

锑价持续上涨 行业龙头受益

——辰州矿业（002155）跟踪调研报告

报告日期：2011年1月20日

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengen@cgws.com

执业证书编号：S1070210080003

投资评级：推荐（维持）

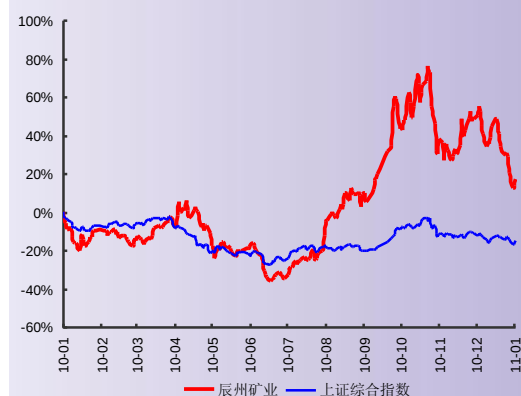
市场数据

总市值（亿元）	159.13
流通市值（亿元）	159.09
总股本（万股）	54740
流通股本（万股）	54725.4
12个月最高/最低股价（元）	45.60/15.82
十大流通股股东持股比例	55.54 %
股东户数	70874

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入（亿元）	16.92	29.03	39.23
营业利润（亿元）	1.53	4.36	7.03
净利润（亿元）	1.01	2.92	4.64
EPS（元）	0.18	0.53	0.85
PE	157	54	34

公司股价表现



相关报告

- 《金锑组合更具竞争力——调研报告》 “推荐” 评级
- 《金锑钨黄金组合确保公司盈利稳定增长》 “推荐”
- 《盈利增长来自产品价格上涨——三季报点评》 “推荐”

要点：

- **继续看好金+锑+钨的“黄金组合”。**公司是湖南省最大的产金公司、全球第二的锑锭和氧化锑生产商、新兴的钨生产商，其资源和技术优势明显。独特的金锑钨组合盈利模式，使公司抗单一品种价格风险的能力较强，三种产品的资源自给率分别为67%、70%和100%，2010年充分享受了各产品行业景气度提升带来的盈利增长。
- **资源储量产量稳步增长。**公司近几年储量产量稳步增长，锑、钨由于受配额及市场容量限制，公司对锑钨的发展战略仍以“稳”为主，做精做强，积极扩张资源成为努力方向，金锑储量仍有增长潜力。目前募投项目中关于资源勘查项目的最终储量数据仍未形成，公司在整改期间将加快募投项目的管理，加大所控矿权金锑钨矿资源勘查项目工作开展力度，并在所有募投项目完成后综合进行评价。
- **主营产品迎来高价位时代。**2010年主营产品价格持续高涨，公司毛利率得到较大改善，盈利增长趋势十分确定。黄金和锑高位运行大幅改善了公司业绩，尤其优异的锑价表现以及旺盛的市场需求，锑品代替黄金成为公司第一大主业。我们对锑钨产品价格继续乐观，在国家保护政策层层推进以及市场需求不断增长的背景下，稀有金属迎来价值回归的高价位时代是大概率事件，而公司也将随之迎来业绩增长长期。
- **锑是突出亮点。**公司是全球第二大锑生产企业，对锑价具备一定的标效性。我们继续看好锑市场，2011年锑将继续成为公司的突出亮点：1）国家政策继续提供支持。除配额制的保护之外，锑国家层面的战略收储也将直接影响锑供需市场；2）供应持续偏紧支撑价格继续高位，由于冷水江地区停产检修将延续至2011年中，另外广西地区节能减排影响，锑市场供应偏紧格局短期难以改善，锑价维持“高烧”状态将成常态。3）锑需求稳步增长，尤其是锑在阻燃剂领域的需求将进一步推动锑价高位运行。
- **维持“推荐”评级。**我们维持辰州矿业“推荐”的投资评级，继续看好公司独特的“金+锑+钨”的组合模式，在国家对锑、钨等稀有金属保护政策层层推出的背景下，锑、钨整体步入上行轨道，价格高位运行以及需求稳步增长将确保公司盈利稳步增长。我们微调公司盈利预测，预计2010-2011年EPS分别为0.53元和0.85元，对应目前股价市盈率分别为54倍和34倍。
- **风险提示：**1）锑产品价格若大幅下滑对公司盈利带来负面影响；2）黄金价格走势不确定，存在由牛转熊的可能；3）公司探矿增储存在一定不确定性。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



