

有色金属行业

辰州矿业(002155)

评级: 增持

研究员

汪华春

证书编号: S0070209060030

电话: 010-88086830-711

邮箱: wanghc@rxzq.com.cn

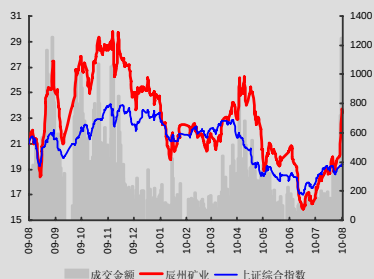
6-12个月目标价: 26

最新股价: 23.61

基本资料

总股本(百万)	547.40
流通股A股(百万)	547.25
总市值(亿)	129.24
每股净资产(元)	3.37
资产负债率%	29.84

辰州矿业股价与上证综指对比:



相关研究:

《有色金属行业: 新材料发展正当时, 稀有金属资源战略地位提升》
2010/05/31

《辰州矿业(002155)积极开拓资源, 等待含苞待放时, 给予“增持”评级》
2009/11/04

金、锑和钨的组合确保公司业绩的快速成长

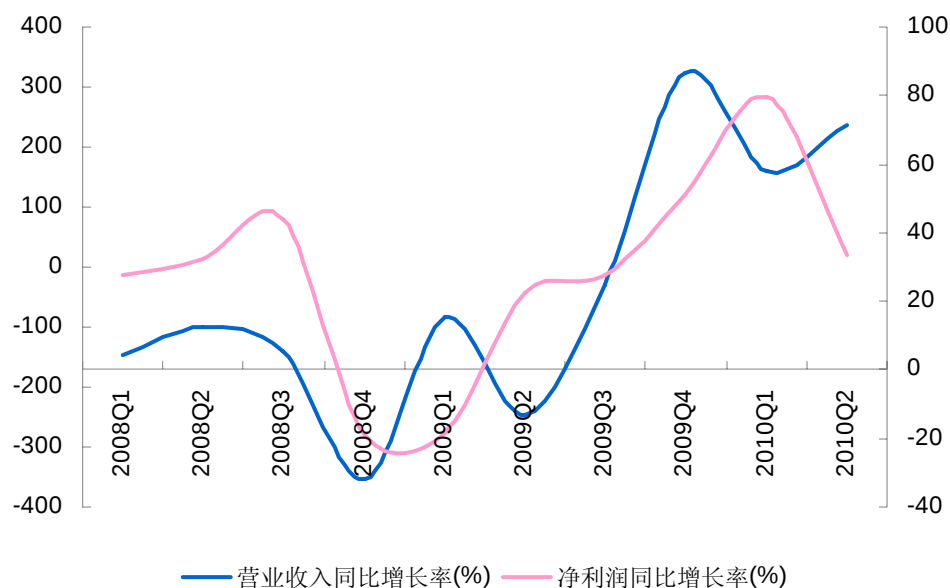
投资要点:

- **量价齐升是上半年收入和利润同比大幅增长的主因。**上半年, 公司实现营业收入 10944.37 亿元, 归属于母公司净利润 6606.01 万元, 分别同比增长 65.61%、81.09%, 实现每股收益 0.12 元。主要是因为上半年公司产品价格及锑产品产销量大幅增长。
- **综合毛利率较去年同期略有下降。**上半年公司综合毛利率为 29.66%, 较去年同期略有下降, 其中黄金业务毛利率较去年同期下降了 13.3 个百分点, 锑制品和 APT 业务毛利率都大幅提升, 这主要是因为上半年公司冶炼金占比提升, 外购原料成本随市场价格上涨, 且自产金产量减少, 探矿费用摊销上升, 而 APT 产品单位销售成本略有下降, 锑制品售价大幅上涨。
- **上半年积极推进产能扩建项目。**报告期内, 甘肃加鑫 1,000 吨/日采选新建工程完成设计论证, 进入施工阶段, 预计 2011 年 10 月底甘肃加鑫 1,000 吨/日采选新建工程一期 500 吨/日采选系统试生产; 新龙矿业 1#主斜井一期工程基本完工, 预计今年 8 月底试运行; 安化渣滓溪矿业 5,000 吨精锑扩建改造工程完成设计论证工作并已启动井下开拓系统建设; 常德锑品 15,000 吨/年氧化锑扩建工程完成设计招标, 已进入施工阶段, 预计 2011 年 4 月进行试生产; 隆回金杏 2,000 吨/日扩建工程基本完成尾矿库征地工作。
- **预计公司未来几年毛利率稳步提升。**2009 年底公司保有资源储量: 金属量金 36,836 千克, 锑 174,722 吨, 钨 45,540 吨。根据此前公司年报披露的今年重大投资计划, 预计通过收购、兼并重组等方式, 新增 1-2 个优质资源基地, 我们认为, 随着前期探矿工作的推进, 以及公司积极开拓资源的计划, 未来几年公司产量增加的同时, 有望实现矿产资源自给率的提升, 公司综合毛利率将稳步提升。
- **投资建议:** 一方面, 因避险需求+通胀预期将对金价形成支撑; 另一方面, 国家对锑、钨行业的整治及开采总量的控制, 将对锑、钨未来产品价格形成正面影响, 我们看好公司金、锑和钨的产品组合。预计 2010-2012 年公司实现每股收益 0.35 元、0.54 元和 0.83 元, 维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 全球经济二次探底导致锑、钨产品需求下滑, 引发价格的大幅下跌; 探矿进展不顺利。

