

2010-11-07

黄金

荣华实业 600311.SH



估值最具吸引力的黄金股

- ◇ 调研地点：甘肃
◇ 拜访对象：公司高管

◆关于储量问题

根据公司 2008 年收购浙商矿业 100%股权时的公告数据显示：公司黄金储量 4069.79 公斤，银储量 54453 公斤，如果包含尾矿渣，那么保有储量为金 9758.79 公斤，银 95253 公斤。我们认为这个数据明显偏低，而且已经过时，原因是：

对金山金矿储量的评估仅限于 1.2572 平方公里的采矿权范围，公司同时还有 22.5 平方公里的探矿权，

可研报告显示，金山金矿过去的勘查资料中钻孔分布为 100*100m 网度，有部分盲矿体没有被钻孔控制，金山金矿地质勘查工作均控制在 300 米以上，深部探矿前景好。

根据辽宁省地质勘查院估计南金山北矿带估算金资源量 66.82 吨，估算银的资源量为 985 吨。

界定储量的工业指标过高。可能是当时金、银价格不高，从经济可采成本角度出发，提高了边界品位，在此品位以下的矿石都不能界定储量。而金山金矿整体上看就是一个品位较低，储量前景好的矿，在目前金价大涨的背景下，以前开采不经济的矿石已经具备开采价值，只要放低边界品位标准，储量就会大幅度增加。

可研报告显示，乌龙泉矿区地质勘探程度低，目前只开采到地表以下 25 米左右，25 米以下还没有钻孔控制，资源前景大。

◆关于产量问题：

公司未来的产量增量在于：金山金矿完全达产和警鑫金矿改造完成后达产，预计 2011 年公司金产量 2 吨，2012 年金产量 2.2 吨；银产量增加。我们调高 2011 年公司银产量为 80 吨（原预期为 30 吨），2012 年银产量为 100 吨（原预期为 50 吨）。

◆大股东对公司的支持

大股东一方面垫资为公司建设金矿项目，且不计收利息，另一方面全部接收公司剥离的造成亏损的谷氨酸相关资产，显示大股东对公司的绝对支持。很多投资者感到疑惑，大股东曾经屡次减持股份，是不是在掏空上市公司呢？现在来看，显然不是。这只是在资金极度短缺，融资渠道阻塞的背景下为了获得资金的无奈之举。

◆估值分析：

从各公司市值与黄金储量比看，其他公司的平均值为 2.96，如果按此比值对荣华实业估值，公司的市值应该为 197.78 亿元，这还未考虑 985 吨银的价值和公司良好的储量前景。折合每股股价 29.7 元。从业绩看，由于我们调高 2011 年和 2012 年银产量，维持金、银价格预测不变，预计公司 2011 年、2012 年业绩为 0.61 元（原预测值为 0.44 元）、0.86 元（原预测值为 0.65 元）。由于我们始终坚定看好黄金价格走势，荣华实业已成为投资黄金的一个良好标的，如果说前一段时间公司股价上涨是估值修复的话，那么公司未来的股价走势将与金价走势密切相关，成为黄金股集体走势的一份子。我们将目标价调高为 30 元，维持“买入”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	307	177	368	1,220	1,670
净利润（百万元）	7	-116	33	406	574
EPS（元）	0.01	-0.17	0.05	0.61	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.74%	-13.25%	3.63%	30.86%	30.39%
P/E	1,199	-76	265	22	15
P/B	9	10	10	7	5

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	19.8 元
目标价格	30.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

汪前明（执业证书编号：S0930210050001）

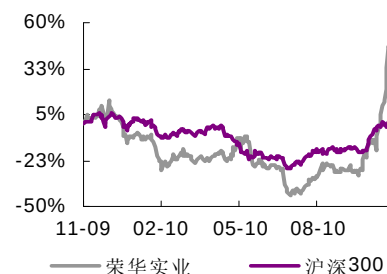
021-22169122

wangqm@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	666
总市值(百万元)	13188
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	21.13/6.83
近 3 月日均成交量(百万股)	38.92
主要股东	武威荣华工贸有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	72.30	95.13	52.77
绝对收益	92.23	116.63	53.85

