

有色钢铁小组

杨诚笑

Tel: 021-68634518-8630

E-Mail: ycx3112@xcsc.com

叶鑫

Tel: 021-68634518-8278

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金钟

Tel: 021-68634518-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

6-12月目标 30.45元

评级 买入

昨收盘 26.08元

52周最低 15.27元

52周最高 30.74元

总股本 5.474亿

流通股本 5.472亿

总市值 142.76亿

投资要点

- **资源日渐枯竭，行业整顿力度前所未有，全球进入高锑价时代。** 全球 90%的锑产量来自于中国，其中 60%来自于“世界锑都”湖南冷水江。按照整顿前的开采速度，“世界锑都”冷水江的锑资源将在 15 年内开采完毕。冷水江市政府迫于资源枯竭和环保问题已经开始对市内锑行业展开了力度空前的整顿，对于部分产能小、污染大的小企业和矿山给予补贴坚决关闭。当地冶炼企业原料供应出现严重短缺，全球锑价全面暴涨，2#锑已于 8 月底突破 7 万元/吨，由于冷水江政府此次力求形成对锑价格的控制力，这次锑价上扬属于不可逆式上扬，全球高锑价时代已经全面到来。
- **全球锑业第二，湖南省黄金龙头，将全面收益资源价格上涨。** 锑业务将是公司未来的业绩增长看点。公司今年锑制品（精锑与氧化锑）产能有望达到 5.5 万吨。公司 09 年年报显示拥有锑资源储量 17 万吨，预计 2010 年新增储量 30469 吨。此外，公司是湖南省最大的黄金公司，拥有黄金储量 36 吨，2010 年预计新增储量 8107 千克。黄金和锑是公司的主要收入来源，2010 年上半年两者收入合计占比达到公司收入的 89.19%。两者价格的全面上涨将刺激公司业绩持续增长。
- **内部挖潜加外部扩张实现资源储量稳步增长。** 公司一直致力于内部深度挖潜，自 07 年上市以来公司金锑资源储量分别增长了 52.55%、32.72%，公司渣滓溪 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资源稳定提升带来实质性保障。此外，公司也积极向外收购资源，相继收购了渣滓溪锑矿和甘肃加鑫矿业，实现了公司产量不断增长的情况下保有储量不降反升的良性循环格局。
- **预计辰州矿业 10-12 年每股收益分别为 0.58 元、0.87 元与 1.15 元。** 给予公司 11 年 35 倍 PE，我们认为公司 6-12 个月合理目标价格为 30.45 元，我们维持公司的买入评级，考虑到公司股价已经接近这一目标价，提请注意风险。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1692	2501	3274	3715
收入同比 (%)	25%	48%	31%	13%
归属母公司净利润	101	318	476	631
净利润同比 (%)	44%	216%	50%	33%
毛利率 (%)	30.3%	35.0%	38.0%	41.0%
ROE (%)	5.5%	15.2%	20.0%	23.3%
每股收益 (元)	0.18	0.58	0.87	1.15
P/E	141.86	44.90	29.98	22.61
P/B	7.78	6.81	5.98	5.26
EV/EBITDA	44	26	19	15

目录

一、铋行业：资源枯竭，全面进入高铋价时代	4
1、 铋资源前景十分严峻	4
2、 中国供应全球绝大部分铋消费	6
3、 下游消费主要为阻燃剂	7
4、 铋行业大整顿扭转供应格局	9
5、 高铋价时代行业竞争分析	10
(1) 资源为王	10
(2) 由初开采走向深加工	10
二、辰州矿业：高铋价时代的龙头铋业股	11
1、 内部挖潜保障未来资源供给	12
2、 竞购南星铋业向广西扩张	12
3、 大股东未来将注入黄金资产	13
三、公司业务	14
三、盈利预测与估值	16
1、产品产量预测	16
2、盈利预测与估值	17
四、风险提示	18

图目录

图 1 中国铋资源储量世界第一	4
图 3 我国铋矿基础储量逐年下降	4
图 4 我国铋矿历年保有储量	5
图 5 中国各省份铋矿保有储量占比情况	5
图 6 我国大中型铋矿多	5
图 7 我国铋矿基础储量利用情况	6
图 8 湖南是最大的铋矿产地	7
图 9 美国铋消费结构	8
图 10 我国铋消费结构	8
图 11 我国已成为全球第一大铋消费国	8
图 12 中国年度出口铋品折金属量明显下降	9
图 13 辰州矿业铋品出口配额全国占比	11

图 14 辰州矿业上市以来储量每年增长	12
图 15 南星铋业的价值在于作为控股平台整合当地铋资源	13
图 16 大股东旗下的黄金资产将注入上市公司	14
图 17 2007-2010 年公司各产品利润占比	14
图 18 09 年以来公司铋制品毛利迅速提升	15
图 19 2007-2010 年公司黄金、钨产品毛利率稳定	15

表目录

表 1 湖南铋品年产量超过 10 万吨	7
表 2 我国铋矿开采总量指标（吨）	9
表 3 中国铋市场供需平衡表（万吨，金属量）	10
表 4 主要竞争者矿山资源情况	10
表 5 2010 年我国铋品出口配额情况	11
表 6 2010-2012 年部分产品产量预测（不考虑竞购南星铋业）	15
表 7 盈利预测关键假设	16
表 8 三表及财务预测	17

