



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年2月23日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210060008
caihy@cicc.com.cn

推荐

辰州矿业 (002155.CH)

金锑钨攻守兼备, 关注近期催化剂

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,356	1,692	2,624	3,055	3,495
(+/-%)	-5%	25%	55%	16%	14%
主营业务利润	364	497	886	1,240	1,460
(+/-%)	-3%	37%	78%	40%	18%
净利润	70	101	256	552	661
(+/-%)	-50%	43%	154%	116%	20%
每股收益 (元)	0.13	0.18	0.47	1.01	1.21
(+/-%)	-70%	43%	154%	116%	20%
每股经营现金流 (元)	0.14	0.25	0.53	0.98	1.17
市盈率 (倍)	259.5	180.9	71.2	33.0	27.5
市净率 (倍)	10.1	9.9	9.2	7.8	6.7
股价/经营现金流	246.3	130.5	62.9	34.0	28.3
EV/EBITDA (倍)	104.4	55.8	47.1	24.2	20.1
净资产收益率 (%)	3.9%	5.5%	12.9%	23.8%	24.3%
投入资本回报率 (%)	3.3%	4.7%	10.4%	16.8%	17.9%
股息收益率 (%)	0.3%	0.3%	0.6%	1.2%	1.5%

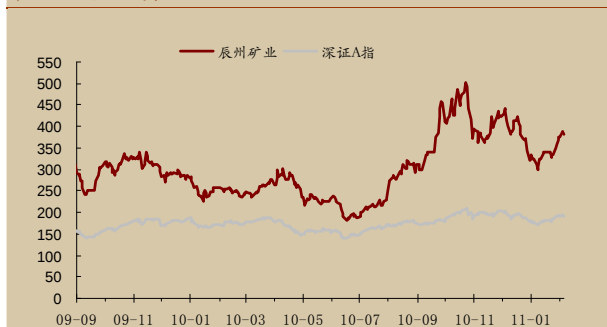
股票信息

辰州矿业	
股票代码	002155.CH
当前股价(元)	33.26
日成交量(百万股)	31.83
52周最高价/最低价	45.6/15.27
发行股数(百万股)	547.40
其中: 流通股(百万股)	306.18
主要股东(持股比例)	湖南金鑫黄金集团有限责任公司(40.59%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今变化
[002155.CH]	6.43	17.78	(1.39)	(7.41)
[深证A指]	0.10	7.19	(3.86)	(2.17)

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

投资要点:

黄金、锑、钨分别占比辰州收入和毛利的 50%、40% 和 10%。目前中东乱有升级的危险, 发达国家通胀抬头, 原油大涨, 支持金价。另外, 3 月的环保检查将导致锑供应再次收紧, 而机械和制造业升级将持续拉动钨需求。两会期间, 不排除国家出台更多的整合和收储政策, 继续支持锑钨价格。年初至今国内锑钨价格已分别上涨 10% 和 7%, 并仍有上升空间。金锑钨组合使公司具有攻守兼备的属性, 而盈利对锑价变动最敏感。辰州距去年 11 月初高点有 24% 空间, 将显著受益金锑钨价上涨。公司 2011/2012 年 EPS 上调至 1.01/1.21 元 (13%/11%), 对应 PE 为 33.0/27.5 倍。

理由:

环保验收或为锑价带来短期催化剂。冷水江环保整顿将于 3 月开始验收, 由于与环保部挂牌督办, 此次验收规格较高, 可能使当地锑冶炼厂较大范围停产, 供应紧张有望刺激锑产品价格进一步上涨。另外, 国家对锑行业的环保整顿有向其它地区蔓延的趋势。

矿山资源结构性不足, 中期上游供应瓶颈难以消除。世界锑都资源枯竭严重, 且出现地下采空区, 资源前景严峻; 新发现矿山品质不高, 新建产能需要时间; 阻燃剂中的锑也难以回收利用。“找氧化锑难, 找锑锭更难, 找锑矿难上加难”局面在中期仍将延续。

相关政策有望得到细化和更严格实施。我国通过公布开采总量指标与暂停勘查采矿申请, 从源头控制锑生产供应, 且锑出口配额也逐年下降。另外, 国家对稀土、钨、锑等小金属战略收储政策中期有望出台, 将对锑价起到稳定和支撑作用。

作为全球第二锑矿公司, 业绩对锑价较敏感。公司锑产量占全球 10%, 锑资源自给率达到 70%。锑价上涨 10%, 净利润将增长 14%, 锑价上涨对业绩贡献明显。公司以金锑钨为产品组合, 价格前景向好, 而且公司致力于产量与储量的稳步增长, 支撑业绩与股价。

估值与建议:

辰州矿业估值目前有一定的安全边际, 相对 A 股纯黄金股票有 10% 的折价, 相对 A 股小金属股票有至少 30% 的折价。我们的盈利预测较为保守, 看好中期价格结构性支持, 重申推荐评级。