1、价量齐升是上半年收入和利润同比大幅增长的主因

- 上半年，公司实现营业收入 10944.37 亿元，归属于母公司净利润 6606.01 万元，分别同比增长 65.61%、81.09%，实现每股收益 0.12 元。上半年公司完成了威溪铜矿债务重组，导致营业外支出大幅上升，

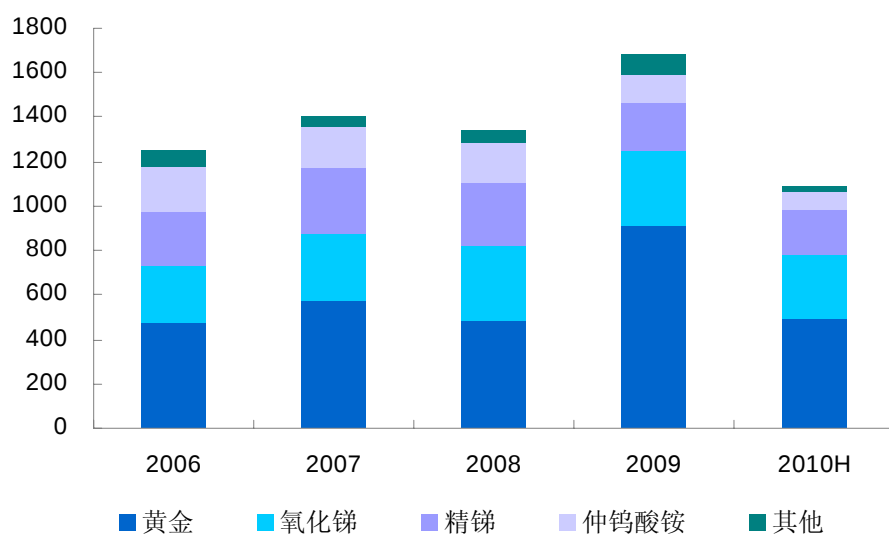
图 公司单季度营业收入和净利润增速



来源：公司公告，日信研究

- 上半年公司共生产黄金 2.21 吨，同比增长 7.6%，其中自产金 1.18 吨，同比减少 7.73%，冶炼金 1.03 吨；共生产精锑 5189 吨，氧化锑 6566 吨，分别同比增长 72.11%；生产 APT838 标吨，同比减少 3.57%。

