

辰州矿业(002155)

公司研究/深度报告

推荐 维持评级

合理估值: 33—38 元

内生增长外延扩张, 让“业绩”飞

—辰州矿业(002155)深度报告

民生精品---深度报告/有色金属行业

2011 年 01 月 27 日

● 金锑钨三大业务齐头并进, 业绩暴发期到来

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。

● 盈利预测与投资建议

规模化、精深化均体现了公司长期稳定发展的目标, 2011 年和 2012 年是“十二·五”开局之年, 产品价格持续上行将使公司业绩大幅增长, 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。

● 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。

表: 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	144.50	58.80	21.54	13.60
PB	/	6.75	5.14	3.73
EV/EBITDA		29.92	12.63	7.73

资料来源: 民生证券研究所

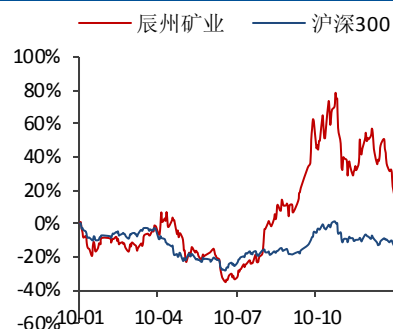
民生证券研究所

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 (2011-01-26)

收盘价(元)	26.56
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)	145.39
流通市值(亿元)	145.39

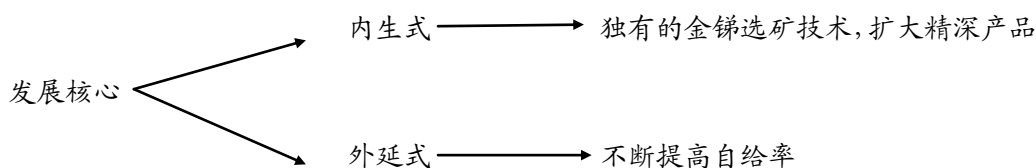
相关研究

《辰州矿业(002155)调研简报: 金锑钨
 齐头并进, 今年将是业绩暴发期》

投资要点:

➤ 投资逻辑

辰州矿业是一家精细化管理, 谨言慎行的优质企业, 通过调研发现: 公司的优势在于他内生发展与外延式扩张的双重动力。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, 2011 年与 2012 年是“十二·五”开局之年, 产品价格持续上行将使得公司业绩大幅增长。



➤ 有别于大众的认识

1、市场对目前的金价有较大分歧; 我们长期看好金价。

我们对黄金的观点是: 一年内黄金价格或冲击 2000 美元/盎司, 2011 年黄金价格中枢将上移。因此, 公司将受益于金价上涨。

2、市场认为锑价长期看好; 我们着重看好 2011 年锑价表现。

我们对锑的观点是: 2011 年是锑上涨周期中的最强劲上涨阶段。

理由是湖南冷水江锑治理从 2010 年 3 月份大规模开始, 停产与复产的周期的过渡期将是 2011 年, 因此, 今年是锑供应最短缺的时段, 公司锑业务已经从 2009 年末的 35.77% 上升到 48.88%, 价格上涨无疑会大大增厚每股收益。

3、市场认为有色股估值高; 我们认为辰州矿业估值被低估

基于对公司主要产品销售价格的乐观判断, 因此 2011 年将有骄人的业绩表现。无论是从公司业务的品种黄金、锑、钨未来前景看, 还是从 A 股市场整体估值来看, 辰州矿业均是有色股里难得的低估品种。

从目前市场对小金属的回避及对低估的基本金属的发现策略来讲, 辰州矿业兼具了稳固而厚积薄发的内生动力, 建议重点关注。

目 录

一、公司是全球第二大锑生产商	4
(一) 以“金锑钨”为主的矿产企业	4
(二) 目前主营业务利润贡献最大的是锑	5
二、金锑钨三大业务齐头并进，业绩暴发期到来	6
(一) 黄金业务未来五年 CAGR 至少为 22.98%	6
(二) 锑价高涨，今年仍将超预期	11
(三) 钨业务是稳定利润贡献点	15
三、盈利预测与投资建议	18
(一) 预测依据	18
(二) 相对估值	18
(三) DCF 估值	18
(四) 投资评级与合理价格	19
五、股价催化剂	20
六、风险提示	20
插图目录	21
表格目录	21

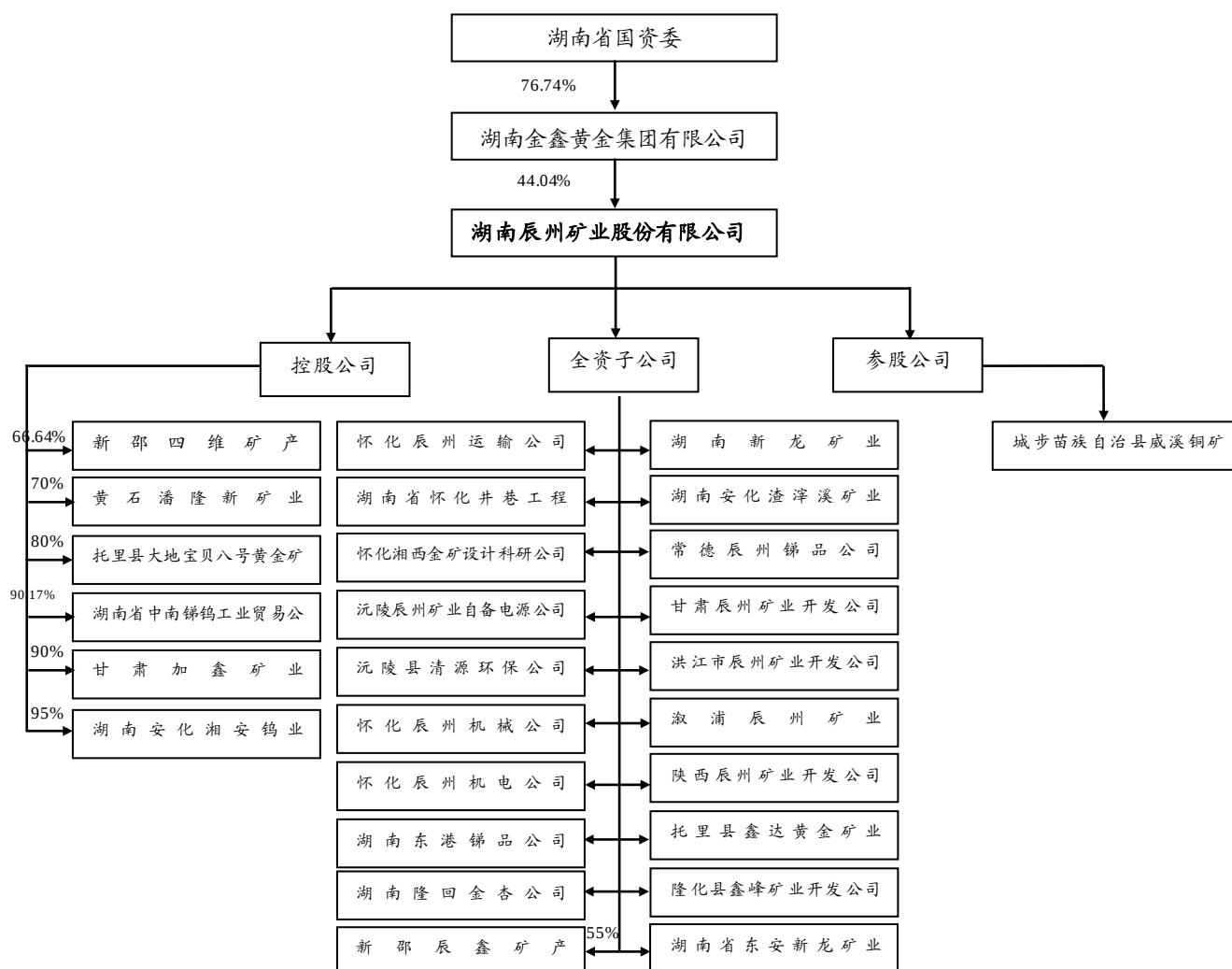
一、公司是全球第二大锑生产商

(一) 以“金锑钨”为主的矿产企业

湖南辰州矿业股份有限公司前身是冶金工业部湘西金矿，位于湖南省沅陵县境内，具有 130 多年的黄金开采历史。辰州的本部沃溪矿区属我国早期主要的黄金生产基地之一，公司目前是国内十大黄金矿山开发企业之一，也是全球第二大开发锑矿和国内主要的开发钨矿的公司。