风险: 进一步紧缩; 金属价格下跌, 历史投资损益。

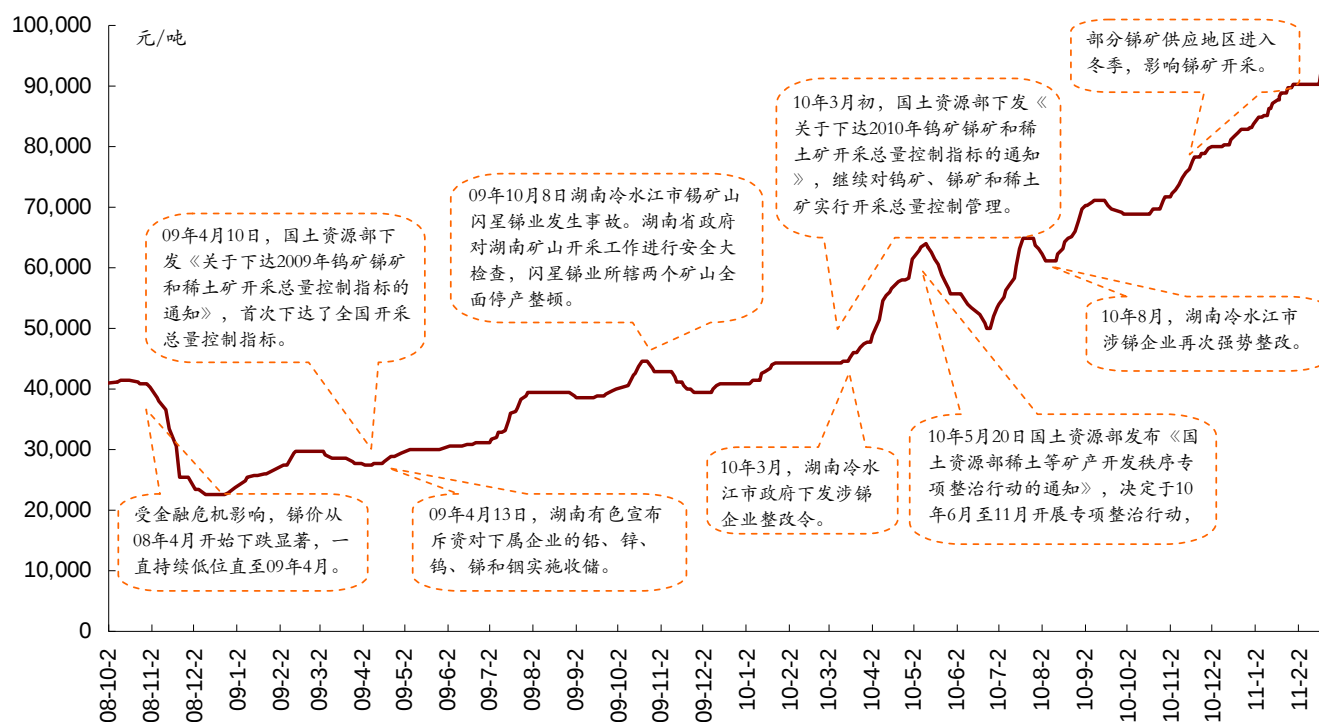
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

环保验收或为锑价带来短期催化剂

行业整顿扭转生产无序状态，锑价显著上涨。冷水江地区被称为“世界锑都”，锑品产量占全球接近 60%，但该地区锑品企业众多，掠夺性、粗放式生产情况严重，导致锑价一直承压。去年 3 月以来，冷水江市开展涉锑企业整治，共关闭锑冶炼企业 75 家，取缔手工选矿小作坊 145 处，拆除焙烧炉 106 座，淘汰落后生产能力 17.4 万吨，除锡矿山外的锑企业平均月产量从原来约 7000-8000 吨减至 4000-5000 吨左右水平（下降约 40%）。整顿后，由于企业数量减少，锑品出口得到统一协调，锑价随之回升，由整治前的 3.8 万元/吨上翻番至 8 万元/吨。

冷水江环保整顿将进入验收阶段，停产将刺激锑价进一步上涨。冷水江环保整顿虽然从去年 3 月份开始，由原来 200 多家锑企业整合成 9 家，但环保问题依然存在。去年年底国家环境保护部对冷水江环保整顿工作进行检查，由于环保要求仍未达标，责成湖南省环保厅督促冷水江市政府对相关锑冶炼企业限期治理，并要求于今年 4 月底前完成挂牌环保督办事项，相关部门将于 3 月份开始环保验收，不达标企业不得生产。由于这次是国家环境保护部提出的督办要求，可能会由省环保厅或以上级别部门进行验收，规格较高，为配合验收，冷水江锑冶炼厂可能会较大范围停产，锑供应紧张有望刺激锑价进一步上涨。虽然经验收达标的产能可以上产并逐步达产，但锑行业总体供应状况在未来一段时间预计仍然趋于紧张，支撑锑价。

