

**辰州矿业 (002155)**

公司研究/调研报告

**推荐** 首次评级

合理估值: 33—38 元

# 金锑钨齐头并进，今年将是业绩爆发期

—辰州矿业 (002155) 调研报告

民生精品---调研报告/有色金属行业

2011 年 01 月 19 日

## 一、事件概述

近期对辰州矿业 (002115) 进行实地调研，就市场关心的三大业务黄金、锑与钨的盈利增长情况以及公司未来战略发展等问题与公司高层管理人员进行了交流。我们认为，2011 年是产品价格持续高位、公司业绩大幅增长的一年，给予“推荐”评级。

## 二、分析与判断

### ➤ 金锑钨三大业务齐头并进，业绩爆发期到来

公司主要三大产品黄金、锑、钨，三大业务营业利润分别贡献 54%、33%、8%，由于三种产品 2010 年价格大幅提升，业绩贡献增长明显，预计与业绩预告中的 100%--150% 的增幅预期相符。值得注意的是 2010 年前三季度有 1 亿元的减值准备，而 2011 年减值预期将大大减少，在产品价格上涨预期及下游需求旺盛的前提下，业绩高速增长可期。

### ➤ 看涨锑价，期待公司建立锑的国际定价权

中国的锑产量占全球 90%，辰州矿业产量居全球第二，由于 2010 年国家对于锑行业的治理，价格大幅上涨，1#精锑 2010 年均价 60620 元/吨，同比大涨 71%。冷水江地区被誉为锑都，目前关闭了许多锑矿，由于环保要求，投入加大不利于规模小的企业复产，锑行业供给问题将在 2011 年明显体现，保守估计锑在 2011 年价格上升 30% 以上。

### ➤ 公司将以参股和勘探等多种方式增加自给率

目前国家对矿山资源审批的紧缩力度加强，公司也多方面参与竞拍、自行勘探，本部开采的深度已经达到 1000 米深，若金、锑价格持续上涨，向下勘探的可行性增强。公司一直与矿山接触，寻找合作时机，若今年有实质性进展，将是激发股价上行的爆发点。

## 三、盈利预测与投资建议

公司“十二·五”发展战略中黄金将达到 13.5 吨，锑品年产量达 3.3 万吨，其中精锑年产量将达 1.3 万吨，氧化锑年产量将达 2 万吨；仲钨酸铵年产量将达 4000 吨。规模化、精深化均体现了公司长期稳定发展的目标，而 2011 年与 2012 年在开局之年的前提下，产品价格持续上行将使得公司业绩大幅增长，预计 2010 年-2012 年的 EPS 分别是 0.45 元、1.23 元、1.95 元。根据 DCF 估值，合理区间在 33.37-38.12 元，给予“推荐”评级。

## 四、风险提示：

2011 年产品低于预期；矿山收购进程放缓；锑行业政策松于预期。

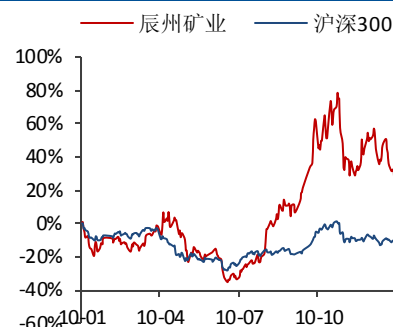
## 民生证券研究所

分析师：黄玉  
 执业证书编号：S01002081120226  
 电话：(8610)8512 7646  
 Email: huangyu@mszq.com

联系人：滕越  
 电话：(8610)8512 7645  
 Email: tengyue@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号  
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

## 一年该股与沪深 300 走势比较



## 交易数据 (2011-01-18)

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 27.98      |
| 近 12 个月最高/最低 | 15.27/45.6 |
| 总股本 (百万股)    | 547.40     |
| 流通股本 (百万股)   | 547.25     |
| 流通股比例%       | 99.97%     |
| 总市值 (亿元)     | 153.16     |
| 流通市值 (亿元)    | 153.16     |

## 相关研究

表 1: 公司产品量价假设

|      | 2010 年    |             | 2011 年    |             | 2012 年    |             |
|------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|
|      | 产量<br>(吨) | 价格<br>(元/吨) | 产量<br>(吨) | 价格<br>(元/吨) | 产量<br>(吨) | 价格<br>(元/吨) |
| 矿产金  | 2.9       | 267.83 元/克  | 3         | 306.19 元/克  | 3.1       | 349.9 元/克   |
| 外购金  | 2         | 267.83 元/克  | 2.2       | 306.19 元/克  | 2.3       | 349.9 元/克   |
| 氧化锑  | 15000     | 55103       | 17000     | 66123.6     | 20000     | 79348.3     |
| 精锑   | 8000      | 60620       | 9000      | 72744       | 10000     | 87292.8     |
| 仲钨酸铵 | 2000      | 132672      | 2500      | 159206.4    | 3000      | 191047.7    |

