

高自给率尽显高价优势，业绩增长确定

民生精品---年报点评/有色金属行业

2011年04月07日

一、事件概述

辰州矿业今日公布2010年年报，公司实现销售收入28.79亿元，同比增长70.14%，利润总额2.87亿元，同比增长91.97%，实现归属于母公司净利润2.18亿元，同比增长111.01%，实现基本每股收益0.40元。公司利润分配拟每10股派1.5元（含税）。

二、分析与判断

业绩符合预期，金钨锑产量稳定增长

公司2010年产量及价格符合我们预期，公司2010年共生产黄金5.06吨，同比增加15.63%，其中自产2.456吨，略减2.55%；生产锑品23077吨，同比增长20.78%。钨品2042吨，同比增长13.78%，业绩稳定增加。此外金锑钨三大产品价格均大幅上涨：黄金年均价较2009年分别增长24%；精锑、三氧化二锑、仲钨酸铵产品销售均价比去年同期分别增长63%、78%、33%。

供需缺口持续扩大，锑价表现强势

由于锑供给中心冷水江地区对锑生产企业的整合，阻燃材料在中国市场的应用在法规的推动下将愈加受到重视，国家对消防安全的重视将促使阻燃剂需求继续增加。锑金属缺口将持续扩大，为锑价继续上涨提供有力支撑，截止2011年3月底锑价已经上涨32.14%，未来锑价上涨仍是大概率事件。

高自给率保证企业盈利能力、锑产能持续扩大

公司2010年锑自给率达到71.72%，黄金自给率达到48.54%，钨自给率达到100%，自给程度较高，充分受益于锑价上涨。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。公司一直与矿山接触，寻找合作时机，未来高自给率仍将为公司业绩提供有力保障。锑产能将继续提高，常德锑品15000吨/年氧化锑扩建工程进展正常，公司预计2011年7月能够建成投产；安化渣滓溪5000吨/年精锑扩建工程全面启动，预计将在2~3年内完成。

公司价值被严重低估，保守估计价格区间为49.5-59.5元

由于公司自给率较高，价格变动对业绩影响很大，以下假设成本随价格变动的两种情况进行分析。

1、悲观假设：营业成本随产品价格变动

- 结论：1）锑价每上涨10%，公司EPS增加0.04元；
 2）金价每上涨10%，公司EPS增加0.02元。
 3）乐观结论：金价与锑价分别比2010年均价上涨50%，EPS为1.19元，按PE50倍计算，合理估值为**59.5元**；
 中性结论：金价上涨15%，锑价上涨20%，EPS为0.99元，按PE50倍计算，合理估值为**49.5元**。

2、乐观假设：营业成本不随产品价格变动

- 结论：1）锑价每上涨10%，公司EPS增加0.15元；
 2）金价每上涨10%，公司EPS增加0.14元。
 3）乐观结论：金价与锑价分别比2010年均价上涨50%，EPS为1.92元，按PE50倍计算，合理估值为**96元**；

强烈推荐

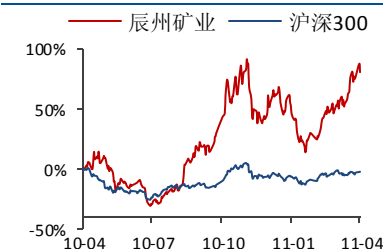
维持评级

合理估值：55元

交易数据(2011-04-06)

收盘价(元)	42.50
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)	232.65
流通市值(亿元)	232.65

该股与沪深300走势比较



分析师

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

相关研究

- 《辰州矿业(002155)调研简报：金锑钨齐头并进，今年将是业绩爆发期》2011.01.19
- 《辰州矿业(002155)深度报告：内生增长外延扩张，让“业绩”飞》2011.01.26
- 《辰州矿业(002155)调研报告：锑矿供应导致价格上涨，看好公司成长性》2011.03.10
- 《辰州矿业(002155)简评报告：建筑安全催生锑价大涨，公司业绩有望大幅提升》2011.03.29

表 1: 业绩弹性(假定成本变动)

2011 年业绩		镨价变动				
		10%	20%	30%	40%	50%
金价变动	10%	0.95	0.98	0.99	1.06	1.10
	15%	0.96	0.99	1.03	1.07	1.11
	20%	0.98	1.01	1.04	1.08	1.12
	30%	0.99	1.03	1.06	1.10	1.14
	40%	1.01	1.05	1.09	1.12	1.16
	50%	1.03	1.07	1.11	1.15	1.19

资料来源: 民生证券研究所

表 2: 业绩弹性(假定成本不变)