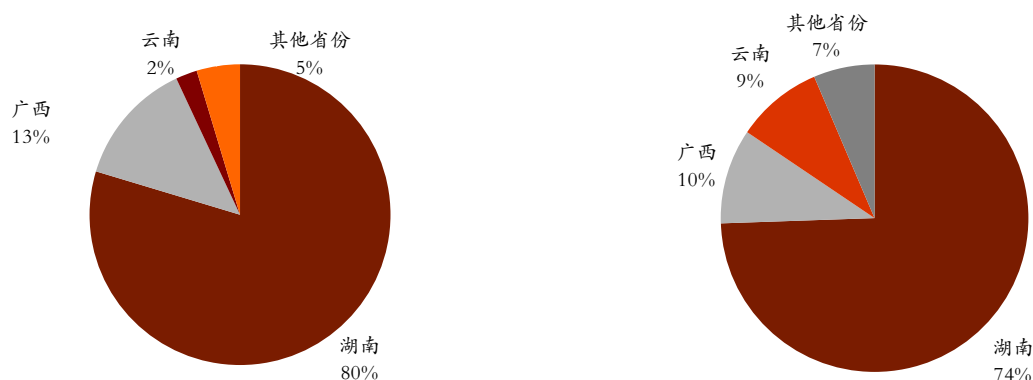
图表 1: 2008 年至 2011 年初锑价走势以及主要事件



资料来源：Bloomberg，亚洲金属网，安泰科，中金公司研究部

锑行业环保整顿有向其它地区蔓延的趋势，锑价上行趋势有望延续。目前锑业整顿的焦点主要集中在冷水江地区，但在国内其它地区，环保整顿已有蔓延迹象，例如去年末，广西省为冲击节能减排目标，对部分锑冶炼厂限电停产，并同时进行了环保整顿。广西、云南是国内锑的主要产地，锑矿产量合计占全国约 15%，锑产品产量合计占全国接近 20%。从国家对具有资源优势的稀有金属的战略角度着眼，广西、云南等地有可能成为继冷水江之后又一整顿区域，而且广西也是锑污染比较严重的地区，因此环保整顿更具有必要性。

图表 2：湖南、广西与云南是国内锑精矿（左图）与锑产品（右图）主要产地



资料来源：安泰科，中金公司研究部

矿山资源结构性不足，中期上游供应瓶颈难以消除

世界锑都资源枯竭，锑资源前景严峻。据了解，冷水江锡矿山经过 100 多年的开采之后，资源日渐枯竭。有资料显示，目前冷水江剩余锑储量约 30-40 万吨，假设环保整顿之后锑矿年产量约 50000 吨，锑资源开采年限只剩下大约 6-8 年，甚至有媒体报道称冷水江地区剩余开采年限只有 4.6 年。另外，锡矿山多年开采也产生了大面积的地下采空区，已经危及当地安全。据湖南省冷水江市资源枯竭转型办公室介绍，当地采空区主要集中在一个约 3 平方公里的范围内，其中最高采空场深达地下 30 多米，主要依靠部分矿柱支撑。因此，锡矿山地区锑资源枯竭以及环境破坏，使当地锑矿开采与冶炼前景堪忧。

新发现矿山品质不高，新建产能也需要时间。近期虽然也有在其它地区发现新的锑矿山，例如甘肃和西藏地区，但是从地质学上看，湖南一带为主要矿脉，锑矿丰富、品位较高，而其它周边地区则处于相对矿尾的区域，锑矿品位与湖南相比较低。而且新发现锑矿山目前大多没有具体的采矿设施建设，因此，在相关基础设施建设完毕并且投产之前，还需要比较长的时间。因此锑矿资源紧张的局面在未来一段时间内仍有望延续。

锑主要应用于阻燃剂，但技术上回收困难。锑的消费结构中，阻燃剂占比超过 50%。锑主要以氧化锑形式进行添加，其中以塑料用途最为广泛。锑在阻燃剂中用量小而且分散，一吨塑料中锑占比只有约 5%，所以在技术上难以回收。再生锑产量的减少也加剧了锑供应的紧缺局面。

相关政策有望得到细化和更严格实施

开采总量指标与暂停勘查采矿申请，从源头控制锑生产供应。我国在 2009 年首次下达锑开采总量指标与暂停锑矿勘查、采矿登记申请，并于 2010 年延续上述政策。随着我国对锑资源重视程度日益提高，对开采总量指标与暂停勘查采矿申请等政策执行力度显著加强，例如自去年下半年开始，基本上不再有新的锑矿勘查开采申请获批，同时，锑冶炼产能通过审批的难度日益加大。我们认为随着锑资源日益稀缺与战略地位上升，后续政策出台值得期待，相关控制政策的执行力度也将继续提高。

出口配额逐年下降。近年来，我国锑出口配额逐年下降，2010 年出口配额 5.75 万吨锑金属量。在 2010 年底，商务部发布锑 2011 年出口配额为 6.03 万吨金属量，由于 6.03 万吨锑金属量含有 2010 年锑出口配额中没有包括的外资企业锑品出口配额，如果考虑上这部分数据，2011 年出口配额实际上比 2010 年减少了 2000 吨，同比下降 3.2%。

