

华融证券股份有限公司市场研究部

2011年8月5日

辰州矿业（002155）- 业绩可确定性强，估值吸引

金钨锑强势组合导致公司业绩暴增

受益于三种主要产品黄金、锑和钨价格强势上涨，上半年公司业绩同比大幅增加。实现营业收入同比增长 79.0%至 19.6 亿元；实现归属母公司净利润同比增长 320.3%至 2.8 亿元；实现每股盈利同比增长 320.2%至 0.51 元。公司的中期业绩基本符合我们预期，营业收入完成预期全年总收入的 48.7%；归属母公司净利润完成预期全年净利润的 52.4%。

锑产品对公司盈利贡献比例下降

由于上半年黄金、精锑、氧化锑和钨的销售均价分别上涨 21.2%、112.8%、88.9%和 73.4%，公司的黄金、锑产品和钨品三大业务分部销售收入分别上涨 99.0%、59.8%和 86.2%。锑品销售收入涨幅小于黄金和钨，从公司的收入结构上看，锑品比重较去年同期有所下降，从 44%降至 39%。从公司的盈利结构上看，黄金、锑和钨毛利分别占公司总毛利的 37%、49%和 14%，锑品比重也下降 2.6 个百分点。整体而言，锑品和黄金仍然是公司盈利的最重要来源。

外购原料比例增大，单位产品生产成本高于预期

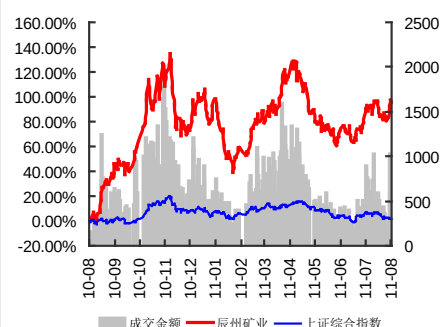
随着公司冶炼产能的扩大，而自产矿产品产量变化不大，公司原料外购比例逐渐加大，自产矿产品比例逐渐下降。根据公司披露，黄金的自产比例由去年同期的 53.3%下降至今年的 34.9%；钨品的自产比例由去年同期的 100.0%下降至今年的 95.6%。根据我们测算，锑品的自产比例也由去年的 71.7%下降至 57.3%。由于外购原料成本随着产品价格上涨同步增加，公司产品的单位生产成本上升较快。我们测算黄金、锑和钨的单位生产成本较去年同期分别上升 22.4%、84.8%和 52.0%至 23.7 万元/千克、4.9 万元/吨和 7.7 万元/吨，因此我们将黄金和锑品的单位生产成本分别上调 8.3%和 9.7%，以反映自产矿产品比例下降超过预期对单位生产成本的影响。

调高黄金预测价格和每股盈利预测，维持“推荐”评级

由于黄金价格上涨超过我们预期，我们分别调高 2011 和 2012 年黄金价格预测 6.7%和 6.3%，同时维持全年对锑价和钨价的预测。经调整后，公司 2011 和 2011 年每股盈利分别调高 4.1%和 5.5%至 1.01 元和 1.16%。根据我们测算，公司当前股价相对于市场合理价格水平有一定折价且未来下跌空间有限，同时公司的产品组合受宏观经济影响较小，业绩可确定性高。因此，我们维持对公司“推荐”的投资评级。

行业：有色金属
投资评级：推荐（维持）

一年以来辰州矿业相对大盘表现



市场数据 截至 2011.08.05

A 股收盘价（元）	36.23
A 股一年内最高价（元）	45.60
A 股一年内最低价（元）	18.07
上证指数	2684.04
市净率	4.5
总股本（亿股）	5.47
实际流通 A 股（亿股）	5.47
限售的流通 A 股（亿股）	0
流通 A 股市值（亿元）	198.3

相关研究

- 黄金护航，锑钨起飞 11.04.18

分析师：陈庆

电话：010-58568255

 邮箱：chenqing@hrsec.com.cn

执业证书号：S1490511060001

1. 2011 年中期净利润同比增长 320.3%，符合我们预期

受益于公司的三种主要产品黄金、锑和钨价格在 2011 年上半年强势上涨，公司上半年盈利暴增。中报显示，公司上半年实现营业收入 19.6 亿元，同比增长 79.0%；实现归属母公司净利润 2.78 亿元，同比增长 320.3%；实现每股盈利 0.51 元，同比增长 320.2%。由于公司主要产品价格上涨，上半年公司毛利率为 30.4%，比去年同期上涨 1.7 个百分点。分季度看，二季度实现营业收入 11.14 亿元，按季增加 31.6%；实现归属母公司净利润 1.68 亿元，按季增加 52.6%；毛利率环比增加 1.0 个百分点。公司中期业绩基本符合我们预期，营业收入完成预期全年收入的 48.7%；归属母公司净利润完成预期全年净利润的 52.4%。