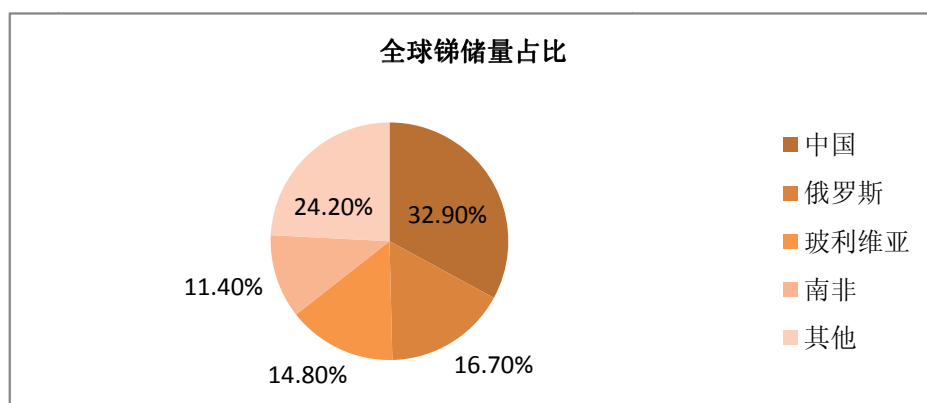
一、锑行业：资源枯竭，全面进入高锑价时代

辰州矿业主营业务为金锑钨有色金属的开采、选冶，以及金锭、锑锭、锑制品、钨制品的生产和销售。2010 年中报显示公司上半年锑制品利润占比达到 48.89%，锑业务在 2010 年已经取代黄金成为公司利润贡献最大的业务。

1、锑资源前景十分严峻

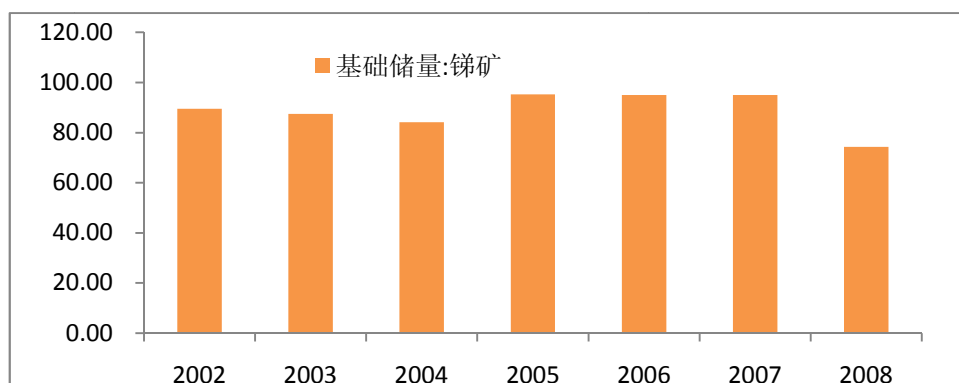
据美国地质调查局报道，2008 年，世界锑储量为 210 万吨，储量基础为 430 万吨，主要锑资源国为中国、俄罗斯、玻利维亚、南非、美国等。中国锑储量占世界锑储量的 32.9%。截至 2008 年底，我国查明资源储量 251.51 万吨，其中基础储量 74.31 万吨（储量 47.43 万吨），资源量 177.20 万吨。按 2008 年我国矿山锑产量 10 万吨测算，静态保证年限为 4.7 年，资源形势严峻。

图 1 中国锑资源储量世界第一



数据来源：美国地质调查局、湘财证券研究所

图 2 我国锑矿基础储量逐年下降

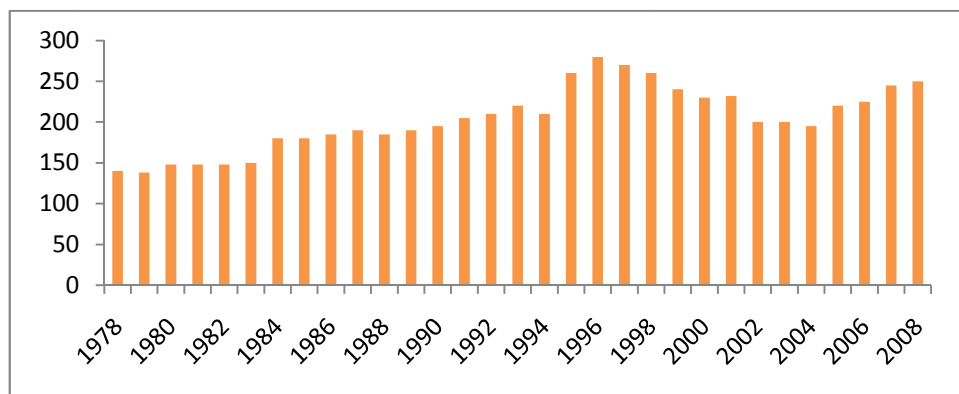


数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

近年来我国锑矿查明资源储量呈下降趋势。我国锑矿查明资源储量从 1978 年

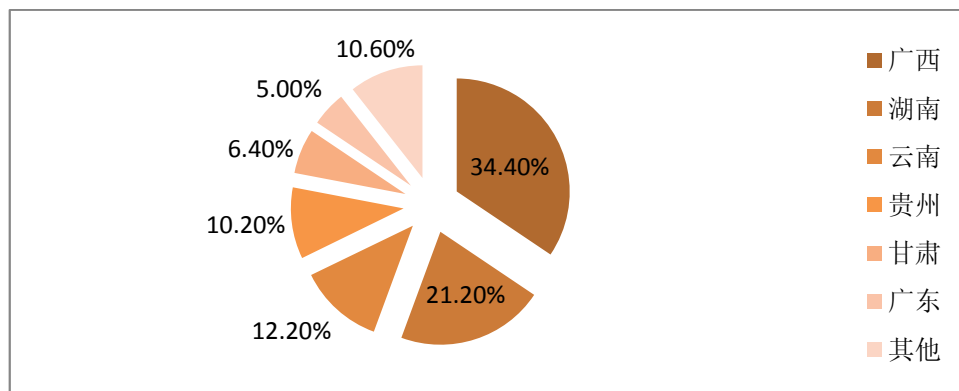
135.05 万吨上升 1996 年的历史最高峰 278.16 万吨,之后迅速下降 2004 年 202.82 万吨,从 2005 年开始回升,到 2008 年达到 251.51 万吨,与 1996 年的最高值仍有 10%的差距。

