

业绩平稳增长，铋仍是亮点

——辰州矿业（002155）年报点评

要点：

- **年报业绩稳步增长。**公司2010年实现销售收入28.79亿元，同比增长70%，实现归属母公司净利润2.1亿元，同比增长111%，每股收益0.4元，其中第四季度每股收益0.09元，环比小幅下滑。
- **业绩稳步增长归因于三大主营产品步入高价时代。**公司“黄金+铋+钨”的三大主营产品2010年量价齐升，实现综合毛利率33%，同比增长3个百分点，价格方面，黄金、铋、钨价涨幅分别为20%、70%和33%，产量方面，黄金、铋、钨分别实现同比15%、20%和13%的增长幅度。此外，公司所用主要能源及原材料价格平均采购价格同比有一定幅度的上涨，其中：烟煤上涨25.59%，焦炭上涨14.77%，钢材上涨21.24%，纯碱上涨31.91%。
- **铋取代黄金成为公司第一大主营业务。**值得注意的是，铋取代黄金成为公司第一大主营业务，公司正式作为铋行业的标效，充分享受到铋行业的高景气度。在2010年主营利润构成中，铋业务（包含精铋和氧化铋）占比48%，黄金业务42.7%，这一方面是由于铋价飞涨，而公司作为铋业龙头充分享受到景气度上升带来的超额利润；另一方面，公司尽管金产量实现平稳增长，但高毛利率的自产金产量同比减少2.5%，拉低了黄金业务对公司利润的贡献。
- **铋成突出亮点：**我们继续看好公司的发展前景，主要看点：1）继续看好公司优异的“金+铋+钨”黄金组合；2）主营产品黄金、铋、钨均已进入高价位时代，公司可充分享受景气度提升带来的利润；3）我们认为2011年铋将继续高位运行，这将成为公司的突出亮点，一方面，国家政策继续提供支持铋行业。除配额制的保护之外，铋国家层面的战略收储也将直接影响铋供需市场；另一方面，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，铋市场供应偏紧格局短期难以改善，铋价维持“高烧”状态将成常态；此外，铋需求稳步增长，尤其是铋在阻燃剂领域的需求将进一步推动铋价高位运行。我们认为公司作为铋企业龙头可充分享受高景气度带来的广阔发展前景。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们调整公司盈利预测，2011-2013年EPS分别为1.13元、1.62元和1.96元，对应目前股价市盈率分别为38倍、26倍和22倍，维持“强烈推荐”的评级。公司独特的金铋钨组合模式仍是最大看点，其组合模式使公司抗单品种风险能力强，在黄金、铋、钨价格上行格局中，公司盈利增长确定。

- **风险提示：**公司产量完不成预定计划及黄金铋钨价格走势的不确定。

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。

报告日期： 2010年4月7日

分析师

耿诺

☎ 010-88366060-8786

✉ gengen@cgws.com

执业证书编号：S1070210080003

投资评级：强烈推荐(维持)

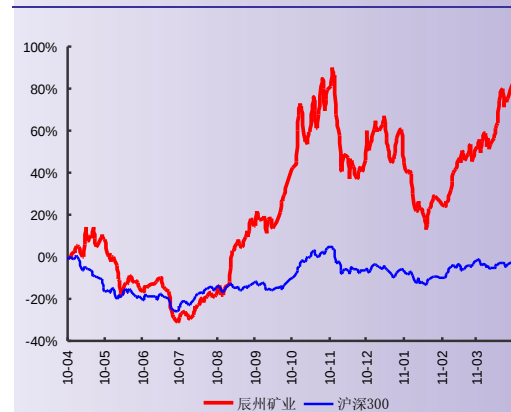
市场数据

总市值(亿元)	232.65
流通市值(亿元)	232.58
总股本(万股)	54740
流通股本(万股)	54725.44
12个月最高/最低股价(元)	45.60/15.27
十大流通股股东持股比例	49.46%
股东户数	93320

