



荣华实业（600311）：成长中的黄金股

买入(首次)

投资要点：

- 黄金储量存在超预期可能
- 2011年黄金产量预计可达2吨
- 白银资源丰富或成又一亮点

报告摘要：

- **黄金储量存在超预期可能。**公司目前拥有肃北县金山金矿和警鑫金矿，合计保有金9.7吨，银95吨。但考虑到公司矿区所在的地质成矿带优势突出，探矿面积广阔，且深部探矿潜力较大；以及随着黄金价格的不断走高，边际品味逐步降低，都使得公司增储前景较为乐观，因此，我们预计公司黄金保有量存在超预期可能性较大。
- **2011年公司黄金产量有望达到2吨。**公司金山金矿设计日处理能力为2000吨/日，全部达成的产量约为1.7吨/年，目前产能利用率约为70%。警鑫金矿的日处理能力相对较小，约为500吨/日，目前年产量约为0.3吨左右，2011年警鑫金矿的技改完成后，日处理矿石量将翻倍，达到1000吨/日，年产量预计可达0.5吨/年。按此估算，预计公司2010-2012年黄金产量分别为1.3吨、2.0吨和2.1吨。完全成本约为170-180元/克，未来随着产能利用率的提高，生产成本还有小幅的下降空间。
- **白银资源丰富或成又一亮点。**金山金矿作为金银伴生矿，其白银储量也不容忽视，特别是在当前白银价格大幅上涨的趋势下，白银资源丰富或成公司的又一亮点。未来公司计划建设年产100吨的白银生产线，但鉴于水资源的解决尚需时间，因此我们对明年的白银产量并不十分乐观，乐观预计产量约为30吨，保守预计可能要等到2012年。
- **预计公司2011年EPS 0.40元，给予“买入”评级。**考虑到未来黄金价格将维持高位，我们假设2011-2012年黄金均价1400美元/盎司和1500美元/盎司，在上面的产量假设下，我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.02、0.40、0.66元。对应动态PE分别为816倍、40.8倍和24.7倍，目前价格相对较为安全，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	30657.27	17651.81	37002.54	79665.96	115067.95
同比增长率	140.86%	-42.42%	109.62%	115.30%	44.44%
净利润	731.4	-11604.5	1617.40	26882.36	43897.56
同比增长率	-86.06%	-1686.61%	-113.94%	1562.07%	63.30%
每股收益(元)	0.01	-0.14	0.02	0.40	0.66

分析师

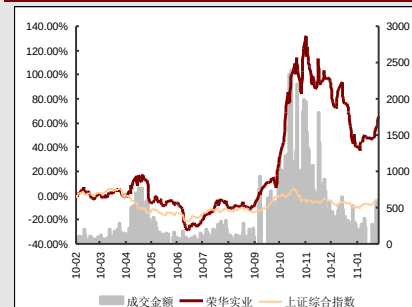
闵丹

S1180511010010

电话：010-88085977

Email: mindan@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本：亿	6.656
流通股本：亿	6.656
第一大股东	武威荣华工贸有限公司
第一大股东持股比例	16.37%

数据来源：宏源证券

相关研究

一、黄金储量存在超预期可能

公司于 2008 年 1 月出资 2.1 亿元收购了浙商矿业 100% 股权，浙商矿业拥有肃北县金山金矿和警鑫金矿，合计保有储量为金 9.76 吨，银 95.25 吨。其中金山金矿拥有一个探矿权和一个采矿权，采矿面积为 1.2572 平方公里，而探矿面积为 22.5 平方公里，远远大于采矿面积。金山金矿属于金银伴生矿，根据 2008 年公告数据显示，保有金金属量 3.4 吨，银金属量 64.45 吨，另外，金山金矿区还堆放了大量约 110 万吨的尾矿渣，尾矿含金品位为 3.89 克/吨，含银品位为 28 克/吨；由此计算，金山金矿的尾矿渣中含金 4.3 吨，含银 30.8 吨。警鑫金矿有两个采矿权，包括乌龙泉矿区和小西弓矿区，采矿范围分别为 0.945 平方公里和 1.9347 平方公里，其中小西弓矿区保有金金属量 546.17 公斤，尾矿渣含金 1410 公斤；乌龙泉矿区保有金金属量 129.62 公斤。

按此储量估算，公司的黄金资源非常有限，只够开采不到 5 年的时间。但考虑到（1）**地质成矿带优势突出**。金山金矿处于一个大的成矿带上，增储的前景较为乐观；（2）**探矿面积广阔**。公司的探矿面积也大大高于当前仅为 1.25 平方公里的采矿面积，探矿成果值得期待；（3）**深部探矿潜力大**。当时的地质勘探工作都控制在地下 300 米以上，未来如果再往深部勘探，由于越往深部，品位越高，因此增储潜力较大。（4）**边际品味不断降低**。由于近几年黄金价格的不断上涨，使得黄金生产企业的边际品味不断降低，这对于黄金储量的影响也至关重要，随着边际品位的降低，公司的黄金保有量也有望大幅增加。

由此，我们预计公司目前的黄金保有量应该大大高于当时的公告数据，有超预期的可能，这从 2007 年辽宁省地质勘察院出具的《甘肃南金山金矿资源地质核查报告》也可见一般，报告显示南金山北矿带估算金金属量 66.82 吨，银 985 吨，肃北县金山金矿就位于北矿带上。按照这份数据计算公司的储量-市值比约为 0.80，在目前的黄金股里处于较高水平，安全边际较好。

