

有色金属

2010 年 1 月 25 日

万好万家(600576) 当前股价: 17.47 目标价: 27.95

多金属矿业企业呼之欲出

投资要点:

- 本文所有的分析与预测均建立在天宝矿业重组万好万家能够成功实施的前提下,但本次重组还有待证监会审核通过,能否顺利实施存在重大不确定性,请投资者注意风险!
- 重组后万好万家总股本将扩张到 49283.58 万股,天宝矿业将持有上市公司约 55.75%的股权。根据天宝矿业的承诺,置入资产在 2010-2012 的净利润预测数分别为 2、2.35、2.75 亿元,按照前日收盘价,对应的动态市盈率为 43.05X、36.64X、31.13X。
- 重组后公司的钼、黄金、铁矿石盈利将三分天下。其未来的业绩增长看点有:1、钼价目前处于低位,随着下游消费的回暖以及钼期货在 LME 的上市,未来钼价将可能出现较大幅度的上涨;2、西朝钼矿生产能力在 2010 年提升至 90 万吨,使得公司的钼精矿总产量在 2010 年之后能够稳定在 6000 吨以上;3、三道湾子黄金品位非常高,使得克金完全成本仅为 38.71 元/克,这与国内其他上市公司约 140 元/克的克金完全成本相比具有极强的成本优势;4、谢尔塔拉铁锌矿在 2010 年 6 月投产,2012 年达产,其对公司的业绩贡献度将逐年增加。
- 我们预测万好万家重组后 2010-2012 年的每股收益将达到 0.84、1.12、1.41 元。按照分部加总市盈率法估值,公司的合理股价应为 28.35-32.55 元/股,按照资源法估值,公司的合理股价应为 29.94 元/股。结合两种估值结果,我们认为万好万家重组后公司的合理股价为 28.35-32.55 元/股,公司的投资评级为“买入”。

研究员: 刘敏达

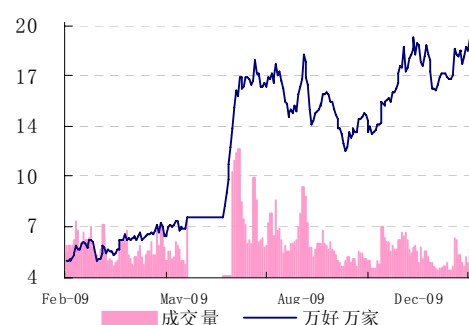
电 话: 025-83290904

E-mail: liuminda@mail.htsc.com.cn

地 址: 南京市,中山东路 90 号

投资评级: 买入

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (万)	21809.31
流通 A 股 (万)	10362.19
52 周内股价区间 (元)	4.47-19.59
总市值 (亿)	38.10
总资产 (亿)	8.72
每股净资产 (元)	2.30

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿)	4.24	2.60	7.05	10.17
+/-%	-7.55	-38.73	171.31	44.30
净利润 (亿)	0.19	1.70	4.05	5.42
+/-%	-47.57	793.68	143.33	33.51
EPS (元)	0.09	0.34	0.82	1.08
P/E	201.80	50.71	21.30	16.18