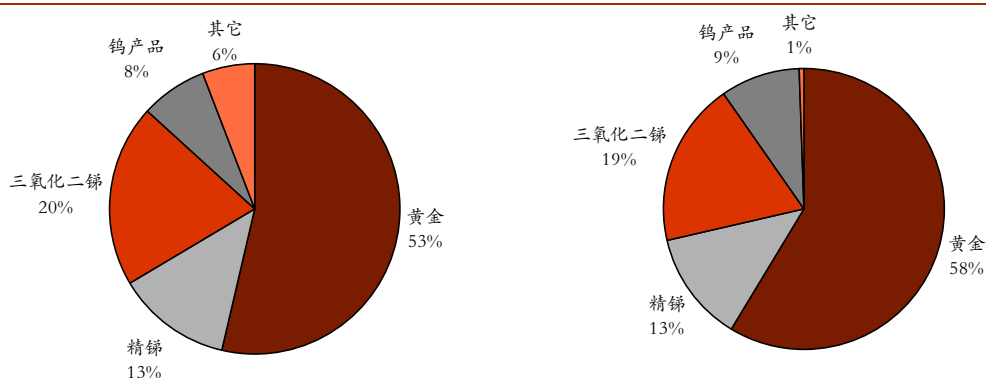
国家收储政策有望出台。去年年末有媒体报道称相关部门正在开展对十种稀有金属进行战略收储的研究工作，包括稀土、钨、锑、钼、锡、铟、锆、镓、铍和锗，除了稀土、钨和铟外，其它小金属都是首次进入国家层面的收储计划。虽然目前相关政策还没有正式出台，但从保护我国具有储量优势的品种以及调节市场供需平衡的角度来看，对稀有小金属进行战略收储具有必要性，因此我们认为国家收储政策出台只是时间上的问题，并将对相关小金属价格起到稳定和支撑作用。

辰州矿业——金锑钨基本面良好，金属价格持续上升为业绩与股价带来支撑

公司是全球第二大锑矿公司，行业地位优异，将极大地受益于锑价上涨。辰州矿业是全球第二大锑矿公司，锑产量占全球约 10%；锑矿资源占全国 22.2%，占全球 8.3%。受冷水江环保整顿活动影响，2010 年长江锑现货价格同比上涨 63%，而 2011 年初至今涨幅为 10.1%，与去年同期相比涨幅为 106%，而后续 3 月至 4 月冷水江环保验收可能带来的停产以及其它地区锑行业整顿也有望对锑价提供进一步支撑。由于公司锑资源自给率为 70%，因此能较大程度享受锑价上涨所带来的业绩提升。

金锑钨产品组合为保障公司未来业绩持续提升。辰州矿业不仅是主要的锑生产商，而且是国内十大黄金矿山开发企业之一和主要钨矿企业，2009 年主营业务收入中，黄金、锑产品与钨分别占比 54%、33%与 8%。由于钨也是我国具有资源优势的战略性小金属，随着国家行业整顿以及重视程度提升，钨价上涨具有持续性。而最近中东和北非伊斯兰国家的紧张政治局势有愈演愈烈的态势、欧洲对葡萄牙债务危机的担忧最近有所抬头、国际大宗商品价格的上涨也为未来通胀埋下伏笔，因此黄金价格近期稳步抬升，重回 1400 美元/盎司关口。公司金钨资源自给率也较高，分别达到 50%与 100%，金锑钨良好的产品组合对公司未来业绩提供保障。

