

金、铋、钨组合带来业绩稳定增长

-----辰州矿业调研报告


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点:

- 公司主要从事金铋钨及其共（伴）生矿的采选、冶炼及加工，独特的金铋钨产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。由于公司资源自给率较高：金在50%左右，铋70%、钨100%，且黄金、铋、钨价格表现强势，公司主导产品黄金、铋、APT表现了较强的盈利能力，2009年年报显示，黄金的毛利率33%，铋制品接近30%，APT达到36%。
- 铋钨是我国控制开采的优势矿产资源和战略资源。2010年，国家将继续在行业政策和行业监管上加大对铋钨资源实施有计划的保护性开采，严格控制铋钨矿开采总量，2010年全国钨精矿开采总量控制指标为80,000吨，铋矿开采总量控制指标为100,000吨。2011年6月30日前原则上暂停受理新的钨矿、铋矿和稀土矿勘查、开采登记申请。随着铋钨矿产资源整合工作推进和一系列有利于行业发展的政策出台，铋钨行业无序开采、乱采滥挖状况减少，行业集中度提高，铋、钨价格有望继续保持稳中有升。
- 目前，公司拥有和控制矿业权39个，其中：探矿权21个，面积359.73平方公里；采矿权18个，面积39.7336平方公里。2009年底公司保有资源储量：金属量金36,836千克，同比增长14.60%，铋174,722吨，同比增长19.91%，钨45,540吨，同比增长3.77%。公司同时存在外延式扩张的潜力：大股东金鑫黄金集团下属的湖南黄金洞矿业有限责任公司，拥有储量近20吨的黄金洞矿山，存在注入上市公司的预期；公司计划在未来3年出资5亿元/年外购资源。
- 公司主导产品的价格表现明显优于其他金属品种，金价年初以来上涨7%，铋上涨50%以上，APT上涨21.13%。同时，公司各品种的产量也有一定增长。铋：公司2009年产量19106吨，2010计划20000万吨，其中70%来自于自有铋精矿。黄金：公司2009年黄金产量4376公斤，其中自产黄金2521公斤。公司计划2010年黄金产量4912公斤，其中自产黄金产量将达到2760公斤。钨：公司2009年生产1705标吨APT，计划2010年生产2000吨，原料全部来自于自有矿山。
- 预计2010、2011、2012年每股收益达到0.55、0.83、0.95元，按7月27日收盘价计算，市盈率分别为31.58、20.90、18.32。我们认为未来金、钨价格仍将振荡上行，铋价仍将保持高位，给予公司推荐评级

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1692.41	2380.55	2672.67	2888.00
增长率(%)	24.79%	40.66%	12.27%	8.06%
归属母公司股东净利润	100.64	300.94	454.65	518.84
增长率(%)	43.44%	199.03%	51.08%	14.12%
每股收益(EPS)	0.184	0.550	0.831	0.948
每股经营现金流	0.256	0.307	1.953	0.533
销售毛利率	30.29%	33.17%	34.82%	34.89%
净资产收益率(ROE)	5.48%	15.30%	21.00%	21.70%
市盈率(P/E)	94.43	31.58	20.90	18.32
市净率(P/B)	5.18	4.83	4.39	3.97

辰州矿业 002155

2010-7-27

评级 推荐

目标价格

当前价格

17.36

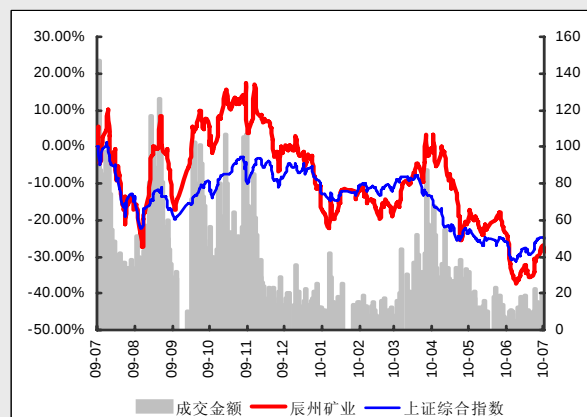
基础数据

总市值(百万)	9,502.86
总股本/流通股本(百万)	547.40/547.40
流通市值(百万)	5,315.31
每股净资产	3.28
净资产收益率	15.30