一、重大风险提示

本文所有的分析与预测均建立在**天宝矿业重组万好万家能够成功实施的前提下**，但本次重组还有待证监会审核通过，能否顺利实施存在重大不确定性，请投资者注意风险！

二、通过资产重组，万好万家将彻底转型为矿业股

2.1 重组方天宝矿业具有深厚的行业背景

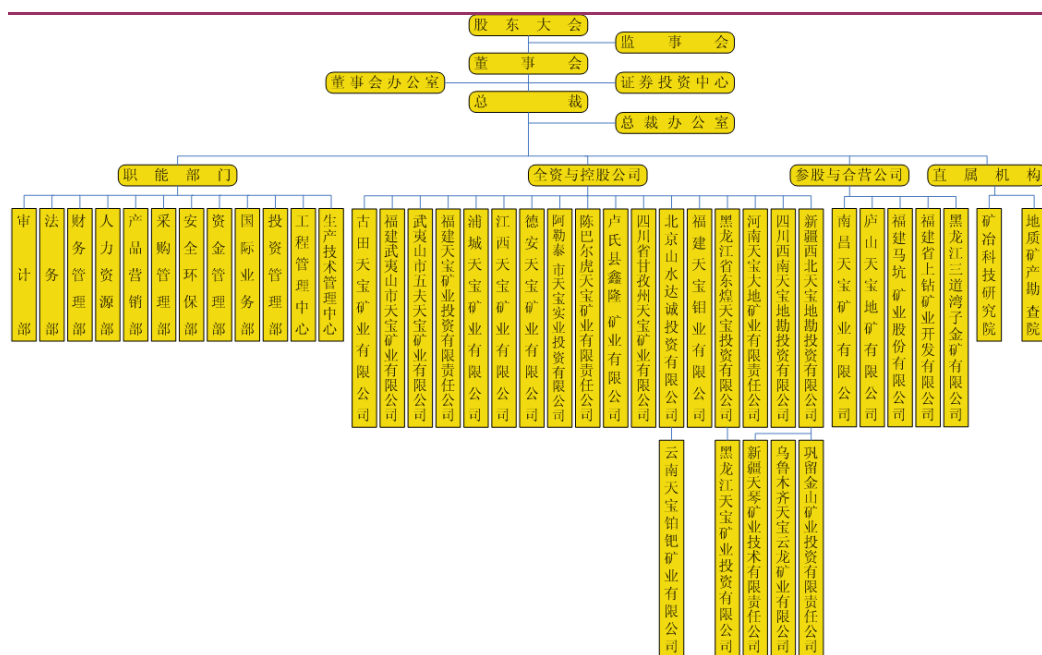
天宝矿业的实际控制人为潘振东先生、潘振泉先生、潘振禄先生、潘德滨先生、潘德源先生，潘振东先生为潘振泉先生、潘振禄先生之胞兄，为潘德滨先生、潘德源先生之父亲。

表 1: 天宝矿业的股权结构

股东姓名	持股数量（万股）	股权比例
潘振东	13,040	32.60%
潘德滨	7,540	18.85%
潘德源	7,540	18.85%
潘振泉	5,940	14.85%
潘振禄	5,940	14.85%
合计	40,000	100.00%

资料来源：公司公告

图 1: 天宝矿业组织结构



资料来源：天宝矿业网站

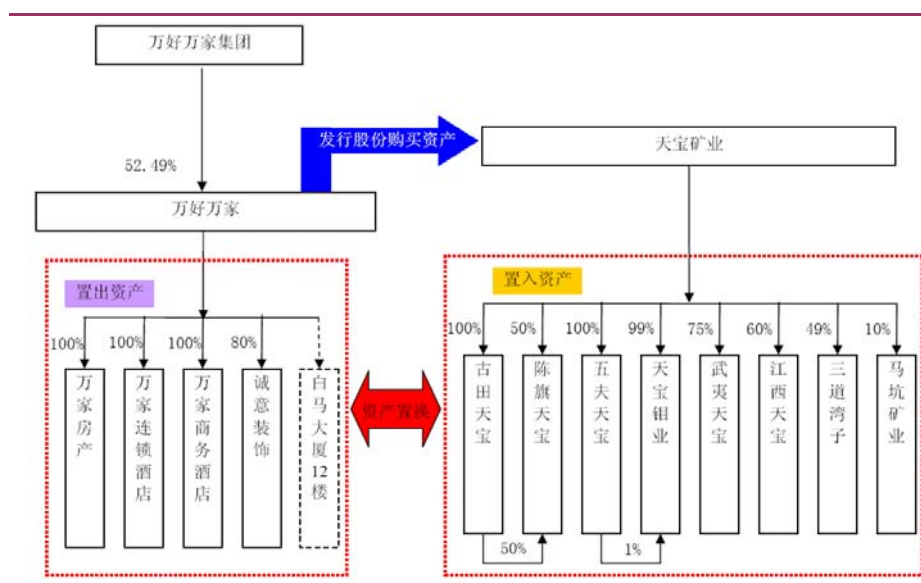
天宝矿业是一家从事以钼为主，黄金、铁等其他金属为辅的矿产资源投资、勘查、采选及矿产品销售的综合矿业公司，其本身为投资管理型公司，具体的矿山勘查、采选等业务由下属各矿业企业运营。目前天宝矿业拥有全资及控股企业 21 家，合营及参股企业 6 家，