图 公司营业收入构成变化

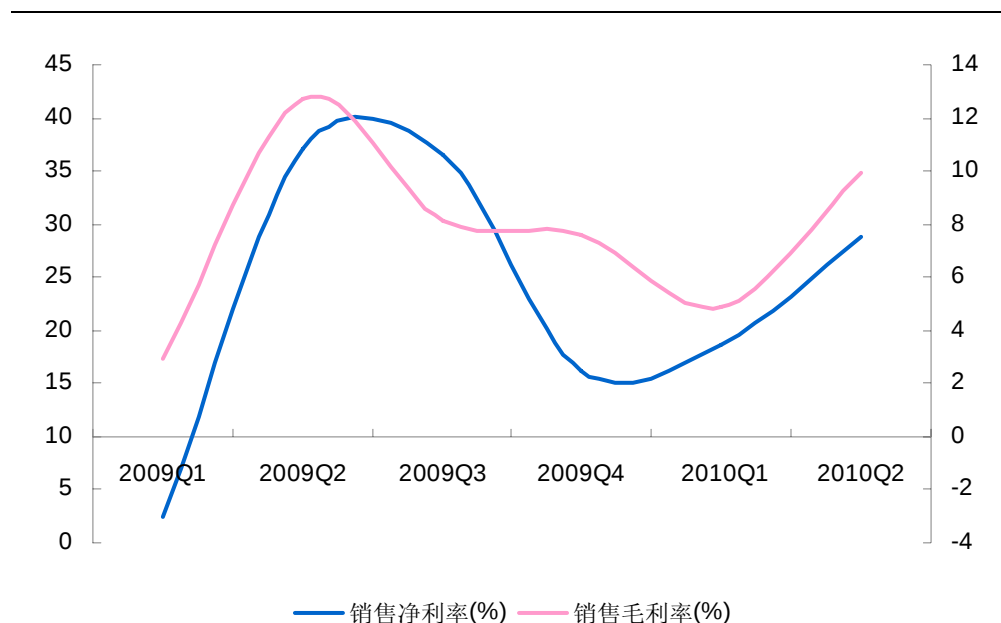


来源：公司公告，日信研究

2、综合毛利率较去年同期略有下降

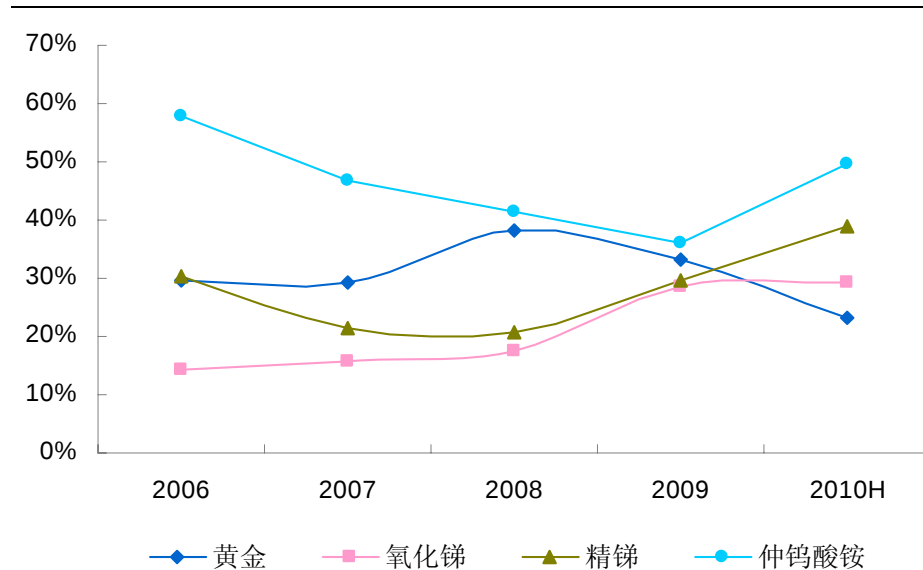
- 上半年公司综合毛利率为 29.66%，较去年同期略有下降，其中黄金业务毛利率较去年同期下降了 13.3 个百分点，锡制品和 APT 业务毛利率都大幅提升，这主要是因为上半年公司冶炼金占比提升，外购原料成本随市场价格上涨，且自产金产量减少，探矿费用摊销上升，而 APT 产品单位销售成本略有下降，锡制品售价大幅上涨。

图 公司单季度销售净利率和销售毛利率走势



来源：公司公告，日信研究

图 公司各产品毛利率变动



来源：公司公告，日信研究

3、上半年积极推进产能扩建项目

- 报告期内，甘肃加鑫 1000 吨/日采选新建工程完成设计论证，进入施工阶段，预计 2011 年 10 月底甘肃加鑫 1000 吨/日采选新建工程一期 500 吨/日采选系统试生产；新龙矿业 1#主斜井一期工程基本完工，预计今年 8 月底试运行；安化渣滓溪矿业 5000 吨精锑扩建改造工程完成设计论证工作并已启动井下开拓系统建设；常德锑品 15000 吨/年氧化锑扩建工程完成设计招标，已进入施工阶段，预计 2011 年 4 月进行试生产；隆回金杏 2000 吨/日扩建工程基本完成尾矿库征地工作。
- 从上半年产量来看，精锑新增产量主要由新龙矿业与渣滓溪贡献，氧化锑产量增量主要由常德锑品备用加工生产线投入使用贡献。预计改造和扩建工程完成后，公司产量会逐步提升，矿产金和锑制品产量将保持 10%以上的增速。

表 公司主要产品产量及销售价格预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
矿产金产量（吨）	1.698	2.521	2.40	2.70	3.00
冶炼金产量（吨）	0.808	1.855	2.20	2.60	2.70
黄金均价（元/克）	194.04	216.49	240	245	250
APT 产量（吨）	1852	1705	1720	1900	2050
APT 价格（元/吨）	131300	76674	79000	90000	110000
外销锑锭	8490	8546	10200	12000	13500
锑锭价格（元/吨）	33290	25420	37000	39000	40000
氧化锑产量（吨）	9621	10560	13000	18000	27000
氧化锑价格（元/吨）	35210	32174.242	43000	45000	49000