图表 1：公司 2011 年上半年业绩变动比较

(百万元)	1H11	1H10	HoH	2Q11	1Q11	QoQ(%)
一、营业总收入	1,960	1,095	79.0%	1,114	846	31.6%
二、营业总成本	1,590	978	62.7%	896	694	29.1%
营业成本	1,345	771	74.6%	760	585	29.9%
营业税金及附加	20	11		10	9	
毛利率	30.4%	28.7%		30.8%	29.8%	
销售费用	21	17	23.2%	12	9	32.2%
销售费用占收入比	1.1%	1.5%		1.1%	1.1%	
管理费用	181	143	26.7%	104	77	34.4%
管理费用占收入比	9.2%	13.0%		9.3%	9.1%	
财务费用	20	15	32.5%	10	10	-0.3%
资产减值损失	3	21		(0)	3	
三、其他经营收益	(1)	(3)		0	(1)	
投资净收益	(1)	(1)		(0)	(0)	
四、营业利润	370	115	222.1%	218	152	44.0%
加：营业外收入	10	3		9	1	
减：营业外支出	6	33		5	1	
五、利润总额	374	86	337.6%	223	152	46.9%
减：所得税	96	21		55	42	
实际税率	25.7%	24.9%		24.5%	27.6%	
六、净利润	278	64	332.5%	168	110	53.0%
减：少数股东损益	0	(2)		0	(0)	
归属于母公司所有者的净利润	278	66	320.3%	168	110	52.6%
净利率	14.2%	6.0%		15.1%	13.0%	
七、每股收益：						
(一) 基本每股收益(元)	0.51	0.12	320.2%	0.31	0.20	52.6%
(二) 稀释每股收益(元)	0.51	0.12	319.2%	0.31	0.20	52.0%

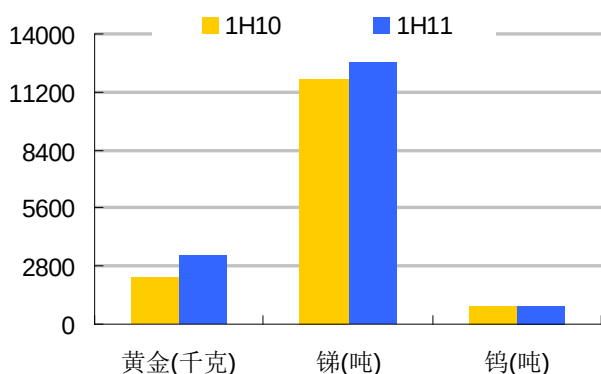
数据来源：公司公告，华融证券

2. 锑产品在公司的盈利构成中比重下降，钨产品比例上升

公司上半年生产黄金 3260 千克，同比增加 47.2%；生产锑品 12612 吨，同比增加 6.9%，其中精锑 5792 吨，同比增加 11.0%，氧化锑 6252 吨，同比减少 4.8%；生产钨产品 847 吨，同比减少 1.1%。从产量完成情况来看，上半年黄金、锑品和钨品产量分别完成全年计划的 53.0%、50.4%和 38.5%。由于今年上半年公司主要产品销售价格大幅上涨，黄金、精锑、氧化锑和钨品的销售均价分别上涨 21.2%、

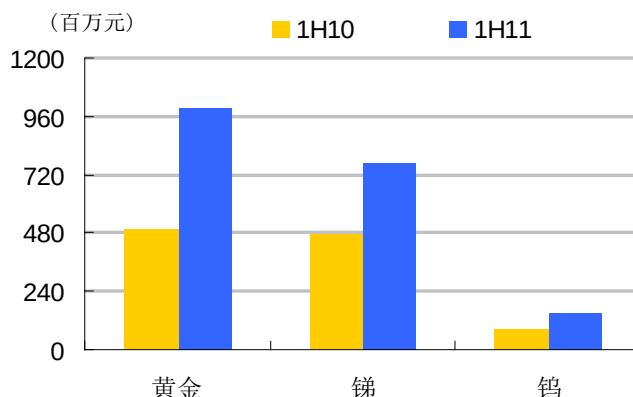
112.8%、88.9%和 73.4%，公司的黄金、锑品和钨品的销售收入分别上涨 99.0%、59.8%和 86.2%。