图表 3：2009 年公司主要产品主营业务收入（左图）与主营业务利润（右图）占比

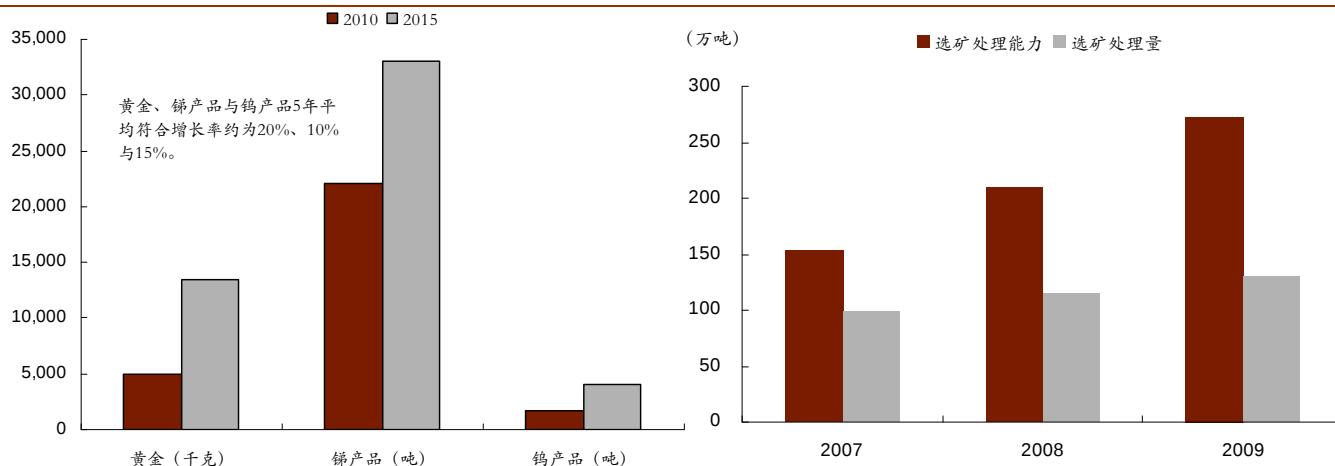


资料来源：公司资料，中金公司研究部

公司产品产量稳步提升。公司提出十二五规划的具体目标，黄金、锑产品及仲钨酸铵到 2015 年产量分别为 13,500 千克、33,000 吨以及 4,000 吨，五年复合平均增长速度约为 20%、10%与 15%。公司未来发展目标明确，在加强勘探与对外收购资源的支持下，产品产量的稳步增长有望为未来销售收入与利润带来支撑。

致力于开拓与增加资源，支撑产量未来增长。公司对内加紧原有矿山进一步勘探和深挖，对外寻找机会收购新矿山。去年下半年公司竞购广西南丹南星锑业 100%股权以增加锑矿储量及产量，虽然最后未能成功，但也显示公司获取资源的决心与努力。公司董事会也通过了《关于与地勘单位开展矿权合作的议案》，通过资金与技术合作与按比例享有探矿收益的方式，以取得探矿成果与资源储量的增加。同时，公司持续扩建产能，矿产量稳步增长。公司选矿处理能力在 2008 年与 2009 年分别同比增长 37%与 30%，选矿处理量于 2008 年与 2009 年相应地同比增长 16%与 13%。

图表 4：公司产品产量（左图）与选矿能力（右图）均稳步提升



资料来源：公司资料，中金公司研究部

公司业绩对锑价弹性最大。我们分别将 2011 年金价、锑价和钨价的假设上调 10%，公司每股收益分别增加 8%、14% 与 2%。由于公司锑产品收入占比较大、利润率较高并且资源自给率达到 70%，所以公司业绩对锑价反应最敏感，**锑价上涨对公司盈利提升作用最明显。**

图表 5：公司 EPS 对锑产品价格敏感性最高

	价格变动幅度	对应EPS变动幅度
黄金	+10%	+8%
锑产品	+10%	+14%
钨产品	+10%	+2%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6：若以锑现价9万元/吨为全年均价，EPS 将+40%

	基准情形		假设情形	
锑价（元/吨）	70,000	80,000	90,000	100,000
与基准相比（%）		14%	29%	43%
每股收益（元/股）	1.01	1.21	1.41	1.62
与基准相比（%）		20%	40%	60%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

估值与建议：我们上调 2011 年与 2012 年 EPS 至 1.01 元与 1.21 元的预测，以反映锑价的上涨，对应 2010E/2011/2012 年市盈率为 33.0/27.5 倍。我们预测隐含年均锑价假设为 7 万元/吨，比现价低 22%。假设以现价为全年均价，EPS 将比目前预测提升 40%。我们看好公司在全球锑行业排行第二的龙头地位以及金锑钨的产品组合，认为近期产品价格上升及可能的政策催化剂有助于支撑公司股价，因此重申推荐评级。

我们于 2010 年 7 月 20 日首次关注辰州矿业，至 2010 年 11 月初高点累计上涨 162%。后由于政府调控及金价盘整，股票随大盘回调，近一个月虽有一定反弹，但距 11 月初高点仍有 24% 距离，而目前金价与当时持平，锑钨价格则比当时分别高 22% 和 19%。可能的风险除超预期的调控及金属价格下跌以外，还需关注由于公司前期投资造成的损益。尽管这已经不是新闻，而且已经在 2010 年损益表中有所体现，但仍可能对 2011 年盈利有一定影响。

图表 7：辰州矿业主要产品价格预测

估计售价（元/吨）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
黄金(元/千克)	195,603	214,626	259,586	291,364	300,105
增长率(%)		10%	21%	12%	3%
精锑（元/吨）	41,145	36,135	58,830	70,000	72,100
增长率(%)		-12%	63%	19%	3%
三氧化二锑（元/吨）	34,639	31,972	52,395	62,000	63,860
增长率(%)		-8%	64%	18%	3%
仲钨酸铵（元/吨）	128,480	99,680	126,998	133,347	140,015
		-22%	27%	5%	5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 8：辰州矿业主要产品产量预测

产量（吨）	2009	2010E	2011E	2012E
黄金（千克）	4,376	4,912	5,403	5,944
矿产金	2,521	2,603	2,864	3,150
冶炼金	1,855	2,309	2,540	2,793
精锑	17,422	20,133	22,751	25,708
三氧化二锑	10,106	11,800	13,334	15,067
仲钨酸铵	1,705	1,705	1,876	2,063