相关报告：

脱胎换骨，走上金光大道

..... 2010-10-25

关于储量问题

对于所有矿业公司来说，储量数据只能大致参考，因为储量是动态的、主观的数据。

根据公司 2008 年收购浙商矿业 100% 股权时的公告数据显示：

对金山金矿采矿权范围的储量评估：采矿证面积 1.2572 平方公里，有效期限 8 年，自 2008 年 2 月 28 日至 2016 年 2 月 28 日。截至 2008 年 2 月底，经资源储量核实估算求得采矿许可证范围内黄金保有储量 3394 公斤，金平均品位 4.02 克/吨；银保有储量 64453 公斤，银平均品位 28 克/吨。包括两个矿体，其中金矿体矿石量 796547 吨，黄金储量 3200 公斤，伴生银储量 22267 公斤；银矿体矿石量 441014 吨，银保有储量 42186 公斤，银平均品位 95.66 克/吨；伴生金储量 194 公斤，金平均品位 0.44 克/吨。

界定储量的工业指标：边界品位 ≥ 1.5 克/吨；块段最低工业品位 ≥ 2 克/吨；矿床平均品位 ≥ 2.5 克/吨。按金矿体范围内计算伴生银资源储量。对单独银矿体，选用指标为边界品位 ≥ 40 克/吨；工业品位 ≥ 80 克/吨；

警鑫金矿小西弓矿区采矿权范围的储量评估：采矿证面积 1.9347 平方公里，有效期限 3 年，自 2008 年 2 月 28 日至 2011 年 2 月 28 日。截至 2008 年 2 月底，矿石量 212671 吨，黄金保有储量 546.17 公斤，金平均品位 2.57 克/吨。

界定储量的工业指标：边界品位 ≥ 1.5 克/吨；块段最低工业品位 ≥ 1.8 克/吨；矿床平均品位 ≥ 2 克/吨。

警鑫金矿乌龙泉矿区采矿权范围的储量评估：采矿证面积 0.945 平方公里，有效期限 9 年，自 2008 年 2 月 28 日至 2017 年 2 月 28 日。截至 2008 年 2 月底，矿石量 55691 吨，黄金保有储量 129.62 公斤，金平均品位 2.32 克/吨。

界定储量的工业指标：边界品位 ≥ 1 克/吨；块段最低工业品位 ≥ 1.5 克/吨；矿床最低工业品位 ≥ 2 克/吨。

综上所述，公司黄金储量 4069.79 公斤，银储量 54453 公斤，如果包含尾矿渣，那么保有储量为金 9758.79 公斤，银 95253 公斤。

我们认为这个数据明显偏低，而且已经过时，原因是：

1. 对金山金矿储量的评估仅限于 1.2572 平方公里的采矿权范围，公司同时还有 22.5 平方公里的探矿权，根据公司公告，这 22.5 平方公里的探矿权已于 2009 年 9 月由普查阶段转为详查阶段。该区域与目前的金山金矿位于同一条成矿带上，该区域以前地质工作程度低，探矿前景好。
2. 根据公司收购时公布的可研报告显示，金山金矿过去的勘查资料中钻孔分布为 100*100m 网度，有部分盲矿体没有被钻孔控制，该矿深部资源前景较好，金山金矿地质勘查工作均控制在 300 米以上，深部探矿前景好；
3. 根据辽宁省地质勘查院 2007 年 9 月出具的《甘肃南金山金矿资源地质核查报告》，南金山金矿位于甘肃西北的北山地区，北山地区属于东天山北山成矿带，具有良好的成矿条件。近 10 年来，金矿找矿工作取得重大突破，已经成为我国西部地区最重要的矿产资源基地和黄金矿产地之一。南金山北矿带估算金资源量 66.82 吨，此外，估算银的资源量为 985 吨。根据肃北县金山金矿所对应的采矿证坐标显示，肃北县金山金矿就位于北矿带上。
4. 界定储量的工业指标过高。可能是当时金、银价格不高，从经济可采成本角度出发，提高了边界品位，在此品位以下的矿石都不能界定储量。而金