公司集地质勘探、采、选、冶、运输、机械修造及金属深加工为一体，拥有国际领先的金锑选矿和冶炼精细分离技术。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，是上海黄金交易所综合类会员及标准金锭提供商。

图 1：公司以“金锑钨”三种金属为主线，已成为一家全国性的矿业企业



资料来源：公司资料，民生证券研究所

辰州矿业围绕着“金锑钨”三种金属主线，已由一家区域性公司发展成为一家全国性的矿业企业，公司目前在湖南省内拥有正在开采的矿山接近 20 座，并且已经在甘肃、新疆、陕西、河北、湖北等省建立了省外的矿产资源基地。公司拥有金锑钨共生矿精细分离选冶的核心技术，控制的资源也多为金锑钨伴生矿、多金属矿。

目前公司拥有和控制矿业权 39 个，其中：探矿权 21 个，面积 359.73 平方公里；采矿权 18 个，面积 39.73 平方公里。2009 年底公司保有资源储量：矿石量 1895 万吨，同比增长 12.99%；金属量金 36.8 吨，同比增长 14.60%，锑 17.47 万吨，同比增长 19.91%，钨 4.55 万吨，同比增长 3.77%。

表 1：公司探矿、采矿业务不断发展

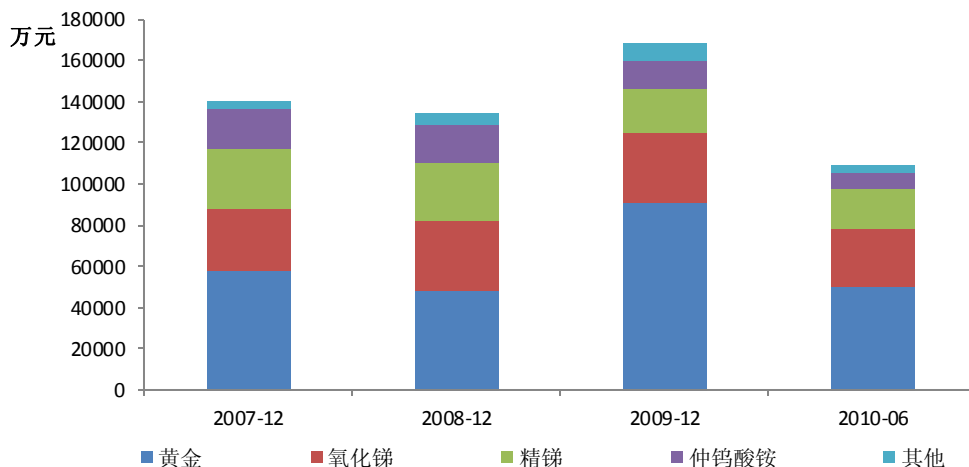
时间	探矿权（个）	面积（平方公里）	采矿权（个）	面积（平方公里）	矿石保有储量（万吨）
2006		328.26		31.36	799.32
2007	16	341.42	17	39.58	1047.75
2008	16	340.84	16	40.10	1677.17
2009	21	359.73	18	39.73	1895

资料来源：公司公告，民生证券研究所

（二）目前主营业务利润贡献最大的是锑

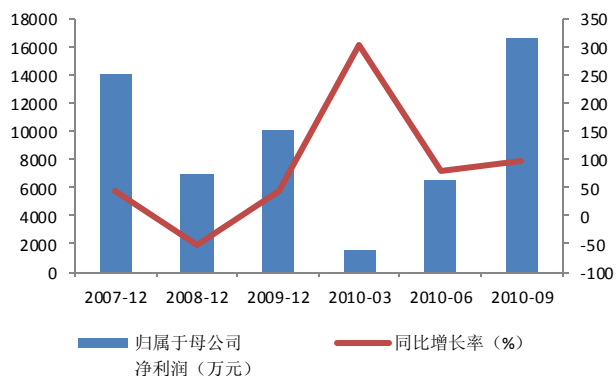
公司坚持“矿业为主、规模经营、深度延伸”和“做大黄金、做强锑钨”的发展思路，利用独有的“金锑分离技术”，围绕金、锑、钨三种金属做大产业规模。产品结构保障了公司业绩稳定发展，金融危机过后，业务结构的调整使得黄金业务比例略低于 2009 年，锑业务大幅上升至 48.88%，钨业务至 12% 左右，目前更突显锑价上升带来的利润贡献。

图 2：公司黄金与锑业务占总收入的 85%



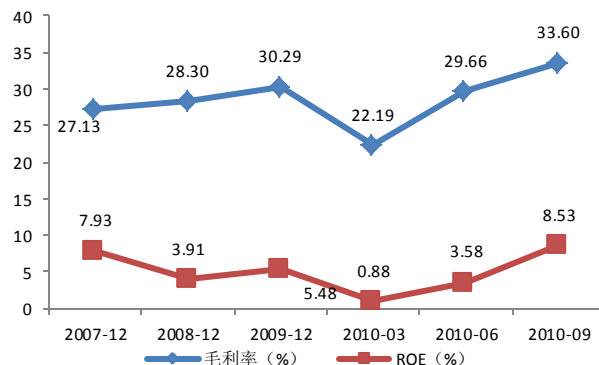
资料来源：公司资料，民生证券研究所

图 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

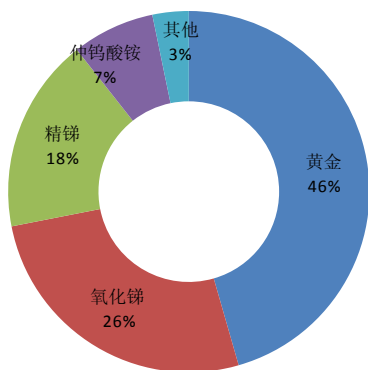


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

二、金锑钨三大业务齐头并进，业绩暴发期到来

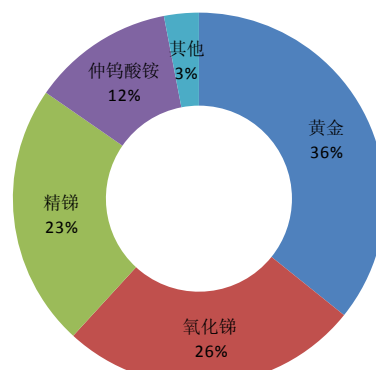
公司主要三大产品黄金、锑、钨，三大业务营业利润分别贡献 36%、49%、12%，由于三种产品 2010 年价格大幅提升，业绩贡献增长明显，2010 年三大业务分别利润贡献为 36%、49%和 12%，预计与业绩预告中的 100%-150%的增幅预期相符。值得注意的是 2010 年前三季有 1 亿元的减值准备，而 2011 年减值预期将大大减少，在产品价格上涨预期及下游需求旺盛的前提下，业绩高速增长可期。

图 5: 2010 中期收入占比



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 6: 2010 年中期利润占比



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

（一）黄金业务未来五年 CAGR 至少为 22.98%

1、维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点

2010 年 9 月 8 日我们在深度报告《未来一年黄金价格冲击 1500 美元/盎司》中预期金价在一年内将上冲 1500 美元/盎司，是业内最先预测本轮金价上涨并达此高度的券商；10 月 15 日我们在深度报告《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》上调对金价预期，目前我们依旧维持金价 2011 年上冲 2000 美元/盎司观点。短期预计地缘政治及黄金传统消费旺季将加快金价上行速度。

我们的主要观点有：

1) 全球黄金存量仅 $20.36 \times 20.36 \times 20.36$ 立方米

从黄金发展的历程来看，五千多年的历史，仅近两个世纪随着产金技术的提高而明显增加。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，目前全球已确认的地上总存金量为 16.3 万吨左右，按照密度为 19.3 吨/立方米计算，只相当于边长为 20.36 米的正方体房间大小。