图 3 我国锑矿历年保有储量



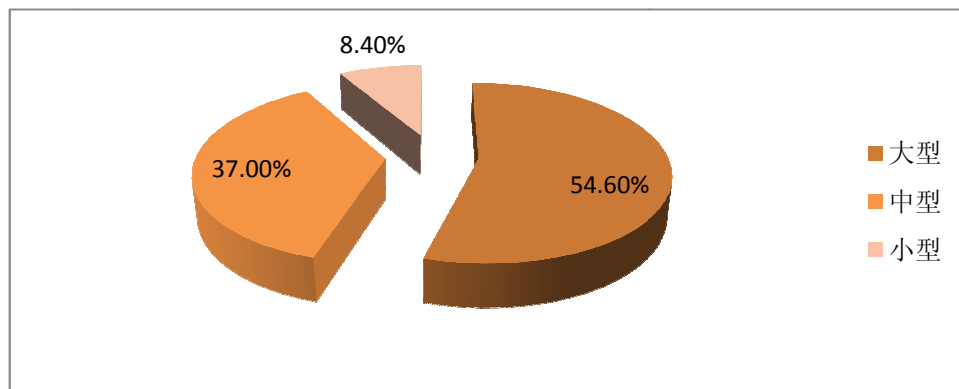
数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

图 4 中国各省份锑矿保有储量占比情况



数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

图 5 我国大中型锑矿多

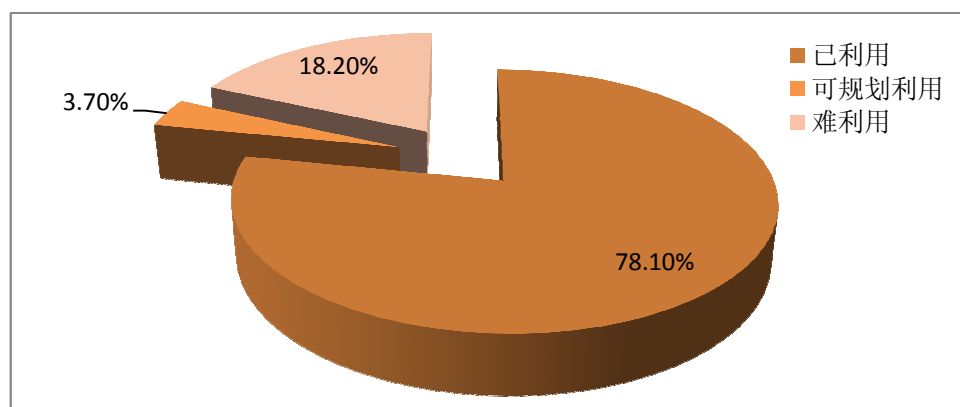


数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

中国锑储量分布集中,大中型矿多。目前,全国探明锑矿 166 处,分布于 19 个省(区),主要分布于湖南、广西、西藏、贵州、云南等省(区),这 5 省(区)合计查明资源储量占全国锑查明资源储量的 80.8%。我国锑矿以大型矿床多、矿石质量好而著称。

我国锑矿已利用程度较高,可设计规划利用储量逐年减少,后备基地不足。截至 2008 年底,我国已利用的锑矿区 71 处,合计查明资源储量 123.06 万吨(含锑量,下同),占全国锑查明资源储量的 47.8%。基础储量 58.04 万吨,占全国锑基础储量的 78.1%;可规划利用的锑矿区 36 处,合计查明资源储量 43.58 万吨,占总查明资源储量的 17.3%。基础储量 2.77 万吨,占总基础储量的 3.7%,近期难以利用的锑矿区 59 处,合计查明资源储量 84.87 万吨,占总查明资源储量的 33.7%。难以利用的原因是交通困难、经济效益差、地质条件复杂、矿体小而分散、埋藏深、矿石品位低以及矿石综合利用问题未解决等。我国锑矿利用程度较高,主要原因是开发条件较好,又多为单锑型矿石,易选、冶。但锑矿可利用的查明资源储量逐年减少,后备基地不足。

图 6 我国锑矿基础储量利用情况



数据来源：国土资源部、湘财证券研究所

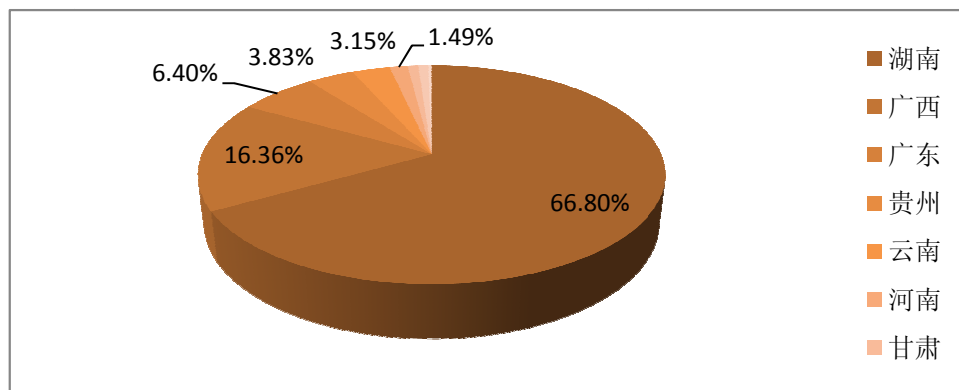
2、中国供应全球绝大部分锑消费

作为全球最大的产锑国,2007 年中国锑矿山产量为 16.3 万吨,占当年世界总产量的 87.7%,其他 5 个锑矿生产大国依次是危地马拉、玻利维亚、塔吉克斯坦、南非和俄罗斯。

我国锑精矿产量从 1978 年 0.66 万吨上升到 2007 年的 16.30 吨,增长了 23.7 倍,年均增长 11.7%。锑产量分布中,湖南占 65%,广西占 14%,云南占 11%,贵州占 3%,江西占 2%,广东 1%,其他仅占 4%。