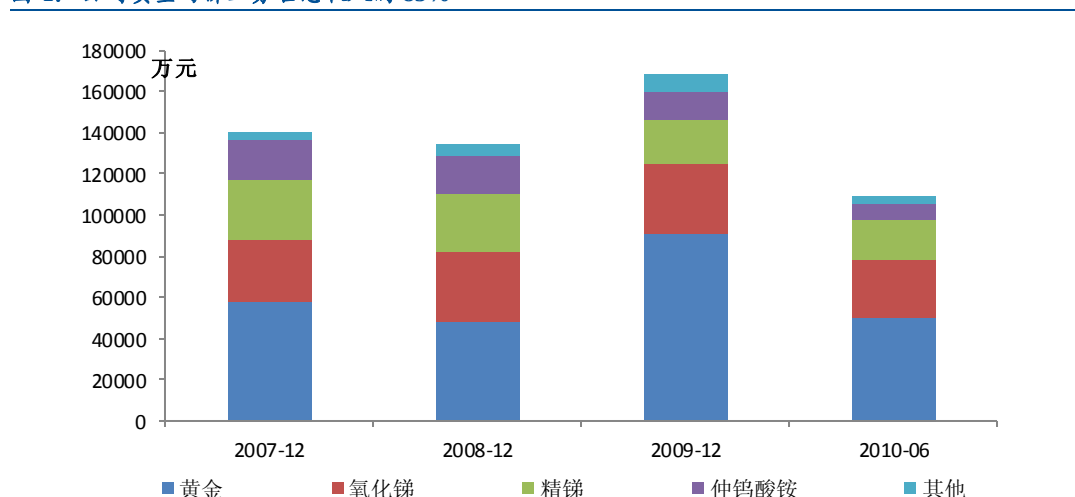
资料来源: 民生证券研究所

表 2: 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2009A  | 2010E   | 2011E   | 2012E  |
|------------------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 1,692  | 2,960   | 3,849   | 5,008  |
| 增长率 (%)          | 24.79% | 74.90%  | 30.03%  | 30.10% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 101    | 247     | 675     | 1,069  |
| 增长率 (%)          | 44.14% | 145.67% | 173.05% | 58.34% |
| 每股收益 (元)         | 0.18   | 0.45    | 1.23    | 1.95   |
| 毛利率 (%)          | 30.3%  | 36.8%   | 44.7%   | 51.5%  |
| 净资产收益率 ROE (%)   | 5.1%   | 12.2%   | 27.1%   | 31.8%  |
| 每股净资产 (元)        | 3.49   | 3.93    | 5.17    | 7.12   |
| PE               | 152.23 | 78.86   | 28.88   | 18.24  |
| PB               | /      | 6.24    | 4.75    | 3.45   |
| EV/EBITDA        | /      | 0.00    | 0.00    | 0.00   |