2011 年业绩		镨价变动				
		10%	20%	30%	40%	50%
金价变动	10%	0.79	0.94	1.08	1.23	1.37
	15%	0.86	0.99	1.15	1.30	1.44
	20%	0.93	1.07	1.22	1.36	1.51
	30%	1.06	1.21	1.36	1.50	1.65
	40%	1.20	1.35	1.49	1.64	1.78
	50%	1.34	1.48	1.63	1.77	1.92

资料来源: 民生证券研究所

3、合理区间

经过两种情况的分析, 我们最保守的估计是第一种, 即 EPS 区间为 0.99 元与 1.189 元之间, 合理估值区间为 **49.5 元-59.5 元**。

三、盈利预测与投资建议

鉴于公司三大主营产品金、镨、钨未来价格强烈的上涨预期, 利润贡献将大大增厚 EPS。通过敏感性分析, 我们最保守的估计是预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别是 0.99 元、1.60 元、2.10 元, **维持“强烈推荐”评级, 短期目标价 55 元。**

四、风险提示

1) 2011 年产品价格低于预期; 2) 矿山收购进程放缓; 3) 镨行业政策松于预期。

表 3: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,880	3,849	5,008	6,254
增长率 (%)	70.14%	33.67%	30.10%	24.89%
归属母公司股东净利润 (百万元)	218	544	877	1,152
增长率 (%)	111.02%	149.46%	61.34%	31.26%
每股收益 (元)	0.40	0.99	1.60	2.10
PE	106.25	42.78	26.52	20.20
PB	/	8.97	7.96	7.07

资料来源: 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)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,880	3,849	5,008	6,254
减：营业成本	1,922	2,329	2,728	3,301
营业税金及附加	26	42	58	72
销售费用	22	46	63	78
管理费用	386	577	751	938
财务费用	31	13	30	34
资产减值损失	162	22	25	25
加：投资收益	(2)	1	1	1
二、营业利润	329	820	1,355	1,807
加：营业外收支净额	(41)	2	2	2
三、利润总额	288	822	1,357	1,809
减：所得税费用	97	271	448	597
四、净利润	191	551	909	1,212
归属于母公司的利润	218	544	877	1,152
五、基本每股收益 (元)	0.40	0.99	1.60	2.10

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	25.31	15.76	11.97
成长能力:				
营业收入同比	70.14%	33.67%	30.10%	24.89%
营业利润同比	114.7%	149.3%	65.2%	33.4%
净利润同比	99.26%	188.25%	65.02%	33.3%
营运能力:				
应收账款周转率	45.76	37.48	32.72	31.73
存货周转率	9.48	8.67	7.92	8.30
总资产周转率	0.98	1.20	1.46	1.65
盈利能力与收益质量:				
毛利率	33.3%	39.5%	45.5%	47.2%
净利率	7.6%	14.1%	17.5%	18.4%
总资产净利率 ROA	6.5%	17.2%	26.5%	32.0%
净资产收益率 ROE	9.7%	23.7%	33.0%	39.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.33	2.89	3.33	4.19
资产负债率	34.8%	20.2%	19.3%	16.8%
长期借款/总负债	4.6%	7.6%	7.1%	7.5%
每股指标:				
每股收益	0.40	0.99	1.60	2.10
每股经营现金流量	1.00	(0.74)	1.53	1.98
每股净资产	3.74	4.74	5.34	6.01

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	654	543	695	769
应收票据	148	123	165	206
应收账款	75	131	175	219
预付账款	66	115	150	188
其他应收款	73	212	250	313
存货	306	582	682	825
其他流动资产	0	0	0	1
流动资产合计	1,324	1,707	2,118	2,521
长期股权投资	23	26	27	28
固定资产	1,076	1,098	1,088	1,046
在建工程	113	121	127	131
无形资产	331	298	265	232
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,816	1,543	1,506	1,437
资产总计	3,139	3,250	3,624	3,958
短期借款	60	345	350	269
应付票据	0	0	0	0
应付账款	56	154	180	218
预收账款	16	35	41	50
其他应付款	42	42	45	45
应交税费	14	15	20	20
其他流动负债	707	0	0	0
流动负债合计	997	591	636	601
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	10	15	15	15
非流动负债合计	60	65	65	65
负债合计	1,094	655	701	666
股本	547	547	547	547
资本公积	1,038	1,038	1,038	1,038
留存收益	412	956	1,253	1,561
少数股东权益	46	53	85	146
所有者权益合计	2,046	2,594	2,923	3,292
负债和股东权益合计	3,139	3,250	3,624	3,958

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	547	(408)	837	1,082
投资活动现金流量	(319)	(90)	(56)	(24)
筹资活动现金流量	110	(68)	(30)	(34)
现金及等价物净增加	338	(566)	751	1,024

分析师与联系人简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，2008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，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

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。

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。

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。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%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

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

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。