近日，我们再次对辰州矿业进行了追踪调研，与公司领导就经营情况及行业发展状况进行了交流，并参观了金锑钨冶炼分离产业链。总体来说，我们认为公司目前经营情况良好，在2010年锑价高飞猛涨、金价居高不下、钨价也快速上涨的背景下，公司业绩大幅增长较为确定。公司制定了“十二五发展规划”，做精做强“金+锑+钨”黄金组合的目标明确，积极开拓资源，实现平稳增长及可持续发展是今后努力的主要方向。

一、资源储量产量稳步增长

公司是湖南省最大的产金公司、全球第二的锑锭和氧化锑生产商、新兴的钨生产商，其资源和技术优势很明显。公司主营范围主要是黄金、锑、钨的采、选、冶和深加工，三种产品的资源自给率分别为67%、70%和100%。此外，公司自创的金锑分离技术以及丰富的深部找矿经验，不仅可以保证公司自有的矿山资源深部挖潜，并且也为对外资源扩张提供了独特的技术优势。

由于锑、钨受到开采出口配额以及市场容量的一些限制，公司对锑、钨两个矿种的生产以“稳”为主，努力实现做精做强的发展目标。目前募投项目中关于资源勘查项目的最终储量数据仍未形成，在整改期间，公司将加快募投项目的管理，加大所控矿权金锑钨矿资源勘查项目工作开展力度，并在所有募投项目完成后综合进行评价。

（1）黄金。2009年底公司黄金保有储量达到36.84吨，预计2010年年产量（自产金+冶炼金）约5吨，其中自产金2.5吨。无论是黄金总产量还是自产矿产金产量，近几年均实现稳步增长，尤其是近两年黄金价格高位运行，自产金增速也有加快迹象。公司计划经过“十二五规划”的五年发展达到年产黄金量13.5吨，实现接近翻两番的跨越式增长。

（2）锑。锑资源储量（金属量）达到17.47万吨，锑产品年产量约2万吨，预计2010年产量达到2.3万吨。公司作为全国最大的锑矿生产企业，年开采配额约1.3万吨，加上资源回收综合利用，提精矿年产量达到约1.4万吨，锑原料自给率达到70%。尽管公司退出竞购广西南星锑业100%股权，外延式扩张初遇阻力，但这并不代表锑资源储量没有提升的空间，公司在甘肃、新疆等地区不断加大找矿力度，新收购的渣滓溪锑矿资源潜力仍值得期待。

（3）钨。2009年底钨资源储量（金属量）达到4.55万吨，目前钨产品主要为仲钨酸铵，年产量约1728吨。同样由于受到配额的限制，公司仲钨酸铵钨产品产量保持稳定增长。

二、三大主营业务迎来高价位时代

我们认为公司三大主营业务产品中的锑、钨目前已全面步入高价时代。2010年随着稀有小金属行业政策层层推出，对小金属散乱格局的调控整治力度不断加大，以稀土为代表的小金属价格均步入快车道，市场表现远超铜铝



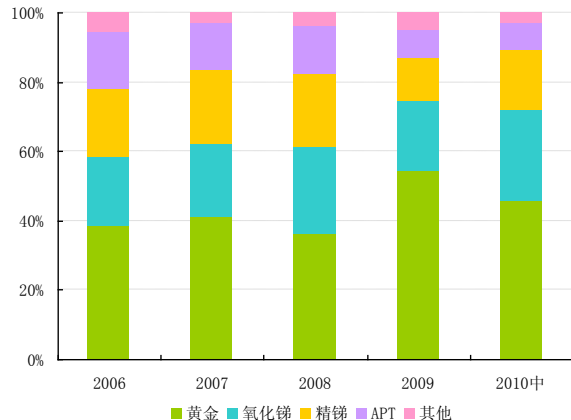
等大宗基本金属，同时由于经济复苏缓慢而通胀背景不断加强，2010年黄金价格也表现不俗，公司金+锑+钨的“黄金组合”充分享受到了景气度提升带来的盈利增长。2010年公司毛利率及净利率季度环比不断增长，分别为22.19%、34.84%、38.63%和3.48%、7.52%、11.52%。由于四季度黄金、锑、钨这三种产品价格仍在高位运行，尤其是锑，价格表现十分抢眼，因此公司2010年全年利润大幅增长较为确定。