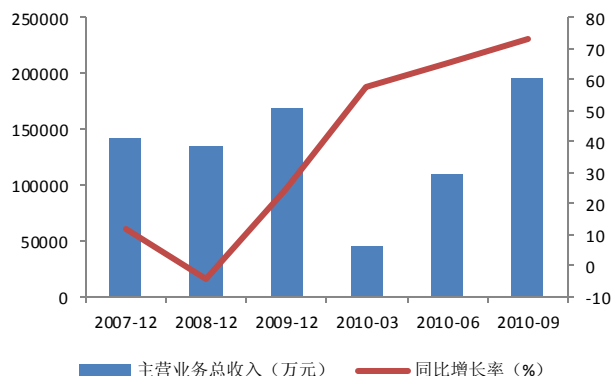
资料来源: 民生证券研究所

图 1: 公司黄金与锑业务占总收入的 85%



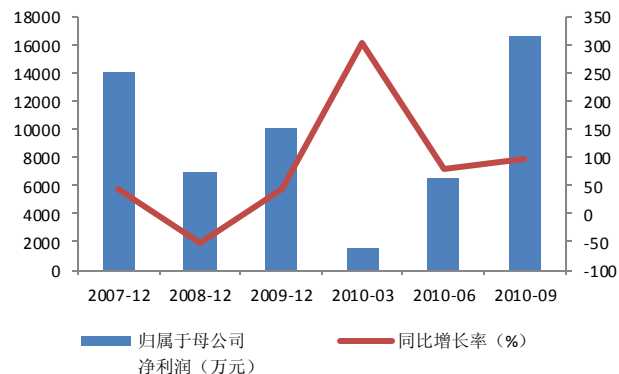
资料来源: 公司资料, 民生证券研究所

图 2: 营业收入单季度增长明显



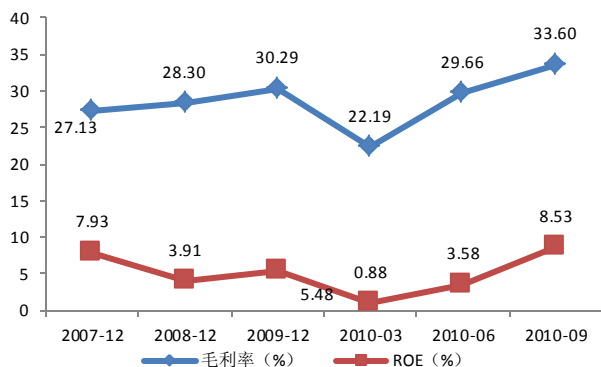
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 3: 预计 2011 年净利润大幅增长



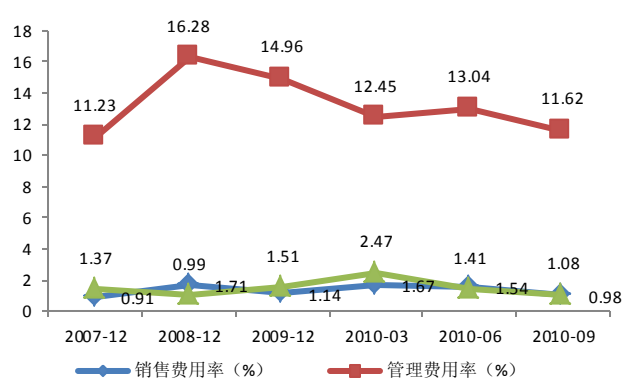
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 4: 2010 年毛利率净利率稳步增加



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 5: 2010 年销售费用率下降明显



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

## 公司财务报表数据预测汇总

### 利润表

| 项目 (百万元)     | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入      | 1,692 | 2,960 | 3,849 | 5,008 |
| 减：营业成本       | 1,180 | 1,870 | 2,129 | 2,428 |
| 营业税金及附加      | 16    | 30    | 42    | 58    |
| 销售费用         | 19    | 30    | 46    | 63    |
| 管理费用         | 253   | 444   | 577   | 801   |
| 财务费用         | 26    | 18    | (3)   | (8)   |
| 资产减值损失       | 18    | 190   | 22    | 25    |
| 加：投资收益       | (22)  | (1)   | 1     | 1     |
| 二、营业利润       | 153   | 378   | 1,037 | 1,643 |
| 加：营业外收支净额    | (3)   | 2     | 2     | 2     |
| 三、利润总额       | 150   | 380   | 1,039 | 1,645 |
| 减：所得税费用      | 54    | 133   | 364   | 576   |
| 四、净利润        | 96    | 247   | 675   | 1,069 |
| 归属于母公司的利润    | 101   | 247   | 675   | 1,069 |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.18  | 0.45  | 1.23  | 1.95  |

### 主要财务指标

| 项目 (百万元)          | 2009A  | 2010E   | 2011E   | 2012E  |
|-------------------|--------|---------|---------|--------|
| <b>EV/EBITDA</b>  |        |         |         |        |
| <b>成长能力:</b>      |        |         |         |        |
| 营业收入同比            | 24.79% | 74.90%  | 30.03%  | 30.10% |
| 营业利润同比            | 99.1%  | 146.9%  | 174.0%  | 58.5%  |
| 净利润同比             | 46.73% | 157.76% | 173.05% | 58.3%  |
| <b>营运能力:</b>      |        |         |         |        |
| 应收账款周转率           | 38.21  | 42.25   | 35.04   | 32.72  |
| 存货周转率             | 5.26   | 7.70    | 7.70    | 8.79   |
| 总资产周转率            | 0.63   | 0.90    | 0.93    | 0.99   |
| <b>盈利能力与收益质量:</b> |        |         |         |        |
| 毛利率               | 30.3%  | 36.8%   | 44.7%   | 51.5%  |
| 净利率               | 5.9%   | 8.4%    | 17.5%   | 21.3%  |
| 总资产净利率 ROA        | 3.6%   | 7.5%    | 16.2%   | 21.2%  |
| 净资产收益率 ROE        | 5.1%   | 12.2%   | 27.1%   | 31.8%  |
| <b>资本结构与偿债能力:</b> |        |         |         |        |
| 流动比率              | 1.14   | 1.37    | 1.84    | 2.53   |
| 资产负债率             | 30.3%  | 43.2%   | 35.5%   | 29.0%  |
| 长期借款/总负债          | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   |
| <b>每股指标:</b>      |        |         |         |        |
| 每股收益              | 0.18   | 0.45    | 1.23    | 1.95   |
| 每股经营现金流量          | 0.25   | 0.59    | 1.12    | 1.81   |
| 每股净资产             | 3.49   | 3.93    | 5.17    | 7.12   |