2) 可交易的黄金仅占 17%，远不能满足旺盛的投资需求

黄金主要用途包括：首饰、官方储备、工业与其他用金、个人投资与 ETF 等交易投资。根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示，首饰消费占最大比重，达到 8.36 万吨；各国黄金官方储备总量达 3.04 万吨；工业和其他用金量达到 1.97 万吨；黄金可确定性投资量仅 2.73 万吨，约为当前黄金总量的 17%。其他如黄金制品随同沉船沉入海底等数千吨。

3) 货币非黄金化 V.S. 黄金非货币化

从金本位制到布雷顿森林货币体系，再到牙买加体系，黄金从货币化到非货币化的过程中，黄金的货币属性并未根本消失，黄金金融投资属性日益凸显。

黄金从来就没有被完全非货币化，而是货币非黄金化。黄金作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。货币黄金管理始终是世界各国货币管理的重要内容，各国黄金储备，其管理者均为各中央银行，并按货币形式和运行规律管理。尽管黄金非货币化初期各国央行大面积减持黄金，目前主要国家货币黄金储备持有量仍稳中有升。

4) 欧元危机与第三轮金价暴涨的开始

欧元将长期保持弱势。欧元区扩张速度较快，新加入的国家经济水平差异较大，但是却要遵守相同的赤字和债务规定；各国实行的货币政策基本统一，但是财政政策又掌握在各国手中。欧盟 27 国经济差异和政策协调的难度，远远大于欧盟刚成立时的 15 国时期。2002 年以后各国央行和金融机构都开始大量储备欧元，结果造成欧元价格从最低时的 0.82 美元最高上升到 1.62 美元。这一次欧元危机，势必引发全球央行和金融机构新一轮的资产配置调整。

5) 任何商品都有估值约束，黄金除外

房地产主要受购买力约束、铜和石油等大宗商品主要受工业需求约束、股票主要受内在价值的约束、债券主要受利率约束，但黄金却没有任何估值约束。因此，在供应有限，工业需求旺盛的基本面配合下，全球央行的储备调整将进一步加大对黄金的需求，黄金的牛市才刚刚开始，上涨空间无约束。

6) 过去三十年全球最严重的流动性过剩已经来临

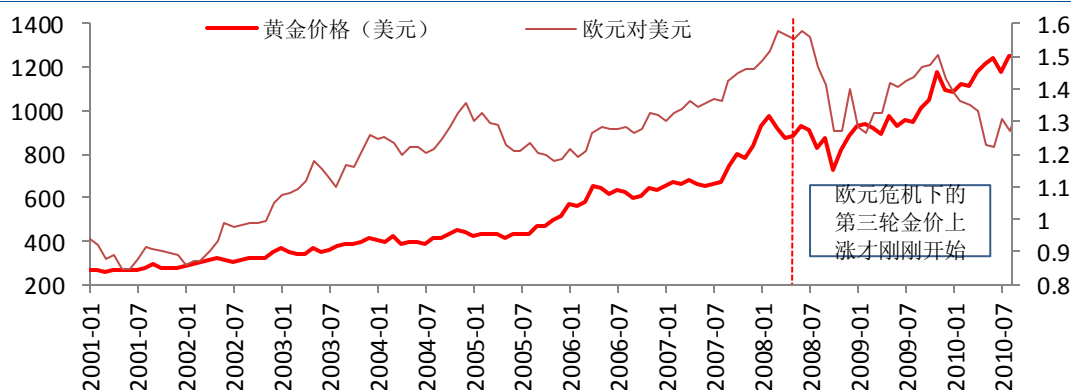
金融危机爆发后，全球主要国家纷纷推出历史上最为宽松的货币政策，央行向实体经济中投放过量的流动性，美国国债利率不断创出历史新低，无风险资产同时也是无收益资产。我们正在经历过去三十年最为严重的流动性过剩的格局，黄金的上涨空间已经打开。

7) 从十年股票牛市、十年商品牛市到十年黄金牛市

过去二十年,全球经历了两轮价格牛市。第一轮是上个世纪90年代的十年股市牛市,第二轮是过去十年的商品牛市。未来十年,在全球国际货币体系的调整下,黄金有望呈现下一个十年牛市。如果按照过去三十年复合的物价上升速度计算,1980年的850美元相当于现在的1933美元,相比于当前1300多美元每盎司的价格,金价的上升空间还很大。

整体来看,黄金牛市格局在国际大背景下已形成,在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中,我们认为未来十年是黄金的“舞台”,在黄金的国际储备需求、投资需求以及工业用金需求大幅增加下,未来一年内金价有望突破2000美金,两至三年内有望冲击3000-5000美元。

图7: 黄金价格的第三轮暴涨已经开始

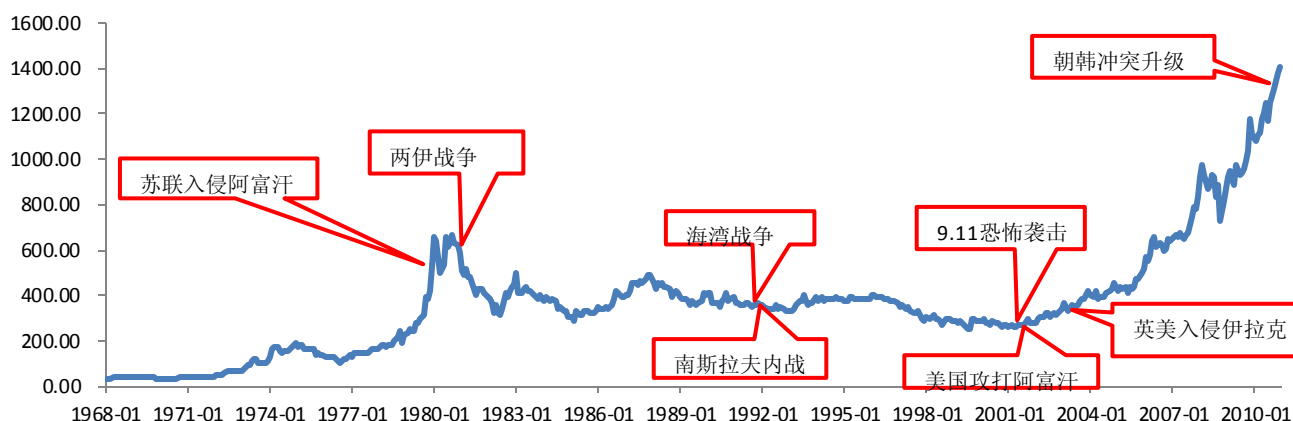


资料来源: CEIC, 民生证券研究所

8) 一季度世界动荡与消费旺季双重因素助推金价

黄金具备避险功能,世界动荡往往会引发人们对黄金需求的进一步增强。从近三十年内全球爆发的局部战争统计数据发现,各次战争对金价的影响多数是短暂的,战争前20~30个交易日涨幅一般情况超过10%,但不会改变金价的中长期走势;战争当日涨幅最大,有时涨幅甚至超5%;在战争爆发90个交易日后影响逐渐消失。当前,朝鲜正处冲突阶段,也印证了现阶段黄金价格持续创新高的必然性。

图8: 战争通常发生在金价波动周期的期初或期末



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

9) 中国传统消费旺季来临加速金价上扬

在金价长期上涨的背景下，2011 年一季度加速金价上扬的除世界动荡预期外，中国的传统消费旺季将是助推金价的重要因素。通过统计 1969 年以来的月度涨幅数据，发现，42 年中上涨月份较多的 1-2 月、5 月、9 月、11-12 月。

除 5 月外，1-2 月为中国传统春节集中期；9 月为印度排灯节、中东地区的开斋节和宰牲节前夕；11-12 月为西方圣诞节期间，这说明现货消费旺季对黄金价格的助推作用相当明显。目前正处于春节前夕，金价上涨加速有望实现新一轮突破。