2007 年我国锑矿采选能力均上升,采矿能力(金属量)为 14.18 万吨,选矿生产能力(金属量)为 13.97 万吨。锑品冶炼生产能力 27.17 万吨,其中精锑冶炼能力 15.17 万吨,氧化锑冶炼加工能力 11.04 万吨,生锑 0.96 万吨,我国锑冶炼产能严重过剩。

图 7 湖南是最大的锑矿产地



数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

表 1 湖南锑品年产量超过 10 万吨

省份	锑产量	同比	占比
湖南	123434	31.98%	74.47%
广西	18914	14.32%	11.41%
云南	13898	-22.00%	8.38%
江西	4056	12.62%	2.45%
重庆	2209	107.22%	1.33%
湖北	1592	-34.43%	0.96%
甘肃	853	-48.24%	0.51%
贵州	794	-78.35%	0.48%
全国	165750	13.72%	100.00%

数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

3、下游消费主要为阻燃剂

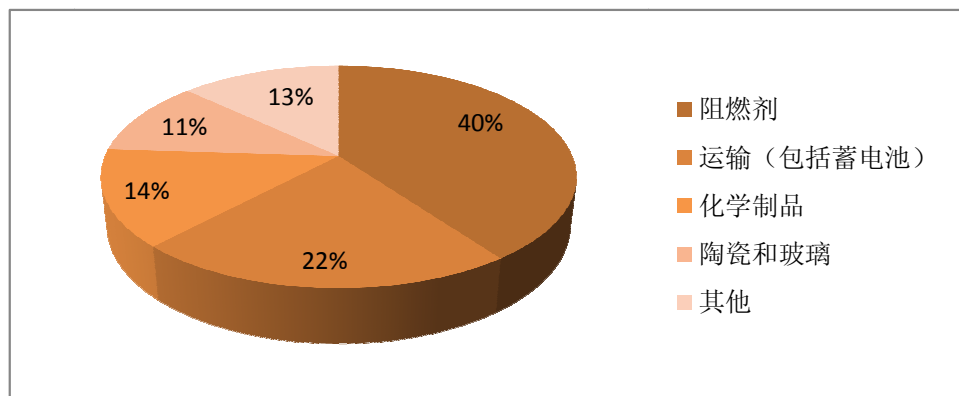
世界锑的消费量变化不大，每年为 10 万吨—12 万吨锑金属，阻燃剂仍然是锑的主要应用领域，约占世界锑总消耗的 70%；三氧化二锑消耗总量的 90%。据不完全统计，全世界三氧化二锑消耗为 12 万吨/年，其中阻燃剂就用去 10 万吨/年。此外，还有冶金添加剂及非阻燃剂类的锑化学品消耗。据美国地质调查局报道，2007 年，美国的锑消费结构中，阻燃剂占 40%，运输(包括汽车用蓄电池)占 22%、化学制品占 14%，陶瓷和玻璃占 11%，其他占 13%。值得注意的是，美国等西方国家锑的直接消费呈下降趋势，主要是用锑产品的制造向发展中国家转移，预计未来 1—2 年，受全球金融危机的影响，西方发达国家对锑的消费将呈下降趋势。

我国锑消费结构发生了很大变化，阻燃剂消费大幅度上升，主要是我国电子电器和汽车工业的增长。目前我国锑消费结构为阻燃剂占 50%，蓄电池合金占 17%，塑料稳定剂占 15%，催化剂占 10%，其他约占 8%。

我国已成为世界第一大锑消费国。据有色金属工业协会估计，2008 年我国锑消费约为 5.74 万吨(图 3)。随着汽车工业的发展，我国阻燃剂用锑大幅增长，目前汽

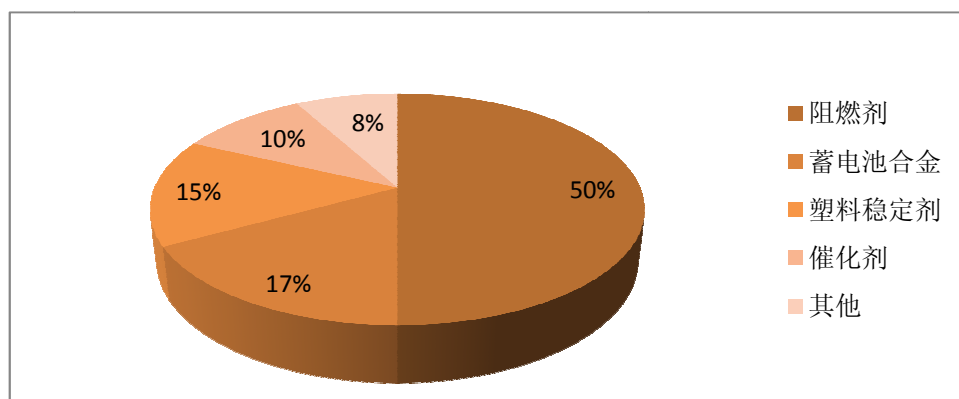
车塑料配件用锑占我国阻燃剂用锑 80%以上。另一方面，汽车工业的发展同时也带动了铅酸蓄电池对锑需求量的逐年增加。随着我国经济持续快速发展，尤其是汽车工业的发展，锑消费将逐年增加，尤其是**阻燃剂领域消费有较大空间**。

