

湘财证券研究所

有色钢铁研究小组

杨诚笑（联系人）

Tel: 021-68634510-8630

E-Mail: ycx3112@xcsc.com

叶鑫

Tel: 021-68634518-8278

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金铎

Tel: 021-68634510-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

相关报告：

《黄金股？锑业股！-辰州矿业
2010 年中报点评》（2010.08.17）
《出手南星锑业，意在高峰华锡》
（2010.08.27）

事件：

近期，我们对辰州矿业进行了实地调研，考察了公司本部选矿厂、冶炼厂和钨品厂，并与公司管理层进行了深入座谈交流，取得了以下三点有别于市场的认识。

调研要点：

□ 金锑业务是主要利润来源，钨业务还处于积累阶段

公司与山东黄金、中金黄金等传统黄金公司有本质区别。锑业务一直是公司收入的另一块主要来源，随着国家对锑进行保护性开采限额后，受益于锑价的大幅上升以及公司顺势增产，2009 年以来公司锑业务逐渐开始成为公司业绩的快速增长点，2010 年中报显示公司上半年锑制品利润占比已经超过黄金业务，占比 48.89%。除了金锑，钨制品收入占比仅为 7.38%，公司目前钨资源全部实现自给，由于公司在钨行业仅有 4 年的行业经验，因此目前在钨板块上公司以积累行业经验和技術为主。

□ 内部挖潜作保障，外部竞购搏发展

公司一直致力于内部深度挖潜，并取得了巨大成功，2010 年公司计划新增锑资源量 30469 吨，达 20.52 万吨。而渣滓溪 5000 吨精锑扩建工程以及隆回金杏 2000 吨/日扩建工程未来几年完工后将给公司长期的资源稳定提升带来实质性保障。

公司 8 月 17 日发布公告宣布参与竞购广西南星锑业，如能竞购成功公司将增加保有锑钨储量 21.34 万吨，此外将获得广西高峰矿业 15% 的股权（实际持有 7.5%，代持 7.5%）以及 30% 的精矿定向销售代管权。

市场一直聚焦南星锑业本身的 21.34 万吨储量。实际上，公司此番竞购南星锑业意在进入广西“锡矿山”之称的南丹县。南丹县包括锑资源在内的有色资源十分丰富，但是南丹县长期以来缺乏行业龙头，当地锑资源一直被乱采乱伐。南丹县政府此次转让目的是为了引进行业龙头对当地锑资源进行整合做大做强当地锑行业，公司正是看重这点，有意今后以南星锑业为平台进一步整合当地资源。我们认为南星锑业是一个相当理想的控股平台，目前分别持有南星冶金化工 75%、广西高峰矿业 15%、南丹新南星矿冶 22.65%、广西泰星电子焊接材料 15% 的股权，如能竞购成功，意义远不止现有的 21.34 万吨储量这么简单。

□ 锑产量全球坐二望一，锑业务将是公司未来主要业绩增长点

锑业务将是公司未来的业绩增长看点，受益于高企的锑价，公司 2010 年中报业绩明显改善。公司今年锑制品（精锑与氧化锑）产能有望达到 5.5 万吨，其中精锑 3 万吨，氧化锑 2.5 万吨，包括公司旗下常德锑品 1.5 万吨/年的扩建工程。目前常德锑品的 1.5 万吨氧化锑扩建工程进展顺利，年内能够完工投产。此外，公司正在竞购广西南星锑业 100% 的国有股权，如能竞购成功南星锑业 2 万吨/年的锑制品产能将帮助公司超过湖南闪星锑业成为全球锑制品产能第一的公司。

□ 长期受益于高锑价时代到来的正宗锑业龙头股，维持买入评级

锑与稀土、钨、锡并列中国四大战略资源，属为数不多的中国可以具有定价能力的战略资源。欧盟在《对欧盟生死攸关的原料》报告将锑与其余 13 种原料列入“紧缺”名单。公司作为全球前两位的锑品生产商之一将长期受益于高锑价时代的到来。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.66 元、0.96 元、1.3 元，我们维持公司的“买入”评级，给予公司未来 6-12 个月目标价 30 元。