表 1：可比公司储量市值比

公司名称	（预计）储量（吨）	股本（亿股）	储量/市值
恒邦股份	30	1.92	0.33
山东黄金	330	14.23	0.49
中金黄金	420	14.23	0.82
平均			0.55
荣华实业	86.4	6.6	0.80

资料来源：宏源证券（注：86.4 吨储量按照辽宁地勘院估算的黄金 66.82 吨，白银 985 吨（按 1: 50 折算）而得）

二、2011 年黄金产量可达 2 吨

公司于 2008 年收购了浙商矿业后，正逐步向矿业公司转型，在投资了 3 个多亿后，经过一年多的规划和建设，终于在 2009 年底开始投产，其中金山金矿设计日处理能力为 2000 吨/日，全年处理矿石量 66 万吨，全部达成的产量约为 1.7 吨/年，目前产能利用率约为 70%。入选矿石为露天矿和井下矿各占一半，最终品位控制在 2.5-2.7%。警鑫金矿的日处理能力相对较小，约为 300 吨/日，目前年产量约为 0.2 吨左右，2011 年警鑫金矿的技

改完成后，日处理矿石量将翻倍，达到 1000 吨/日，年产量预计可达 0.5 吨/年。我们按此估算，预计公司 2010-2012 年黄金产量分别为 1.3 吨、2.0 吨和 2.1 吨。由于采用露天矿与井下矿混合使用的生产模式，公司的生产成本大约为 130-140 元/克，完全成本约为 170-180 元/克，未来随着产能利用率的提高，生产成本还有小幅的下降空间。

由于公司于 2009 年 7 月 10 日开始停产的谷氨酸生产线在今年面临搬迁，抵消了公司黄金业务的部分盈利，使得今年黄金业务的业绩没有完全反应。但公司于 2010 年 10 月 22 日公告将逐步彻底剥离原有谷氨酸和淀粉业务，从而完全转型为一家矿业公司，因此从明年开始公司将转变为纯粹的黄金生产企业，业绩有望大幅提升。

三、白银资源丰富或成又一亮点

金山金矿作为金银伴生矿，其伴生银一直被忽视，这主要是由于之前公司刚刚开始转型，将全部心思倾注于黄金生产基地的建设，无暇顾及银的生产。另外，由于金山金矿地处戈壁滩，解决用水问题也是公司将面临的一个棘手问题，目前的水资源仅够每年 1.7 吨的黄金生产用，因此白银的生产问题一直处于搁置。其实公司的白银储量也大大高于预期，不容忽视，特别是在当前白银价格大幅上涨的趋势下，白银资源丰富或成公司的又一亮点。未来公司计划建设年产 100 吨的白银生产线，缺水的问题也已经有了解决方案，但鉴于水资源的解决尚需时间，因此我们对明年的白银产量并不十分乐观，乐观预计产量约为 30 吨，保守预计可能要等到 2012 年。

图 1：上海金交所黄金现货价格（单位：元/克）



资料来源：Wind，宏源证券

图 2：上海金交所白银现货价格（单位：元/千克）



资料来源：Wind，宏源证券

四、盈利预测

产量假设：（1）黄金：10-12 年产量分别为 1.3 吨、2.0 吨和 2.1 吨；（2）白银：11-12 年产量分别为 30 吨和 70 吨。

价格假设：（1）黄金：10-12 年价格分别为 1250 美元/盎司、1400 美元/盎司和 1500 美元/盎司；（2）白银：11-12 年价格分别为 6.20 元/克和 6.60 元/克。

在上述假设下，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.02 元、0.40 元（包含 30 吨白银贡献业绩 0.10 元）和 0.66 元，以对应的动态 PE 分别为 816 倍、40.8 倍和 24.7 倍，目前价格相对较为安全，首次给予“买入”评级。

表 2：产量假设（吨）

主要产品	2010E	2011E	2012E
黄金	1.3	2.0	2.1
白银	0	30	70

资料来源：宏源证券

表 3：价格假设

主要产品	2010E	2011E	2012E
黄金（美元/盎司）	1250	1400	1500
白银（元/克）	-	6.2	6.6

资料来源：宏源证券

表 4：生产成本假设

主要产品	2010E	2011E	2012E
黄金（元/克）	140	140	135
白银（元/克）	-	2.3	2.0

资料来源：宏源证券

表 5：盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
单位（万元）				
一、营业总收入	17651.81	37002.54	79665.96	115067.95
营业收入	17651.81	37002.54	79665.96	115067.95
二、营业总成本	30262.8	30536.65	43830.78	56549.39
营业成本	18039.26	18200.00	34000.00	42350.00
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	434.2048	125.81	270.86	391.23
管理费用	9375.942	11470.79	7966.60	11506.80
财务费用	1053.27	740.05	1593.32	2301.36
资产减值损失	1360.124	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益				
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	-12611	6465.89	35835.18	58518.57
加：营业外收入	946.1326	37.00	79.67	115.07
减：营业外支出	359.8491	33.30	71.70	103.56
五、利润总额	-12024.7	6469.59	35843.15	58530.08
减：所得税	-420.203	4852.20	8960.79	14632.52
六、净利润	-11604.5	1617.40	26882.36	43897.56

减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司所有者 净利润	-11604.5	1617.40	26882.36	43897.56
七、每股收益				
股本（万股）	66560	66560	66560	66560
基本每股收益（元）	-0.14	0.02	0.40	0.66

资料来源：宏源证券

分析师简介:

闵丹: 宏源证券研究所有色行业研究员, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5 %
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。