图 8 美国锑消费结构



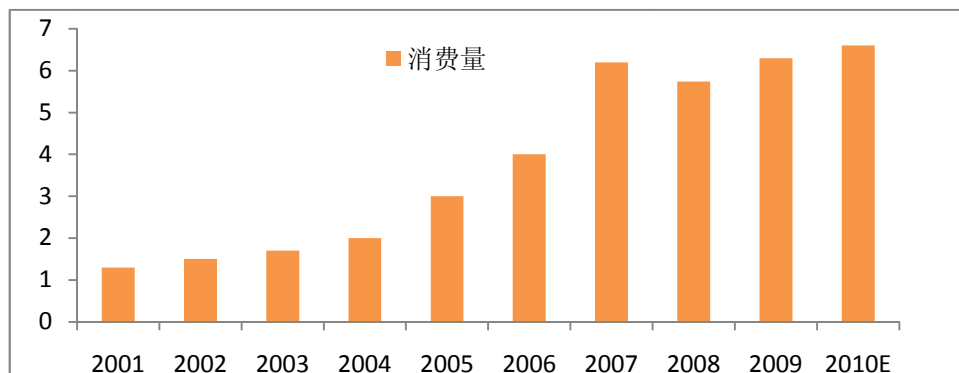
数据来源：美国地质调查局、湘财证券研究所

图 9 我国锑消费结构



数据来源：湘财证券研究所

图 10 我国已成为全球第一大锑消费国



数据来源：湘财证券研究所

4、锑行业大整顿扭转供应格局

2005年国务院第28号文件《全面整顿和规范矿产资源开发秩序通知》正式发布，冷水江市国土部门开始大规模打击非法开采，整合锑矿企业，关闭了一大批无证经营的锑矿开采企业，拥有矿权证的锑矿也从2005年之前的9家逐渐缩减整合到目前的7家。形成了以国有的闪星锑业一家“巨无霸”为主、6家小型乡镇矿企为辅的格局。

今年3月份，**当地政府决定整合改造现有合法涉锑冶炼企业，开展了一系列的涉锑企业关闭整顿工作。**规定锑矿冶炼企业必须达到年产5000吨的规模，符合环保达标排放要求以及完成扩能提质改造，而非法企业将予以关闭。近百家非法锑冶炼企业被强行断电而关闭，同时非法手工选矿小作坊也被全部取缔。

而在**中央政府层面**，长期以来中国锑资源与稀土一样低价出口西方发达国家的现象引起了中央政府部门的高度重视。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。

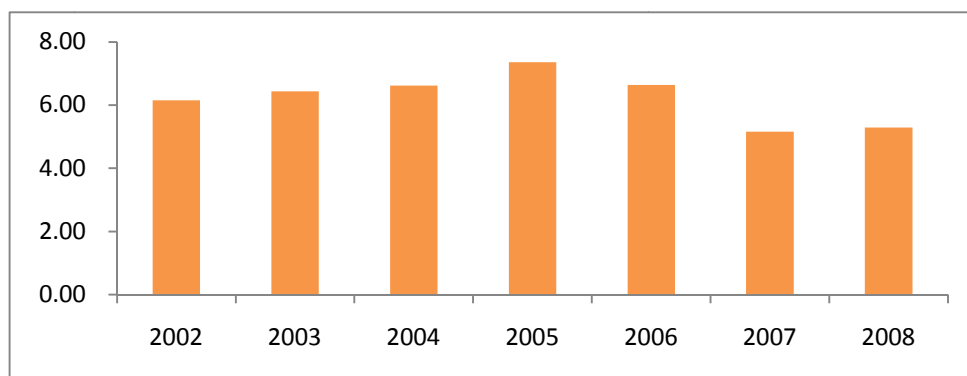
表 2 我国锑矿开采总量指标（吨）

年份	主采	综合利用	合计
2009	65180	25000	90180
2010	69520	30480	100000

资料来源：国土资源部

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 11 中国年度出口锑品折金属量明显下降



数据来源：中国海关、湘财证券研究所

一面是锑资源供应不可逆式减少，一方面是国内消费的强劲增长，加上西南地区旱灾的影响，使得09年以来国内锑矿供应趋紧，锑价持续走高。

中国中央政府到地方政府前所未有的力度实质性的改变了锑市长期供过于求的格局。目前，冷水江市所有非法涉锑企业均已关闭，全市锑行业实行统一管理，整合成的7家涉锑企业严格把关解决环保问题再复产，目前冷水江市仅有两家在正常生产。我们预计冷水江政府关停的非法锑冶炼企业以及小作坊将影响当地20%以上的精锑供应，这将打破国内外锑供应平衡，并长期支撑锑价走牛。

表 3 中国锑市场供需平衡表（万吨，金属量）

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E
锑产量	11.7	10.2	7.95	7.62	8.5	8.72	10.34	10.6	11.1	8.7
进口量	0.03	0.04	0.09	0.16	1.13	1.02	0.39	0.15	0.13	0.25
消费量	1.3	1.5	1.7	2	3	4	6.2	5.74	6.3	6.6
出口量	5.23	6.43	6.78	6.82	7.41	6.69	5.36	5.49	3.6	5.5
供需平衡	5.2	2.31	-0.34	-1.04	-0.78	-0.95	0.17	-0.48	1.33	-1.15

资料来源：国家统计局、湘财证券研究所

5、高锑价时代行业竞争分析

（1）资源为王

目前我国锑矿未开发利用的锑矿已屈指可数（图 6），锑矿区中保有储量稍大的矿区依次为：湖南的冷水江锡矿山、广西南丹县大厂铜坑锡铅锑矿区、南丹县大厂巴里-龙头山 105 号矿体、河池市五圩箭猪坡、云南广南木利、甘肃西和崖湾、巴里-龙头山 100 号矿体、贵州独山半坡、安化渣滓溪、隆林马雄、南丹县茶山；魏山笔架山、广东乐昌乐家湾，这些矿区保有储量占全国 50%以上，其中主要分布在湖南冷水江市、广西南丹县。

对应到公司，拥有资源量的前三位公司分别是位于湖南冷水江锡矿山南北矿的闪星锑业与南丹巴里-龙头山 100 号 105 号矿体的广西华锡集团，以及拥有渣滓溪锑矿、沅陵沃溪锑矿的上市公司辰州矿业。