来源：公司公告，日信研究

4、金、锑、钨组合：前景光明

4.1 黄金价格将维持高位，更有突破新高的动力

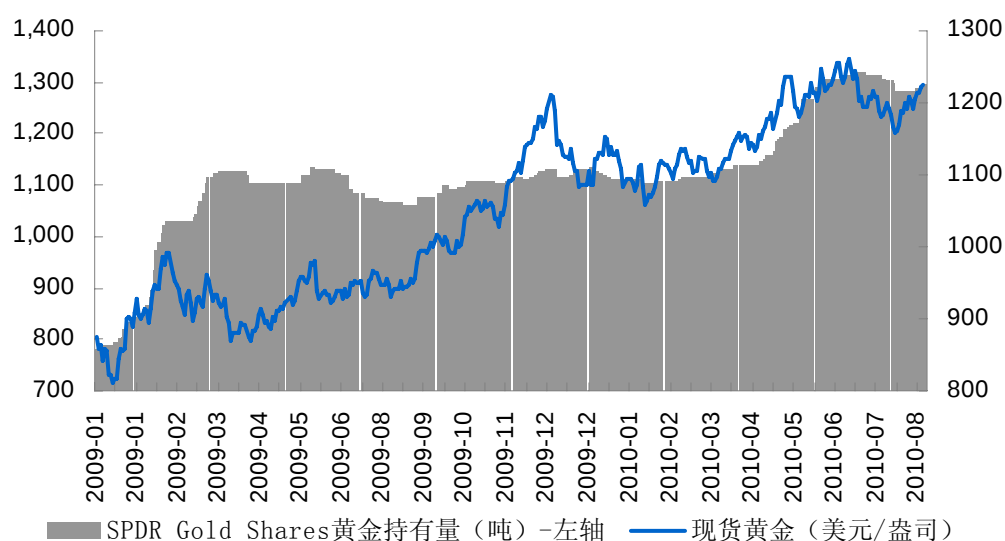
- 年初至今，国际现货黄金维持高位盘整，最高冲至 1257.2 美元/盎司，均价为 1159 美元/盎司。而全球最大黄金 ETF-SPDR Gold Share 的黄金持仓量也维持高位，更于 6 月达到 1,320.44 吨的历史高位。
- 从近期各国公布的数据来看，宏观经济的不确定性增加，预计经济复苏进程还将反复，而这将再次激发黄金的货币属性和避险功能。此外，市场也担心美联储与其他国家央行的振兴措施，将导致长期通货膨胀，进一步的量化宽松措施可能引发黄金价格走高。我们认为，避险需求+通胀预期可能会促使近期国际金价出现突破性的走势。从长期来看，黄金价格也将维持历史高位。