图表 2：2011 年上半年产品产量同比变动比较



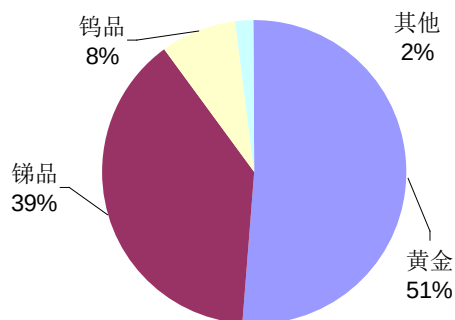
数据来源：公司公告、华融证券

图表 3：2011 年上半年产品收入同比变动比较



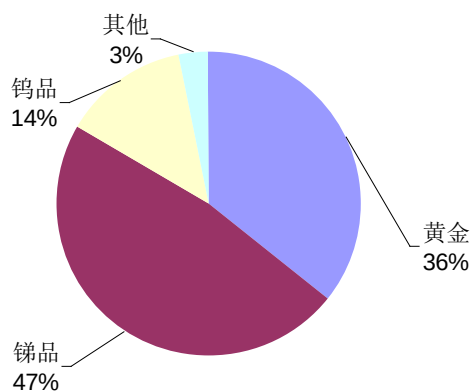
从公司的收入结构上，由于锑品销售收入的上涨幅度小于黄金和钨品，黄金和钨品收入占公司总收入的比重有所上升，锑品的比重有所下降。黄金、锑和钨收入分别占公司总收入的 51%、39%和 8%；去年同期黄金、锑和钨收入分别占公司总收入的 46%、44%和 7%。从盈利结构上看，黄金、锑和钨的毛利分别占公司总毛利的 37%、49%和 14%，与去年同期比，黄金产品的比重上升 1.0 个百分点，锑品比重下降 2.6 个百分点，钨品比重上升 1.9 个百分点。整体而言，锑品和黄金仍然是公司盈利的最重要来源。

