资产、资源价格的推动，我们预计铁矿石价格上涨的趋势仍未改变。

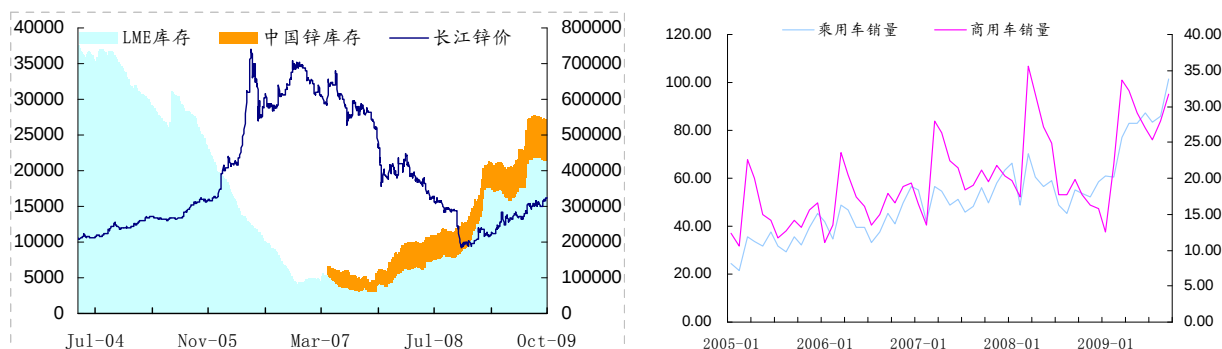
图 17：铁矿石价格趋势



数据来源：第一创业研究所

锌价上行 受益于货币因素和汽车产业的发展 锌价自年初以来稳步上行，这一方面是由于美元宽松的货币政策带来的推动，另外一方面，中国汽车产业快速的复苏与发展对锌价也造成正面的刺激。

图 18：锌价与全球交易所库存、中国汽车销量



数据来源：第一创业研究所



4.2、铁精矿：权益产量即将有 12 倍的增长

公司持股 10%的马坑矿业：产量稳定于 30 万吨

马坑矿业主要股东为福建省地矿局、紫金矿业等，目前产量保持较为平稳的态势。我们预期其产量平稳于 30 万吨，按照 2008 年公司盈利 1.1 亿元计算，我们预计 2009 年公司盈利约在 6900 万元，折合公司权益利润约 690 万元。

表 13: 马坑矿业的股东及盈利情况

股东名称	注册资本（万元）	股权比例		2008	2007	2006
福建省地矿勘查局	10,887.50	33.50%				
紫金矿业	10,237.50	31.50%				
福建第八地质大队	4,875	15%	总资产	91,661	66,768	41,317
天宝矿业	3,250	10%	净资产	33,118	31,738	24,176
福建省潘洛铁矿	3,250	10%	营业收入	28,723	24,804	21,071
合计	32,500	100%	净利润	11,056	9,300	8,775

数据来源：第一创业研究所

公司持股 100%陈旗天宝（谢尔塔拉铁锌矿）：零到 37 万吨的产量增长

谢尔塔拉铁锌矿目前处于建设阶段，预计 2010 年 6 月投产。该矿主要产品为铁精矿、锌精矿。预计当达到设计采选规模 210 万吨/年时，前八年年产铁精矿 36.73 万吨、锌精矿 2.52 万吨，后 11 年年产铁精矿 60.17 万吨。预计达产时可实现销售收入 4.055 亿元，税后利润 8947 万元。

考虑到达产的不确定性，我们预计 2010 年年产铁精矿 10 万吨，2011 年年产铁精矿 30 万吨，2010 年约可实现利润 1000 万元，2011 年约可实现利润 3000 万元。

4.3、锌精矿：从零到 2.5 万吨产量增长

谢尔塔拉铁锌矿：锌精矿正在破题

谢尔塔拉铁锌矿是公司目前唯一的锌产业平台。根据公司的产量规划，2010 年 6 月谢尔塔拉铁锌矿投产，预计年产锌精矿 2.52 万吨。

由于铁锌矿的投产存在不确定性，因此我们审慎估计 2010 年公司锌精矿产量约为 1 万吨，2011 年实现 2 万吨。据此推算，保守估计公司锌业务板块 2010 年、2011 年约实现利润 2500 万元、5000 万元。



5、盈利预测、估值及投资建议

5.1、盈利预测

表 14: 万好万家盈利预测

		2009	2010	2011
收入	万元	38,240	64,570	94,971
收入增长			68.9%	47.1%
净利润	万元	20,579	29,559	43,642
净利润增长			43.6%	47.6%
股本	万股	50,309	50,309	50,309
每股净利润	元/股	0.41	0.59	0.87