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。

2.2 万好万家将彻底转型为矿业股

根据公告,万好万家重大资产重组的方案为:1、上市公司以拥有的除交易性金融资产之外的全部资产及负债作为置出资产,与天宝矿业所拥有的置入资产进行置换。2、置入资产与置出资产之间的差额,由万好万家向天宝矿业发行股份进行支付。重组完成后,万好万家将彻底转型为矿业股,主营业务为钨、黄金、铁矿石的采选业务。

图 2: 本次资产重组的整体方案



资料来源:公司公告

本次交易置入资产为天宝矿业持有的古田天宝 100%股权、五夫天宝 100%股权、陈旗天宝 100%股权(直接加间接)、天宝钨业 100%股权(直接加间接)、武夷天宝 75%股权、江西天宝 60%股权、三道湾子 49%股权、马坑矿业 10%股权。本次交易置出资产为万好万家除交易性金融资产之外的全部资产及负债,包括:万家房产 100%股权、万家连锁酒店 100%股权、万家商务酒店 100%股权、诚意装饰 80%股权和白马大厦 12 楼的产权等全部资产及负债。

万好万家置出资产评估值为 50575.30 万元,置入资产评估值为 244268.90 万元,置出资产价格和置入资产置换差价为 193693.60 万元。置换差价由万好万家向天宝矿业发行股份进行支付,每股发行价格为 7.05 元,预计发行股份数为 27474.2688 万股。重组后万好万家总股本将扩张到 49283.58 万股,天宝矿业将持有上市公司约 55.75%的股权。

表 2: 发行前后股本变化情况

	发行前		发行后	
	股份数量(股)	占总股本比例(%)	股份数量(股)	占总股本比例(%)
一、限售流通股	114,471,193	52.49	389,213,881	78.97
万好万家集团	114,471,193	52.49	114,471,193	23.23
天宝矿业	/	/	274,742,688	55.75
二、无限售流通股	103,621,897	47.51	103,621,897	21.03
三、总股本	218,093,090	100	492,835,778	100.00

资料来源:公司公告

根据天宝矿业的承诺，置入资产在 2010-2012 的净利润预测数分别为 2、2.35、2.75 亿元，如果实际盈利小于预测利润，则天宝矿业负责向万好万家补偿利润差额。重组后万好万家 2010-2012 年的每股收益底线为 0.41、0.48、0.56，按照前日收盘价，对应的动态市盈率为 43.05X、36.64X、31.13X。

2009 年 12 月 30 日的股东大会已经通过了资产重组方案，目前正在等待证监会的审核。按照正常的程序，预计证监会审核通过的时间在 2010 年 3、4 月。

三、钼、黄金、铁矿石三分天下，市盈率估值为 27.95-32.1 元/股

重组后公司的钼、黄金、铁矿石盈利将三分天下。其未来的业绩增长看点有：

1、钼价目前处于低位，随着下游消费的回暖以及钼期货在 LME 的上市，未来钼价将可能出现较大幅度的上涨；

2、西朝钼矿生产能力在 2010 年提升至 90 万吨，使得公司的钼精矿总产量在 2010 年之后能够稳定在 6000 吨以上；

3、三道湾子黄金品位非常高，使得克金完全成本仅为 38.71 元/克，这与国内其他上市公司约 140 元/克的克金完全成本相比具有极强的成本优势；

4、谢尔塔拉铁锌矿在 2010 年 6 月投产，2012 年达产，其对公司的业绩贡献度将逐年增加。

根据各部分业务的盈利与估值情况，我们认为万好万家按照分部市盈率法估值结果为 27.95-32.1 元。

3.1 钼业务将量价齐升，市盈率估值 11.55-13.2 元/股

重组后公司的钼业务主要有四家公司：古田天宝、五夫天宝、武夷天宝、天宝钼业。其中古田天宝、五夫天宝、武夷天宝主营业务为钼矿采选，天宝钼业主营业务为钼产品深加工，天宝钼业的钼产品深加工项目尚处于建设期，预计于 2010 年 6 月投产。

