



储量潜力大 估值优势明显

——荣华实业（600311）调研快报

2010 年 11 月 14 日

强烈推荐/首次

有色金属

调研快报

林阳	有色金属行业分析师
010-6650 7321	执业证书编号: S1480208070051

事件:

我们近日调研了公司，与公司进行了交流，对公司黄金业务有了更为深入的了解。

储量潜力巨大，探明需要时间

结合公司早期公告的金矿储量数据，市场普遍认为公司黄金储量为 9-10 吨左右，银矿 100 吨左右，公司目前主要的矿区为金山金矿 1.25 公里的采矿权，另有 22 公里的探矿权，目前地质勘探仍在进行当中，具体的储量目前仍未有明确数据。根据金山金矿的一些外围资料来看，储量前景较为可观，目前有明确数据说明的是 2007 年辽宁地勘院对南金山金矿资源地质核查报告中提到的，南金山北矿带估算金属资源量为 66 吨左右，银资源 985 吨。由此可见，在金山金矿地区存在较为丰富的黄金储量资源，金山金矿的黄金储量大幅增长是可以期待的。

预计随着勘探详查阶段的展开，明年公司在某一时点公布一定储量数据是可能的，具体时点要看公司勘查的进度，短期来看，市场对公司储量的猜测还将会延续，我们看好公司黄金储量大幅提升的前景。

黄金产能快速提升，银增量不可小觑

公司金山金矿的 66 万吨选矿建成后，公司的黄金产量将快速增长，2010 年前三季度产金 1.05 吨，全年有望达到 1.5 吨的产量，明年达产后产量将达到 2.2 吨左右，未来产量可能会有小幅增长最终达到 2.5 吨产量。目前市场关注的银产品，我们预期未来可能会达到 100 吨产能，项目预计明年开春后进行，建设周期 3-4 个月，2011 年全年银产量可能在 50 吨左右，实际达产进度和产量公司可能会根据银价波动状况进行调整，如果银价表现好，进度和产量可能会更大一些，到 2012 年 100 吨银矿的产能将完全达产，由于是金矿伴生，所以银矿的成本几乎可以忽略不计。

从成本来看，公司生产成本大约 140 元/克，完全成本 170-180 元/克，随着生产规模的扩大，生产成本还将有小幅下降的空间。

产能释放带来业绩快速提升

我们预测公司 2010、2011、2012 年黄金产量分别为 1.5、2.2、2.4 吨，2010、2011、2012 年金价按照 280、310、340 元/克计算，白银 2011、2012 年产量分别为 50、100 吨，2011、2012 年银价假设为 7、8 元/克，黄金完全成本按照 175 元/克计算，2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.06、0.44、0.87 元，对应 PE 为 312、45、23 倍。

资源价值量对比测算

从市值角度来看，目前典型的黄金公司主要是山东黄金、中金黄金和恒邦股份，辰州矿业和紫金矿业等公司由于有较多其他矿产资源，市值可比性较差，我们通过测算发现目前三家公司每千克金资源隐含的价格为 26.56 元，由此，我们对未来公司不同的储量条件下股价的定位也做了大致测算，如果公司储量达到 66 吨，股价合理定价为 26.36 元，如果储量达到 100 吨，则股价合理定位为 39.94 元，鉴于目前尚不清楚公司具体储量，根据实地考察和我们的判断，公司长期储量增长应该较为乐观，我们倾向于按照 90 吨储量给予公司定位，合理价格为 35.95 元。

	上市公司储量（万吨）	总股本（亿）	每股资源含量（千克/股）	股价	每千克金资源隐含价格
山东黄金	330	14.23	2.32	60.84	26.23
中金黄金	421	14.23	2.96	43.27	14.63
恒邦股份	26	1.92	1.35	52.58	38.83
平均					26.56
	66	6.65	0.99	26.36	
	80	6.65	1.20	31.96	
	90	6.65	1.35	35.95	
荣华实业	100	6.65	1.50	39.94	
	150	6.65	2.26	59.92	
	200	6.65	3.01	79.89	

价值低估，首次评级为“强烈推荐”