交易数据

52周内股价区间	15.83/29.81
09年市盈率	94.43
市净率	5.18

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com
	zzpforests@hotmail.com

相关报告

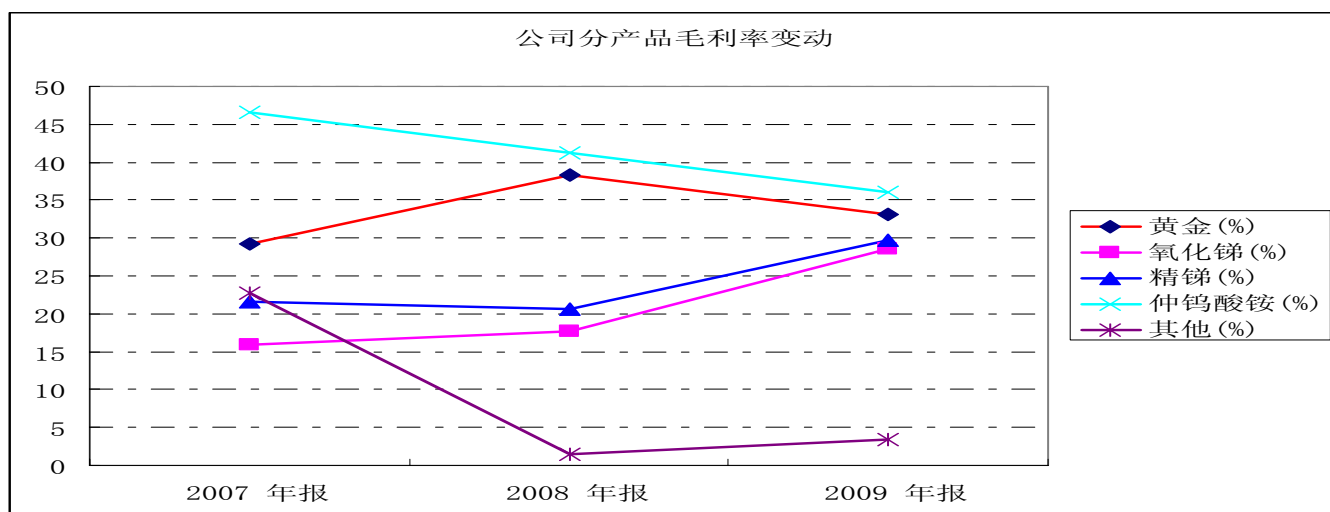
专注于金锑钨共（伴）生矿的开采、冶炼

公司主要从事金锑钨及其共（伴）生矿的采选、冶炼及加工。公司拥有集矿山开采、冶炼、加工及销售于一体的完整产业链，独特的金锑钨产品组合，增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。公司长期专注于金锑钨及其共（伴）生矿的采选、冶炼及深加工，拥有有色金属金锑钨分离核心技术的竞争优势。