表 4 主要竞争者矿山资源情况

企业	拥有的主要矿山
闪星锑业	锡矿山南矿、锡矿山北矿
华锡集团	巴里-龙头山100号矿体、巴里-龙头山105号矿体
辰州矿业	沃溪矿区、渣滓溪锑矿、龙山矿区

资料来源：湘财证券研究所

（2）由初开采走向深加工

目前，中国锑生产企业有近 300 家，其中冶炼加工企业 100 多家，主要集中在广西、湖南、贵州、云南等省，广西锑资源主要以大厂矿田的脆硫铅锑矿为主，同时还有部分硫化锑矿，如南丹茶山锑矿、隆林锑矿等。其它省份主要以硫化锑矿为主，如湖南锑资源主要以冷水江锡矿山矿田的硫化锑矿为主，同时还有渣滓溪锑矿、沅陵

沃溪锑矿等。全国目前精锑（1#、2#）冶炼能力约 18 万 t，氧化锑冶炼加工能力约 13 万 t。

因为商务部每年公布的企业出口配额大体反映了企业的相对产量多少。我们依据商务部公布的出口配额情况来对国内企业的产量进行分析。国内冶炼企业中，湖南闪星锑业与中南锑业工贸的母公司辰州矿业，广西华锡集团以及广西日星金属化工产量依次位列全国前四。其中闪星锑业与辰州矿业的氧化锑产量相对于国内其他企业优势明显，大量自产锑用于氧化锑的生产也相应减少了公司锑及其他锑制品的产量，在锑及锑制品产量方面华锡集团、辰州矿业、闪星锑业位列前三甲。

表 5 2010 年我国锑品出口配额情况

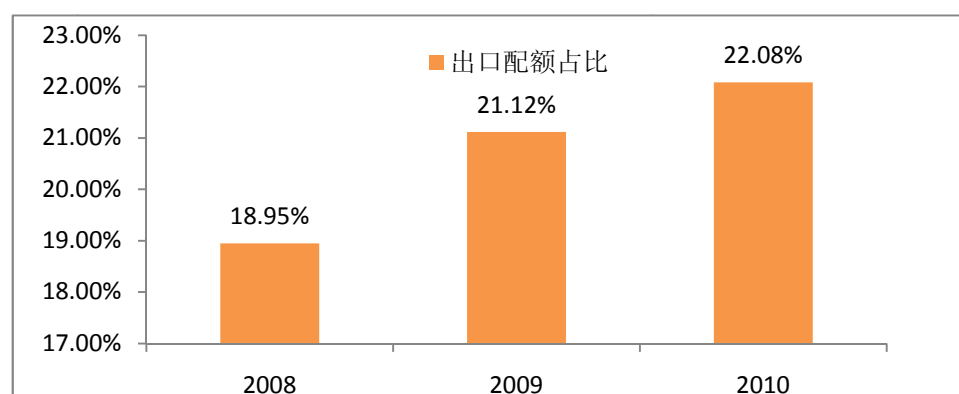
公司	氧化锑出口配额	锑及锑制品出口配额
湖南锡矿山闪星锑业进出口有限公司	14834	1418
湖南省中南锑业工贸有限公司	12105	2907
云南联合锑业股份有限公司	3187	432
广西华锡集团股份有限公司	948	5171
广西日星金属化工有限公司	3959	0
贵州省五金矿产进出口有限公司	1263	445
广东省五金矿产进出口集团公司	1565	233
四川鑫炬矿业资源开发股份有限公司	0	31

资料来源：商务部、湘财证券研究所（注：中南锑业工贸为辰州矿业子公司）

二、辰州矿业：高锑价时代的龙头锑业股

对于有色金属行业而言，利润基本集中在两头，即上游的精矿和下游的深加工产品。对于锑行业而言，情况则更为简单，由于锑下游主要用于阻燃剂、汽车蓄电池等行业，其技术成熟、毛利率低。因此，锑行业的主要利润基本集中在上游资源企业，特别是随着供应不断收紧、锑价不断走高，上游资源企业受益不断增大。

图 12 辰州矿业锑品出口配额全国占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

上文的行业分析中得出，辰州矿业在资源方面位列全国前三甲，公司在锑资源方面

自给率达到了 60%-70%，而包括氧化锑在内的锑制品产量则名列全国前两名。公司作为 A 股市场唯一的锑业类上市公司，拥有健全的经营模式和管理体制，毫无疑问当属锑行业的龙头股。

1、内部挖潜保障未来资源供给

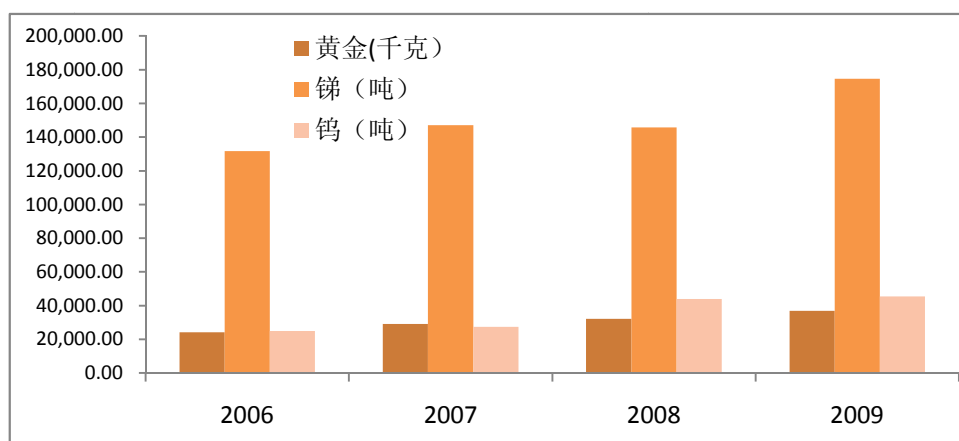
从上市开始，公司就抱着资源扩张的目标。上市以来，公司年产量和保有资源储量每年均双双实现环比正增长。

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。

图 13 辰州矿业上市以来储量每年增长



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2、竞购南星锑业向广西扩张

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。

南星锑业旗下的茶山锑矿拥有 21.34 万吨矿石储量，此外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，铜储量位居世界第一。