□ 金铋业务是主要利润来源，钨业务还处于积累阶段

1、公司股权结构

公司前身是湖南省湘西金矿（有着 130 多年的金矿开采历史），系全民所有制企业，直属原湖南省黄金工业总公司（现为湖南金鑫黄金集团有限责任公司），省直属大二型国有企业。公司大股东金鑫集团由湖南省国有资产监督管理委员会直接投资控股企业，湖南省国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。

表 1 公司 2010 中报十大股东

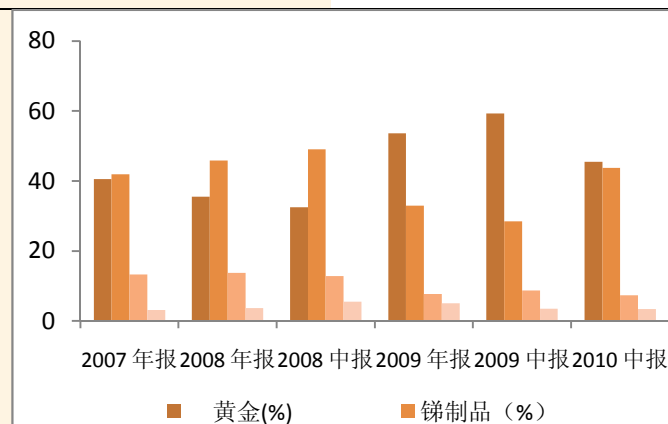
股东名称	股东性质	持股比例	持股总数
湖南金鑫黄金集团有限责任公司	国有法人	44.04	241,066,977
深圳杰夫实业集团有限公司	境内非国有法人	3.20	17,500,061
全国社保基金一一零组合	境内非国有法人	1.18	6,471,465
中国银行—易方达深证100 交易型 开放式指数证券投资基金	境内非国有法人	1.11	6,049,373
中国农业银行—益民创新优势混 合型证券投资基金	境内非国有法人	1.06	5,783,167
清华控股有限公司	国有法人	1.06	5,780,000
中国银行—华夏行业精选股票型 证券投资基金(LOF)	境内非国有法人	1.05	5,758,811
上海麟风创业投资有限公司	境内非国有法人	0.91	5,000,000
中国工商银行—融通深证100 指数 证券投资基金	境内非国有法人	0.72	3,927,32
湖南发展投资集团有限公司	国有法人	0.60	3,283,693

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2、主营业务—金铋双剑合并，钨业正在积累

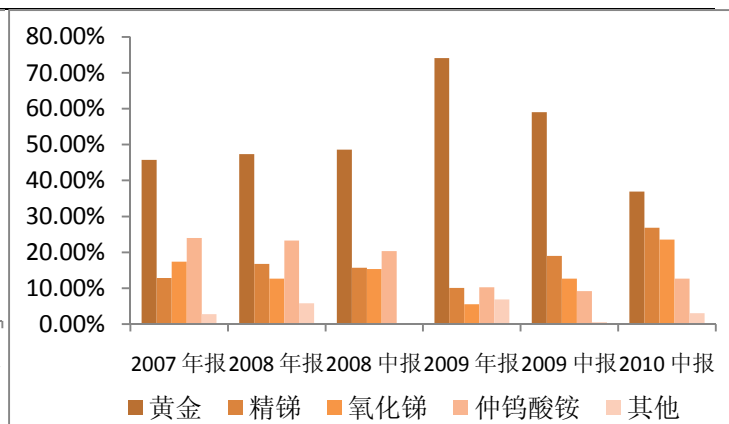
公司的主营业务为金铋钨及其共（伴）生矿的勘探、开采、冶炼和加工，主导产品为“辰州”牌黄金、精铋及三氧化二铋、钨精矿及仲钨酸铵等。从业务收入和利润构成看，黄金、铋、钨产品构成公司收入和利润的主要来源。2010年公司中报显示，报告期内黄金产品业务收入占全部主营业务收入的45.46%；铋制品为43.73%；仲钨酸铵为7.38%，其余3.43%。三者的毛利率分别为23.34%，33.2%（精铋29.36%、氧化铋38.89%）、49.58%。