公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E
营业收入(亿元)	28.79	42.02	57.90
营业利润(亿元)	3.29	8.50	12.19
净利润(亿元)	2.18	6.17	8.85
EPS(元)	0.40	1.13	1.62
PE	106.7	37.7	26.3

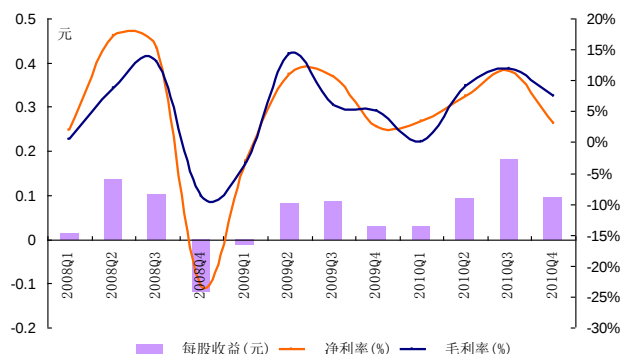
公司股价表现



相关报告

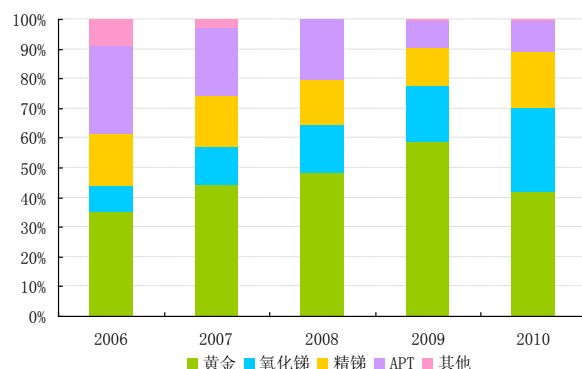
- 《金铋组合更具竞争力——调研报告》 “推荐” 评级
- 《金铋钨黄金组合确保公司盈利稳定增长》 “推荐”
- 《盈利增长来自产品价格上涨——三季报点评》 “推荐”
- 《铋价持续上涨，行业龙头受益——跟踪调研报告》 强烈推荐

图 1：公司 2010Q4 单季度盈利下滑



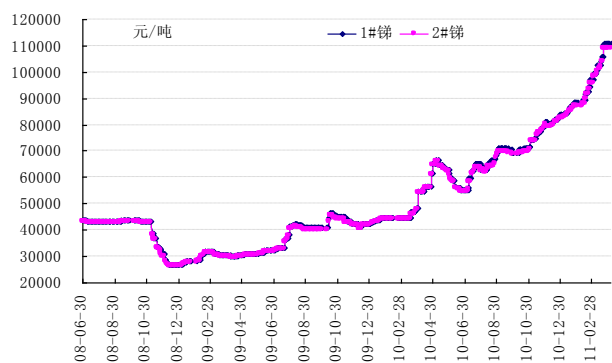
数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 2：公司利润构成，锡成第一大主业



数据来源：WIND, 长城证券研究所

图 3：锡锭价格快速攀升



数据来源：Wind, 长城证券研究所

图 4：氧化锡价格快速攀升



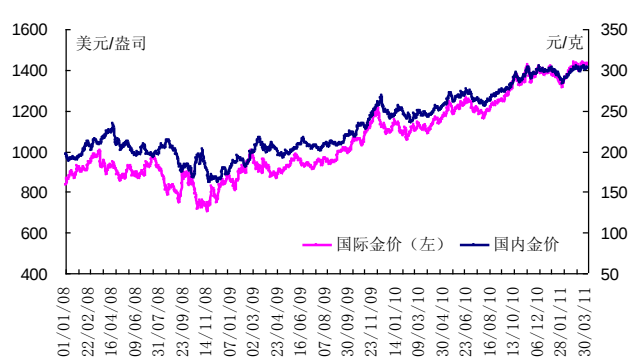
数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所