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 14 南星锑业的价值在于作为控股平台整合当地锑资源

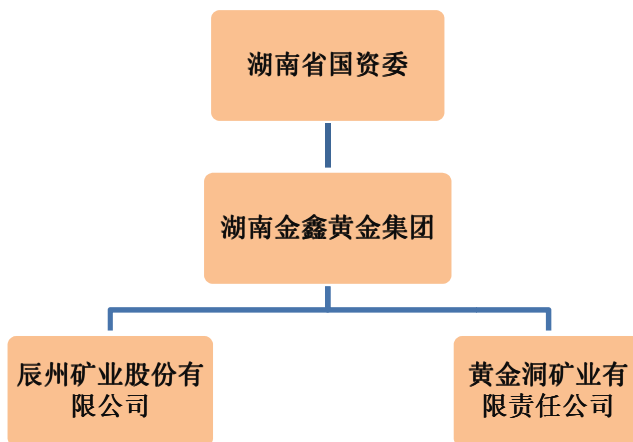


数据来源：湘财证券研究所

3、大股东未来将注入黄金资产

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。

图 15 大股东旗下的黄金资产将注入上市公司



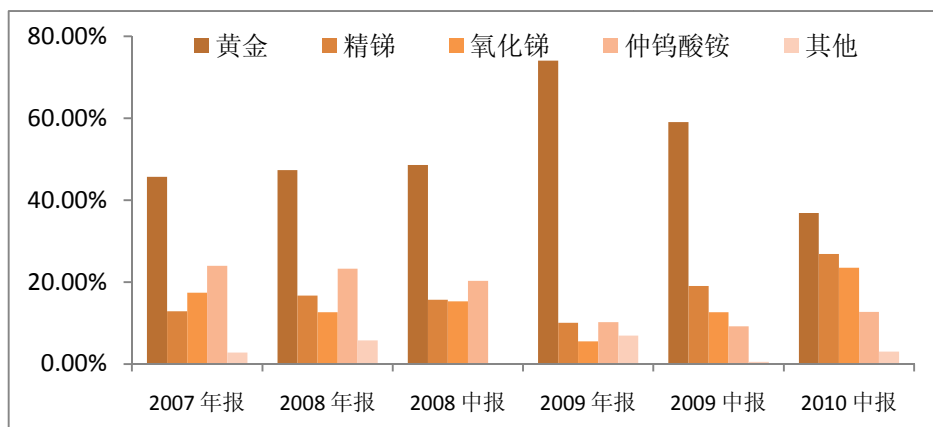
数据来源：湘财证券研究所

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。

三、公司业务

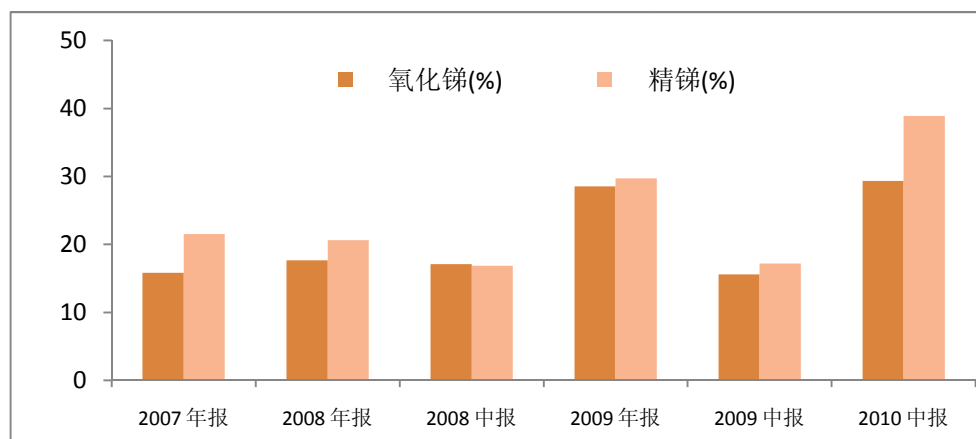
公司的主营业务为金锑钨及其共（伴）生矿的勘探、开采、冶炼和加工，主导产品为“辰州”牌黄金、精锑及三氧化二锑、钨精矿及仲钨酸铵等。从业务收入和利润构成看，黄金、锑、钨产品构成公司收入和利润的主要来源。2010 年公司中报显示，报告期内黄金产品业务收入占全部主营业务收入的 45.46%；锑制品为 43.73%；仲钨酸铵为 7.38%，其余 3.43%。三者的毛利率分别为 23.34%，33.2%（精锑 29.36%、氧化锑 38.89%）、49.58%。