古田天宝：古田天宝的主要业务为福建省古田县西朝钼矿的勘查、采选和销售。该矿于 2002 年 5 月正式投产，主要产品为钼精矿。五夫天宝：五夫天宝的主要业务为武夷山市坪地钼矿的采选。该矿于 2006 年 9 月正式投产，主要产品为钼精矿。武夷天宝：武夷天宝的主要业务为武夷山市上西坑钼矿的采选。该矿于 2005 年 10 月正式投产，主要产品为钼精矿。天宝钼业：天宝钼业的钼产品深加工项目尚处于建设期，预计于 2010 年 6 月投产。项目投产后，天宝钼业主要业务为钼金属及衍生物的研发、深加工、生产，是天宝矿业延伸钼产品产业链的主要平台。预计项目达产后，天宝钼业将年产钼粉 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、其他深加工钼制品 360 吨。

我们对公司未来钼业务盈利情况的判断是：公司的钼业务盈利将量价齐升。产量的增长主要来自西朝钼矿生产能力在 2010 年提升至 90 万吨；价格的增长主要受到钼下游消费的回暖以及钼期货在 LME 的上市影响。

我们按照 2010-2012 年钼精矿价格为 2500、3000、3500 元/吨度的价格预测，公司 2010-2012 年钼业务贡献每股收益为 0.33、0.45、0.58 元。我们认为 2010 年仍然是钼业务盈利的低点，按照目前市场对钼业公司的估值水平（金钼股份在 2500 元/吨度的价格假设下，2010 年 EPS 为 0.4 元，估值为 46.25 倍），公司钼业务合理价对应于 2010 年 35-40 倍 PE，对应估值为 11.55-13.2 元/股。

表 3：公司钼业务的盈利预测（2007-2009 年上半年数据为天宝矿业数据）

古田天宝, 西朝钼矿, 100%	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	32753	30774	8913	31781	38138	44494
税前利润(万元)	23630	19908	3198	18731	25088	31444
净利润(万元)	15744	14807	2319	14048	18816	23583
产量(吨)	2680	3824	2010	4500	4500	4500
单位售价(万元/吨)	12.22	8.05	4.43	7.06	8.48	9.89
单位税前完全成本(万元/吨)	3.40	2.84	2.84	2.90	2.90	2.90
五夫天宝, 坪地钼矿, 100%	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	8730	2326	720	2825	3390	3955
税前利润(万元)	4951	(296)	(327)	825	1390	1955
净利润(万元)	3285	(310)	(393)	619	1043	1466
产量(吨)	758	269	0	400	400	400
单位售价(万元/吨)	11.52	8.66		7.06	8.48	9.89
单位税前完全成本(万元/吨)	4.99	9.76		5.00	5.00	5.00
武夷天宝, 上西坑钼矿, 75%	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	16493	8244	2955	8475	10170	11865
税前利润(万元)	9371	2455	(265)	2475	4170	5865
净利润(万元)	6176	1773	(299)	1856	3128	4399
产量(吨)	1255	928	668	1200	1200	1200
单位售价(万元/吨)	13.15	8.88	4.42	7.06	8.48	9.89
单位税前完全成本(万元/吨)	5.68	6.23	4.82	5.00	5.00	5.00
钼业务合计	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
钼精矿价格(元/吨度)	/	/	/	2500	3000	3500
钼精矿总产量(吨)	4692.42	5021.39	2678.55	6100	6100	6100
营业收入(万元)	57977	41343	12588	43081	51698	60314
税前利润(万元)	37953	22068	2605	22031	30648	39264
净利润(万元)	25001	15790	1399	16523	22986	29448
少数股东损益(万元)	1544	443	(75)	464	782	1100
归属于母公司所有者的净利润(万元)	23458	15346	1474	16059	22204	28348
EPS	0.48	0.31	0.03	0.33	0.45	0.58