图 5：APT（仲钨酸铵）价格稳步上涨



数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所

图 6：黄金价格高位运行



数据来源：Bloomberg, 长城证券研究所

盈利预测

利润表（万元）	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	287950	420182	579012	628068	成长性				
营业成本	192172	269988	358632	371610	营业收入增长	70.1%	45.9%	37.8%	8.5%
销售费用	2226	4202	5790	6281	营业成本增长	62.9%	40.5%	32.8%	3.6%
管理费用	38621	56725	86852	94210	营业利润增长	114.7%	158.3%	43.5%	22.9%
财务费用	3053	92	-1	-139	利润总额增长	92.0%	195.4%	43.5%	22.9%
投资净收益	-188	0	0	0	净利润增长	116.6%	183.0%	43.5%	21.0%
营业利润	32902	84973	121949	149825	盈利能力				
营业外收支	-4137	0	0	0	毛利率	33.3%	35.7%	38.1%	40.8%
利润总额	28765	84973	121949	149825	销售净利率	7.6%	14.7%	15.3%	17.1%
所得税	9651	28891	41463	52439	ROE	10.7%	23.7%	26.0%	24.4%
少数股东损益	-2684	-5608	-8049	-9739	ROIC	16.2%	25.2%	27.0%	25.3%
净利润	21798	61691	88535	107125	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	2.0%	0.8%	1.0%	1.0%
流动资产	132362	151491	205550	225705	管理费用/营业收入	13.4%	13.5%	15.0%	15.0%
货币资金	65375	62377	85299	91717	财务费用/营业收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	7451	10505	14475	18842	投资收益/营业利润	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	14771	16807	23160	25123	所得税/利润总额	33.6%	34.0%	34.0%	35.0%
存货	30611	40498	53795	55742	应收帐款周转率	32.07	33.64	34.76	31.75
非流动资产	181555	216747	274993	357012	存货周转率	5.40	5.73	6.55	6.15
固定资产	118903	164677	231233	321561	流动资产周转率	2.03	2.35	2.69	2.47
资产总计	313917	368238	480544	582718	总资产周转率	0.84	0.99	1.09	0.96
流动负债	99659	102597	134416	139204	偿债能力				
短期借款	6000	6000	6000	6000	资产负债率	34.8%	29.2%	29.0%	24.7%
应付款项	5561	53998	71726	74322	流动比率	1.33	1.48	1.53	1.62
非流动负债	9700	5000	5000	5000	速动比率	1.02	1.08	1.13	1.22
长期借款	5000	5000	5000	5000	每股指标（元）				
负债合计	109358	107597	139416	144204	EPS	0.398	1.127	1.617	1.957
股东权益	204326	260408	340895	438281	每股净资产	3.73	4.76	6.23	8.01
股本	54740	54740	54740	54740	每股经营现金流	1.00	0.95	1.95	2.23
留存收益	144963	206654	295189	402314	每股经营现金/EPS	2.5	0.8	1.2	1.1
少数股东权益	4622	-986	-9035	-18773	估值				
负债和权益总计	313684	368005	480311	582485	PE	106.7	37.7	26.3	21.7
现金流量表（万元）					PEG	3.03	1.52	1.19	1.25
经营活动现金流	54699	52120	106959	122220	PB	11.4	8.9	6.8	5.3
其中营运资本减少	64914	-19388	682	-8950	EV/EBITDA	32.90	22.22	15.82	12.74
投资活动现金流	-31923	-55118	-84036	-115802	EV/SALES	8.13	5.56	4.04	3.72
其中资本支出	-35622	-57590	-84036	-115802	EV/IC	12.54	9.01	6.96	5.40
融资活动现金流	11043	0	0	0	ROIC/WACC	1.02	1.58	1.69	1.59
净现金总变化	33795	-2999	22922	6417	REP	12.35	5.71	4.11	3.41

资料来源：wind，长城证券研究所，注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

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

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@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>