图 国际现货黄金与美元指数走势对比图



来源: wind, 日信研究

图 SPDR Gold Share 黄金持有量及现货黄金价格对比图

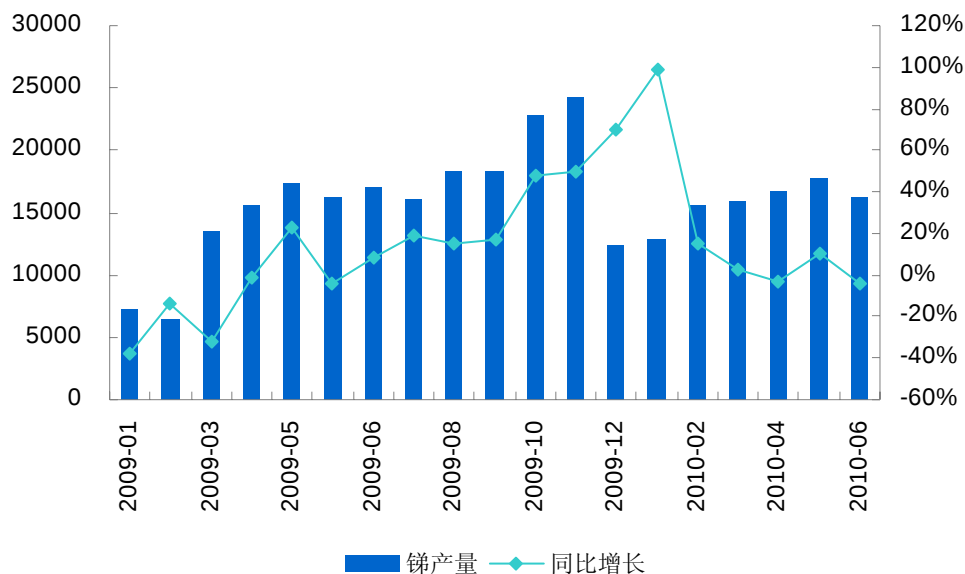


来源: SPDR, 日信研究

4.2 锑市：高位运行或常态化

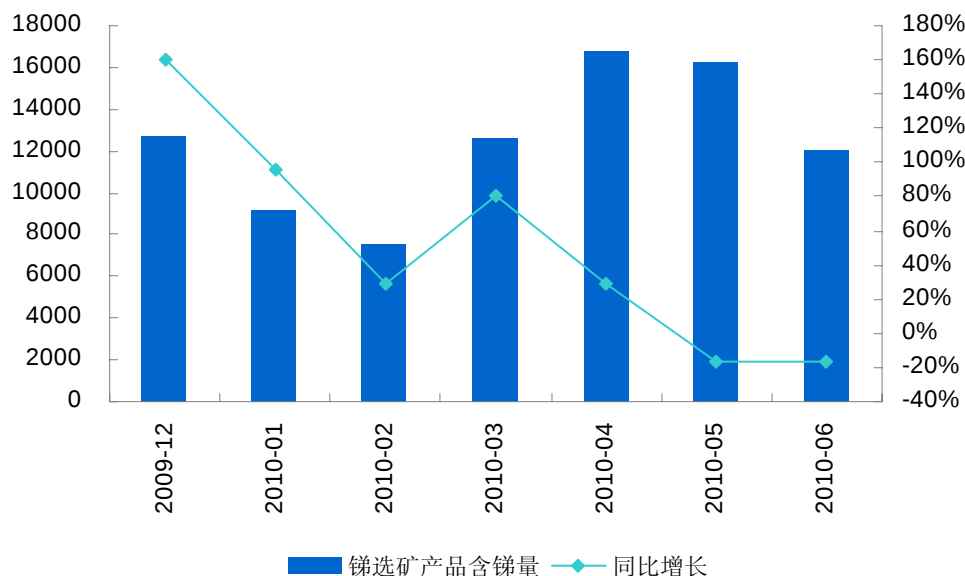
- 今年上半年，因全球经济的复苏，锑品销售回暖，1-6 月份锑品出口总量约 2.82 万吨，同比增长 62.87%。而国内市场，尤其是来自塑料盒化工行业对氧化锑的需求份额保持 5%以上稳定增长；光伏玻璃产业在国家政策扶持下发展迅速，也成为促进国内锑消费的重要方面。从产量数据来看，上半年我国锑产量累计 8.94 万吨，同比增长 43.23%；锑精矿产量累计 6.36 万吨（金属含量），同比增长 53.99%；从地区来看，湖南省锑精矿和锑品累计产量分别为 4.3 万吨和 7.0 万吨，同比增长分别为 71.18%和 53.54%。

图 月度锑产量及同比增速情况（单位：吨，%）



来源：国家统计局，日信研究

图 月度锡产量及同比增速情况 (单位：吨，%)

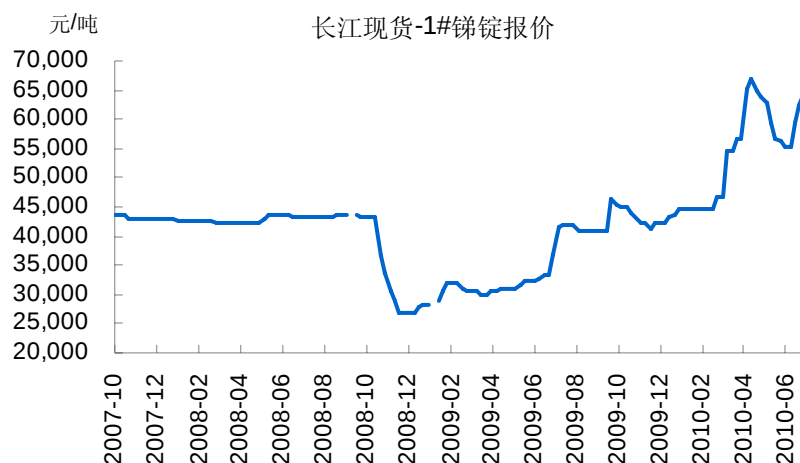


来源：国家统计局，日信研究

- 近年来，我国加大了矿产资源开发的管理力度，相继采取了整顿锡矿开采秩序、提高冶炼行业门槛、出口配额和供货许可证制度、降低或取消退税等措施，国家旨在建立长效机制，推动锡行业的健康发展。从上半年各地的情况来看，冷水江地区作为锡的主产区，开展了一系列清理整顿工作，按照“整合资源、打造品牌、扶优扶强锡业”的思路，将 9 家锡品企业列入整合方案。我们认为，行业的整治将有利于锡产业结构的调整，有效提升和保持我国锡资源的优势地位；从长远来看，市场资源将向具有资金、技术、管理和履行社会责任能力强的优势企业聚集，辰州矿业无疑也将受益。
- 2010 年上半年锡价表现出大起大落的特征。3 月下旬国内锡市场因原料紧缺、湖南冷水江的锡

制品企业环保整顿及西南大旱等因素导致国内提价连连攀升，1#铋锭在5月初达到66000元/吨的历史高位；此后，鉴于铋价高位压力，国内外采购商购买积极性锐减，市场情绪急转至悲观，铋价迅速回调，到6月末止跌回稳，目前铋锭价格又重新上了65000元/吨的位置。我们认为，我国铋供应的有效控制将很大程度影响铋价走势，目前冷水江地区的环保整改还在进行中，预计将持续一段时间，下半年整体来看，市场供给呈偏紧状态，铋价将处于高位运行。

图 长江现货市场1#铋锭报价



来源: wind, 日信研究

4.3 钨: 行业治理渐显功效

- 硬质合金、钨特钢、钨材和化工是国内钨消费的主要领域，其中硬质合金是拉动钨消费增长的主要因素。上半年国内外经济复苏，钨的下游需求旺盛，尤其是硬质合金产量上半年同比增长超过37%，其对钨的消费量增长显著。安泰科统计，2010年上半年，原钨供应量为2.8万吨，总消耗量2.4万吨，上半年过剩3000吨金属量，供需基本平衡。