资料来源：华泰证券研究所

3.2 黄金高品位造就高盈利，市盈率估值 10.8-12.6 元

重组后公司的黄金业务主要有两家公司：江西天宝、三道湾子。江西天宝的主要业务为鄱阳县金家坞金矿的采选，该矿于 2006 年 4 月正式投产，主要产品为金精矿；三道湾子主要业务为三道湾子金矿的开采与销售，该矿于 2007 年 3 月正式投产，主要产品为合质金、白银，根据我们的计算，江西天宝贵金精矿品位约为 55-60 克/吨。

三道湾子金矿 2007 年 3 月投产以来，2007、2008、2009 年上半年的黄金产量为 2.12 吨、3.49 吨、0.53 吨。其中 2009 年上半年受到矿山改造的影响，产量较低，预计下半年产量会恢复，全年产量应该接近 2 吨。因此，三道湾子未来的黄金产量有能力维持在 3 吨的水平。由于三道湾子黄金品位非常高，使得克金完全成本非常低，据我们计算，三道湾子金矿投产以来克金完全成本仅为 38.71 元/克，这与国内其他上市公司约 140 元/克的克金完全成本相比具有极强的成本优势。如果按照 220 元/克的长期黄金价格计算，三道湾子金矿单位资源的盈利能力达到了山东黄金的 2.25 倍。

我们按照 2010-2012 年三道湾子金矿 2.6、2.8、3 吨的产量预测，公司 2010-2012 年黄金业务的每股收益为 0.36、0.35、0.37 元。按照黄金股 30-35 倍 PE 估值，公司黄金业务估值为 10.8-12.6 元/股。

表 4：公司黄金业务的盈利预测（2007-2009 年上半年数据为天宝矿业数据）

三道湾子，金属量，49%	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	32243.49	44512.02	23267.81	59800.00	60200.00	63000.00
税前利润(万元)	25949.28	33222.40	19135.72	48100.00	47600.00	49500.00
净利润(万元)	17412.99	25065.38	14353.97	36075.00	35700.00	37125.00
产量(千克)	2122.45	3487.45	528.00			
销量(千克)	2081.22	2405.67	1123.00	2600.00	2800.00	3000.00
单位价格(元/克)	154.93	185.03	207.19	230.00	215.00	210.00
单位完全成本(元/克)	30.24	46.93	36.80	45.00	45.00	45.00
金家坞，金精矿，60%	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	4360.16	4086.45	2713.73	4800.00	4400.00	4400.00
税前利润(万元)	-88.96	-319.63	-1095.30	0.00	0.00	200.00
净利润(万元)	-85.79	-238.87	-857.05	0.00	0.00	150.00
产量(吨)	6022.70	3919.52	2675.50			
销量(吨)	6032.12	3939.95	2758.85	4000.00	4000.00	4000.00
单位价格(万元/吨)	0.72	1.04	0.98	1.20	1.10	1.10
单位成本(万元/吨)	0.74	1.12	1.38	1.20	1.10	1.05
黄金业务合计	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	4360.16	4086.45	2713.73	4800.00	4400.00	4400.00
投资收益(万元)	8532.37	12282.04	7033.45	17676.75	17493.00	18191.25
税前利润(万元)	8443.40	11962.41	5938.14	17676.75	17493.00	18391.25
净利润(万元)	8446.57	12043.17	6176.40	17676.75	17493.00	18341.25
少数股东损益(万元)	(34)	(96)	(343)	0	0	60
归属于母公司所有者的净利润(万元)	8481	12139	6519	17677	17493	18281
EPS	0.17	0.25	0.13	0.36	0.35	0.37