图 1 报告期内铋制品收入占比迅速提高



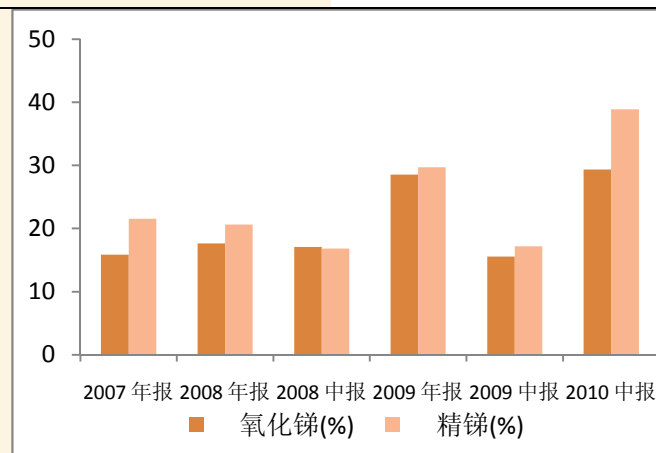
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 2007-2010 年公司各产品利润占比



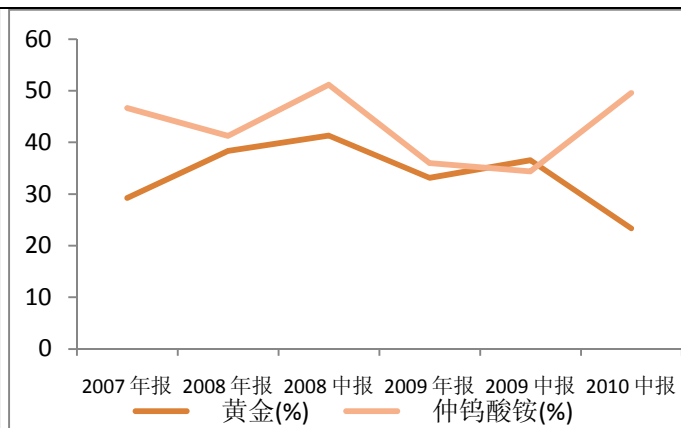
数据来源：Bloomberg，湘财证券研究所

图3 09年以来公司锑制品毛利迅速提升



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图4 2007-2010 年公司黄金、钨产品毛利率稳定



数据来源：Bloomberg，湘财证券研究所

可以看到，尽管公司黄金业务历史悠久，但是又与山东黄金、中金黄金等传统黄金公司有本质区别。由于公司本部的资源属于金锑伴生矿，锑业务一直是公司收入的另一块主要来源，2010中报显示，公司黄金、锑、钨三者资源自给率分别为50%、70%、100%。随着国家将锑钨提升为战略金属给予保护性开采限额后，受益于锑价大幅上涨以及公司高资源自给率，2009年以来公司锑制品的收入与毛利率均大幅提升。而钨板块方面，从最初的出售钨矿石到全部进行深加工成仲钨酸铵（APT），公司正在逐步积累整个钨产业的生产与销售经验，未来公司钨板块的发展值得长期关注。

□ 内部挖潜作保障，外部竞购谋发展

1、 内部挖潜保证未来资源供给

公司在内部资源增量采取新增大于消耗的保底原则，2010 年，公司预计新增黄金储量8107 千克、锑金属量30469 吨、钨金属量3360 吨。

锑方面，公司已经于8月完成新龙矿业1#主斜井一期工程，将有效提升该矿的采矿、探矿效率。而渣滓溪精锑扩建的环保论证、井下施工已经启动，扩建工程完工后渣滓溪的产量将由目前的3000吨精锑/年达到5000吨精锑/年，公司表示目前渣滓溪主要是开采富矿为主，还有大量的贫矿未开采，渣滓溪矿将是未来公司锑资源内部挖潜的重要来源。