图表 4：2011 年上半年销售收入构成



数据来源：公司公告、华融证券

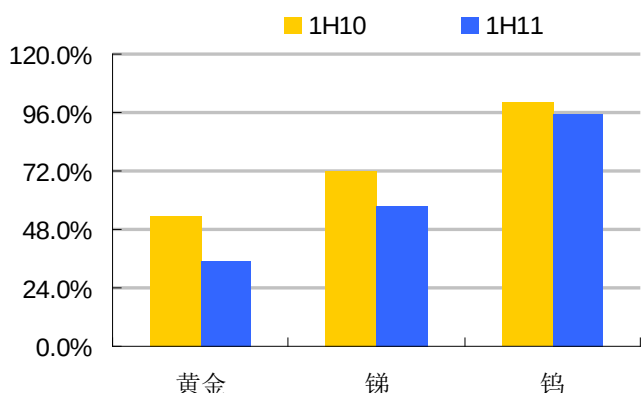
图表 5：2011 年上半年毛利构成



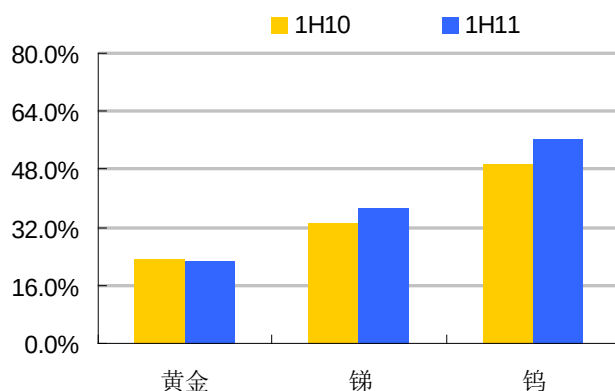
3. 外购原料比例增大，产品单位生产成本大幅上涨

随着公司冶炼产能的扩大，同时自产矿产品产量变化不大，公司原料的外购比

例逐渐加大，自产矿产品比例逐渐下降。根据公司披露，黄金的自产比例由去年同期的 53.3% 下降至今年的 34.9%；钨品的自产比例由去年同期的 100.0% 下降至今年的 95.6%。根据我们测算，锑品的自产比例也由去年的 71.7% 下降至 57.3%。由于外购原料成本随着产品价格上涨同步增加，公司产品的单位生产成本上升较快。根据我们测算，黄金、锑和钨的单位生产成本较去年同期分别上升 22.4%、84.8% 和 52.0% 至 23.7 万元/千克、4.9 万元/吨和 7.7 万元/吨，因此我们分别将黄金和锑品单位生产成本上调 8.3% 和 9.7%，以反映自产矿产品比例下降超过预期对单位生产成本的影响。同时，虽然上半年黄金价格大幅上涨，但由于自产比例下降，黄金业务分部毛利率比去年同期下降 0.7 个百分点至 22.6%。由于锑品和钨品价格上涨幅度较大，完全抵消掉自产比例下降对产品毛利率的影响，锑品和钨品毛利率分别比去年同期上升 4.0 和 6.9 个百分点。

图表 6：2011 年上半年矿产品自产比例


数据来源：公司公告、华融证券

图表 7：2011 年上半年主要产品毛利率变化


4. 上半年三项费用率低于预期，调低 2011 和 2012 年三项费用比例

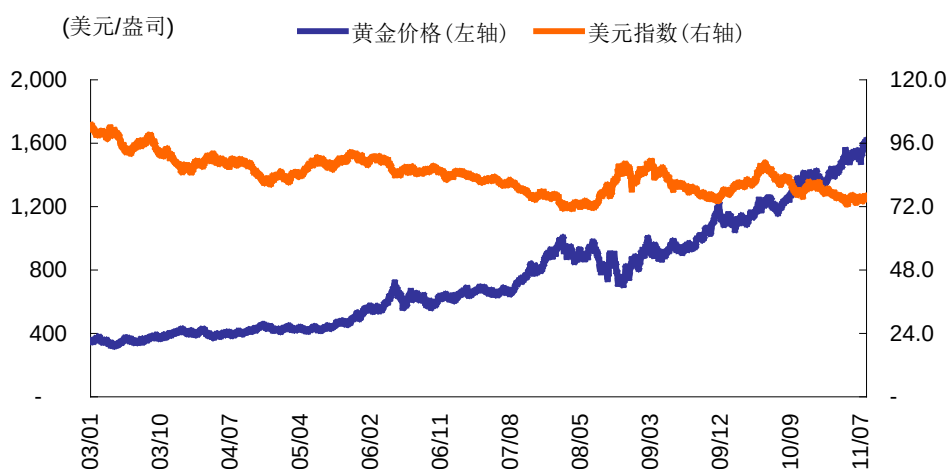
2011 年上半年公司的三项费用率与去年同期相比大幅降低，从去年同期的 16.0% 下降 4.7 个百分点至 11.3%。其中，销售费用为 2100 万元，同比增长 23.2%，费用率下降 0.4 个百分点至 1.1%；管理费用为 1.81 亿元，同比增长 26.7%，费用率下降 3.8 个百分点至 9.2%；财务费用为 2000 万元，同比增长 32.5%，费用率下降 0.4 个百分点至 1.0%。因此，我们将 2011 年和 2012 年的销售和管理费用率下调至 1.1% 和 9.2%，以反映公司费用率的大幅降低。

5. 黄金价格上涨超预期，调高黄金价格，维持锑、钨价格不变

黄金价格在七月美国债务上限谈判持僵持不下，市场担忧美国违约的影响下大幅上涨，七月单月涨幅为 6.2%。此后，虽然奥巴马签署提高债务上限法案，但市场仍担忧美国主权债务信用评级下调和预期第三轮量化宽松政策即将推出。黄金作

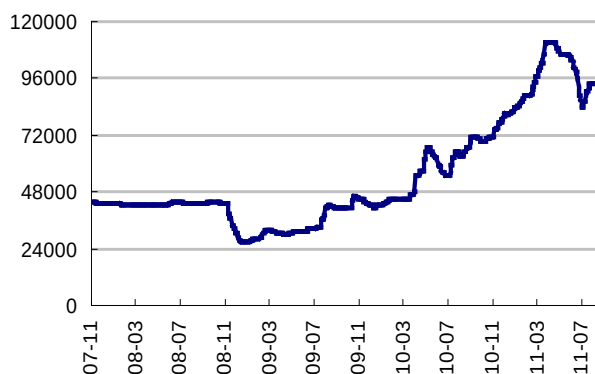
为最好的避险和保值工具，吸引大量避险资本流入。同时，韩国央行宣布 13 年以来首次增持黄金储备，将其黄金储备总量由 14.4 吨提升至 39.4 吨，也侧面印证了作为外汇储备资产之一的黄金，在全球经济增长前景不确定和美元贬值的情况下，备受市场追捧。年初至今，黄金价格上涨 16.3% 至 1666 美元/盎司。展望未来，我们认为美元贬值和全球经济增长的不确定性将继续支撑黄金价格高位运行，因此我们分别调高 2011 和 2012 年的黄金价格预测 6.7% 和 6.3% 至人民币 32 万元/千克和 34 万元/千克。虽然当前锑价和仲钨酸铵价格已由最高价回落 15% 左右，但当前价格仍与我们的全年预测价格相若，因此我们维持全年对锑价和钨价的预测。