资料来源：公司公告

3.3 铁矿未来业绩将保持快速增长，市盈率估值 5.6-6.3 元。

重组后公司的铁矿业务主要有两家公司：陈旗天宝、马坑矿业。马坑矿业主要业务为马坑铁矿的开采与销售。该矿于 2004 年 5 月正式投产，主要产品为铁精矿。陈旗天宝开发的谢尔塔拉铁锌矿尚处于基建阶段，预计于 2010 年 6 月正式投产。该矿投产后，陈旗天宝主要业务为谢尔塔拉铁锌矿的采选，主要产品为铁精矿、锌精矿。根据谢尔塔拉铁锌矿的《开发利用方案》矿山首先开采铁锌矿体，矿体在投产当年生产能力达到 75 万吨/年，第

二年生产能力为 155 万吨/年，第三年达产。

我们预测 2010 年-2012 年谢尔塔拉铁锌矿的达产率为 35%、70%、100%，分别贡献每股收益 0.14、0.28、0.42 元/股。由于公司铁矿业务 2010 年 6 月投产，未来两年业绩将快速增长，因此按照 2010 年 40-45 倍 PE 估值是合理的，公司铁矿业务估值为 5.6-6.3 元/股。

表 5：公司铁矿业务的盈利预测（2007-2009 年上半年数据为天宝矿业数据）

谢尔塔拉铁锌矿，100%	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	0.00	15.00	2.33	22598.84	45604.29	66310.75
税前利润(万元)	-386.50	-586.39	-157.52	8972.14	18350.90	27377.35
净利润(万元)	-300.14	-459.57	-123.69	6729.11	13763.18	20533.01
铁精矿产量(万吨)	0.00	0.00	0.00	22.71	45.42	64.89
铁精矿价格(万吨，含税)				850.00	850.00	850.00
铁精矿完全成本(万吨)				600.00	600.00	600.00
锌精矿产量(万吨)				0.59	1.19	1.70
锌价格(元/吨，含税)				18500.00	19000.00	20000.00
锌精矿价格(万吨，不含税)				10256.41	10598.29	11282.05
投产率				35%	70%	100%
EPS	(0.01)	(0.01)	(0.00)	0.14	0.28	0.42

资料来源：公司公告

四、资源法估值：合理股价为 29.94 元

本次注入八家公司的股权，其中钼业务四家（古田天宝、五夫天宝、武夷天宝、天宝钼业）、黄金业务两家（江西天宝、三道湾子）、铁矿业务两家（陈旗天宝、马坑矿业）。重组完成后，公司除拥有丰富的钼矿资源外，还拥有金、银、铁、锌等资源。根据国土资源部矿产资源储量评审备案证明，公司的各种资源权益储量如下表。

表 6：公司的权益资源储量

项目	钼	金	银	铁	锌
矿石量(万吨)	3750.72	53.46	26.50	10712.99	1905.89
金属量	75763.25吨	7391.11千克	25265.38千克	3714.15万吨	28.719万吨

资料来源：公司公告

表 7：矿权评估参数

矿权评估	西朝钼矿	坪地钼矿	上西坑钼矿	金家坞金矿	三道湾子金矿	谢尔塔拉铁锌矿	马坑铁矿
评估利用储量(矿石量，万吨)	1853.31	73.26	690.34	33.87	54.17	铁锌矿体 794.75 万吨，铁矿体 2830.09 万吨	铁钼矿体 1037.07 万吨；铁矿体 11625.83 万吨
评估利用储量(金属量，吨)	39481.85	1107.27	14121.68	1.76	11.58 (金)；48.01 (银)	铁锌矿体铁金属 244.05 万吨，锌金属 8.86 万吨；铁矿体铁金属 960.75 万吨	铁钼矿体铁金属 392.31 万吨，钼金属 8228.73 吨；铁矿体铁金属 4531.15 万吨
评估用平均地质品位	0.21%	0.15%	0.21%	5.19g/t	21.39g/t (金)；88.64g/t (银)	30.71% (铁锌矿中的铁)；1.12% (铁锌矿中的铁)	铁钼矿体含铁 37.83%，含钼 0.079%；铁矿体

					(银)	锌); 33.95%(铁 矿体中的铁)	含铁 38.97 %
生产规模(万吨/年)	90	6	30	14.85	6.6	210	300
评估计算期(年)	23.58	13.73	27.23	2.96	9.31	20.31	48.65
产品方案	钼精矿	钼精矿	钼精矿	金精矿	合质金、 成品银	铁精粉、锌精矿	铁精粉、钼精矿