表 2: 近 42 年金价月度涨幅统计

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
平均涨幅	1.40%	1.33%	-0.32%	0.42%	1.57%	-0.01%	0.35%	0.26%	2.72%	-0.09%	1.36%	1.39%
上涨年数	21	25	21	22	22	21	22	22	28	20	26	22
下跌年数	21	17	21	20	19	21	20	19	14	22	16	20
差值	0	8	0	2	3	0	2	3	14	-2	10	2
涨幅大于 10% 年数	5	2	1	2	4	1	0	1	5	2	3	3
涨幅在 5%-10% 年数	6	5	5	2	4	5	8	4	7	3	8	4
涨幅在 2%-5% 年数	6	10	6	11	5	3	7	7	11	9	7	6
涨幅在 -2%~2% 年数	10	15	16	16	19	18	16	18	9	14	16	19
涨幅在 -5%~-2% 年数	9	5	10	6	6	12	6	7	8	9	6	7
涨幅在 -10%~-5% 年数	5	4	2	5	4	2	5	4	1	5	0	3
涨幅在 -10% 以上年数	1	1	2	0	0	1	0	1	1	1	2	0

资料来源: 民生证券研究所

综合以上观点，我们长期看涨黄金，短期在消费旺季及冲突升级预期双重作用下，一季度尤其在 1、2 月份价格将有不俗的表现，重点配置黄金相关类股票。

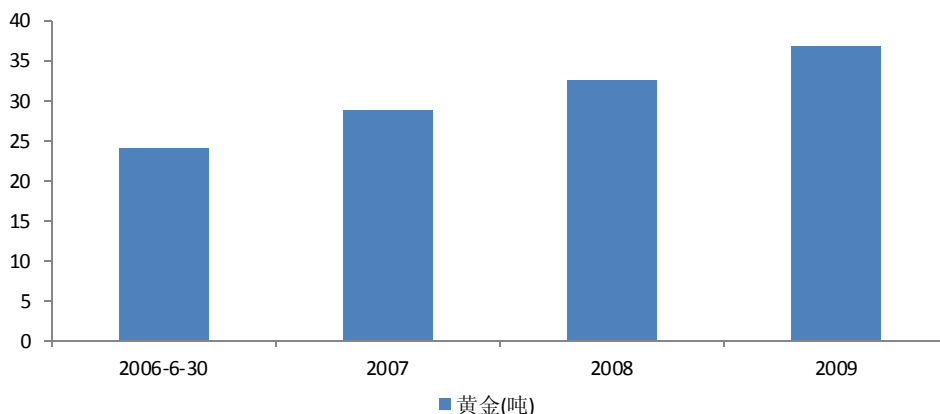
2、公司黄金业务五年复合增长率为 22.98%

截至 2009 年报告期末，公司拥有和控制矿业权 39 个，其中探矿权 21 个，面积 359.73 平方公里；采矿权 18 个，面积 39.73 平方公里。

2009 年底公司保有资源储量：矿石量 1895 万吨，同比增长 12.99%；金属量金 36.84 吨，同比增长 14.60%，锑 17.47 吨，同比增长 19.91%，钨 4.55 万吨，同比增长 3.77%。截止 2010 年年末，黄金产量为 5 万吨，预计自产 2.9 万吨，外购金 2 吨。

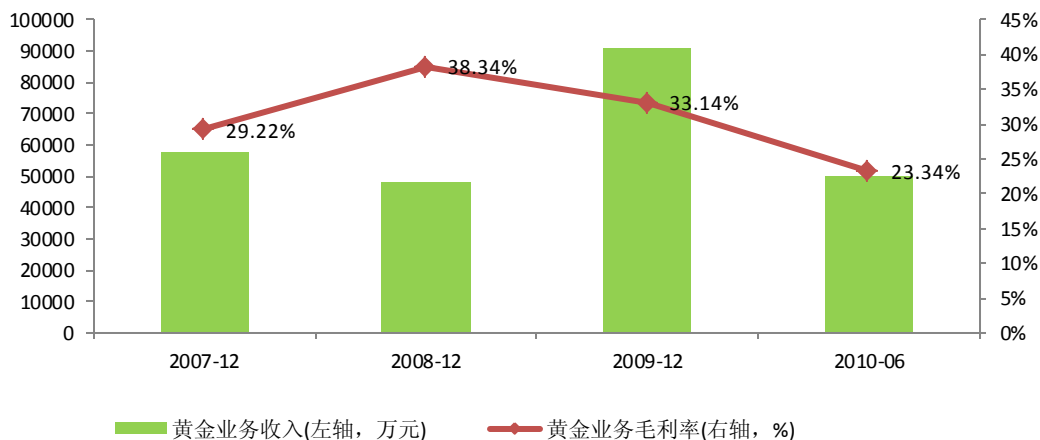
公司的“十二·五”战略发展计划五年生产 13.5 吨金，五年复合增长率为 22.98%。

图 9: 黄金储量稳步上升，但规模有待提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 10: 黄金业务毛利率

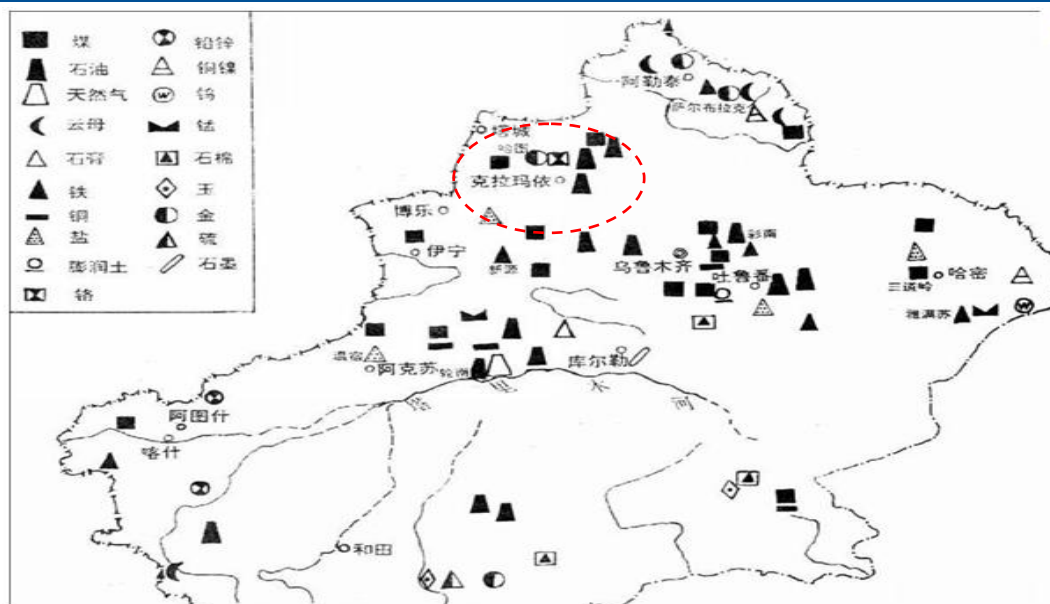


资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司投资的新疆托里县宝贝 8 号金矿年处理矿石量 5 万吨的黄金矿山资源正在建设期，矿权面积为 1 平方公里，采矿证到期日为 2014 年 3 月，所在位置位于哈萨克斯坦—中国—蒙古世界级有色金属矿带中段，境内多为中低山和丘陵地形，矿产资源开采条件较好开发优势明显。

目前当地已发现矿产 39 种，矿产地 416 处，具有开发优势的矿种金、铬、铜、铁、煤、花岗岩、石灰石等，远景储量丰富广阔，2008 年以来，托里县黄金产量猛增，号称“新疆黄金第一县”。2008 年，新疆总产黄金 8.21 吨，其中托里县 2.9 吨；2009 年，新疆总产黄金 9.15 吨，其中托里县 3.2 吨，潜力有待进一步挖掘。

