

湘财证券研究所

有色金属研究小组

杨诚笑

Tel: 021-68634518-8630

E-Mail: ycx3112@xcsc.com

叶鑫

Tel: 021-68634518-8708

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金铋

Tel: 021-68634518-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

相关报告：

《湘财证券_公司深度报告_辰州矿业（002155）：高铋价时代的龙头铋业股》

-----报告日期 2010.9.24

《湘财证券-公司调研报告-辰州矿业（002155）：内部挖潜作保障，外部竞购搏发展，高铋价时代到来下的龙头铋业股》

-----报告日期 2010.09.01

《湘财证券-研究报告-辰州矿业（002155）出手南星铋业，意在高峰华锡》

-----报告日期 2010.08.27

《湘财证券-半年报点评-辰州矿业（002155）：黄金股？铋业股？

-----报告日期 2010.08.17

事由：

公司三季度实现营业收入8.6亿，同比增加83.51%。实现归属上市公司股东的净利润9997.55万元，同比增加108.92%。实现每股收益0.1826元，同比增加108.92%，前三季度EPS为0.303元，同比增加96.82%。

点评要点：

三季度是公司传统旺季，业绩符合预期

三季度是公司的传统旺季，07-09年公司三季度单季每股收益分别占当年全年每股收益的21.02%、79.27%、47.61%。公司2010年三季度每股收益0.1826元占2010年前三季度总每股收益的60.64%。前三季度公司实现净利润1.66亿元，如果不考虑公司计提的7958万资产减值损失，公司业绩基本符合我们此前给出的全年预期。

金铋钨高价时代到来，公司步入新时代

公司三大主营业务产品---金铋钨全面步入高价时代。年初以来，黄金、2#铋锭以及APT三者价格上涨幅度分别为18%、66%、30%。公司产品，特别是铋制品供不应求。从公司主营业务占比达90%的黄金与铋制品来看，其中铋价较08年26250元/吨的历史低点涨幅达166.67%。上海黄金交易所现货黄金价格较08年金融危机低点上涨79.63%。而我们认为黄金与铋价格这次上涨将是不可逆上涨，黄金价格是由于国际货币格局动荡、通胀、央行停止售金，而铋则是受益于供需面的彻底改变。

湖南最大黄金公司，全球铋业第二

公司今年铋制品（精铋与氧化铋）产能有望达到5.5万吨。公司09年年报显示拥有铋资源储量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。大股东湖南省黄金集团黄金资产注入预期强烈。黄金和铋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%。公司十二五规划至2015年达到13.5吨/年黄金产量，33000吨/年铋制品产量，4000吨/年APT产量，公司将迎来飞速发展期。

短期涨幅巨大，长期继续看好

公司自7月以来涨幅巨大，自前期低点起累计涨幅超过174.78%，以今日收盘价38.94元与预估EPS计算，2010-2012年动态PE分别为67.14倍、44.76倍、33.86倍，短期估值已略显偏高，并且已经达到目标价。同时我们考虑到公司旗下亏损子公司较多，公司经营大幅好转后预计公司仍将会继续对旗下部分亏损子公司先进行债务重组，这也会影响今明两年业绩，故我们下调公司2010年EPS为0.48元，量价预估与11-12年业绩暂不调整。但中长期我们仍然重申我们极为看好公司的态度，维持公司买入评级不变。

表 1 公司量价假设

	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

资产负债表

单位: 百万元

利润表

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	41	45
预付账款	52	94	110	114	管理费用	253	375	491	557
存货	301	291	305	315	财务费用	26	36	29	14
其他流动资产	72	100	106	134	资产减值损失	18	25	20	20
非流动资产	1847	1897	1976	2024	公允价值变动收益	-5	-2	-2	2
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	380	623	850
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	50	20	11
资产总计	2742	3241	3294	3397	利润总额	150	342	614	850
流动负债	784	1114	868	664	所得税	54	88	163	250
短期借款	595	821	527	333	净利润	96	253	451	600
应付账款	86	136	191	183	少数股东损益	-5	-10	-24	-28
其他流动负债	103	157	150	148	归属母公司净利润	101	264	475	628
非流动负债	47	19	22	29	EBITDA	333	529	775	995
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.18	0.48	0.87	1.15

其他非流动负债	47	19	22	29
负债合计	832	1132	890	693
少数股东权益	75	65	41	13
股本	547	547	547	547
资本公积	1041	1041	1041	1041
留存收益	243	452	773	1099
归属母公司股东权益	1836	2043	2363	2691
负债和股东权益	2742	3241	3294	3397

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	140	309	516	634
净利润	96	253	451	600
折旧摊销	154	113	123	131
财务费用	26	36	29	14
投资损失	22	0	0	0
营运资金变动	-161	-101	-93	-117
其他经营现金流	2	9	5	6
投资活动现金流	-470	-122	-160	-151
资本支出	343	0	0	0
长期投资	-38	17	0	0
其他投资现金流	-165	-105	-160	-151
筹资活动现金流	65	124	-474	-508
短期借款	165	226	-294	-194
长期借款	-30	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-70	-102	-180	-314
现金净增加额	-265	311	-119	-24

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	24.8%	47.8%	30.9%	13.5%
营业利润	99.1%	148.2%	63.8%	36.4%
归属于母公司净利润	44.1%	161.9%	80.1%	32.3%
获利能力				
毛利率(%)	30.3%	35.0%	38.0%	41.0%
净利率(%)	5.9%	10.5%	14.5%	16.9%
ROE(%)	5.5%	12.9%	20.1%	23.3%
ROIC(%)	4.9%	12.4%	18.1%	21.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.3%	34.9%	27.0%	20.4%
净负债比率(%)	75.21%	74.26%	61.63%	51.44%
流动比率	1.14	1.21	1.52	2.07
速动比率	0.75	0.93	1.15	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.84	1.00	1.11
应收账款周转率	33	29	28	30
应付账款周转率	11.35	14.63	12.42	11.72
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.48	0.87	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.56	0.94	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.73	4.32	4.92
估值比率				
P/E	141.86	54.17	30.07	22.73
P/B	7.78	6.99	6.04	5.31
EV/EBITDA	44	28	19	15

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。