资料来源：公司公告

我们选取金钼股份、山东黄金、金岭矿业等公司作为比较基准，根据各部分资源的具体情况，对公司钼、黄金、铁矿的估值为 36.83、50.83、59.92 亿元，对应公司的合理股价为 29.94 元。

4.1 公司钼资源品位高，钼资源估值 36.83 亿元

公司下属的上西坑钼矿、西朝钼矿、坪地钼矿合计查明资源储量为 4035.17 万吨矿石，81417 吨钼金属，钼矿石的平均品位超过 0.2%。公司三个钼矿的平均品位都显著高于我国主要矿区 0.1% 的平均水平，在同等条件下，公司单位经济效益显著高于行业水平。我国钼资源储量丰富，但品位在 0.2% 以上的极少。据统计，品位低于 0.1% 的钼资源约占我国钼资源总量 65%，品位在 0.1% 至 0.2% 的钼资源约占总量的 30%，而品位高于 0.2% 的不足 5%。

表 8：国内主要钼资源品位

矿区名称	平均品位 (%)
栾川三道庄钼矿	0.115
栾川南泥湖钼矿	0.076
栾川上房沟钼矿	0.14
嵩县雷门沟钼矿	0.073
烟台邢家山钼矿	0.08
永吉大黑山钼矿	0.066
金堆城钼矿	0.098
洛南县黄龙铺钼矿	0.09
葫芦岛兰家沟钼矿	0.13
葫芦岛杨家杖子钼矿	0.11
青田钼矿	0.21
平均	0.10

资料来源：公司公告

我们选取金钼股份作为对比公司，金钼股份钼资源权益储量为 122.85 万吨，2010 年钼金属产量约为 1.5-1.6 万吨。我们对金钼股份与万好万家钼资源储量的看法是：万好万家的钼资源品位明显高于金钼股份，但由于金钼股份是露天开采，单位钼资源的成本与收益基本相当，我们可以参照金钼股份为万好万家的钼资源估值，估值结果为 36.83 亿元。

表 9：金钼股份钼资源概况

	权益	储量	品位	基本情况
金堆城钼矿	100%	78万吨	0.10%	世界六大原生钼矿之一，占全球资源储量的9%，共分小北露天、南露天和全露天三部份，均为大型露天矿，开采成本非常低，质量非常好。
汝阳钼矿	65%	69万吨	0.11%	世界级特大型钼矿，与金堆城钼矿在同一成矿带上。

资料来源：华泰证券研究所

表 10: 万好万家的钼资源估值

公司	钼资源储量 (万吨)	市值 (亿元)
金钼股份	122.85	596.92
万好万家	7.58	36.83

资料来源: 华泰证券研究所

4.2 黄金储量被低估, 高品位享受估值溢价, 黄金资源估值 50.83 亿元

● 三道湾子黄金储量被低估

公司 2009 年 6 月 19 日公布重大资产重组预案时三道湾子黄金储量为 4.321 吨, 品位为 8.93 克/吨, 2009 年 12 月 15 日公布的重大资产重组具体方案中三道湾子黄金储量为 12.439 吨, 品位为 21.38 克/吨。这与媒体公开报道相符合: “三道湾子岩金矿 I、III 号矿带补充详查项目是国家发改委 2006 年批准的黄金地质勘探项目, 2009 年 3 月形成了补充详查报告, 金储量由项目立项时预期的 4 吨增加到 11 吨, 发现并控制了岩金富矿段, 取得了优异的地质成果。”

但是我们认为: 即使是 12.439 吨的黄金储量还是低估了三道湾子金矿的实际储量, 从三道湾子的黄金产量我们可以发现金矿 2007 年 3 月投产以来, 2007、2008、2009 年上半年的黄金产量为 2.12 吨、3.49 吨、0.53 吨。其中 2009 年上半年受到矿山改造的影响, 产量较低, 预计下半年产量会恢复, 全年产量应该接近 2 吨。因此, 三道湾子未来的黄金产量有能力维持在接近 3 吨的水平。从通常的矿山服务年限上看, 三道湾子的黄金储量应该在 25-40 吨, 我们按照 25 吨的储量 (约目前储量的 2 倍, 矿山服务年限约 9 年) 计算公司的黄金权益储量为 13.84 吨。