图 11: 新疆托里县黄金储量潜力较大



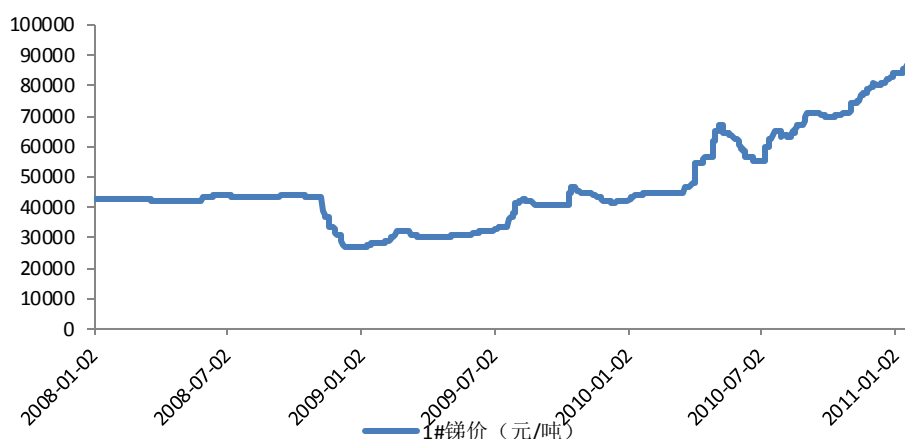
资料来源：公司公告，民生证券研究所

(二) 锑价高涨，今年仍将超预期

锑是我国的优势资源，储量、产量、消费量和出口量均居世界第一位。随着世界经济和现代科技的高速发展，锑的应用越来越广泛。同时，锑是美国、日本和欧洲等国家极其短缺的战略资源，许多国家都将锑作为战略物资，严格控制、管理和储备，但我国目前尽管占据许多优势，但未能具备定价权。

中国的锑产量占全球 90%，辰州矿业产量居全球第二，由于 2010 年国家对于锑行业进行治理，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 2011 年锑价上升幅度将在 30% 以上。

图 12：锑价 2009 年以来一路上涨，1 月中旬价格已达到 87000 元以上



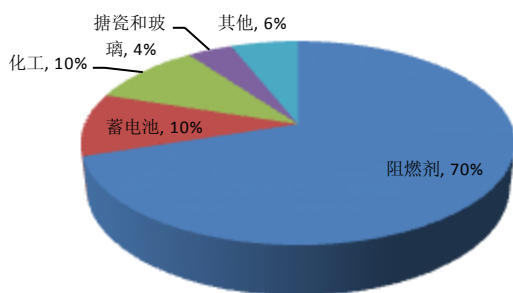
资料来源：Wind 资讯，民生证券研究所

1、锑需求增加是未来价格上涨的催化剂

1) 锑需求结构以阻燃剂为主

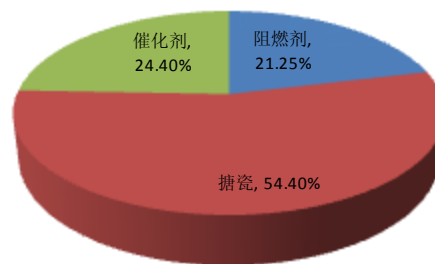
世界锑品消费结构比例为阻燃剂 70%、蓄电池 10%、化工 10%、搪瓷和玻璃 4%、其他 6%。中国锑品消费结构略有差异，其中精锑 59.7%、三氧化二锑 25%、硫化锑 7.6% 和锑酸钠 7.7%。美、日及西欧等国家，三氧化二锑用于各种阻燃剂的比例已占锑品总消费量的 80%；而我国三氧化二锑用于阻燃剂仅占 21.2%，大部用于搪瓷占 54.4%，用于催化剂占 24.4%。

图 13：国外锑需求结构：阻燃剂占比高达 70%



资料来源：安泰科，民生证券研究所

图 14：国内三氧化二锑需求结构：阻燃剂占比仅为 21.2%



资料来源：安泰科，民生证券研究所

2) 亚太市场将是全球阻燃剂需求最旺盛的地区

阻燃剂是一种阻止材料被引燃及抑制火焰传播的橡塑助剂,也是材料的一种改性添加剂。近几十年来,塑料等化工合成材料及其制品得到蓬勃发展,迅速代替钢材、木材等传统材料。但大多数化工合成材料具有可燃和易燃的特点,有时还产生浓烟和有毒气体,构成对环境和人们生命安全巨大的威胁。因此,合成材料的防火要求催生了阻燃剂产品的出现。

随着合成材料的广泛运用和防火标准的提高,阻燃剂的使用量和应用领域逐步拓展。目前阻燃剂行业已经成为仅次于增塑剂的第二大橡塑助剂行业,产品广泛应用于塑料、橡胶、纺织品、涂料等领域。

表 3: 阻燃剂分类

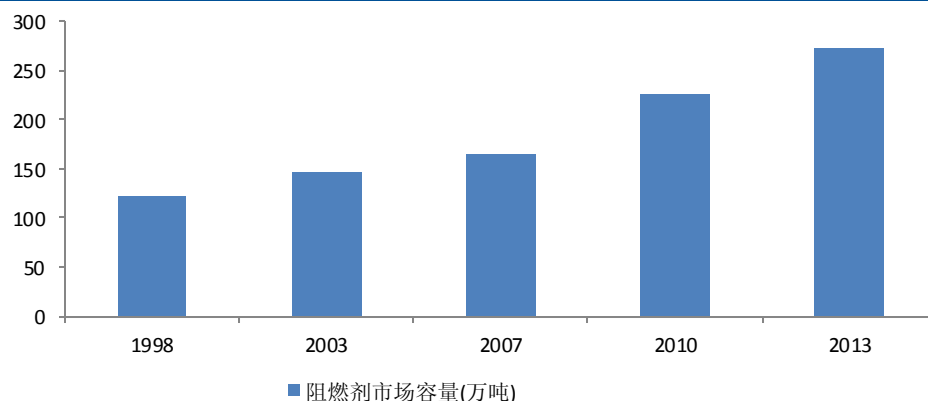
项目	有机卤系	有机磷系	无机系
代表产品	十溴二苯醚、四溴双酚 A	TCPP、BDP	氢氧化铝、氢氧化镁
阻燃效率	最高	高	低
环保性	放出有毒、腐蚀性气体	低毒、低腐蚀、抑烟效果好	低毒、低腐蚀、抑烟效果好
相容性	好	好	差
价格	价格适中	价格适中	较低
主要缺点	燃烧烟雾大、放出有毒腐蚀性气体	挥发性大、热稳定性差	添加量较大,影响材料的物理机械性能
具有优势的应用领域	主要为通用塑料、工程塑料等	主要为聚氨酯、工程塑料	主要为通用塑料、橡胶

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

随着现在化工合成工业迅速发展和防火安全意识的提升,欧美等发达国家在上世纪 60 年代即通过国家立法强制在主要行业推行阻燃材料的使用。近二十年来,世界上阻燃剂产量和消费量均保持较快增长。

据美国市场咨询机构 Freedonia 的研究报告,全球阻燃剂需求将以年均 4.8% 的速度增长,2010 年将达到 230 万吨,市场价值达 50 亿美元。其中,欧盟市场阻燃剂需求年均增速约 3%,预计到 2010 年需求量达到 52 万吨;北美市场年均增速预计为 3.4%,到 2010 年需求量达 74 万吨。未来五年亚太市场阻燃剂需求将以年均 7% 的速度增长,到 2010 年需求量将达 86 万吨,超过北美成为全球最大的阻燃剂消费市场。

图 15: 未来全球阻燃市场稳定增长



资料来源: Freedonia, 民生证券研究所

3) 中国地区阻燃需求增速将在15%以上

由于我国没有强制的阻燃标准，所以与欧美日相比，国内阻燃剂产品的消费量不高，以塑料制品为例，美国阻燃塑料制品占塑料总量的 40% 左右，而中国还不到 2%。生产商普遍规模较小且科技含量较低、技术工艺水平较为落后，一般产能在几百吨至几千吨，主要集中在江浙地区。

但随着我国经济发展和合成材料的广泛应用，对阻燃剂的需求呈现快速增长的态势，年均消费增长率超过 20%。从 2002 年开始，国内阻燃剂消费量急剧上升，增加的市场份额主要来源于两个方面：电子电器和汽车市场。