图 月度钨精矿产量及同比增长

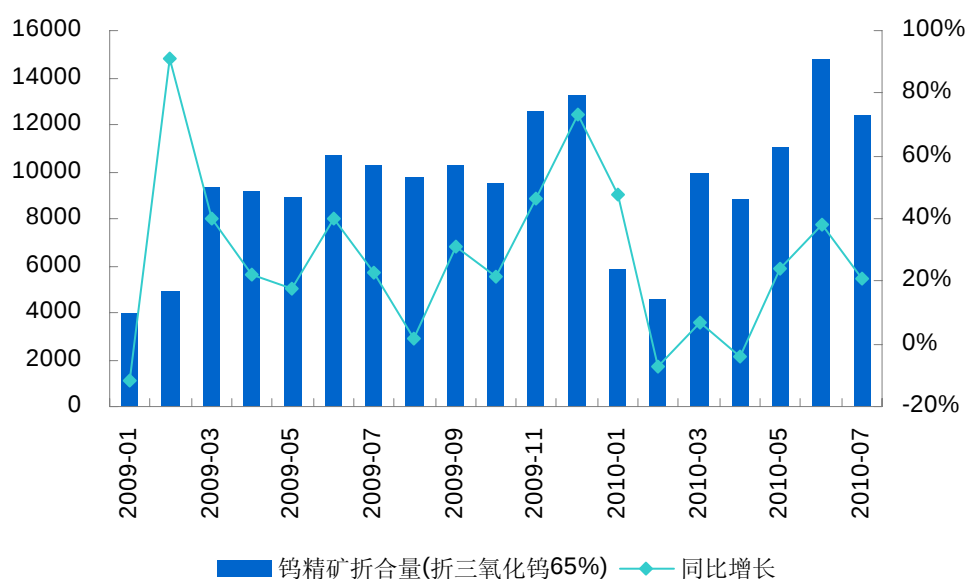


图 月度钨品出口量（金属量）

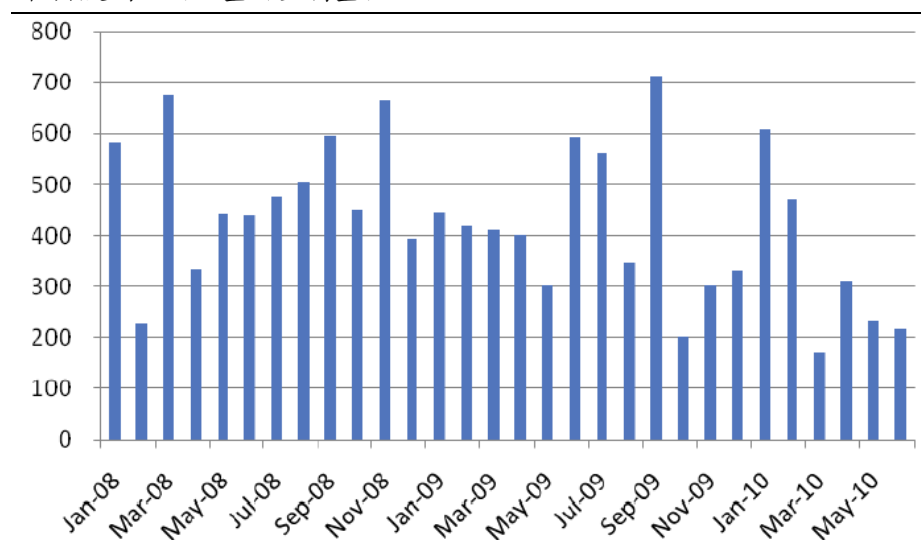


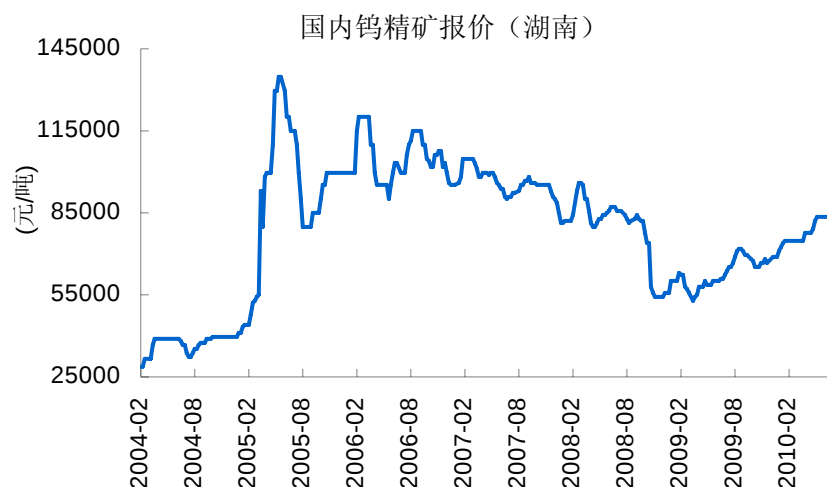
表 钨供需平衡表（单位：万吨金属量）

	2006	2007	2008	2009	2010.1-6
钨产量	4.1	4.1	4.4	5.1	2.6
钨进口量	0.7	0.5	0.6	0.5	0.2
钨出口量	2.8	2.6	2.4	1.3	1.1
消费情况	2.1	2.3	2.3	2.3	1.4
过剩	-0.1	-0.2	0.3	2.1	0.3
钨精矿均价（元/吨）	10.6	9.7	8.1	6.3	8.0