黄金方面，黄金探获储量超过20吨的隆回金杏矿山2000吨/日扩建工程已经完成征地，该矿品位低，但是储量大，建设周期较长，但也给予公司长期资源保障。公司甘肃加鑫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，公司未来在自产黄金产量上仍将有较大的增长空间。

2、 竞购南星锑业意在控股平台整合南丹县锑资源

除了已有资源的挖潜之外，公司也致力于进行外部扩张。公司通过与当地银行建立良好关系以及自身资金保证公司能够随时拿出5亿元进行资源收购。公司8月17日发布公告宣布参与竞购广西南星锑业，如能竞购成功公

公司将增加保有锑钨储量21.34万吨，此外将获得广西高峰矿业15%的股权（实际持有7.5%，代持7.5%）以及30%的精矿定向销售代管权。

报告显示，南星锑业2009年净利润为750万，均为公司持有的高峰矿业股权分红所得。而南星锑业本身仅持有高峰矿业7.5%股份(另外7.5%为代持)，且有20%所得要上交南丹县政府。据此推算，高峰矿业每年红利分配就超过1亿元。

市场一直聚焦南星锑业本身的21.34万吨储量实际上，公司此番竞购南星锑业意在进入广西“锡矿山”之称的南丹县。南丹县包括锑资源在内的有色资源十分丰富，南丹县有广西“锡矿山”之称、有色资源丰富。南丹县矿产资源总储量达1000多万吨，其中锡储量144万吨，占全国三分之一，锑、铅储量居全国第二，铟储量位居世界第一。

但是南丹县长期以来缺乏行业龙头，当地锑资源一直被乱采乱伐。南丹县政府此次转让目的是为了引进行业龙头对当地锑资源进行整合做大做强当地锑行业，根据广西北部湾产权交易所公告，此次南丹县政府转让南星锑业股权，目的是为充分利用本县丰富的矿产资源，做强做大南丹县的锑产业。

公司正是看重这点，有意今后以南星锑业为平台进一步整合当地资源。我们认为南星锑业是一个相当理想的控股平台，目前分别持有南星冶金化工75%、广西高峰矿业15%、南丹新南星矿冶22.65%、广西泰星电子焊接材料15%的股权，如能竞购成功，意义远不止现有的21.34万吨储量这么简单。

图 5 南星锑业的价值在于作为控股平台整合当地锑资源



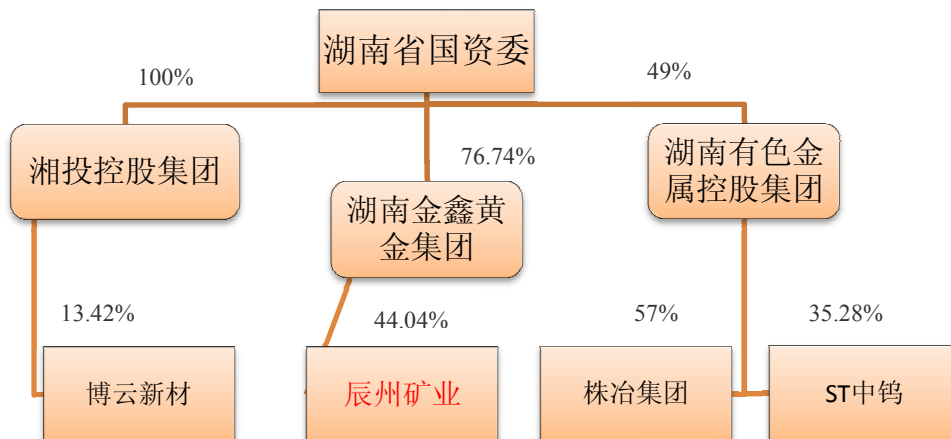
数据来源：商务部、湘财证券研究所

3、集团资产注入只差时间待定

公司是湖南省最大的产金公司、唯一的黄金、锑业上市公司，公司大股东金鑫集团拥有储量为20吨的黄金洞矿山。尽管黄金洞矿山的金矿为砷金矿，与公司现有的金锑矿不同，但结合湖南省的“黄金工业发展规划”中提出的加大黄金矿产资源整合力度，引导行业集团化、大型化，将资源进一步集中至优势骨干企业，扶强做大，促进省内黄金工业集约化发展的思路来看，集团资产注入是板上钉钉的事情。