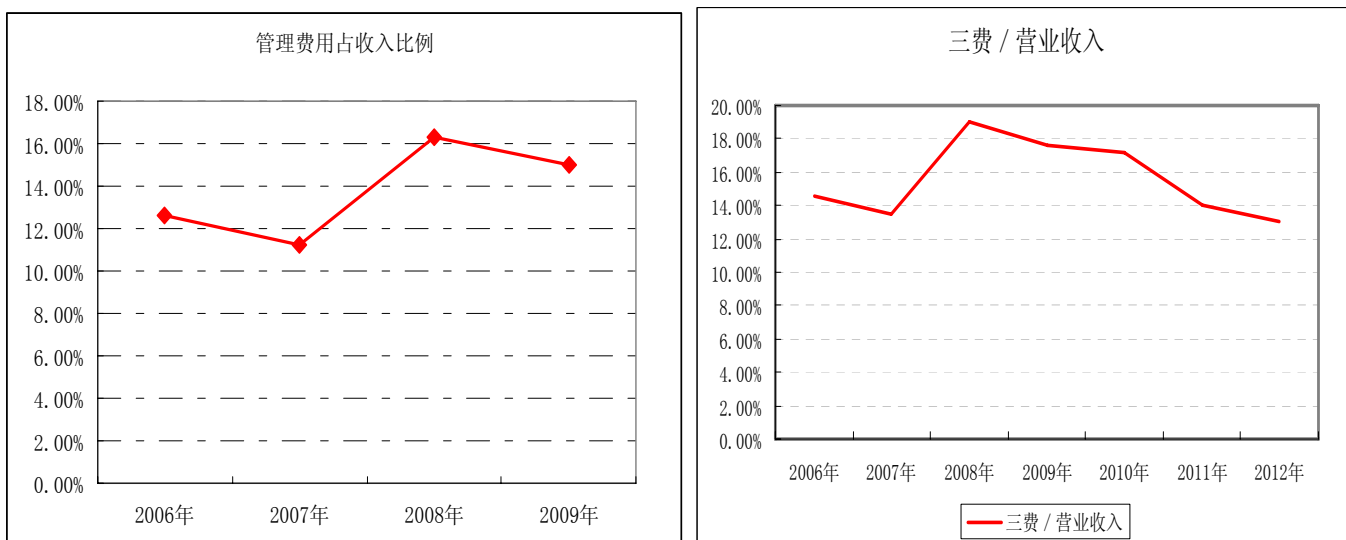
由于公司资源自给率较高：2009年黄金在50%左右，锑70%、钨100%，且黄金、锑、钨价格表现强势，公司主导产品黄金、锑、APT表现了较强的盈利能力，2009年年报显示，黄金的毛利率33%，锑制品接近30%，APT达到36%。在主营构成中，公司2009年黄金收入占比达到53.65%，利润贡献60.58%，锑制品营业收入和利润贡献均在32%左右。

从上市以来，公司的三项费用占收入比例一直在14%以上，2009年更是达到17.61%。而三项费用高企的主要原因是管理费用偏高，管理费用占收入比例2009年接近15%，高于同行业平均水平。管理费用之所以居高不下可能在于矿区分散、管理难度大造成、也与公司历史包袱大，企业冗员多有一定关系，我们认为这种状况短期很难改变。