数据来源: 第一创业研究所

5.2、公司合理估值在 22.05 元/股

公司业务主要为矿产资源的开采、选冶,我们采取分品种储量估值的方式对各业务板块进行估值,然后汇总的方式对企业进行估值。通过我们的计算,我们认为公司的合理价值应该在 22.05 元/股。

钼产业的估值为 7.56 元/股

在中国 A 股市场上钼产业唯一可比的上市公司是金钼股份。金钼股份只有钼矿,权益钼金属储量为 123.49 万吨,市值 718.67 亿元,折合吨钼金属市值 5.82 万元。

表 15: 金钼股份矿产权益储量

公司权益	子公司	权益	矿山名称	单位	查明储量	品味
100%		100%	金堆城钼矿	吨	786,551	0.099%
65%	金钼汝阳	100%	东沟钼矿	吨	689,832	0.110%

数据来源: 第一创业研究所

表 16: 万好万家钼矿产权益储量

权益	子公司	权益	矿山名称	品种	单位	查明储量	品味
100%	古田天宝	100%	西朝钼矿	钼	吨	47,549	0.154%
75%	武夷天宝	100%	上西坑钼矿	钼	吨	10,195	0.208%
100%	五夫天宝	100%	坪地钼矿	钼	吨	1,871	0.155%
10%	马坑矿业	100%	马坑矿业	钼	吨	34,162	0.087%
10%	马坑矿业	100%	马坑矿业	钼	吨	48,486	0.052%

数据来源: 第一创业研究所

如果按照吨钼金属市值 5.82 万元计算,万好万家的权益钼金属量为 6.53 万吨,市值为 38 亿元,折合资产置换后每股 7.56 元。



黄金产业估值 10.29 元/股

A 股平均吨黄金市值 2.388 亿元 在中国 A 股市场上黄金开采行业具有代表性的可比上市公司是山东黄金和中金黄金，山东黄金权益黄金储量 191 吨，市值 537.21 亿元。中金黄金权益黄金储量 251.65 吨，市值 494.13 亿元。平均来看，山东黄金和中金黄金平均吨黄金市值 2.388 亿元。

表 17: 山东黄金、中金黄金矿产金权益储量

山东黄金矿山	股权比例	平均品位	储量 (吨)	权益储量	中金黄金子公司	股权比例	储量	权益储量
新城金矿	100%	6.08	40.4	40.4	峪耳崖金矿	100%	19.9	19.9
焦家金矿	100%	4.54	28.2	28.2	乌拉嘎金矿	100%	10.5	10.5
金洲金矿	51%	6.3	11.4	5.8	二道沟金矿	100%	1.3	1.3
金仓金矿	100%	4.67	58.0	58.0	五龙金矿	100%	5.9	5.9
三山岛金矿	100%	3.22	10.1	10.1	排山楼金矿	100%	19.5	19.5
玲珑金矿	100%	7.17	5.0	5.0	凤山天承公司	100%	20.8	20.8
鑫汇金矿	100%	4.53	8.1	8.1	金蟊公司	90%	23.0	20.7
沂南金矿	100%	4.04	2.5	2.5	陕西久盛矿业	90%	81.0	72.9
归来庄	100%	2.96%	33.0	33.0	鑫达公司	82%	20.3	16.6
					太白公司	77%	29.8	23.0
					铍厂沟金矿	77%	4.0	3.1
					天水李子沟公司	68%	5.0	3.4
					鸡笼山公司	55%	11.1	6.1
					三鑫公司	51%	29.4	15.0
					四川平武中金矿业	51%	3.7	1.9
					四川通用投资	51%	4.1	2.1
					鑫泰公司	51%	3.5	1.8
					潼关公司	51%	4.9	2.5
					河南金源公司	51%	9.0	4.6
合计			196.6	191.0	合计		306.73	251.65

数据来源：第一创业研究所

按照平均吨黄金市值计算万好万家黄金板块每股价值 3.36 元 万好万家权益黄金储量 7.083 吨，按照吨市值 2.388 亿元计算，折合每股 3.36 元。

表 18: 万好万家矿产金权益储量

权益	子公司	权益	矿山名称	品种	单位	查明储量	品味	更新储量
60%	江西天宝	100%	金家坞金矿	金	公斤	2,822	3.67克/吨	
49%	三道湾子	100%	三道湾子金矿	金	公斤	4,321	8.93克/吨	11,000

数据来源：第一创业研究所

这种估值方法对万好万家造成低估，一方面因为万好万家品位大大高于同行上市公司，另一方面因为其存在较强的增储预期。万好万家权益黄金品位分别为 8.93 克/吨、3.67 克/吨，大大超过山东黄金和中金黄金的黄金矿山。另一方面，公司 2008 年生产约 2.2 吨黄金金属含量精矿，4 吨的储量明显低估，即便按照 11 吨的储量计算，5 年就将消耗殆尽显得开采率太高，按照一般的开采设计，我们认为此矿未来仍将存在增储的可能。