山金矿整体上看就是一个品位较低，储量前景好的矿，在目前金价大涨的背景下，以前开采不经济的矿石已经具备开采价值，只要放低边界品位标准，储量就会大幅度增加。

5. 根据公司收购时公布的可研报告显示，乌龙泉矿区地质勘探程度低，目前只开采到地表以下 25 米左右，25 米以下还没有钻孔控制，资源前景大。

既然储量数据已经过时，那么公司为什么不重新公告呢？我们猜测可能是公司目前忙于建设金山金矿，公司的探矿权也从普查阶段转为详查阶段，未来可能有新数据出台；另外，公告数据必须经国土资源部相关部门认定，而认定费用不菲，每增加 1 吨黄金储量需缴纳 200 万元现金，这对目前极度缺乏资金的公司来说，是一笔巨大的且不急迫的开支。

关于产量问题

公司自从 2008 年收购浙商矿业 100% 股权以来，对金山金矿进行了改造，包括生产设施和生活设施，最主要工作就是年处理 66 万吨矿石的选厂项目，该项目投资 3.47 亿元，自 2009 年 8 月 5 日起建成并调试运行。

2010 年是金山金矿改造后第一个完整年度，2010 年前三季度黄金产量大约 1050 公斤，没有银产量。

警鑫金矿尚未改造，只有小西弓矿区在利用原有设备进行小规模生产，每年产量大约 200-300 公斤黄金，按照公司 2009 年年报所披露的投资计划，计划将警鑫金矿的原有设施进行升级改造，完成后警鑫金矿日处理矿石能力由目前的 300 吨提高到 1000 吨。

公司未来的产量增量在于：

1. 金山金矿完全达产和警鑫金矿改造完成后达产，预计 2011 年公司黄金产量 2 吨，2012 年黄金产量 2.2 吨；
2. 银产量增加。公司以前忙于黄金生产线改造，无暇顾及银的生产。现在白银价格涨势迅猛，公司将有力增加白银产量。一方面，未来生产的金矿中就伴生有白银，另一方面，以前生产的金矿中只提取了金，银全部留在尾矿渣中，从这些尾矿渣中提取银成本低，产量增加迅速。我们调高 2011 年公司银产量为 80 吨（原预期为 30 吨），2012 年银产量为 100 吨（原预期为 50 吨）。

大股东对公司的支持

公司原有业务是玉米淀粉及其深加工，根据公司 2009 年报披露，2009 年公司的谷氨酸生产线开工率只达到设计能力的 18%，综合生产成本过高，并且谷氨酸生产过程产生的气味也对周围人居环境造成了影响，从现实情况出发，公司于 7 月份起暂停玉米深加工项目生产，导致淀粉及谷氨酸业务出现较大亏损，并且根据武威市城市发展的整体规划，公司将易地搬迁。

由于上市公司主营业务盈利状况不佳，且在 2008 年 6 月被上海证券交易所公开谴责、2009 年 9 月受到证监会处罚，公司融资渠道阻塞，流动资金缺乏。大股东通过二级市场减持或质押股权获得资金支持上市公司建设。2002 年 8 月，荣华工贸公

司最多持有 8105 万股，占 40.53%，而到 2009 年年报披露，荣华工贸公司持股比例下降至 16.37%。

根据公司公告，金山金矿的年处理 66 万吨矿石选矿生产线项目及附属设施项目主要由大股东荣华工贸垫资建设。根据 2010 年中报披露，在资金占用期间（2009 年 12 月 31 日至 2011 年 12 月 31 日）不计收利息。

2010 年 10 月 22 日，公司公告拟将现有的谷氨酸生产线、高蛋白饲料生产线、有机复合肥生产线、污水处理厂以及 35kv 变电站相关的全部资产及与上述资产相关的负债打包，公司以打包的净资产出资，设立一家全资子公司，公司名称为甘肃荣华生化有限公司，公司出资占注册资本的 100%。再将全资子公司 100% 股权转让给第一大股东武威荣华工贸有限公司，同意荣华工贸在交易事项经本公司股东大会批准后两年内分批付清全部款项。