图表 8：黄金价格与美元指数走势比较



数据来源：Wind，华融证券

图表 9：长江现货市场锑锭价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，华融证券

图表 10：仲钨酸铵价格走势（元/吨）



6. 将 2011-201 年每股盈利调高 4.1% 和 5.5%，维持“推荐”评级

经过上述一系列调整后，公司的 2011-2012 年每股盈利分别提高 4.1%和 5.5%至 1.01 元和 1.16 元。根据我们预测的黄金、锑和钨盈利所占比重 31.9%、55.4%和 12.5%计算，2011 年黄金、锑和钨业务分部的每股盈利分别为 0.322 元、0.560 元和 0.126 元。根据当前二级市场中黄金板块和小金属板块 2011 年的平均市盈率水平 26 倍和 44 倍，公司的黄金、锑和钨这三部分业务对应的每股价值分别为 8.4 元、24.6 元和 5.5 元。因此，以当前市场的市盈率估值水平为基础，通过业务分部加总法计算出公司合理价值为 38.5 元。同时，由于我们调高对长期黄金价格的预测，公司的矿山每股资源价值也相应提升 2.9%至 32.4 元。公司当前的股价为 36.2 元，低于市场合理价值水平 6.0%，与公司的每股矿山资源价值仅相差 11.7%，未来下跌空间有限。而且公司的产品组合受宏观经济形势变化影响较小，属于进可攻退可守的优良投资品种，未来业绩确定性较强。同时，公司业绩相对于金属价格变动弹性很大，未来金属价格上涨将大大提升公司业绩。因此我们维持对公司“推荐”的投资评级。

图表 11：A 股市场黄金板块可比公司的估值情况(截至 2011 年 8 月 4 日)

公司名称	股票代码	最新价格 (元)	市值(百万 元)	每股盈利(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)
				2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	
紫金矿业	601899	5.61	122,365	0.24	0.33	0.29	23	17	19	3.7
山东黄金	600547	49.44	70,357	1.05	0.86	1.41	47	57	35	18.1
中金黄金	600489	28.78	53,244	0.66	0.79	0.91	44	36	32	8.3
恒邦股份	002237	45.85	8,785	0.78	0.99	1.97	59	46	23	6.4
平均							35	33	26	8.8

数据来源：Wind、华融证券

图表 12：A 股市场小金属板块可比公司的估值情况(截至 2011 年 8 月 04 日)

公司名称	股票代码	最新价格 (元)	市值(百万 元)	每股盈利(元)			市盈率(倍)			市净率(倍)
				2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	
金钼股份	601958	18.45	59,531	0.17	0.26	0.37	109	71	50	4.4
包钢稀土	600111	65.53	79,358	0.07	0.93	2.71	948	70	24	21.9
锡业股份	000960	29.80	27,014	0.21	0.41	0.93	144	94	32	5.8
厦门钨业	600549	44.71	30,491	0.31	0.51	1.04	143	87	43	11.9
宝钛股份	600456	28.43	12,232	0.04	0.01	0.25	711	3554	116	3.4
贵研铂业	600459	24.45	3,551	0.08	0.45	0.55	306	54	45	4.5
章源钨业	002378	29.05	12,440	0.31	0.35	0.63	94	83	46	9.9
云南锗业	002428	48.1	7,854	0.83	0.70	0.86	58	71	56	4.9
东方锆业	002167	44.0	9,107	0.37	0.27	0.65	119	162	67	12.3
天齐锂业	002466	39.7	5,836	0.50	0.48	0.41	79	83	96	4.1
平均							416	251	44	11.6

数据来源：Wind、华融证券

图表 13：以市盈率为基础的业务分部加总估值法估值

业务分类	所占比重	每股盈利	板块估值水平	每股价值
黄金	31.9%	0.322	26	8.4
锑	55.4%	0.560	44	24.6
钨	12.5%	0.126	44	5.5
总计				38.5