图 16 2007-2010 年公司各产品利润占比



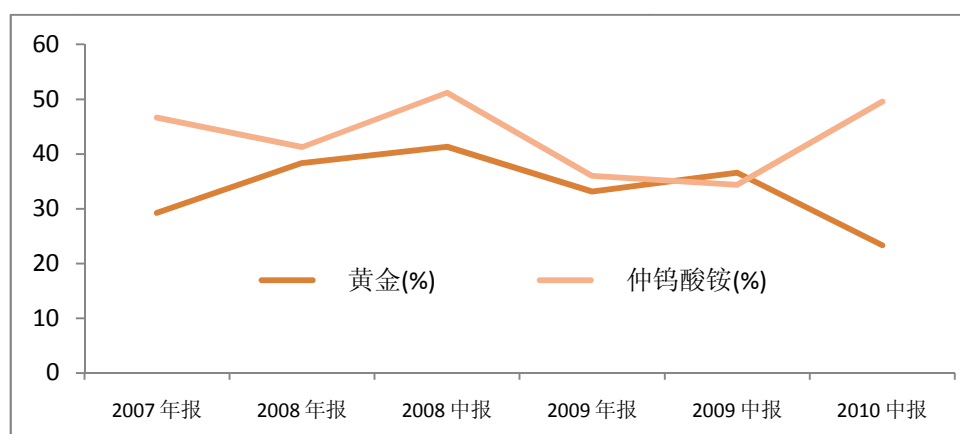
数据来源：湘财证券研究所

图 17 09 年以来公司锑制品毛利迅速提升



数据来源：湘财证券研究所

图 18 2007-2010 年公司黄金、钨产品毛利率稳定



数据来源：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。

表 6 2010-2012 年部分产品产量预测（不考虑竞购南星锑业）

	2010 年	2011 年	2012 年
自产金 (千克)	2.5	2.6	2.8
净产精锑 (吨)	8500	9000	9500

氧化锑 (吨)	13600	17000	20500
APT (吨)	2000	2200	2400

资料来源：湘财证券研究所

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。

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。

三、盈利预测与估值

1、产品产量预测

假设前提包括：未来黄金价格仍旧维持高位，公司继续加大自产金的同时外购金以每年 30% 速度增加；由于供应格局彻底改变，高锑价时代已经到来，预计公司将加大精锑和氧化锑特别是氧化锑的产量；APT 产量每年增长 10%。

表 7 盈利预测关键假设

	2010 年	2011 年	2012 年
矿产金产量 (千克)	2500	2600	2800
冶炼金产量 (千克)	2412	3000	3300
公司黄金销售均价 (元/克)	245	265	245
精锑净产量 (吨)	8500	9000	9500
公司精锑销售均价 (元/吨)	50000	60000	65000
氧化锑产量 (吨)	13600	17000	20500
公司氧化锑销售均价 (元/吨)	48000	58000	63000
APT 产量 (标吨)	2000	2200	2400
公司 APT 销售均价 (元/吨)	110000	120000	130000

资料来源：湘财证券研究所

2、盈利预测与估值

根据以上的预测，我们调整辰州矿业 10-12 年每股收益分别为 0.58 元、0.87 元与 1.15 元。考虑到锑行业的根本性变革和公司在锑行业的显著地位以及公司存在收购南星锑业的可能，我们维持公司的买入评级。给予公司 11 年 35 倍 PE，我们认为公司 6-12 个月合理目标价格为 30.45 元。考虑到公司股价已经接近这一目标价，提请投资者注意公司收购的风险。

根据以上假设以及我们对公司业务分析，以下是三表及有关财务指标的预测：

表 8 三表及财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	896	1343	1318	1373	营业收入	1692	2501	3274	3715
现金	316	627	508	484	营业成本	1180	1626	2030	2192
应收账款	51	100	100	114	营业税金及附加	16	26	38	39
其他应收款	103	131	189	212	营业费用	19	31	45	47
预付账款	52	94	110	114	管理费用	253	354	496	548
存货	301	291	305	315	财务费用	26	34	26	12
其他流动资产	72	100	106	134	资产减值损失	18	17	21	19
非流动资产	1847	1897	1976	2024	公允价值变动收益	-5	-2	-2	-3
长期投资	6	23	22	22	投资净收益	-22	0	0	0
固定资产	1062	1034	982	918	营业利润	153	411	616	856
无形资产	408	496	601	698	营业外收入	11	11	11	11
其他非流动资产	371	344	371	387	营业外支出	15	11	11	12
资产总计	2742	3241	3294	3397	利润总额	150	412	616	855
流动负债	784	1061	846	644	所得税	54	106	164	252
短期借款	595	769	505	313	净利润	96	306	452	603
应付账款	86	136	191	183	少数股东损益	-5	-12	-24	-28
其他流动负债	103	157	150	148	归属母公司净利润	101	318	476	631
非流动负债	47	19	22	29	EBITDA	333	558	766	999
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.18	0.58	0.87	1.15
其他非流动负债	47	19	22	29	主要财务比率				
负债合计	832	1080	868	674	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	75	63	39	11	成长能力				
股本	547	547	547	547	营业收入	24.8%	47.8%	30.9%	13.5%
资本公积	1041	1041	1041	1041	营业利润	99.1%	168.4%	49.8%	38.9%
留存收益	243	506	797	1126	归属于母公司净利润	44.1%	215.9%	49.8%	32.6%
归属母公司股东权益	1836	2097	2387	2713	获利能力				
负债和股东权益	2742	3241	3294	3397	毛利率 (%)	30.3%	35.0%	38.0%	41.0%
现金流量表					净利率 (%)	5.9%	12.7%	14.5%	17.0%
单位: 百万元									

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	5.5%	15.2%	20.0%	23.3%
经营活动现金流	140	360	514	631	ROIC(%)	4.9%	13.3%	17.8%	21.8%
净利润	96	306	452	603	偿债能力				
折旧摊销	154	113	123	131	资产负债率(%)	30.3%	33.3%	26.4%	19.8%
财务费用	26	34	26	12	净负债比率(%)	75.21%	73.01%	60.66%	50.02%
投资损失	22	0	0	0	流动比率	1.14	1.27	1.56	2.13
营运资金变动	-161	-101	-93	-117	速动比率	0.75	0.98	1.18	1.62
其他经营现金流	2	9	5	2	营运能力				
投资活动现金流	-470	-122	-160	-151	总资产周转率	0.63	0.84	1.00	1.11
资本支出	343	0	0	0	应收账款周转率	33	29	28	30
长期投资	-38	17	0	0	应付账款周转率	11.35	14.63	12.42	11.72
其他投资现金流	-165	-105	-160	-151	每股指标(元)				
筹资活动现金流	65	74	-473	-505	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.58	0.87	1.15
短期借款	165	173	-264	-192	每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.66	0.94	1.15
长期借款	-30	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.83	4.36	4.96
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	141.86	44.90	29.98	22.61
其他筹资现金流	-70	-100	-209	-313	P/B	7.78	6.81	5.98	5.26
现金净增加额	-265	311	-119	-24	EV/EBITDA	44	26	19	15

数据来源：湘财证券研究所

四、风险提示

1、竞购南星铋业失败

竞购南星铋业对公司未来资源外部扩张意义重大。

2、黄金价格大幅下跌

黄金价格与国际宏观经济形势密切相关，目前国际经济形势不明，金价存在下跌风险。

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。