图 1：2010 年季度每股收益快速攀升



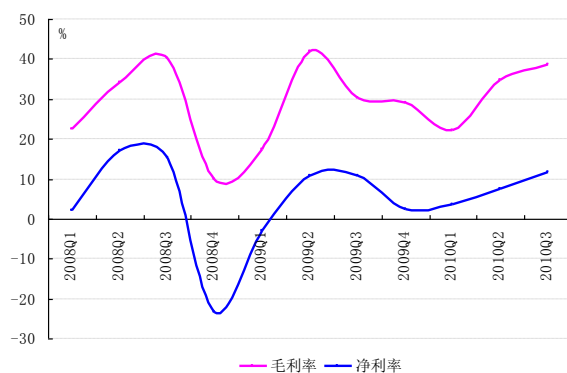
数据来源：公司公告，Wind

图 3：收入构成情况



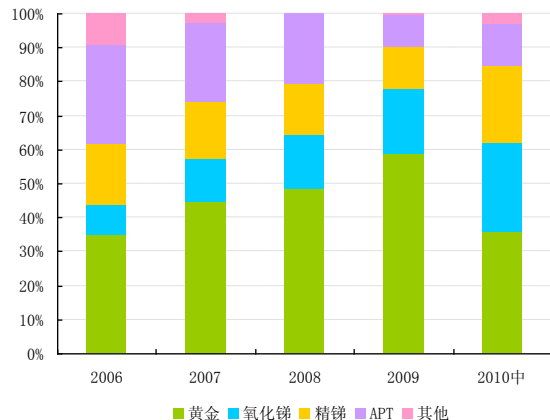
数据来源：Wind，公司公告

图 2：盈利状况大幅好转



数据来源：公司公告，Wind

图 4：利润构成情况



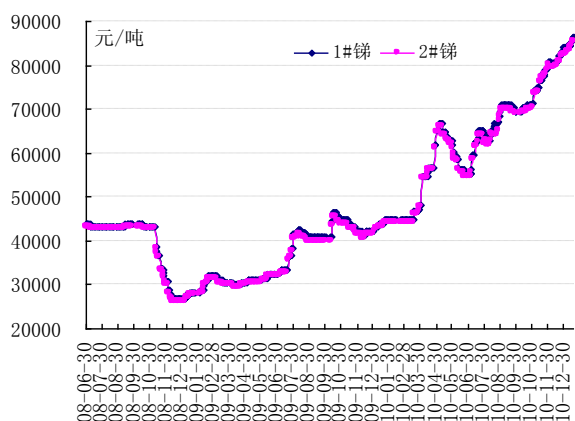
数据来源：Wind，公司公告

2009年黄金和锑在营业收入当中占比分别达到53%和32%，位列第一、第二大主业，而2010年由于锑价表现不俗，锑产品在公司营业收入中占比也逐步加大，2010年中期达到43%，位列第一大主业，同时利润构成当中也快速攀升至49%，公司上半年接近一半的利润是由锑产品贡献的。我们认为随着四季度锑价继续抢眼的表现，公司2010年全年盈利增长确定，而锑成为第一大利润贡献者也十分确定。