此外，公司还是有色大省-湖南省国资委控股的最后一家有色上市公司，在湖南有色金属控股集团被五矿控制之后，辰州矿业作为湖南省国资委旗下唯一有色上市企业，其平台地位更显突出。

图 6 公司是湖南省国资委唯一实际控制的省内有色上市公司



数据来源：湘财证券研究所收集整理

□ 锑产量全球坐二望一，锑业务将是公司未来主要业绩增长点

目前公司锑制品产量仅次于湖南闪星锑业，是全球锑行业龙头。锑业务将是公司未来的业绩增长看点。受益于高企的锑价，公司2010年中报业绩明显改善。公司2010年计划生产矿产金2.5吨，生产锑品22100吨（其中，精锑8500吨、氧化锑13600吨），生产仲钨酸铵2000标吨。

公司今年锑制品（精锑与氧化锑）产能有望达到5.5万吨，其中精锑3万吨，氧化锑2.5万吨，包括公司旗下常德锑品1.5万吨/年的扩建工程。目前常德锑品的1.5万吨氧化锑扩建工程进展顺利，年内能够完工投产。此外，公司正在竞购广西南星锑业100%的国有股权，如能竞购成功南星锑业2万吨/年的锑制品产能将帮助公司超过湖南闪星锑业成为全球锑制品产能第一的公司。

表 2 2010-2012 年产量预测（不考虑竞购南星锑业）

	2010 年	2011 年	2012 年
黄金（千克）	2.5	2.8	3.2
精锑（吨）	10200	13200	14000
氧化锑（吨）	13140	15000	16000
APT（吨）	2000	2100	2200

数据来源：湘财证券研究所

□ 长期受益高锑价时代到来的正宗锑业龙头股，维持买入评级

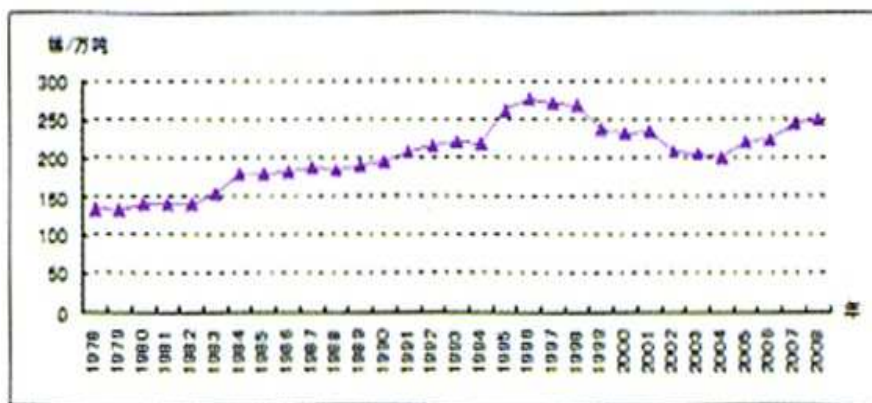
1、锑资源形势严峻，中国限采限出口，锑价不可逆式上扬

长期以来，中国的锑资源与稀土一样低价出口西方发达国家，生产了全球近90%的锑，造成了我国锑资源的迅速减少。截至2008年底，我国查明资源储量251.51万吨，占世界锑储量的32.9%，其中基础储量74.31万吨(储量47.43万吨)，资源量177.20万吨。按2008年我国矿山锑产量10万吨测算，静态保证年限为4.7年，资源形势严峻。

早在1991年国务院就将钨、锡、锑、离子型稀土列为国家保护性开采的特定矿种。2010年3月15日，国土资源部下发通知，决定继续对钨矿、锑矿和稀土矿实行开采总量控制管理。同时，通知表示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。