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 9：中金覆盖公司估值表

代码		评级	2011-02-22		货币	上市	市值	YTD表现	3M日均成交额	3M成交量	P/B(x)				P/E(x)			BPS			EPS			EPS增长率		PEG
			收盘价			空间	百万元		百万元	百万股	2009	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E
指数																										
上证综指		SHCOMP INDEX	2855.5				18,418,890	2%	140240	9,758	2.6	2.1			13.4											
香港国企指数		HSCEI INDEX	12351.7				4,592,963	-3%	15826	1,615	2.1	1.7			10.5											
基本金属																										
中国铝业H		2600.HK	中性	7.6	港币	7%	152,700	7%	190	26	1.8	1.7	1.6	1.6	97.5	40.1	25.6	4.3	4.7	4.7	0.08	0.19	0.30	143%	57%	n.a.
目标价				8.1	港币						1.9	1.9	1.7	1.7	104.3	43.0	27.4									
中国铝业A		601600.CH	中性	10.8	人民币		128,974	7%	299	28	2.9	2.9	2.8	2.8	159.6	69.0	45.3	3.8	3.9	3.9	0.07	0.16	0.24	131%	52%	n.a.
江西铜业H		358.HK	推荐	24.6	港币	30%	132,662	-4%	372	15	2.9	2.3	1.9	1.7	15.2	12.2	11.6	10.6	13.2	14.9	1.61	2.01	2.11	25%	5%	0.36
目标价				32.0	港币						3.8	3.0	2.4	2.2	19.9	16.0	15.2									
江西铜业A		600362.CH	推荐	40.1	人民币		112,050	-11%	1503	38	5.3	4.4	3.6	3.2	29.0	23.8	22.6	9.1	11.1	12.5	1.38	1.68	1.77	22%	5%	0.75
中金岭南		000060.CH	审慎推荐	20.2	人民币		31,992	-10%	577	28	6.8	6.0	5.1	4.4	48.0	33.3	28.5	3.4	3.9	4.6	0.42	0.61	0.71	44%	17%	0.85
驰宏锌锗		600497.CH	审慎推荐	28.0	人民币		28,248	9%	519	19	6.7	6.0	5.3	4.7	56.9	42.0	34.0	4.7	5.2	5.9	0.49	0.67	0.82	35%	23%	0.90
黄金																										
紫金矿业H		2899.HK	审慎推荐	6.3	港币	35%	122,697	-12%	150	22	4.4	3.6	2.8	2.3	14.5	10.8	9.8	1.8	2.2	2.7	0.44	0.58	0.64	34%	10%	0.33
目标价				8.5	港币						6.0	4.8	3.8	3.1	19.5	19.5	13.2									
紫金矿业A		601899.CH	审慎推荐	7.8	人民币		103,632	-5%	732	92	6.3	5.2	4.2	3.4	20.9	15.9	14.1	1.5	1.9	2.3	0.37	0.49	0.55	31%	13%	0.50
招金矿业		1818.HK	审慎推荐	32.7	港币	19%	47,658	3%	79	3	8.5	8.3	7.1	6.1	32.4	27.1	23.1	3.9	4.6	5.3	1.01	1.21	1.41	19%	17%	0.68
目标价				39.0	港币						10.1	9.9	8.5	7.3	38.6	32.3	27.6									
中金黄金		600489.CH	审慎推荐	36.8	人民币		52,412	-9%	578	15	7.4	10.8	8.7	7.1	41.8	32.7	28.6	3.4	4.3	5.2	0.88	1.13	1.29	28%	14%	0.63
山东黄金		600547.CH	审慎推荐	48.6	人民币		69,104	-8%	762	15	24.0	17.5	13.1	10.1	51.5	41.3	35.3	2.8	3.7	4.8	0.94	1.18	1.37	25%	17%	1.09
小金属																										
及加工类																										
*厦门钨业		600549.CH	N.A	46.3	人民币		31,548	-3%	635	14	7.9	10.7	8.8	7.2	69.7	48.9	41.4	4.3	5.3	6.4	0.66	0.95	1.12	43%	18%	0.92
章源钨业		002378.CH	中性	35.0	人民币		14,970	n.a	76	2	23.1	11.3	9.9	8.3	89.8	77.5	53.2	3.1	3.5	4.2	0.39	0.45	0.66	16%	46%	2.31
西藏矿业		000762.CH	审慎推荐	31.8	人民币		8,773	-15%	208	6	14.3	13.2	11.7	10.2	156.0	100.8	83.1	2.4	2.7	3.1	0.20	0.32	0.38	55%	21%	1.44
东方钽业		000962.CH	审慎推荐	24.6	人民币		8,757	-4%	199	8	7.3	7.2	6.8	6.4	139.0	80.6	53.5	3.4	3.6	3.8	0.18	0.30	0.46	72%	51%	1.27
包钢稀土		600111.CH	审慎推荐	74.0	人民币		59,768	4%	1185	17	35.3	25.8	19.7	15.4	67.1	58.0	49.4	2.9	3.8	4.8	1.10	1.28	1.50	16%	17%	0.32
辰州矿业		002155.CH	推荐	33.3	人民币		18,207	-7%	523	16	9.9	9.2	7.8	6.7	71.2	33.0	27.5	3.6	4.2	5.0	0.47	1.01	1.21	116%	20%	0.38
金钼股份		601958.CH	审慎推荐	24.0	人民币		77,406	-1%	736	30	4.9	5.6	5.2	4.6	104.9	66.8	44.3	4.3	4.6	5.2	0.23	0.36	0.54	57%	51%	1.42
洛阳钼业		3993.HK	审慎推荐	7.3	港币	9%	35,450	2%	68	10	2.9	2.9	2.6	2.2	31.6	24.1	18.8	2.5	2.8	3.2	0.23	0.30	0.39	31%	28%	0.60
目标价				7.9	港币						3.1	2.8	2.4		34.3	34.3	20.4									
西部材料		002149.CH	审慎推荐	22.9	人民币		3,996	-8%	42	2	4.7	4.6	4.4	4.1	123.2	67.7	49.4	5.0	5.2	5.6	0.19	0.34	0.46	82%	37%	1.70
宝钛股份		600456.CH	审慎推荐	27.9	人民币		11,987	3%	215	8	3.2	3.2	3.2	3.0	582.6	139.8	61.1	8.7	8.8	9.2	0.05	0.20	0.46	317%	129%	1.09
云南锗业		002428.CH	审慎推荐	79.0	人民币		9,922	n.a	119	2	39.3	7.7	7.1	6.4	118.0	94.3	72.5	10.3	11.2	12.3	0.67	0.84	1.09	25%	30%	4.58
格林美		002340.CH	审慎推荐	56.6	人民币		6,866	n.a	47	1	24.3	7.3	6.0	4.9	70.9	43.9	32.4	7.8	9.5	11.6	0.80	1.29	1.75	62%	35%	0.80
鲁丰股份		002379.CH	审慎推荐	37.5	人民币		2,906	n.a	18	0	12.6	3.2	2.9	2.5	72.4	32.0	19.4	11.8	13.0	14.9	0.52	1.17	1.93	126%	65%	0.49