(1) 锑。我们判断锑产品价格后势仍将维持高位。2010年锑价格涨幅达104.27%，优异的价格表现超乎市场预期，我们认为2011年锑价仍将受益

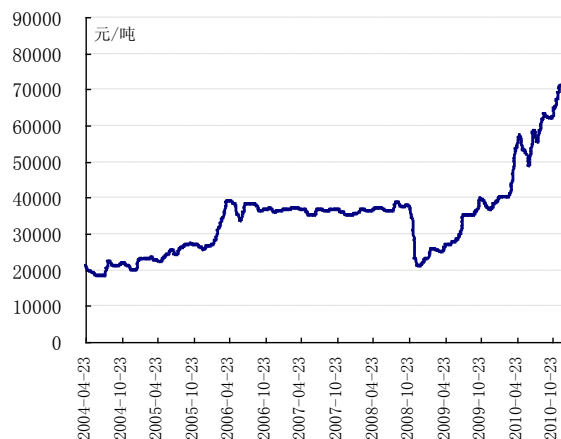
于供需关系的大幅改善而延续高位攀升格局，目前锑锭价格已达到8.7万元/吨，锑市场表现出“淡季不淡”的特征。2011年“高烧的锑价”仍将延续高位运行的格局，主要是由于湖南冷水江地区停产整改要延期至2011年中，另外受广西地区节能减排的影响，市场锑供应仍持续收紧，锑价格延续高位攀升成为大概率事件。

图 5：锑锭价格快速上涨



数据来源：Wind，长城研究所

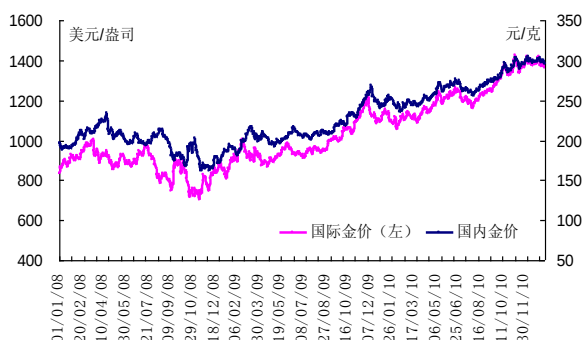
图 6：氧化锑价格快速上涨



数据来源：Wind，长城研究所

（2）黄金。我们对黄金价格的判断相对谨慎。尽管后期经济复苏格局及通胀形势仍存在不确定性，但后势黄金价格高位支撑有所减弱，不排除价格存在重心下滑的可能。理由：1）中国持续收紧的货币政策将在很大程度上抑制不断高涨的通胀水平；2）美国经济不断回暖是支撑美元止跌回稳的基础，中期美元升值趋势相对确定，这对黄金价格起到负面作用；3）高价位下黄金的投资需求在一定程度上也受到抑制。

图 7：黄金价格变动



数据来源：Wind，Bloomberg

图 8：锑 APT 产品价格变动



数据来源：Wind，Bloomberg

（3）钨。我们继续维持对钨价乐观的态度。尽管钨在收入构成中尽占比不到 10%，但我们认为辰州矿业的钨品具有绝对的成本优势，公司钨很大比例是金锑矿冶炼过程中的副产品，相对于中国钨矿开采难度越来越大、成

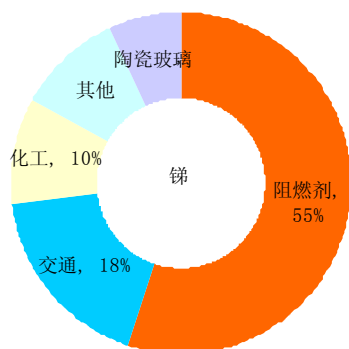
本不断升高的背景来说，公司钨产品优势明显。随着钨行业整合力度继续加大，同时钨在硬质合金领域的需求也持续增长，钨价也回归高位，2010年APT价格涨幅达到61%，目前价格达17.4万元/吨。

三、铟仍是突出亮点

目前中国铟的储量、产量、消费量和出口量均居世界首位。辰州矿业是中国乃至全球第二大铟业生产企业，对铟价格具备很大的标效性，同时也将充分受益于铟价上涨带来的盈利增长。

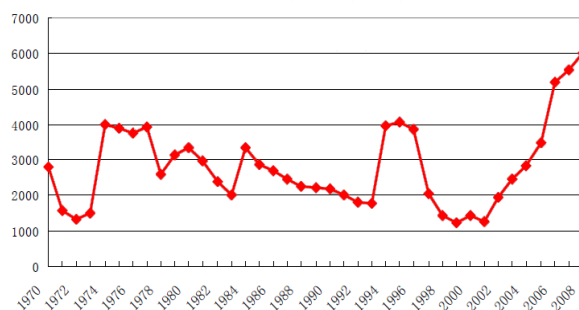
我们认为，铟仍将在很长一段时间内仍将成为市场关注焦点。铟市场供需关系短期内难以根本性改变，铟价高位运行也将成为常态。