大股东一方面垫资为公司建设金矿项目，且不计收利息，另一方面全部接收公司剥离的造成亏损的谷氨酸相关资产，显示大股东对公司的绝对支持。

很多投资者感到疑惑，大股东曾经屡次减持股份，是不是在掏空上市公司呢？现在看来，显然不是。这只是在资金极度短缺，融资渠道阻塞的背景下为了获得资金的无奈之举。另外投资者疑惑的是大股东目前持股比例只有区区 16.37%，如此支持上市公司的目的是什么呢？大股东以后会不会提高持股比例呢？是通过二级市场增持还是通过注入资产增持呢？

估值分析

目前 A 股的黄金公司已有 6 家，包括山东黄金、中金黄金、紫金矿业、辰州矿业、恒邦股份和荣华实业。

荣华实业收购浙商矿业时公告的储量数据明显偏低，我们采用 2008 年 1 月 22 日公告的辽宁省地质勘查院的数据作为公司金银储量的近似代替，即储量金 66.82 吨，银 985 吨。这个数据也不准确，只是在估值时作为大致参考。

从各公司市值与黄金储量比看，辰州矿业由于市场看好钨、锑而提高了估值，去掉辰州矿业的极端高值，其他公司（不含荣华实业）的市值与黄金储量比平均值为 2.96，如果按此比值对荣华实业估值，公司的市值应该为 197.78 亿元，这还未考虑 985 吨银的价值和公司良好的储量前景。折合每股股价 29.7 元。

从业绩看，由于我们调高 2011 年和 2012 年银产量，维持金、银价格预测不变，预计公司 2011 年、2012 年业绩为 0.61 元（原预测值为 0.44 元）、0.86 元（原预测值为 0.65 元），目标价调高为 30 元。

投资建议：由于我们始终坚定看好黄金价格走势，荣华实业已成为投资黄金的一个良好标的，如果说前一段时间公司股价上涨是估值修复的话，那么公司未来的股价走势将与金价走势密切相关，成为黄金股集体走势的一份子。我们将目标价调高为 30 元，维持“买入”的投资评级。

表 1：各黄金股估值比较：

	市值（亿元）	权益储量		市值与黄金储量比
		金（单位：吨）	其他	
荣华实业	132	66.82	银 985 吨	1.98

山东黄金	910	300		3.03
中金黄金	663	300	铜 15.6 万吨	2.21
恒邦股份	126	31.68		3.98
辰州矿业	225	36.836	钨 45540 吨, 锑 174722 吨	6.1
紫金矿业	1495	570	铜 540 万吨, 锌 418 万吨	2.62

注：恒邦股份已考虑增发因素

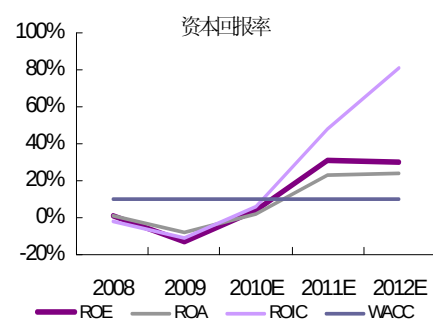
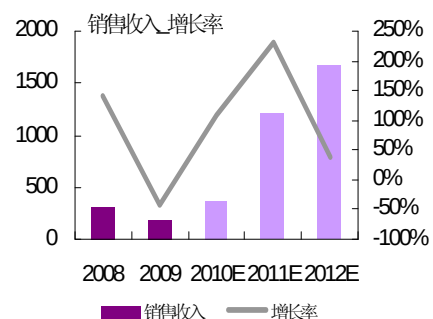
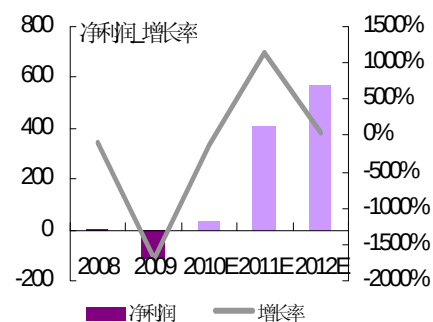
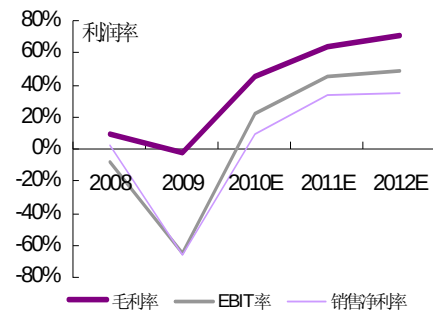
资料来源：光大证券研究所