*中金岭南盈利预测未包含全球锂部分；厦门钨业数据为市场一致预期

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 10：中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较（自 2000 年或上市以来）

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份
中值+1倍标准差	119.1	40.0	36.5	41.9	59.1	33.9	42.9	67.6	88.5	39.5	107.0	54.7
中值	55.4	22.3	27.6	30.1	35.5	22.5	30.4	45.9	83.3	32.0	103.2	42.2
中值-1倍标准差	n.a	4.7	18.7	18.2	11.9	11.1	18.0	24.3	78.2	24.6	99.3	29.8
目前水平	69.0	23.8	15.9	41.3	32.7	33.3	48.9	58.0	43.9	32.0	67.7	139.8
相对中值	24%	7%	-42%	37%	-8%	48%	61%	26%	-47%	0%	-34%	231%

	西藏矿业	东方钽业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钼业	金钼股份	云南锗业	驰宏锌锗	章源钨业
中值+1倍标准差	97.6	78.3	78.4	33.8	19.1	17.5	30.5	29.0	71.5	25.4	35.9	77.8
中值	81.1	64.8	54.1	23.5	10.3	11.5	20.1	20.3	52.2	21.1	28.4	66.5
中值-1倍标准差	64.3	51.3	29.8	13.2	1.6	5.5	9.7	11.5	32.8	16.8	20.9	55.3
目前水平	100.8	80.6	33.0	27.1	40.1	12.2	10.8	24.1	66.8	94.3	42.0	77.5
相对中值	24%	24%	-39%	15%	290%	6%	-46%	19%	28%	346%	48%	17%

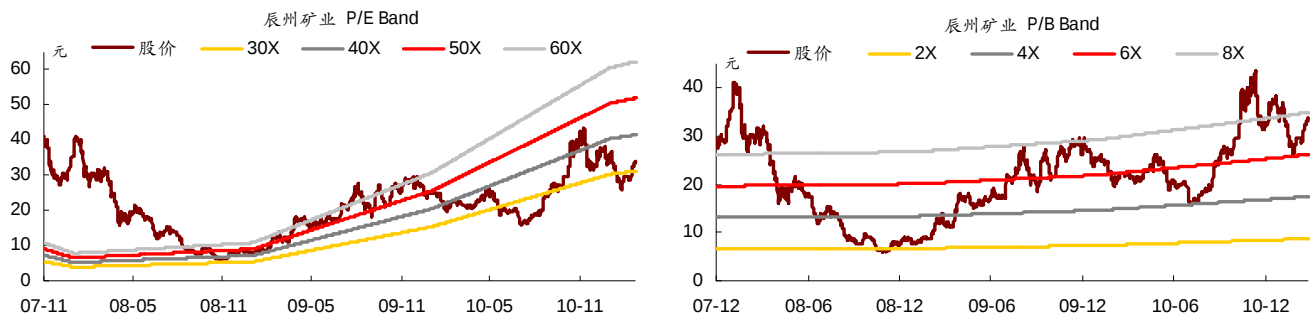
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 11: 辰州矿业历史与预测财务数据