目前汽车塑料配件在汽车总重量份额中的比例已经达到 10% 左右，特别是汽车塑料内饰件，一般都要求阻燃。这两个领域占阻燃剂消耗量的 80% 以上。预计未来五年内，我国阻燃剂消费量年均增长率可达到 15% 以上。尽管我国阻燃剂无论在品种上还是用量上与发达国家存在较大差距，但随着国家对阻燃技术要求力度的加强，阻燃剂工业环保化、低毒化、高效化、多功能化的方向发展成为未来发展的趋势。

图 16: 无卤阻燃剂



资料来源：公开资料，民生证券研究所

图 17: 布料织物面料阻燃剂



资料来源：公开资料，民生证券研究所

2010 年 8 月松下冰箱的“召回门”事件反应出电子产品应用阻燃剂的必要性和市场前景。召回的 36 万台问题冰箱中主要由于控制冷媒的零部件（冷媒控制阀）中采用了红磷阻燃剂，在高温高湿环境下，可能造成冷媒控制阀线圈断线，导致腐蚀，极端情况下会导致冒烟、起火，存在安全隐患。

图 18: 电子电器阻燃剂的必要性



资料来源：公开资料，民生证券研究所

2、中国锑产量的 90% 供全球，2011 年供需短缺将持续

锑产品是中国出口创汇的传统产品，且生产成本低、质量好，在国际市场上有竞争优势。如锡矿山矿务局的“闪星牌”、辰州矿业的“辰州牌”、益阳锑品厂的“华昌牌”、板溪锑矿的“久通牌”等均为国际上的名牌产品。

表 4: 中国锑产量的 90% 供全球

年份	全球产量（吨）	中国产量（吨）	占比
2002	139,870	121,547	86.90%
2003	143,495	126,000	87.81%
2004	141,536	125,433	88.62%
2005	174,076	151,457	87.01%
2006	170,431	150,200	88.13%
2007	170,748	152,900	89.55%
2008	195,160	180,000	92.23%
2009	178,000	160,000	89.89%

资料来源：Wind 资讯 民生证券研究所

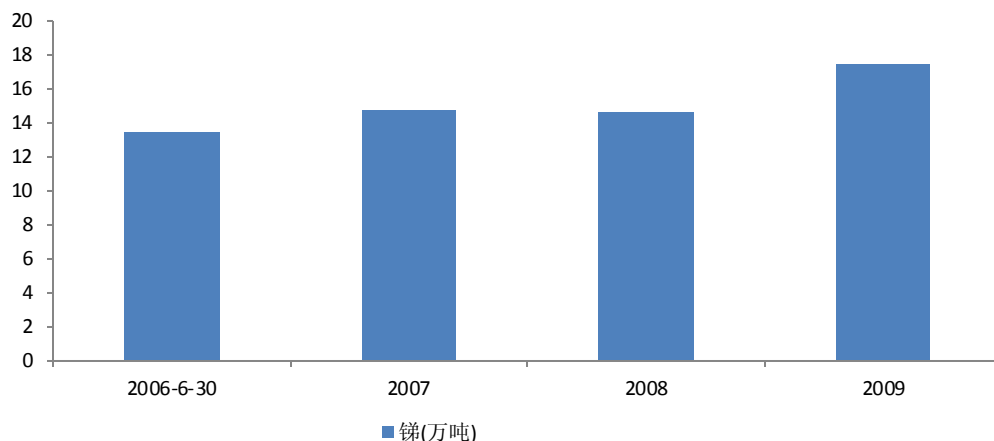
2001 年广西南丹“7.17”事故发生后，国家对南丹的矿山经营秩序进行了长期的停产治理整顿，我国锑产量大幅度下降，走私情况也得到了有效遏制，国际锑市场原料供应出现短缺。从 2002 年初开始，国内外锑金属价格开始缓慢回升，从多年的低迷状态中走出来，并不断创出新高。

2006 年，全球有色金属价格整体走强，全球锑精矿短缺，锑价不断攀升，涨至 10 年来最高水平。2010 年由于湖南冷水江地区的锑业整治，给全球的供给带来了巨大压力，价格一度上涨至 30 年新高，由于政策持续收紧，锑业供给短缺将在 2011 持续。

3、铋业务利润比例逐渐增大

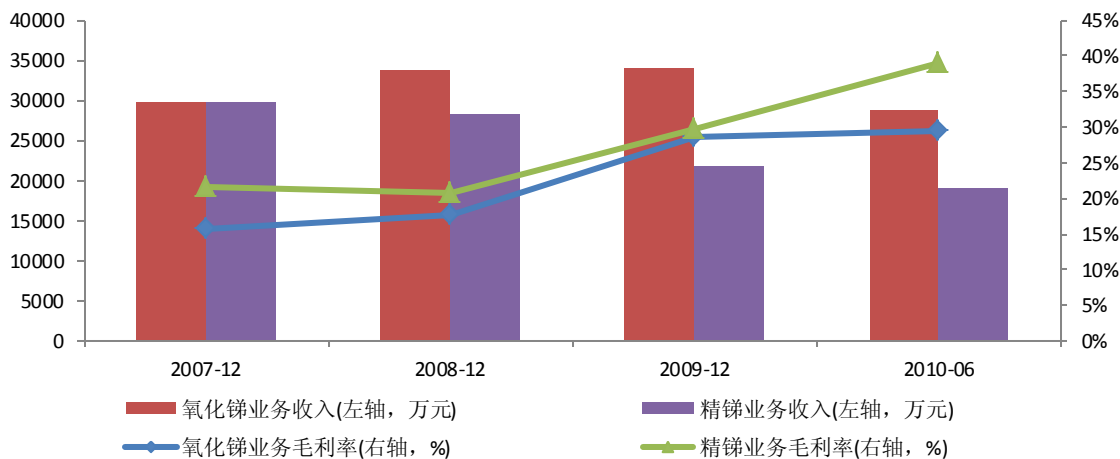
公司铋资源储量为 17.47 万吨，铋原料自给率达到 70%以上，预计 2010 年产量达到 2.3 万吨。铋贡献的利润比例在逐渐加大，目前占一半以上，预计随着价格继续提升，毛利将进一步提升。此外，公司在新疆、甘肃、内蒙等地区不断探矿、购矿的进程值得期待。

图 19：铋属稀缺金属，储量变动不大



资料来源：公司公告，民生证券研究所

图 20：公司铋业务毛利率稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究所

(三) 钨业务是稳定利润贡献点

1、保有年限仅开采 40 年的稀有金属

目前，全球钨探明总储量仅为 289.8 万吨（目前全球钨矿探明储量可供开采年限已不足 40 年，其中黑钨矿更为稀缺），属极其稀缺资源，全球已知的 20 多种钨矿物中，具有工业价值的仅有白钨矿和黑钨矿两种，黑钨矿属优质钨矿，白钨矿属难选矿石，二者占全球钨资源比例分别为 73%和 25%左右。作为一种重要的不可再生的稀缺战略资源，美国、俄罗斯等大国先后建立了钨的战略储备。

中国的钨资源储量丰富，在全球探明的钨矿产资源储量中占比近 70%，居全球首位。下表为全球钨资源储量最大的前五个国家及其经探明的矿产储量和储量基础。

表 5：全球钨资源储量前五个国家矿产储量和储量基础

国家	探明储量		储量基础	
	(吨)	占比 (%)	(吨)	占比 (%)
中国	1,800,000	62.1	4,200,000	67.9
加拿大	260,000	9	490,000	7.9
俄罗斯	250,000	8.6	420,000	6.8
美国	140,000	4.8	200,000	3.2
玻利维亚	53,000	1.8	100,000	1.6
全球总计	2,898,000	100	6,185,000	100

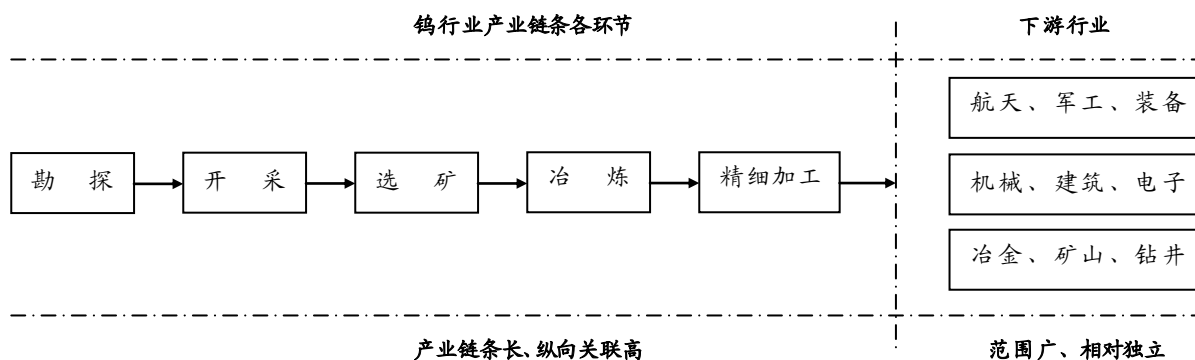
资料来源：美国地质调查局，民生证券研究所

2、供应趋紧支撑钨价格上涨

钨行业的下游行业主要包括航天、军工、装备制造、机械加工、冶金矿山和电子通讯行业等，上述行业的发展及周期性变化将对钨行业的市场需求状况产生不同程度的影响，但由于钨产品广泛应用于多个相对独立的行业，因此某一或少量的行业不景气对本行业的整体影响有限。

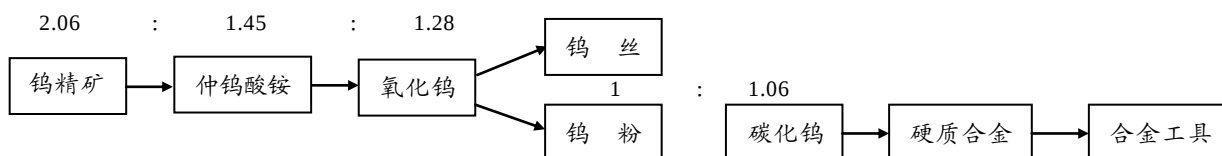
钨行业本身产业链条较长，主要包括勘探、开采、选矿、冶炼、精深加工等，钨行业价值链分布呈现“两头高、中间低”的特点，上游钨矿采选和下游高端硬质合金的利润水平较高，冶炼、制粉、中低档硬质合金及钨材利润水平相对较低。

图 21：钨行业产业链长，纵向关联度高



资料来源：章源钨业招股书，民生证券研究所

图 22：钨产品形成比例



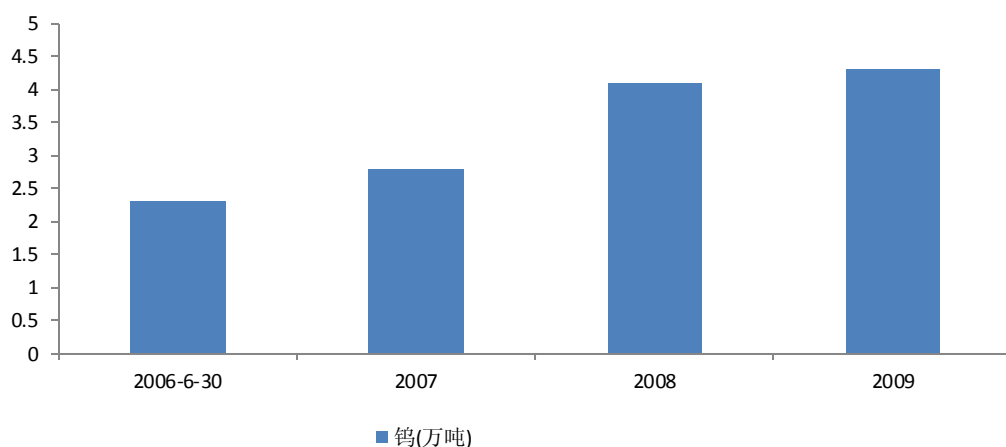
资料来源：公开资料，民生证券研究所

自 2009 年 10 月至 2010 年 10 月, 中国之外最大的钨矿生产商北美钨业一直处于关闭状态。缺少了这家主要供应商, 全球钨精矿供应紧张, 今年中国 1~10 月的钨精矿进口量为 4592.339 吨, 仅为 09 年进口总量的一半左右, 供应趋紧不减, 钨价将持续高位。总体来讲, 需求旺盛、出口配额限制、囤货惜售, 种种因素助推钨产品价格大幅上涨, 我们认为, 这种供给紧张, 需求快速增长的趋势必将令 2011 年钨价处于高位。

3、公司钨业务平稳上升

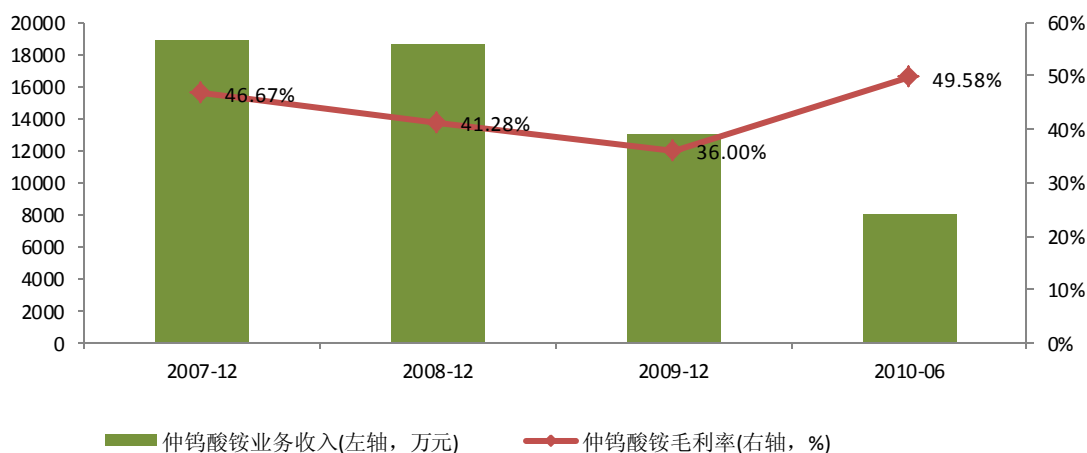
公司钨资源储量为 4.55 万吨, 目前钨产品主要为仲钨酸铵, 2009 年产量约 1728 吨, 预计 2010 年生产 2000 吨左右。钨业务利润贡献比率已经从 8% 增至 12%, 说明在钨价上涨速度加快, 生产基本变化较小的情况下, 钨利润增厚速度随之加快。综合以上钨行业基本情况, 我们认为, 公司在成本绝对优势的情况下, 钨业务将保持稳定增长, 是具竞争力的业务之一。

图 23: 钨储量增速将加快



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

图 24: 钨业务毛利率 2010 年大幅提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

三、盈利预测与投资建议

(一) 预测依据

综合考虑以上分析,我们认为公司主要产品未来五年在“十二·五”战略计划背景下,鉴于对三种主营产品价格持续高位并稳步上升的判断,业绩或有超预期可能性,在扣除大幅减值准备后,2011年将进入业绩释放期。

保守估计公司2010~2012年年销售收入将分别达到29.60、38.49、50.08亿元;归属母公司净利润为1.01、2.47、6.75亿元,对应基本每股收益0.45元、1.23元和1.95元。

表6: 公司产品量价假设

	2010年		2011年		2012年	
	产量 (吨)	价格 (元/吨)	产量 (吨)	价格 (元/吨)	产量 (吨)	价格 (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

(二) 相对估值

比较黄金和部分小金属公司估值,2011年平均PE为36.43倍,辰州矿业2011年预计28.28倍,是有色金属里的估值洼地,由于公司内生与外延式发展前景可期,我们认为公司业绩将在2011年大幅增长,按30-35倍估值计算,公司的合理价值应为36.9-43.05元。

表7: 主要可比上市公司盈利预测与估值水平比较

证券简称	股价	每股收益 EPS				市盈率(PE)			市净率(PB)	
		2009	2010E	2011E	2012E	TTM	2010E	2011E	2012E	2009
山东黄金	41.72	1.05	0.89	1.21	1.52	44.01	47.37	34.56	27.56	19.84
中金黄金	32.28	0.66	0.81	1.13	1.33	64.57	39.94	28.80	24.36	11.78
紫金矿业	6.68	0.24	0.36	0.45	0.55	79.43	18.74	14.96	12.36	7.71
恒邦股份	40.85	0.78	0.78	1.23	1.57	44.37	52.85	33.71	26.33	8.27
厦门钨业	37.30	0.31	0.66	0.95	1.13	39.78	56.85	39.52	33.44	5.59
章源钨业	30.22	0.31	0.39	0.53	0.74	99.55	77.84	58.08	41.56	0.00
金钼股份	20.07	0.17	0.30	0.45	0.66	20.02	67.97	45.37	30.68	4.63
平均		0.50	0.60	0.85	1.07	55.96	51.65	36.43	28.04	8.26
辰州矿业	26.00	0.18	0.53	0.94	1.19	248.10	50.51	28.28	22.24	7.59

资料来源: Wind 资讯一致性预期, 民生证券研究所

(三) DCF 估值

我们采用三阶段模型,对公司价值进行DCF折现。预计公司未来三年将获得高于行业发展的速度,由于公司规模的不不断扩大,长期的发展趋势为平稳及小幅增长,我们假设在最后几年增长率逐步下降。据此得到辰州矿业的绝对估值合理区间在33.37~38.12元之间,价值中枢为35.62元。

表 8: 三阶段模型的主要假设

项目(百万元)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	1356.19	1692.41	2960.09	3849.00	5007.66	5986.49	7010.28	8034.06	9057.85	10081.64	11105.42	12129.21
增长率	-4.54%	24.79%	74.90%	30.03%	30.10%	19.55%	17.10%	14.60%	12.74%	11.30%	10.15%	9.22%
营业成本	972.83	1179.84	1869.73	2128.60	2427.74	2700.04	2979.05	3258.05	3537.06	3816.07	4095.07	4374.08
增长率	-5.90%	21.28%	58.47%	13.85%	14.05%	11.22%	10.33%	9.37%	8.56%	7.89%	7.31%	6.81%
营业税金及附加占比	1.48%	0.94%	1.00%	1.10%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%	1.15%
销售费用/营业收入	1.71%	1.14%	1.00%	1.20%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
管理费用/营业收入	16.28%	14.96%	15.00%	15.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
所得税率	28.40	18.40	190.00	22.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00

资料来源: 民生证券研究所

DCF估值主要假设:

- 永续增长率: 3%
- 贝塔值 (β): 1.15
- 无风险利率(R_f): 3.77%
- 风险溢价($R_m - R_f$): 9.30%
- 债务成本 K_d : 5.31%
- 法定所得税率: 25%

表 9: 辰州矿业 WACC 估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
16.25%	27.42	28.07	28.79	29.57	30.43	31.38	32.43
15.75%	28.43	29.11	29.86	30.68	31.58	32.57	33.67
15.25%	29.48	30.20	30.98	31.84	32.77	33.81	34.95
14.75%	30.58	31.33	32.15	33.04	34.02	35.10	36.30
14.25%	31.74	32.52	33.37	34.30	35.33	36.46	37.71
13.75%	32.94	33.76	34.65	35.62	36.69	37.87	39.17
13.25%	34.19	35.05	35.98	37.00	38.12	39.35	40.71
12.75%	35.51	36.40	37.37	38.44	39.61	40.89	42.32
12.25%	36.88	37.81	38.83	39.94	41.16	42.51	44.00
11.75%	38.31	39.29	40.35	41.52	42.79	44.20	45.76
11.25%	39.81	40.83	41.95	43.16	44.50	45.97	47.60

资料来源: WIND、民生证券研究所

(四) 投资评级与合理价格

目前, 由于国家对资源的保护, 铋、钨等稀有金属供给量增速大幅回落, 但海外需求依旧保持较快增长, 加之新兴国家对其下游需求的加大, 价格易涨难跌。因此, 在公司三大主营业务黄金、铋、钨价格高企的背景下, 自给率不断提高的矿企将具有行业竞争力, 预计 2011 年是公司的业绩释放期, 结合相对估值和绝对估值, 公司的合理目标价格 33.37-38.12 元, 给予公司“推荐”评级。

四、股价催化剂

主营业务产品价格超预期增长。自给率较高的矿企最核心的竞争力在于成本低于同行业，若价格以 2010 年之势持续上涨，毛利率将大幅提升。

收矿进程加快并成功。目前矿企为保证每年利润的增长，需保证上游，目前本部开采深度达 1000 米以下，向下开采需价格刺激，而周边收矿或其他省份收矿将是行业的总趋势，若收购或参股到规模较大的矿山，将是刺激股价的重要因素。

冷水江地区复产缓慢。毕竟湖南冷水江地区是全球重要锑产品集散地，尽管被环保问题整治，若政策持续打压，锑价将受到供给大幅减少的作用继续上涨。

五、风险提示

2011 年产品低于预期。公司产品受价格影响较大，若价格低于预期或波动较为剧烈，业绩会同步受到影响。

矿山收购进程放缓。公司虽与很多相关矿企有初步意向，但谈判的进程是艰难的，若由于国家门槛调高的要求而未能成功，或对投资者心理预期产生一定影响。

锑行业政策松于预期。锑行业大规模治理从 2010 年 3 月开始，我们期待行业整治，这样具备规模性、环保合理的企业将脱颖而出，但若持续的政策不出台，将对公司锑业定价权的获得产生影响。

插图目录

图 1: 公司以“金锑钨”三种金属为主线, 已成为一家全国性的矿业企业	4
图 2: 公司黄金与锑业务占总收入的 85%	5
图 3: 预计 2011 年净利润大幅增长	6
图 4: 2010 年毛利率净利率稳步增加	6
图 5: 2010 中期收入占比	6
图 6: 2010 年中期利润占比	6
图 7: 黄金价格的第三轮暴涨已经开始	8
图 8: 战争通常发生在金价波动周期的期初或期末	8
图 9: 黄金储量稳步上升, 但规模有待提升	9
图 10: 黄金业务毛利率	10
图 11: 新疆托里县黄金储量潜力较大	10
图 12: 锑价 2009 年以来一路上涨, 1 月中旬价格已达到 87000 元以上	11
图 13: 国外锑需求结构: 阻燃剂占比高达 70%	11
图 14: 国内三氧化二锑需求结构: 阻燃剂占比仅为 21.2%	11
图 15: 未来全球阻燃市场稳定增长	12
图 16: 无卤阻燃剂	13
图 17: 布料织物面料阻燃剂	13
图 18: 电子电器阻燃剂的必要性	14
图 19: 锑属稀缺金属, 储量变动不大	15
图 20: 公司锑业务毛利率稳步提升	15
图 21: 钨行业产业链长, 纵向关联度高	16
图 22: 钨产品形成比例	16
图 23: 钨储量增速将加快	17
图 24: 钨业务毛利率 2010 年大幅提升	17

表格目录

表 1: 公司探矿、采矿业务不断发展	5
表 2: 近 42 年金价月度涨幅统计	9
表 3: 阻燃剂分类	12
表 4: 中国锑产量的 90% 供全球	14
表 5: 全球钨资源储量前五个国家矿产储量和储量基础	16
表 6: 公司产品量价假设	18

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
EV/EBITDA		29.92	12.63	7.73
成长能力:				
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%
营运能力:				
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
盈利能力与收益质量:				
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%
资本结构与偿债能力:				
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%
每股指标:				
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
流动资产合计	896	2,256	2,892	4,067
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
非流动资产合计	1,847	1,593	1,581	1,532
资产总计	2,742	3,850	4,472	5,599
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
流动负债合计	784	1,649	1,574	1,607
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	15	15	15
非流动负债合计	10	15	15	15
负债合计	832	1,664	1,590	1,622
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
所有者权益合计	1,911	2,186	2,882	3,977
负债和股东权益合计	2,742	3,850	4,472	5,599
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。