金家坞用储量估值相当于每股 1.34 元 金家坞金矿储量 2.82 吨，按照吨市值 2.388 亿元计算金家坞市值 6.73 亿元，折合资产注入后每股 1.34 元。

按 30 倍的市盈率估值三道湾子金矿价值折合每股 8.95 元。三道湾子金矿（公司权益 49%）在 2008 年获得利润 2.2 亿元。2009 年黄金均价 935 美元/盎司比 2008 年的 872 美元/盎司提高了 7.23%，预计 2009 年公司净利润至少 3 亿元，按照 30 倍的市盈率估算三道湾子金矿 49%的权益价值约 45 亿元，折合每股 8.95 元。



比照金岭矿业可以给到 41.8 元/股的铁产业我们谨慎估值 4.2 元/股

唯一铁矿石上是公司金岭矿业权益铁储量 2436 万吨,吨矿市值 510 元。在中国 A 股市场上铁矿产业具有代表性的可比上市公司是金岭矿业,但公司股价反应了金岭矿业的注入预期因而不具有可比性。金岭矿业 100%持有铁山铁矿、侯庄分矿、召口铁矿,权益铁储量 2436.14 万吨,市值 124.35 亿元。从市值/储量来看,折合吨铁矿市值 510 元。由于此公司股价中反应了金岭矿业的注入预期,因此具有一定程度的高估,不具有可比性。

表 19: 金岭矿业铁矿产权益储量

矿山名称	品种	单位	查明储量
铁山铁矿	铁	万吨	129.21
侯家庄铁矿	铁	万吨	521.92
召口铁矿	铁	万吨	1,785.01

数据来源: 第一创业研究所

万好万家权益储量 3945 万吨,按照金岭的储量估值标准每股 41.8 元万好万家的权益铁金属量为 3945.85 万吨,是金岭矿业的 1.6 倍。如果按照金岭矿业的储量估值,万好万家铁产业市值为 210.24 亿元,折合资产置换后每股 41.8 元,显然有失公允。

表 20: 万好万家铁矿产权益储量

权益	子公司	权益	矿山名称	品种	单位	查明储量	品味
100%	陈旗天宝	100%	谢尔塔拉铁锌矿	铁	吨	19,547,662	32.980%
				铁锌含铁	吨	3,137,702	30.650%
10%	马坑矿业	100%	铁矿	铁	吨	135,739,661	38.400%
				铁钼含铁	吨	31,991,433	34.310%

数据来源: 第一创业研究所

一级市场价格吨铁 10.71 元 我们参考创兴置业在 2009 年 7 月 4 日通过一级拍卖市场(上海壹信拍卖公司)获得祁东神龙矿业 48%的权益的价格来估算铁矿产业的价值。创兴置业 1.43 亿元购买祁东神龙矿业 48%的权益。神龙铁矿矿石量 9107 万吨,平均品位 30.55%,即铁储量 2782.19 万吨。推算下来吨铁储量购买价格为 10.71 元。由于万好万家品位高于 30.55%,因此这是比较保守的估值。

按照一级市场的 5 倍估值,铁产业折合每股 4.2 元。我们用吨铁一级市场购买价格 10.71 元来计算,给予二级市场 5 倍的溢价,公司铁产业市值至少 21.15 亿元,折合每股 4.2 元。

锌产业暂不估值

谢尔塔拉铁锌矿是公司目前唯一的锌产业平台,储量约 28.72 万吨。由于谢尔塔拉铁锌矿属于铁、锌伴生矿,并且锌品位比较低,因此我们在不确定公司工艺以及成本的基础上暂不对此产业平台估值。

表 21: 万好万家矿产锌权益储量

权益	子公司	权益	矿山名称	品种	单位	查明储量	品味	预测储量
100%	陈旗天宝	100%	谢尔塔拉铁锌矿	锌	吨	172,756	1.960%	6,540,000
100%	陈旗天宝	100%	谢尔塔拉铁锌矿	铁锌含锌	吨	114,434	1.120%	

数据来源: 第一创业研究所



5.3、投资建议：买入

投资建议：买入

我们采取较为审慎的方式给予该企业估值，认为公司合理价值应该在 22.05 元/股附近。由于公司目前价格为 15.38 元/股，因此我们给予公司买入投资评级。

风险提示：存在监管部门不批准的风险

由于公司此次转型还有待相关监管部门的批复，因此存在监管部门不批准的可能性。尽管我们对监管部门的批复持有乐观态度，但是这种批复仍然存在一定的不确定性，提示投资者注意风险。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已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, 报告中的信息或意见并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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120