表 2：业绩预测的基本假设：

	2010 年	2011 年	2012 年
黄金产量（公斤）	1500	2000	2200
银产量（吨）	0	80	100
金价（元/克）	280	330	350
银价（元/克）	4	7	9
黄金营业成本（元/克）	143	140	130
银营业成本（元/克）	0	2	2

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	307	177	368	1,220	1,670
营业成本	279	180	203	440	486
折旧和摊销	55	83	142	142	143
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	4	4	1	4	5
管理费用	46	94	92	226	384
财务费用	2	11	9	11	11
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	-27	-126	74	540	794
利润总额	7	-120	44	541	765
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	7.31	-116.04	33.02	405.68	573.86

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,195	1,452	1,345	1,748	2,361
流动资产	91	39	52	577	1,293
货币资金	4	5	7	476	1,173
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	43	0	0	0	0
应收票据	3	0	7	24	33
其他应收款	3	5	5	15	18
存货	24	11	12	26	29
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	874	1,236	1,128	1,010	909
无形资产	184	160	152	145	138
总负债	205	576	436	433	472
无息负债	170	412	298	433	472
有息负债	35	164	138	0	0
股东权益	990	876	909	1,315	1,889
股本	666	666	666	666	666
公积金	272	272	275	316	373
未分配利润	53	-63	-34	331	848
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-34	-3	56	637	738
净利润	7	-116	33	406	574
折旧摊销	55	83	142	142	143
净营运资金增加	-22	-292	128	-62	-11
其他	-74	322	-247	151	32
投资活动产生现金流	47	-50	-19	-19	-29
净资本支出	-194	41	20	20	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	241	-91	-39	-39	-59
融资活动现金流	-10	54	-35	-150	-11
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2	129	-25	-138	0
无息负债变化	92	242	-114	135	40
净现金流	3	1	2	469	697

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	140.86%	-42.42%	108.62%	231.29%	36.89%
净利润增长率	-86.06%	-1686.62%	-128.46%	1128.47%	41.46%
EBITDA 增长率	-55.25%	-207.65%	-790.75%	209.52%	36.82%
EBIT 增长率	-176.76%	367.14%	-170.99%	570.74%	46.18%
估值指标					
PE	1,199	-76	265	22	15
PB	9	10	10	7	5
EV/EBITDA	293	-276	40	12	8
EV/EBIT	-356	-77	109	15	9
EV/NOPLAT	-354	-80	145	20	13
EV/Sales	29	51	24	7	5
EV/IC	9	9	9	10	10
盈利能力 (%)					
毛利率	9.05%	-2.19%	44.79%	63.93%	70.90%
EBITDA 率	9.82%	-18.35%	60.77%	56.78%	56.75%
EBIT 率	-8.07%	-65.48%	22.28%	45.11%	48.17%
税前净利润率	2.37%	-68.12%	11.96%	44.34%	45.82%
税后净利润率 (归属母公司)	2.39%	-65.74%	8.97%	33.25%	34.36%
ROA	0.61%	-7.99%	2.45%	23.21%	24.31%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.74%	-13.25%	3.63%	30.86%	30.39%
经营性 ROIC	-2.42%	-10.75%	5.88%	47.83%	80.62%
偿债能力					
流动比率	0.44	0.07	0.12	1.35	2.77
速动比率	32.73%	4.95%	9.25%	128.69%	270.61%
归属母公司权益/有息债务	28.17	5.35	6.57	-	-
有形资产/有息债务	28.75	7.79	8.56	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.01	-0.17	0.05	0.61	0.86
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.05	0.00	0.08	0.96	1.11
每股自由现金流(FCFF)	0.37	0.36	0.07	0.90	1.08
每股净资产	1.49	1.32	1.37	1.98	2.84
每股销售收入	0.46	0.27	0.55	1.83	2.51

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

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%至 15%；
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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。