数据来源：Wind、华融证券

图表 14：公司每股矿山资源价值估值

	黄金	锑	氧化钨
资源储量(吨)	41.64	194,252	44,828
开采成本(万元)	105,000	2.7	5.5
平均售价(万元/吨)	320,000	11.0	21.6
净利润(扣除三费)(百万元)	7,610	13,704	6,152
开采年限(年)	10	10	10
每年净利润	761	1,370	615
折现总值(以 WACC 折现)(百万元)	4,904	8,831	3,964
发行股数(百万股)	547	547	547
每股资源价值(元)	9.0	16.1	7.2
每股资源价值总值(元)			32.4

数据来源：华融证券

附录：财务预测表

资产负债表				
单位：百万元				
	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	896	1324	1829	2126
现金	316	654	623	621
应收账款	51	75	113	148
其它应收款	103	73	198	238
预付账款	52	66	127	152
存货	301	306	629	756
其他	73	150	139	211
非流动资产	1847	1816	2173	2494
长期投资	6	23	6	6
固定资产	1062	1076	1273	1477
无形资产	408	331	497	588
其他	371	386	397	423
资产总计	2742	3140	4002	4620
流动负债	784	997	1440	1612
短期借款	595	60	1070	1175
应付账款	86	56	146	165
其他流动负债	103	881	224	272
非流动负债	47	97	91	88
长期借款	0	50	47	42
其他	47	47	44	46
负债合计	832	1094	1556	1728
少数股东权益	75	46	56	66
股本	547	547	547	547
资本公积金	1041	1038	1038	1038
留存收益	243	412	830	1270
归属母公司股东权益	1836	1999	2415	2855
负债和股东权益	2742	3140	4002	4621

现金流量表				
单位：百万元				
	2009	2010	2011E	2012E
净利润	96	191	541	618
折旧摊销	154	189	140	163
投资损失	22	2	0	0
营运资金变动	-159	-31	-265	-143
其它	-3	165	11	11
投资活动现金流	-470	-319	-644	-626
资本支出	-343	-356	-558	-566
资产处置净收益	6	0	0	0
其他	-133	37	-86	-61
筹资活动现金流	65	110	138	-85
发行股票	0	0	0	0
债务变化	150	185	300	100
股息支出	-85	-80	-162	-185
其他	0	6	0	0
现金净增加额	-266	338	-31	-2

数据来源：Wind、华融证券

利润表				
单位：百万元				
	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1692	2879	4070	5279
营业成本	1180	1922	2733	3663
营业税金及附加	16	26	21	21
营业费用	19	22	45	58
管理费用	253	386	374	486
财务费用	26	31	49	61
资产减值损失	18	162	90	126
公允价值变动收益	-5	0	-2	-1
投资净收益	-22	-2	-12	-7
营业利润	153	329	743	856
营业外收入	11	9	10	10
营业外支出	15	50	32	41
利润总额	150	288	721	824
所得税	54	97	180	206
净利润	96	191	541	618
少数股东损益	-5	-27	-12	-15
归属母公司净利润	101	218	553	633
EBITDA	333	548	932	1080
EPS（元）	0.18	0.40	1.01	1.16

主要财务比率				
	2009	2010	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1692	2879	4070	5279
营业利润	153	329	743	856
归属母公司净利润	101	218	553	633
获利能力（%）				
毛利率	29.3	32.3	32.3	30.2
净利率	5.9	7.6	13.6	12.0
ROE	5.4	11.4	27.0	25.6
偿债能力（%）				
资产负债率	27.9	30.3	34.8	38.3
流动比率	77.1	48.5	72.9	82.4
速动比率	53.8	32.2	56.1	55.2
营运能力				
总资产周转率（%）	61.7	91.7	101.7	114.3
应收帐款周转率	45.4	56.1	54.3	46.6
应付帐款周转率	9.7	22.3	48.8	25.0
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.40	1.01	1.16
每股净资产	3.5	3.7	4.5	5.3
每股经营现金	0.26	1.00	0.87	1.30
估值比率				
P/E	221	102	39	34
P/B	11.6	10.9	8.8	7.5

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

陈庆,在此声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,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收到任何形式的补偿等。

本公司已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。本公司的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。

本报告仅提供给华融证券股份有限公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归华融证券股份有限公司所有。未获得华融证券股份有限公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。

本报告中的信息、意见等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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。客户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,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。

华融证券市场研究部及其研究员认为本报告所载资料来源可靠,但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。

华融证券及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010 - 58568159

网址: www.hrsec.com.cn