从公司业绩来看，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.06、0.44、0.87 元，我们按照 2012 年公司产能完全达产的业绩给予 40 倍 PE，合理定价为 34.8 元。

从公司储量来看，远景储量增长可能存在较大空间，我们倾向认为，远景储量可能达到 90 吨左右，合理定位为 35.95 元。

结合业绩角度与储量角度的定价，我们给予公司未来 6 个月目标价 35 元，距离目前价格有较大上涨空间，首次评级为“强烈推荐”。

风险提示

公司目前主要的风险来自黄金和白银价格的波动，由于主要产能基本就绪，公司在生产环节的风险并不大，如果价格达不到我们的预期假设，公司业绩可能会低于预期。

利润表（百万元）	2009A	2010E	增长率 %	2011E	增长率 %	2012E	增长率 %
营业收入	176.52	420.00	137.94%	1,032.00	145.71%	1,616.00	56.59%
营业成本	180.39	210.00	16.41%	308.00	46.67%	336.00	9.09%
营业费用	4.34	1.26	-70.98%	3.10	145.71%	4.85	56.59%
管理费用	93.76	138.60	47.83%	319.92	130.82%	500.96	56.59%
财务费用	10.53	14.03	33.16%	10.61	-24.34%	(0.49)	N/A
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	(126.11)	56.11	N/A	390.37	595.67%	774.68	98.45%
利润总额	(120.25)	57.11	N/A	391.37	585.24%	775.68	98.19%
所得税	(4.20)	14.28	N/A	97.84	585.24%	193.92	98.19%
净利润	(116.04)	42.84	N/A	293.53	585.24%	581.76	98.19%
归属母公司所有者的净利润	(116.04)	42.84	N/A	293.53	585.24%	581.76	98.19%
NOPLAT	(111.54)	52.61	N/A	300.74	471.69%	580.64	93.07%
资产负债表（百万元）	2009A	2010E	增长率 %	2011E	增长率 %	2012E	增长率 %
货币资金	5.18	12.60	143.08%	30.96	145.71%	391.84	1165.65%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	0.01	0.58	9354.30%	1.41	145.71%	2.21	56.59%
预付款项	18.49	23.95	29.54%	31.95	33.44%	40.69	27.34%
存货	11.06	20.14	82.07%	29.53	46.67%	32.22	9.09%
流动资产合计	39.31	68.18	73.41%	120.69	77.02%	508.97	321.73%
非流动资产	1,412.29	1,448.61	2.57%	1,308.90	-9.64%	1,169.19	-10.67%
资产总计	1,451.61	1,516.79	4.49%	1,429.59	-5.75%	1,678.17	17.39%
短期借款	163.70	306.77	87.40%	54.22	-82.33%	0.00	N/A
应付帐款	92.07	28.77	-68.75%	42.19	46.67%	46.03	9.09%
预收款项	1.43	3.53	146.51%	8.69	146.04%	16.77	92.94%
流动负债合计	570.30	614.07	7.67%	380.11	-38.10%	337.80	-11.13%
非流动负债	5.35	5.35	0.00%	5.35	0.00%	5.35	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	875.96	895.36	2.21%	1,042.12	16.39%	1,333.00	27.91%
净营运资本	(530.99)	(545.89)	N/A	(259.42)	N/A	171.17	N/A
投入资本 IC	1,034.47	1,189.52	14.99%	1,065.38	-10.44%	941.16	-11.66%
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	增长率 %	2011E	增长率 %	2012E	增长率 %
净利润	(116.04)	42.84	N/A	293.53	585.24%	581.76	98.19%
折旧摊销	83.18	0.00	N/A	139.71	N/A	139.71	0.00%
净营运资金增加	(416.79)	(14.90)	N/A	286.47	N/A	430.59	50.31%
经营活动产生现金流	(2.67)	(99.51)	N/A	428.28	N/A	705.50	64.73%
投资活动产生现金流	(50.03)	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	53.86	106.93	98.54%	(409.92)	N/A	(344.61)	N/A
现金净增（减）	1.16	7.42	538.26%	18.36	147.56%	360.88	1865.60%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业分析师，研究所投资品小组负责人，12 年证券工作经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。