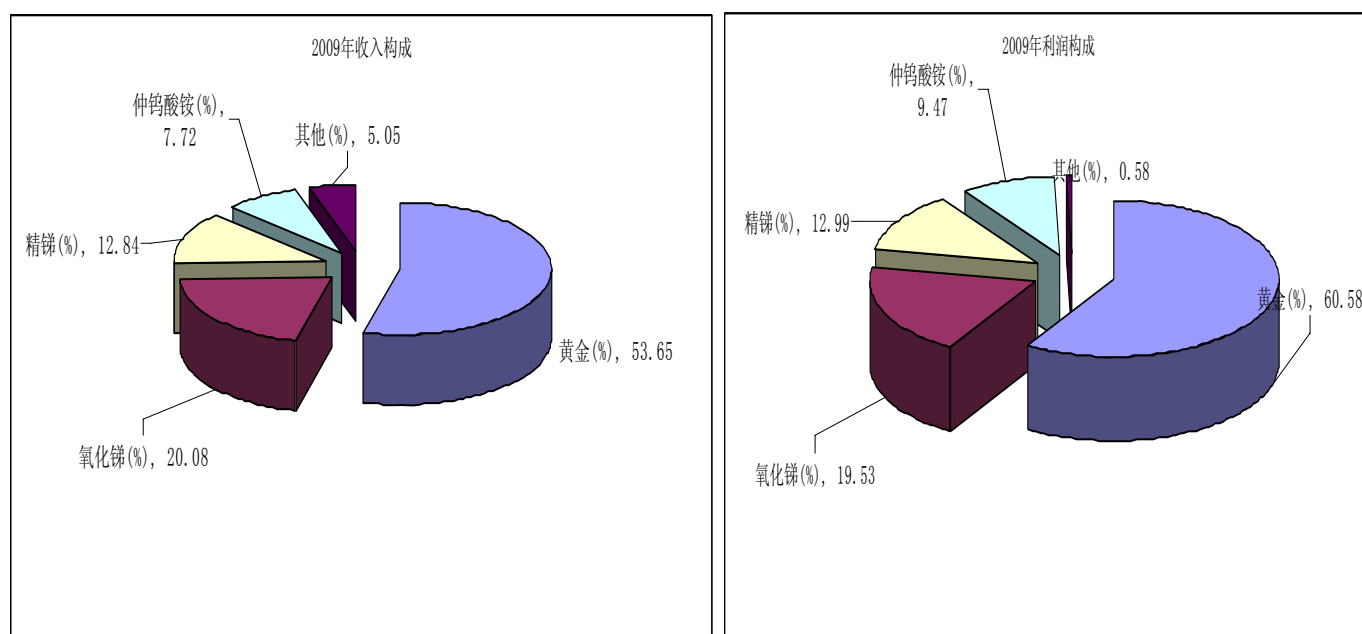
图表1 公司分产品毛利率变化



图表2 公司三项费用偏高



图表 3 公司收入及利润构成



资源储量稳步增长

截至报告期末，公司拥有和控制矿业权39个，其中：探矿权21个，面积359.73平方公里；采矿权18个，面积39.7336平方公里。2009年底公司保有资源储量：矿石量1,895万吨，同比增长12.99%；金属量金36,836千克，同比增长14.60%，锑174,722吨，同比增长19.91%，钨45,540吨，同比增长3.77%。

2009年公司实施“有进有退”的调整优化战略，完成了收购甘肃加鑫矿业有限公司90%的股权和兼并重组安化县渣滓溪锑矿两个对外投资项目，完成了修水县地原矿业有限公司51%股权转让和新邵县坪上金矿探矿权转让。

公司目前加紧勘探新疆大地宝贝以及新大矿业鸽子沟东金矿资源，但就目前进展来看，勘探效果大大低于预期。

公司同时存在外延式扩张的潜力：大股东金鑫黄金集团下属的湖南黄金洞矿业有限责任公司，拥有储量近20吨的黄金洞矿山，存在注入上市公司的预期；公司计划在未来3年出资5亿元/年外购资源，是公司外延式增长的另一主要手段。

图表 4 2009 年公司资源储量

品种	资源储量	同比增长
黄金（公斤）	36836	14.60%
锑（吨）	174722	19.91%

钨（吨）	45540	3.77%
------	-------	-------

图表 5 公司主要采矿探矿权

采矿权或探矿权名称	期末账面价值
湖北潘隆新矿业公司阳新县潘桥乡钨铜矿采矿权	63,575,462.28
甘肃省合作市南办-老豆村地区金探矿权	49,253,415.10
新疆宝贝 8 号公司托里县宝贝 8 号金矿采矿权	34,039,872.76
新疆鑫达矿业公司鸽子沟东金矿采矿权	33,644,110.67
甘肃省合作市以地南铜金探矿权	32,130,329.00
甘肃省合作市老虎山-阿什加地区金探矿权	29,648,565.54
河北隆化鑫峰公司山湾乡桩头营村金矿采矿权	24,240,000.00
新龙矿业公司龙山金锑矿采矿权	17,409,197.11
辰州本部沃溪矿区采矿权	16,563,902.13
甘肃省合作市下看木仓地区金矿探矿权	14,839,363.22
隆回金杏矿业公司杏枫山矿区采矿权	8,408,238.28
辰州本部渔儿山采矿权	7,322,880.56
新龙舜源矿业采矿权	4,968,700.00
合计	336,044,036.65