图 9：中国铟消费结构



数据来源：Wind，Bloomberg

图 10：近四十年国际铟锭年均价走势（美元/吨）



数据来源：安泰科，长城研究所

主要理由有：

1、供应持续偏紧。中国铟储量全球最大，随着行业整合力度不断加大，开采配额及出口配额逐年减少，尤其是垄断全国铟资源的湖南省，最大的产区冷水江停产检修导致全国铟供应减少约13.5万吨，这对于弱平衡的铟市场来说，无疑呈现较大的供需缺口。我们认为由于冷水江地区停产检修将延续至2011年中，另外受到广西地区节能减排影响，铟市场供应偏紧将持续，供需缺口状态短期难以改善，铟价“高烧”或将成常态。

2、国家行业政策继续支持。开采配额、准入门槛、出口配额制等一系列政策从上下游整合产业发展，此前湖南有色曾斥资12亿元对其下属企业生产的铅、锌、钨、铟和铋等5种有色金属产品实施收储，近期，将铟等十种稀有金属列为国家层面的战略收储计划再一次引发了稀有金属将逐步回归价值的关注，若国家层面战略收储计划得到有效实施，将综合影响铟市场供需状况，促进铟行业继续稳步可持续发展。

3、铟需求稳步增长，尤其是国内对铟品的需求呈增长态势。阻燃剂是铟的主要应用领域，约占世界总铟消耗的70%，氧化铟消耗的90%。除此之外，还有冶金添加剂及非阻燃剂类的化学品消耗。目前铟在阻燃剂领域中尚无有



效的替代品，作为阻燃剂的锑品有进一步增长的趋势，主要是国内对锑品的需求呈增长态势，这很大程度上是由于国家法规的强制要求逐步落实到位，促使终端产品的阻燃剂用量增加明显。此外，上海火灾的沉重教训也提升了市场的主动需求，对产品的阻燃性能要求有所提高。据国家法规，自2008年7月1日起，凡是涉及在公共场所使用的阻燃建筑制品、阻燃织物、阻燃塑料/橡胶、阻燃泡沫塑料、阻燃家具及组件和阻燃电线电缆等六大类产品必须符合GB20286-2006《公共场所阻燃制品及组件燃烧性能要求和标识》的要求且须加施阻燃制品标识。由此可见，随着国家各种法规的逐步健全，阻燃行业正在走上快速发展的道路，氧化锑在阻燃剂领域的应用还将继续发挥更大的作用。

四、投资建议

1、盈利分析

综合公司产能及产品产量变动情况以及三大主营产品价格不断上涨的态势，我们对公司主营产品产销量和价格做如下假设：

表格 1：公司主营产品销量预测

	2009	2010E	2011E	2012E
矿产金产量（吨）	2.5	2.6	2.7	2.9
冶炼金产量（吨）	1.8	2.4	2.6	2.7
氧化锑产量（吨）	9621	10560	13000	18000
外销锑锭（吨）	8490	8546	8900	10680
APT 产量（吨）	1852	1705	1720	1900

资料来源：公司公告，长城证券研究所

表格 2：公司主营产品价格预测

	2009	2010E	2011E	2012E
金价（元/克）	216	240	250	255
氧化锑（万元/吨）	3.2	5.5	6.7	8.7
锑锭（万元/吨）	3.54	6.06	7.5	7.8
APT（万元/吨）	3.19	13.1	16.5	17

资料来源：公司公告，长城证券研究所

注：由于金价及通胀态势暂未出现明显改善信号，我们暂且按照高位金价预测。

综合测算，我们预计公司2010-2012年收入分别达到29亿元、39.2亿元和53亿元，年收入增速分别为71.5%、35.1%和36.3%，对应每股收益分别为0.53元、0.85元和1.33元，对应目前股价的PE分别为54倍、34倍和321倍。



2、投资建议

我们维持辰州矿业“推荐”的投资评级。我们认为公司资源竞争优势明显，继续看好公司独特的“金+锑+钨”的组合模式，在国家对锑、钨等稀有小金属保护政策层层推出的背景下，锑、钨整体步入上行轨道，价格高位运行以及需求稳步增长将确保公司盈利稳步增长。