此外，国家逐年减少锑出口配额，不断下调出口退税。从2002年起，实施出口配额制，每年的出口配额都限制在7万吨以下。锑及其制品出口退税2005年为13%，从2006年开始全部取消，并在2007年对锑锭出口征收5%关税。近4年来，我国锑品含锑量呈逐步下降趋势，据有色金属工业协会数据，按锑品含锑量计，我国锑出口量占国内供应量的比重从2004年的88.6%下降到2007年49.5%。

图 7 我国锑矿历年保有储量变化趋势



数据来源：湘财证券研究所收集

图 8 欧洲 99.65%锑报价 (万美元/吨)

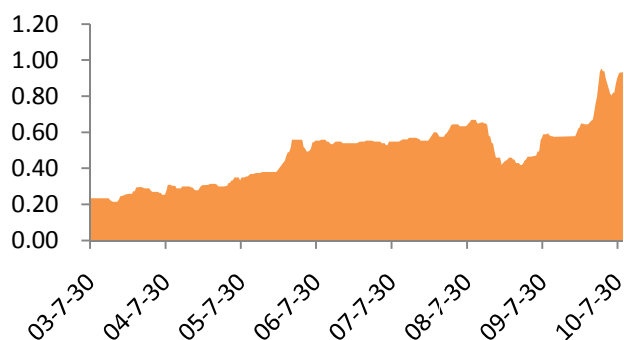
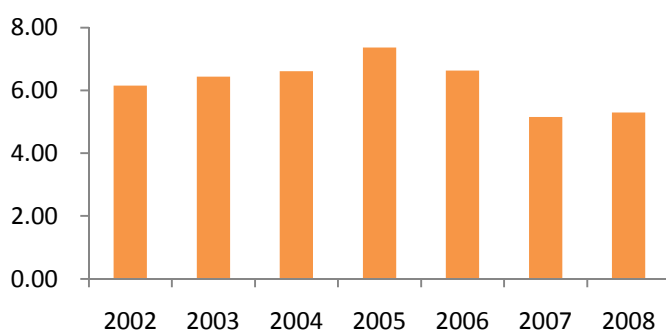


图 9 2002-2008 年中国出口锑品折金属量



数据来源：湘财证券研究所收集

数据来源：国家统计局，湘财证券研究所

2、行业龙头，将长期受益于高锑价时代的到来

与稀土一样，在产量达全球 90% 的中国对国内锑资源限产限出口之后，考虑到锑资源的不可再生性以及国外锑资源短时间内产量无法提升的情况，全球的高锑价时代已经到来，未来锑价不仅将长期维持在 6 万元/吨之上，在国外锑产量未能跟上之前，随着中国政策的进一步收紧以及锑资源的进一步减少，预计锑价有望涨至 8 万元/吨附近。

欧盟在《对欧盟生死攸关的原料》报告将锑与其余 13 种原料列入“紧缺”名单。公司作为全球前两位的锑品生产商将长期受益于锑行业原料的紧缺。公司在锑业务板块的收入将会在未来几年快速增长，而公司如能外购资源成功将进一步增强公司的可投资性。

不考虑公司外购资产，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.66 元、0.96 元、1.3 元，我们维持公司的“买入”评级，给予公司未来 6-12 个月目标价 30 元。

□ 风险提示 锑价大跌，竞购失败

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1356.19	1692.41	2369.38	3317.13	4643.99
减：营业成本	972.36	1179.84	1540.10	2156.14	3018.59
营业税金及附加	20.06	15.86	22.20	31.08	43.51
营业费用	23.22	19.25	26.94	37.72	52.81
管理费用	220.85	253.22	354.50	496.30	694.83
财务费用	13.41	25.61	18.88	5.43	-0.13
资产减值损失	28.40	18.40	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-0.42	-22.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	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
营业利润	77.47	153.27	406.76	590.47	834.38
加：其他非经营损益	2.81	-3.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	80.27	149.84	406.76	590.47	834.38
减：所得税	14.55	53.92	61.01	88.57	125.16
净利润	65.72	95.92	345.75	501.90	709.23
减：少数股东损益	-4.45	-4.72	-17.00	-24.68	-34.88
归属母公司股东净利润	70.16	100.64	362.75	526.58	744.10
每股收益（EPS）	0.128	0.184	0.663	0.962	1.359

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。