金、锑、钨组合：产量与价格的双增长

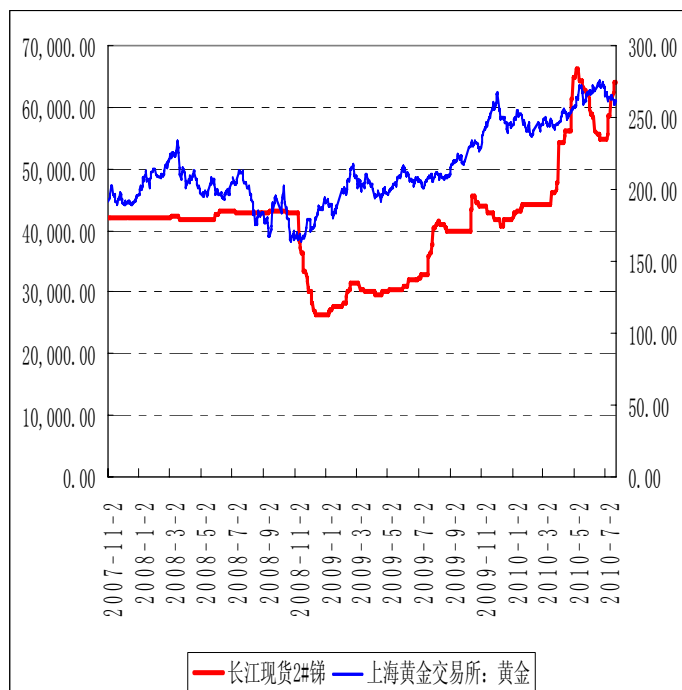
锑钨是我国控制开采的优势矿产资源和战略资源。2010 年，国家将继续在行业政策和行业监管上加大对锑钨资源实施有计划的保护性开采，制定和实施锑钨行业监管和开采总量控制的配套措施，严格控制锑钨矿开采总量，2010 年全国钨精矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标为 80000 吨，同比增长 16.69%，锑矿开采总量控制指标为 100,000 吨，同比增长 10.89%。2011 年 6 月 30 日前原则上暂停受理新的钨矿、锑矿和稀土矿勘查、开采登记申请。随着锑钨矿产资源整合工作推进和一系列有利于行业发展的政策出台，锑钨行业整体环境将有进一步改善，无序开采、乱采滥挖状况减少，行业集中度提高，锑、钨价格有望继续稳中有升。

公司主导产品金、锑、钨价格表现良好，金价年初以来上涨 7%，锑上涨 50% 以上，APT 上涨 21.13%。公司主导产品的价格表现明显优于其他金属品种。同时，公司各品种的产量也有一定增长。

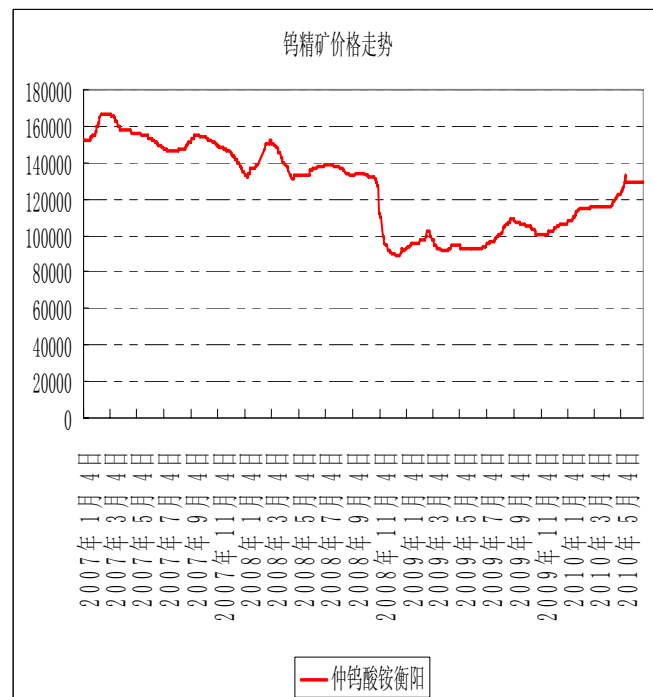
- ◆ 锑。公司 2009 年产量 19106 吨，2010 计划 20000 万吨，其中 70% 来自于自有锑精矿，其余原料从周边地区购买。锑精矿自产增量主要来自渣滓溪矿 1000 吨，公司目前启动安化渣滓溪矿业有限公司年产 5,000 吨精锑扩建工程（井下工程），是公司未来锑产量增长的主要来源。
- ◆ 黄金。公司 2009 年黄金产量 4376 公斤，其中自产黄金 2521 公斤。公司计划 2010 年黄金产量 4912 公斤，其中自产黄金产量将达到 2760 公斤，其余从外部采购合质金进行加工，加工的毛利率在 1% 左右。目前，启动甘肃加鑫矿业有限公司新建 1,000 吨/日采选规模建设项目，启动隆回金杏矿业有限公司 2,000 吨/日采选规模扩建项目，是公司未来矿产金产量增长的主要来源。