来源：安泰科

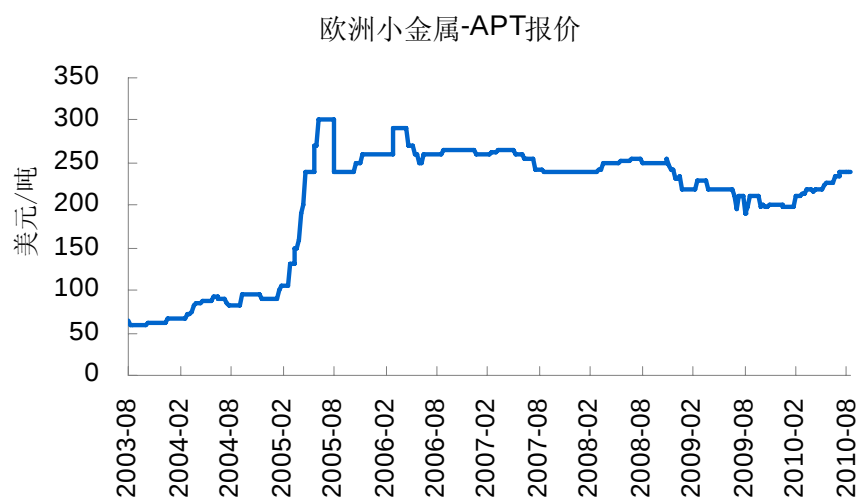
- 今年国内钨精矿缓慢爬升，黑钨精矿最高报价达到 8.4-8.5 万元/吨，白钨精矿价格达到 8.3-8.4 万元/吨，其中，6 月份因江西和湖南两个产区内的矿山受暴雨影响出现部分停产的情况，价格持续上升。

图 国内钨精矿报价



来源: wind, 日信研究

图 欧洲小金属-APT 报价



来源: wind, 日信研究

- 因我国钨资源丰富，长期以来，我国钨产量占到了全球 80%以上，近年来，我国意识到钨资源的稀缺性，于是逐步加大钨品出口管制，如取消出口退税率，甚至征收暂定关税，控制出口配额等。但实际上，从 2002-2009 年我国钨品实际出口量平均超出出口配额的 100%。我们认为，主要是因为钨行业集中度不高，出口管理混乱所致。而从去年至今，五矿集团和中铝集团纷纷介入钨资源的整合，钨行业集中度进一步提高，我们认为，钨有望成为下一种国家重点整治的矿产资源。对于钨价，我们预计下半年硬质合金增速将放缓，碳化钨粉的需求减弱，价格可能略有回调，但整体而言，波动幅度不会太大；长期看，钨因其资源的稀缺性，加上行业整治渐显成效，预计钨价重心会缓慢上移。

表 近几年钨品出口配额量

	2007	2008	2009	2010
--	------	------	------	------

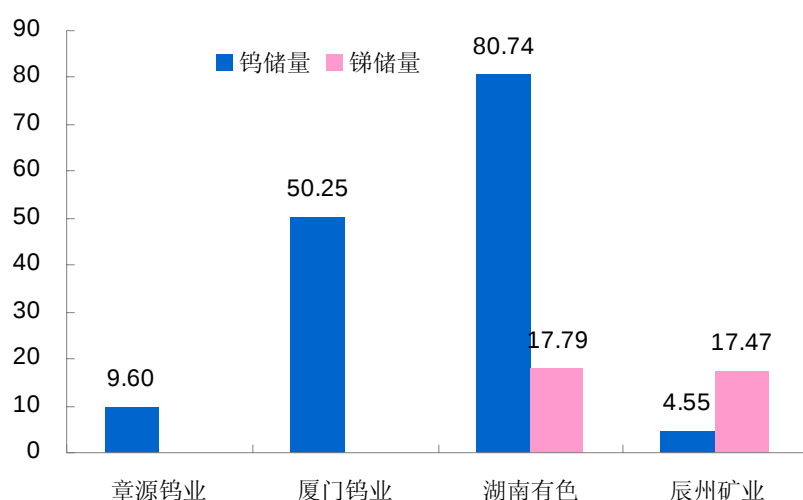
钨	15566.2	14897.1	14597.86	15642.62
其中：仲钨酸铵、偏钨酸铵	3764.9	3276.7	3357.9	4133.6
三氧化钨及蓝色氧化钨	8008.9	7896.0	7591.2	8621.56
钨酸及其盐类	1074.1	1192.3	1313.8	1563.46
钨粉及其制品	2628.2	2532	2335	3633