资料来源：民生证券研究所

| 项目 (百万元)         | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 316          | 1,345        | 1,778        | 2,719        |
| 应收票据             | 61           | 89           | 123          | 165          |
| 应收账款             | 51           | 89           | 131          | 175          |
| 预付账款             | 52           | 95           | 115          | 150          |
| 其他应收款            | 103          | 172          | 212          | 250          |
| 存货               | 301          | 467          | 532          | 607          |
| 其他流动资产           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>896</b>   | <b>2,256</b> | <b>2,892</b> | <b>4,067</b> |
| 长期股权投资           | 6            | 11           | 14           | 15           |
| 固定资产             | 1,062        | 1,113        | 1,130        | 1,115        |
| 在建工程             | 92           | 102          | 110          | 116          |
| 无形资产             | 408          | 368          | 327          | 286          |
| 其他非流动资产          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,847</b> | <b>1,593</b> | <b>1,581</b> | <b>1,532</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,742</b> | <b>3,850</b> | <b>4,472</b> | <b>5,599</b> |
| 短期借款             | 595          | 1,440        | 1,345        | 1,345        |
| 应付票据             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款             | 86           | 131          | 140          | 160          |
| 预收账款             | 16           | 28           | 32           | 36           |
| 其他应付款            | 40           | 40           | 42           | 45           |
| 应交税费             | (43)         | 10           | 15           | 20           |
| 其他流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>784</b>   | <b>1,649</b> | <b>1,574</b> | <b>1,607</b> |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 10           | 15           | 15           | 15           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>10</b>    | <b>15</b>    | <b>15</b>    | <b>15</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>832</b>   | <b>1,664</b> | <b>1,590</b> | <b>1,622</b> |
| 股本               | 547          | 547          | 547          | 547          |
| 资本公积             | 1,041        | 1,041        | 1,041        | 1,041        |
| 留存收益             | 243          | 522          | 1,165        | 2,234        |
| 少数股东权益           | 75           | 75           | 75           | 75           |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,911</b> | <b>2,186</b> | <b>2,882</b> | <b>3,977</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>2,742</b> | <b>3,850</b> | <b>4,472</b> | <b>5,599</b> |

### 现金流量表

| 项目 (百万元)  | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量  | 140   | 323   | 615   | 988   |
| 投资活动现金流量  | (470) | (126) | (90)  | (56)  |
| 筹资活动现金流量  | 65    | (513) | (92)  | 8     |
| 现金及等价物净增加 | (265) | (316) | 433   | 940   |

## 分析师与联系人简介

**黄玉**，有色金属行业分析师，硕士，具有证券投资咨询执业资格，08年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，能准确把握行业发展和热点。

**滕越**，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。擅长公司财务分析及统计计算，主要负责有色金属行业及上市公司研究。

**主要覆盖公司**：山东黄金、中金黄金、紫金矿业、荣华实业、贵研铂业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业等。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

|        | 北京                  | 深圳                | 上海                |
|--------|---------------------|-------------------|-------------------|
| 联系人    | 尹璠                  | 韦珂嘉               | 孟辉                |
| 电话     | 010-85127761        | 010-85127772      | 021-64274383      |
| 手机     | 13621034253         | 13701050353       | 13916107040       |
| E-mail | yintang@mszq.com    | weikejia@mszq.com | menghui@mszq.com  |
| 联系人    | 郭明                  | 许力平               | 李北铎               |
| 电话     | 010-85127762        | 010-85127667      | 021-64274383      |
| 手机     | 18601357268         | 13811008335       | 18621639595       |
| E-mail | guomingyjs@mszq.com | xuliping@mszq.com | Libeiduo@mszq.com |

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                       |
|----------------------------------------------|------|--------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间  |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业评级标准                                       |      |                          |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上       |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间  |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。