● 高品位使黄金资源享受估值溢价

由于三道湾子黄金资源品位非常高, 使得三道湾子金矿的克金完全成本非常低, 据我们计算, 三道湾子金矿投产以来克金完全成本仅为 38.71 元/克, 这与国内其他上市公司约 140 元/克的克金完全成本相比具有极强的成本优势。如果按照 220 元/克的长期黄金价格计算, 三道湾子金矿单位资源的盈利能力超过了山东黄金的 2.25 倍。考虑到我们算入的三道湾子金矿的隐藏储量品位可能不足 21 克/吨, 以及含有小部分金家坞金矿储量, 未来万好万家的单位资源盈利能力应该是山东黄金的 1.9 倍左右。考虑到山东黄金的股价中包含有未来资源持续注入的预期 (万好万家的黄金储量也可能会持续增长, 并且未来也有天宝矿业资产持续注入的预期), 我们按照山东黄金的 1.5 倍计算出万好万家黄金资源估值为 50.83 亿元。

表 11: 万好万家的黄金资源估值

公司	黄金资源储量 (吨)	吨黄金市值 (亿元)	市值 (亿元)
山东黄金	206	2.45	504.41
万好万家	13.84	3.67	50.83

资料来源: 华泰证券研究所

4.3 铁矿盈利能力较弱，资源估值为 59.92 亿元

我们将万好万家的铁矿资源与金岭矿业相比：金岭矿业拥有铁山铁矿、侯庄分矿、召口铁矿、金刚矿业等铁矿资源，铁矿石储量约 4776 万吨（矿石量），平均品位超过 45%。万好万家铁矿石平均品位约为 32-33%，再加上运输成本较高，在目前的价格下，盈利能力只有金岭矿业的 50%。由于金岭矿业的铁矿中也伴生铜、钴等金属，故我们将万好万家的锌资源并入铁矿一起估值。考虑到金岭矿业的股价包含了未来的金鼎矿业的注入预期，存在一定的高估，我们认为按照金岭矿业的 25% 为万好万家的铁矿资源估值是合适的。照此计算万好万家的铁矿资源估值为 59.92 亿元。

表 12：金岭矿业铁矿资源情况

矿山	储量（万吨）	品位
铁山辛庄矿区	188.3	/
侯家庄矿区	674.01	/
召口矿区	2608.52	51.24%
金刚矿业	1305.56	38.16%

资料来源：华泰证券研究所

表 13：万好万家的铁矿资源估值

公司	铁矿资源储量（万吨）	吨市值（元）	市值（亿元）
金岭矿业	4776	223.74	106.86
万好万家	10713	55.94	59.92

资料来源：华泰证券研究所

五、估值与投资建议

我们预测万好万家重组后 2010-2012 年的每股收益将达到 0.82、1.08、1.36 元。按照分部加总市盈率法估值，公司的合理股价应为 27.95-32.1 元/股，按照资源法估值，公司的合理股价应为 29.94 元/股。结合两种估值结果，我们认为万好万家重组后公司的合理股价为 27.95-32.1 元/股，公司的投资评级为“买入”。

表 14：万好万家盈利预测

	2007 年	2008 年	2009 年 H1	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入(万元)	62337	45445	15304	70480	101702	131025
税前利润(万元)	8532	12282	7033	17677	17493	18191
净利润(万元)	46010	33444	8386	48680	66491	85032
少数股东损益(万元)	33148	27373	7451	40929	54242	68322
归属于母公司的净利润(万元)	1510	348	(418)	464	782	1160
投资收益(万元)	31638	27026	7869	40465	53460	67162
EPS	0.64	0.55	0.16	0.82	1.08	1.36

资料来源：华泰证券研究所

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-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。