来源：商务部，日信研究

5、业绩预测及投资建议

- 2009年底公司保有资源储量：金属量黄金36,836千克，锑174,722吨，钨45,540吨。根据此前公司年报披露的今年重大投资计划，预计通过收购、兼并重组等方式，新增1-2个优质资源基地，我们认为，随着前期探矿工作的推进，以及公司积极开拓资源的计划，未来几年公司产量增加的同时，有望实现矿产资源自给率的提升，公司综合毛利率将稳步提升。
- 一方面，因避险需求+通胀预期将对金价形成支撑；另一方面，国家对锑、钨行业的整治及开采总量的控制，将对锑、钨未来产品价格形成正面影响，我们看好公司金、锑和钨的产品组合。预计2010-2012年公司实现每股收益0.35元、0.54元和0.83元，维持公司“增持”评级。

图 上市公司钨、锑储量对比（单位：万吨）



来源：公司公告，日信研究

图 公司主要子公司储量情况

公司	矿区	采矿面积	采选能力	储量		
		平方公里	千吨/年	金(吨)	锑(千吨)	钨(千吨)
本部	沃溪矿区	8.09	225	16.84	76.53	10.33
湘安钨业	安化大溶溪矿区	1.69	150			6.74
洪江辰州	洪江响溪矿区	0.14	30	1.55	8.08	
湖南 溆浦辰州	溆浦龙王江矿区	0.65	30			
新龙矿业	新邵龙山矿区	3.18	120	2.72	32.46	
东安新龙	东安线江冲矿区	10.37	30		6.67	

		渣滓溪锑矿	0.79	18.07	0.593
新疆	大地宝贝	宝贝8号金矿采矿权	4.42		
	鑫达矿业	鑫达矿业鸽子沟东金矿采矿权			
河北	隆化鑫峰	公司山湾乡桩头营村金矿采矿权			
湖北	潘隆新矿业公司	阳新县潘桥乡钨铜矿采矿权	0.25		

来源：公司公告，日信研究

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	316	410	516	658	EPS	0.18	0.35	0.54	0.83
存货	301	499	796	798	营业收入	1692	2276	2868	3654
应收账款	51	85	90	120	营业成本	1180	1601	1942	2391
其他流动资产	228	365	375	547	营业税金及附加	16	22	27	35
流动资产	896	1359	1777	2123	销售费用	19	34	42	54
固定资产	1062	1123	1153	1171	销售费用率	1.14%	1.48%	1.48%	1.48%
长期股权投资	46	46	46	46	管理费用	253	330	416	530
无形资产	408	528	648	768	管理费用率	14.96%	14.50%	14.50%	14.50%
其他长期资产	331	396	427	456	财务费用	26	32	40	51
非流动资产	1847	2093	2274	2441	财务费用率	1.51%	1.40%	1.40%	1.40%
资产总计	2742	3453	4051	4565	资产减值损失	18	40	40	20
短期借款	595	989	1142	1084	公允价值变动	-5	0	0	0
应付账款	86	141	229	243	投资净收益	-22	2	2	2
其他流动负债	103	183	194	257	营业利润	153	220	361	575
流动负债	784	1313	1565	1585	加: 营业外收入	11	50	50	50
长期负债	37	42	47	42	减: 营业外支出	15	20	20	20
其他长期负债	10	12	12	12	利润总额	150	250	391	605
非流动性负债	47	54	59	54	所得税	54	62	98	151
负债合计	832	1367	1624	1639	所得税率	35.99%	25.00%	25.00%	25.00%
股本	547	547	547	547	净利润	96	187	294	454
资本公积	1041	1041	1041	1041	少数股东损益	-5	-6	0	0
股东权益合计	1836	2016	2357	2856	归属母公司净利润	101	193	294	454
少数股东权益	75	70	70	70					
负债股东权益合计	2742	3453	4051	4565					
现金流量表(百万元)					主要财务指标				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	96	187	294	454	增长率(%)				
折旧和摊销	133	148	162	0	营业收入	24.79	34.50	25.97	27.41
营运资本变动	(324)	(66)	166	326	营业利润	97.84	43.32	64.52	59.13
其他	235	(155)	(335)	(227)	净利润	45.95	95.22	56.77	54.60
经营现金流	140	114	287	553	利润率(%)				
资本支出	476	603	621	630	毛利率	30.29	29.65	32.26	34.56
其他	0	181	286	294	EBIT Margin	10.32	12.37	15.05	17.96
投资现金流	(470)	(387)	(298)	(298)	EBITDA Margin	19.43	18.85	20.69	17.96
负债变化	106	536	257	15	净利率	5.67	8.23	10.24	12.42
股息支出	85	298	312	306	回报率(%)				
其他融资现金流	(664)	129	173	177	净资产收益率	5.02	8.98	12.10	15.51
融资现金流	(643)	367	118	(114)	总资产收益率	3.50	5.42	7.25	9.94
现金及现金等价物净增加额	(974)	94	106	141	其他(%)				
					资产负债率	61.38	39.60	40.08	35.90
					股息率	0.45	1.57	1.64	1.61

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。