此外，我们尤其看好公司的锑业务，2011年锑价将在行业政策及需求的双重推动下继续维持高价位运行。公司作为全球第二大锑生产商，具备一定的市场价格标效性，能充分受益于不断提升的行业景气度。

风险提示：

（1）锑金属暂不具备期货品种，其产品价格波动现象较明显，锑价格若大幅下滑将对公司业绩带来负面影响。

（2）金价由牛转熊存在可能性，金价大幅下滑也将给公司业绩带来负面影响。

（3）公司募投项目整改过程中将加快储量评估进度，但储量增储存在着一定的不确定性。

盈利预测

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	169241	290259	392267	534701	成长性				
营业成本	117984	189420	249720	339174	营业收入增长	24.8%	71.5%	35.1%	36.3%
销售费用	1925	4644	5099	6416	营业成本增长	21.3%	60.5%	31.8%	35.8%
管理费用	25322	43539	56879	64164	营业利润增长	97.9%	184.2%	61.3%	60.2%
财务费用	2561	3743	5099	6718	利润总额增长	86.7%	190.7%	61.3%	60.2%
投资净收益	-2241	0	0	0	净利润增长	43.4%	190.0%	58.9%	57.8%
营业利润	15327	43559	70263	112581	盈利能力				
营业外收支	-343	0	0	0	毛利率	30.3%	34.7%	36.3%	36.6%
利润总额	14984	43559	70263	112581	销售净利率	5.9%	10.1%	11.8%	13.7%
所得税	5392	14374	23889	39403	ROE	5.3%	13.3%	17.4%	21.6%
少数股东损益	-472	0	0	0	ROIC	6.0%	11.8%	14.5%	17.9%
净利润	10064	29184	46373	73178	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.1%	1.1%	1.6%	1.3%
流动资产	89594	129253	168988	224642	管理费用/营业收入	15.0%	15.0%	14.5%	12.0%
货币资金	31581	34831	47072	64164	财务费用/营业收入	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
应收账款	5133	9579	12945	17645	投资收益/营业利润	-14.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	6096	8708	11768	10694	所得税/利润总额	36.0%	33.0%	34.0%	35.0%
存货	30121	49249	61181	83098	应收账款周转率	23.01	25.77	25.65	27.55
非流动资产	184654	204107	245006	309822	存货周转率	2.97	3.43	3.46	3.71
固定资产	115362	141273	188631	259905	流动资产周转率	1.55	1.95	1.99	2.16
资产总计	274248	333360	413995	534464	总资产周转率	0.56	0.78	0.83	0.89
流动负债	78422	108350	142611	189903	偿债能力				
短期借款	59540	59540	59540	59540	资产负债率	30.3%	33.9%	35.6%	36.4%
应付款项	8618	13259	17480	23742	流动比率	1.14	1.19	1.18	1.18
非流动负债	4731	4731	4731	4731	速动比率	0.76	0.74	0.76	0.75
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	83153	113081	147342	194634	EPS	0.184	0.533	0.847	1.337
股东权益	190676	219860	266233	339411	每股净资产	3.48	4.02	4.86	6.20
股本	54740	54740	54740	54740	每股经营现金流	0.25	0.21	0.80	1.24
留存收益	128404	157589	203962	277140	每股经营现金/EPS	1.4	0.4	0.9	0.9
少数股东权益	7532	7532	7532	7532	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和权益总计	273829	332941	413576	534045	PE	157.7	54.4	34.2	21.7
现金流量表（万元）					PEG	1.06	1.68	0.93	0.59
经营活动现金流	13953	11673	43880	67688	PB	8.3	7.2	6.0	4.7
其中营运资本减少	0	-31907	-19646	-26972	EV/EBITDA	43.64	26.73	18.30	12.32
投资活动现金流	-47008	-32761	-58052	-86299	EV/SALES	9.76	5.77	4.34	3.25
其中资本支出	-34316	-33848	-58052	-86299	EV/IC	6.83	5.44	4.47	3.55
融资活动现金流	6503	0	0	0	ROIC/WACC	0.50	0.99	1.22	1.50
净现金总变化	-26543	-21088	-14172	-18610	REP	13.55	5.49	3.65	2.36

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

资料来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍:

耿诺: 中国地质科学院矿产学硕士，2008年加入长城证券，任有色金属行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>