◆ 钨。 公司 2009 年生产 1705 标吨 APT，计划 2010 年生产 2000 吨，增量来自于湘安 700 吨采选规模扩建至 1500 吨规模。

图表 6 金、锑价格走势



图表 7 APT 价格走势



盈利预测及投资建议

预计2010、2011、2012年每股收益达到0.55、0.83、0.95元，按7月27日收盘价计算，市盈率分别为31.58、20.90、18.32。我们认为未来金、钨价格仍将振荡上行，锑价仍将保持高位，给予公司“推荐”评级

图表 8 产量及价格假设

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
价格				
黄金	207.50	240	2500	250
精锑	31668.97	50000	53000	55000
仲钨酸铵	76671.67	100000	120000	120000
产量				
黄金(公斤)	4376	4912	5100	5200
自产金	2521	2700	2700	2800
合质金	1855	2212	2400	2400
锑制品	19106	22100	23000	23000
仲钨酸铵(标吨)	1705	2000	2000	2000

毛利率				
黄金 (%)	33.14	33	33	33
锑制品 (%)	28.55	30	32	32
仲钨酸铵 (%)	36	45	54.17	54.17

图表 9 报表预测

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1420.74	1356.19	1692.41	2380.55	2672.67	2888.00
减: 营业成本	1035.26	972.36	1179.84	1590.84	1742.11	1880.36
营业税金及附加	10.31	20.06	15.86	22.30	25.04	27.06
营业费用	12.94	23.22	19.25	27.07	30.39	32.84
管理费用	159.51	220.85	253.22	357.08	334.08	346.56
财务费用	19.53	13.41	25.61	23.76	9.18	-2.65
资产减值损失	4.26	28.40	18.40	17.02	17.02	17.02
加: 投资收益	1.42	-0.42	-22.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-4.56	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	180.36	77.47	153.27	342.47	514.83	586.81
加: 其他非经营损益	2.31	2.81	-3.43	-5.02	-5.02	-5.02
利润总额	182.67	80.27	149.84	337.45	509.82	581.79
减: 所得税	42.50	14.55	53.92	50.62	76.47	87.27
净利润	140.17	65.72	95.92	286.83	433.34	494.52
减: 少数股东损益	-0.69	-4.45	-4.72	-14.11	-21.31	-24.32
归属母公司股东净利润	140.87	70.16	100.64	300.94	454.65	518.84
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	866.61	559.44	340.49	35.71	487.36	496.39
应收和预付款项	276.00	205.19	267.68	472.80	353.71	539.16
存货	298.61	342.09	301.21	596.45	386.57	674.46
其他流动资产	0.00	0.00	10.88	10.88	10.88	10.88
长期股权投资	17.93	1.10	5.81	5.81	5.81	5.81
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	640.37	965.76	1153.62	1067.39	943.17	793.94
无形资产和开发支出	157.36	333.24	456.65	409.12	361.58	314.05
其他非流动资产	46.12	122.52	189.15	94.58	0.00	0.00
资产总计	2303.00	2529.34	2725.49	2692.74	2549.08	2834.69
短期借款	339.45	430.00	595.40	358.84	0.00	0.00
应付和预收款项	93.24	183.54	141.84	188.52	166.76	210.45
长期借款	45.00	30.00	0.00	40.00	100.00	140.00
其他负债	22.89	15.00	77.31	77.31	77.31	77.31
负债合计	500.58	658.54	814.55	664.67	344.07	427.76
股本	391.00	547.40	547.40	547.40	547.40	547.40
资本公积	1197.66	1041.36	1041.36	1041.36	1041.36	1041.36
留存收益	188.26	205.26	246.87	378.10	576.35	802.60
归属母公司股东权益	1776.92	1794.01	1835.63	1966.86	2165.11	2391.35

请务必阅读正文之后的重要声明

少数股东权益	25.50	76.79	75.32	61.21	39.90	15.58
股东权益合计	1802.42	1870.80	1910.94	2028.07	2205.01	2406.93
负债和股东权益合计	2303.00	2529.34	2725.49	2692.74	2549.08	2834.69
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-48.81	75.45	140.38	168.02	1068.83	291.74
投资性现金净流量	-341.89	-478.00	-470.08	-84.26	-54.26	-34.26
筹资性现金净流量	1240.23	1.43	65.03	-388.53	-562.91	-248.44
现金流量净额	849.53	-400.83	-264.57	-304.78	451.65	9.03

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。