损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
主营业务收入	1,356	1,692	2,624	3,055	3,495
销售成本	(992)	(1,196)	(1,739)	(1,815)	(2,035)
销售分销及行政成本	(244)	(272)	(338)	(406)	(465)
研究及开发					
其它营业利润(支出)					
EBITDA	174	333	392	773	941
折旧及摊销	(83)	(154)	21	31	25
EBIT	91	179	413	804	966
利息收入	6	18	20	30	40
利息支出	31	29	53	74	95
联营公司收入/(支出)					
其它	0	(0)	(0)	0	0
税前利润	80	150	350	762	913
税项	(15)	(54)	(96)	(210)	(252)
少数股东权益	4	5	2	-	-
优先股股息前净利润	70	101	256	552	661
优先股股息	-	-	-	-	-
净利润 (特殊项目前)	70	101	256	552	661
税项后特殊项目	-	-	-	-	-
净利润	70	101	256	552	661
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.13	0.18	0.47	1.01	1.21
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.13	0.18	0.47	1.01	1.21
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.13	0.18	0.47	1.01	1.21
每股股息 (元)	0.10	0.10	0.19	0.40	0.48
派息率 (%)	78.0	54.4	40.0	40.0	40.0
自由现金流收益率 (%) A股	(1.1)	(0.2)	1.2	3.8	6.5
增长及利润率 (%)	12/08	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
主营业务收入增长	(4.5)	24.8	55.0	16.4	14.4
EBITDA 增长	(32.1)	91.3	17.8	96.9	21.7
EBIT 增长	(54.5)	96.8	131.1	94.4	20.1
净利润增长	(50.2)	43.4	154.1	115.8	19.9
每股盈利增长	(70.2)	43.4	154.1	115.8	19.9
毛利率	28.3	30.3	30.9	41.5	42.7
EBITDA 率	12.8	19.7	15.0	25.3	26.9
利息税项前利润率	6.7	10.6	15.8	26.3	27.6
现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
优先股股息前净利润	70	101	256	552	661
折旧及摊销	83	154	(21)	(31)	(25)
少数股东权益	(4)	(5)	(2)	-	-
营运资金变动	(115)	(161)	(96)	(60)	(73)
其它经营活动现金流	61	44	162	73	84
经营活动现金流	74	140	290	535	643
资本开支	(316)	(343)	(350)	(300)	(200)
收购					
出售	4	6	-	-	-
其它	(166)	(133)	2	(48)	(104)
投资活动现金流	(478)	(470)	(348)	(348)	(304)
股息支出 (普通股及优先股)	(55)	(55)	(102)	(221)	(265)
借项变动	580	976	580	131	2
发行(再购买)股票	20	-	-	-	-
其它融资活动现金流	(543)	(857)	(30)	-	-
融资活动现金流	1	65	448	(90)	(263)
现金流总计	(403)	(265)	390	97	77
资产负债表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	12/12E
货币资金	581	316	555	627	723
应收账款	148	216	328	382	437
存货	342	301	428	447	501
其他流动资产	60	52	69	71	80
流动资产合计	1,131	896	1,380	1,527	1,741
固定资产净值	966	1,154	1,437	1,658	1,763
无形资产净值	285	408	408	408	408
投资合计	1	6	6	6	6
其他长期资产	214	279	366	476	596
总资产	2,596	2,742	3,597	4,075	4,514
应付账款	231	143	286	298	334
短期借款	430	595	774	1,006	1,308
其他流动负债	34	46	26	31	35
流动负债合计	694	784	1,086	1,335	1,677
长期借款	30	-	-	-	-
其他长期负债	-	47	47	47	47
长期负债合计	30	47	47	47	47
负债合计	724	831	1,133	1,382	1,724
优先股	-	-	-	-	-
股东权益合计	1,795	1,836	1,989	2,320	2,717
少数股东权益	77	75	73	73	73
负债及股东权益总计	2,596	2,742	3,195	3,775	4,514
每股帐面价值 (元)	3.28	3.35	3.63	4.24	4.96
财务比率	12/08	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
净资产收益率 (%)	3.9	5.5	12.9	23.8	24.3
资产收益率 (%)	2782.5	3770.1	12765.2	14385.3	15400.6
平均投入资本回报率 (%)	4.0	7.4	15.5	25.8	25.8
存货周转天数	128.4	93.2	91.3	91.3	91.3
应收账款周转天数	39.7	46.6	45.6	45.6	45.6
应付账款周转天数	86.5	44.2	60.8	60.8	60.8
净债务/权益比率 (%)	(5.9)	16.9	31.2	30.6	23.6
净利息覆盖率 (倍)	3.7	15.1	12.5	18.1	17.6
估值	12/08	12/09	12/10	12/11E	12/12E
A股					
市盈率 (倍)	259.5	180.9	71.2	33.0	27.5
市净率 (倍)	10.1	9.9	9.2	7.8	6.7
EV/EBITDA (X)	104.4	55.8	47.1	24.2	20.1
股息收益率 (%)	0.3	0.3	0.6	1.2	1.5

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 12: 辰州矿业历史 P/E (左图) 与 P/B (右图)



资料来源：公司资料，Bloomberg，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED