

公司研究

有色金属/黄金
评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街
9号院1号楼6层

分析师：范海波

投资咨询执业证书编号：
S1500510120021

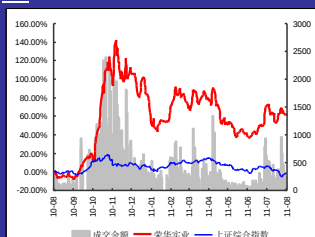
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

主要财务指标

主要财务指标	2010	2011E	2012E
营业收入	339	465	680
同比 (%)	91.9%	37.3%	46.2%
归属母公司净利润	6	59	87
同比 (%)	-95.0%	917.5%	47.0%
毛利率 (%)	39.0%	38.7%	41.2%
ROE (%)	0.7%	6.3%	8.5%
每股收益 (元)	0.01	0.09	0.13
P/E	1740.78	171.09	116.42
P/B	11.47	10.82	9.90
EV/EBITDA	78	73	54

近



一年股价走势

相关报告

有色钢铁行业 2011 年投资策略：
中国收缩不了全球流动性 2010-12-02
有色钢铁行业 2011 年二季度投资策略：
有色金属存在机遇 2011-3-28
有色钢铁行业 2011 年下半年投资策略
预期可能在四季度发生改变 2011-6-20

请务必阅读最后一页重要的
免责声明及信息披露

荣华实业 (600311)

产品销售滞后

2011 年半年报点评

2011 年 8 月 16 日

摘要

- 荣华实业发布 2011 年半年报，上半年公司累计实现主营业务收入 14,280.64 万元，比 2010 年同期下降了 18.85%；实现营业利润 2,416.22 万元，比 2010 年同期增长了 66.9%。实现归属于上市公司股东的净利润 1757.08 万元，比 2010 年同期上升了 1371.88%。每股收益 0.026 元。
- 公司表示今年西北天气较去年同期寒冷，部分管路被冻坏，管道维修影响了产量，同时本期公司适当增加了期末黄金的库存。报告期，浙商矿业共生产黄金 626.78 公斤，销售黄金 463.07 公斤，是销售收入较去年同期下降的主要原因。期末黄金库存占产量的 27.55%。
- 公司淀粉生产线相关资产的搬迁工作进展顺利，新厂区土建工作基本结束，设备拆卸、吊转工作已经全面展开，考虑到荣华工贸整体的搬迁进度，预计新厂区可于 2012 年上半年投入生产。
- 避险和对未来通胀的担忧无疑是黄金投资需求大增的原因。欧美债务危机、美联储维持低利率至 2013 年中期、各国外汇储备多元化和中国对黄金的需求将是未来黄金价格继续上涨的动力和支撑。
- 下调公司 2011 年，2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.09 元、0.13 元和 0.15 元，考虑其资源，维持荣华实业“买入”评级。
- 风险提示：公司主要盈利依赖于黄金，2008 年以来黄金价格大幅上涨，随欧美债务危机结束、通胀得到控制黄金价格有较大下跌风险。

目录

1. 事件 2
2. 点评 2
3. 盈利预测与评级 7

1. 事件

荣华实业发布 2011 年半年报，上半年公司累计实现主营业务收入 14,280.64 万元，比 2010 年同期下降了 18.85%；实现营业利润 2,416.22 万元，比 2010 年同期增长了 66.9%。实现归属于上市公司股东的净利润 1757.08 万元，比 2010 年同期上升了 1371.88%。每股收益 0.026 元。

2. 点评

公司表示今年西北天气较去年同期寒冷，部分管路被冻坏，管道维修影响了产量，同时本期公司适当增加了期末黄金的库存。报告期，浙商矿业共生产黄金 626.78 公斤，销售黄金 463.07 公斤，是销售收入较去年同期下降的主要原因。期末黄金库存占产量的 27.55%。

公司淀粉生产线相关资产的搬迁工作进展顺利，新厂区土建工作基本结束，设备拆卸、吊转工作已经全面展开，考虑到荣华工贸整体的搬迁进度，预计新厂区可于 2012 年上半年投入生产。

黄金历史上就是有别于证券和其他大宗商品的独立资产，在风险管理和资产配置方面有独特作用。2011 年二季度多数股票和大宗商品下跌，而黄金上涨正是黄金作为独立资产的特征反映。

表 1 全球黄金供应与消费

	2007	2008	2009	2010	2011Q1
供应					
矿产金	2029	2057	2353	2586	653.9
官方销售	484	232	34	-76	-129.3
回收金	982	1316	1695	1646	347.5
总供应	3494	3605	4081	4155	872.2
需求					
首饰与制造	2882	2632	2223	2483	689.9
金币金条	444	643	778	1149	366.4
ETF 类	253	321	617	338	-55.9
其它投资等	-75	-206	463	185	-128.2
总需求	3569	3811	4081	4155	872.2

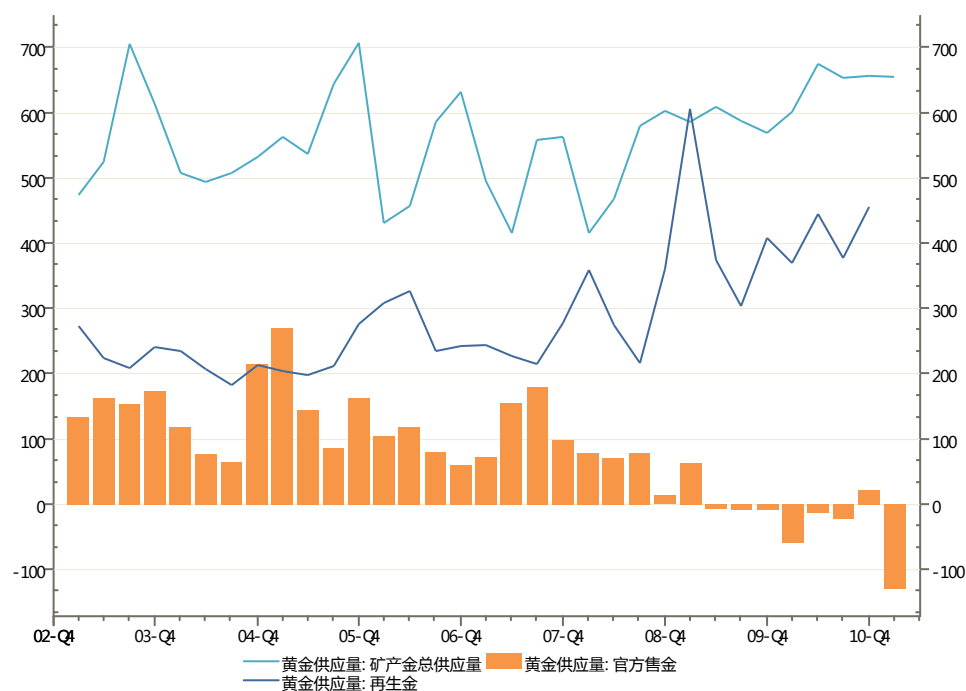
资料来源：WGC 信达证券研发中心

世界黄金协会（WGC）的统计显示，近年全球矿产黄金产量仅小幅增长，2007 年至 2010 年四年间矿产黄金供应仅增加了 557 吨（27.5%），而同期金币和金条的需求大增 705 吨（158.8%），金融危机和对未来通胀的担忧与避险无疑是黄金投资需求大增的原因（表 1）。

事实上，虽然 2007 年至 2010 年矿产金产量有所增加，但按季度矿产金产量看，尽管黄金价格持续上涨，全球季度矿产金产量并未超过 2004 年和 2005 年的高点，表明全球现有矿山矿产金增产难度在加大（图 1）。

对全球经济不确定性和未来通胀的担忧也反映在央行对待黄金的态度上。各国央行长期以来一直是黄金市场主要的供应方，但金融危机以后各国央行的态度发生重大，央行已经由黄金净卖方变为净买方（图 1）。

图 1 全球黄金供应



数据来源: Wind资讯

资料来源: WGC 信达证券研发中心

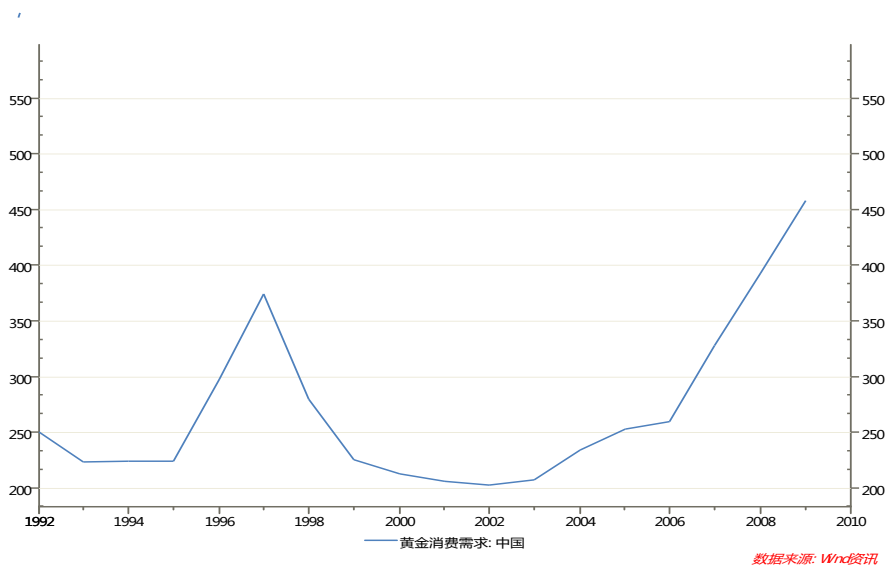
表 2 主要国家黄金占外汇储备的比例

	吨	%外储		吨	%外储
美国	8,133.50	74.70%	韩国	14.4	0.20%
德国	3,401.00	71.70%	欧洲央行	502.1	31.30%
IMF	2,814.00		台湾	423.6	5.00%
意大利	2,451.80	71.40%	葡萄牙	382.5	84.80%
法国	2,435.40	66.10%	委内瑞拉	365.8	64.80%
中国	1,054.10	1.60%	沙特	322.9	3.30%
瑞典	1,040.10	17.60%	英国	310.3	16.50%
俄国	830.5	7.80%	墨西哥	106	4.00%
日本	765.2	3.30%	西班牙	281.6	40.70%
荷兰	612.5	59.40%	奥地利	280	55.40%
印度	557.7	8.70%	比利时	227.5	38.80%
全球	30,683.6		113 国	27,360.7	11.6%

资料来源: WGC 信达证券研发中心

金融危机和欧美债务危机以来，外汇储备多元化是各国外汇储备风险管理的重要内容。从 2011 年 7 月 WGC 报告看，中国的外汇储备虽然世界第一，但黄金仅占 1.6%，远低于主要发达国家和新兴经济国家，也远低于 WGC 报告统计的 113 个国家的平均值 11.6%。我们认为，欧美债务危机将加大中国外汇储备管理的风险，作为独立资产，中国可能在外汇储备多元化中增加黄金的持有。

图 2 中国黄金年度消费



资料来源: WGC 信达证券研发中心

图 4 中国黄金季度消费



资料来源: WGC 信达证券研发中心

除中国外汇储备可能增加黄金持有外，随经济的发展，特别是国内开放个人黄金投资后，中国的黄金消费需求快速上升，金融危机以来中国的黄金消费需求更是上升加速（图 2，图 3）。2010 年中国消费占全球的 13.95%，已经成为全球第二大黄金消费国，考虑人均黄金持有，中国的黄金消费潜力巨大。

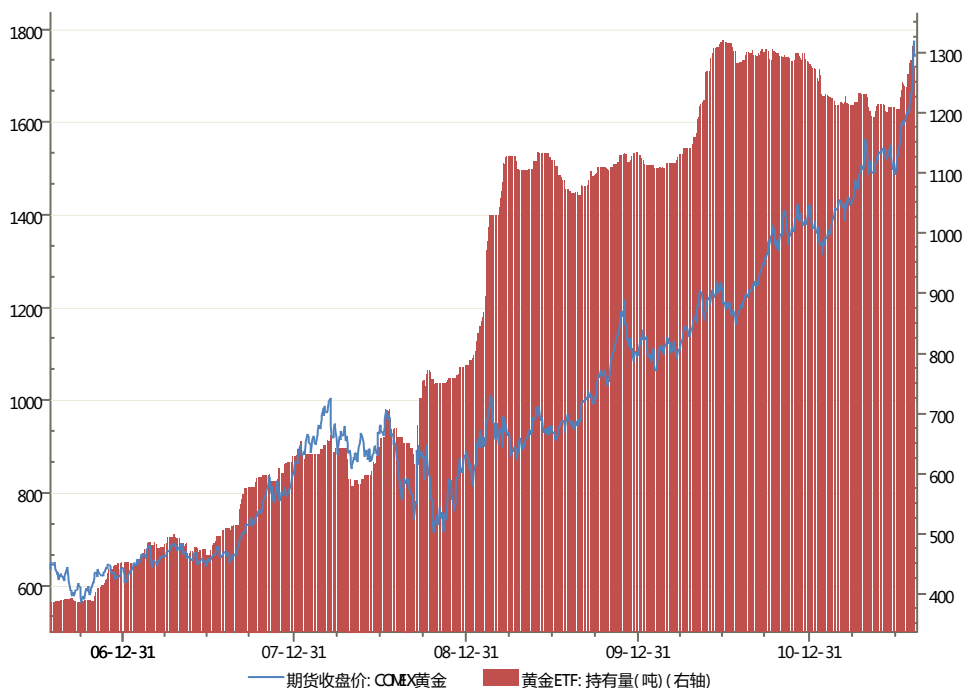
从 2005 年以来国内黄金生产与消费统计来看（表 3），国内生产的黄金不能满足消费需求，近年缺口在加大。我们认为，与其它大宗商品相比，全球黄金市场规模较小，随着中国生活水平的提高，黄金消费将保持较快增长，未来几年，中国将是黄金价格上涨的重要推动力之一。

表 3 中国黄金生产与消费

	黄金消费需求	产量(黄金协会)
2005	253.10	224.05
2006	259.60	240.08
2007	327.80	270.49
2008	392.70	282.01
2009	457.70	313.98
2010	579.50	340.88
2011 上半年		164.42

资料来源：Wind 信达证券研发中心

图 4 COMEX 黄金价格与 SPDR 持仓



数据来源: Wnd资讯

资料来源：Wind 信达证券研发中心

近期全球经济复苏步伐放缓，欧洲和美国债务问题逐步显现，全球金融市场动荡，出于避险，黄金价格和 ETF 持仓均创历史记录（图 4）。面对主权债被降级和高失业率，美联储发表声明，要维持美国的低利率至 2013 年中期。我们认为，要维持低利率，美联储将不得不购买政府债券，进一步释放流动性，包括黄金在内的大宗商品价格将可能由于泛滥的货币而继续上涨。

图 5 主要国家 CPI 同比变化



数据来源: Wind 资讯

资料来源: Wind 信达证券研发中心

2008 年四季度以来，各国扩张的货币和财政政策导致新兴市场国家出现较高的通货膨胀。由于全球经济的一体化，目前通货膨胀开始向发达国家扩散（图 5）。我们认为，未来几年即使全球经济复苏和发展走上正轨，扩张政策引起的通胀可能难以迅速消除，黄金的价格仍将可能随货币贬值而上涨。

3. 盈利预测与评级

下调公司 2011 年，2012 年和 2013 年 EPS 分别为 0.09 元,0.13 元和 0.15 元，考虑其资源，维持荣华实业“**买入**”评级。

表 4：盈利预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	86	406	983	1304	
现金	4	326	822	1169	
应收账款	0	0	0	0	
其它应收款	7	10	14	12	
预付账款	35	53	80	107	
存货	39	16	66	16	
其他	0	1	1	1	
非流动资产	1313	997	628	365	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	372	635	604	487	
无形资产	134	86	36	-14	
其他	807	276	-12	-108	
资产总计	1399	1403	1611	1669	
流动负债	507	457	582	545	
短期借款	14	71	83	56	
应付账款	52	84	141	120	
其他	441	302	358	369	
非流动负债	5	6	2	-1	
长期借款	0	2	-2	-5	
其他	5	4	4	4	
负债合计	512	463	584	544	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	666	666	666	666	
资本公积	219	219	219	219	
留存收益	-5	54	141	240	
归属母公司股东权益合计	886	939	1026	1125	
负债和股东权益	1399	1403	1611	1669	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	112	9	196	182	
净利润	6	59	87	99	
折旧摊销	98	61	73	70	
财务费用	5	1	1	-1	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	1	-103	33	20	
其它	3	-9	2	-6	
投资活动现金流	112	260	295	193	

资本支出	28	-237	-272	-171
长期投资	0	-1	0	-0
其他	140	23	23	23
筹资活动现金流	-85	-19	-77	-84
短期借款	-150	57	12	-27
长期借款	0	-4	-5	-3
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	65	-72	-84	-54
现金净增加额	-1	251	414	291

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	339	465	680	720
营业成本	207	285	400	400
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	1	0	0	0
管理费用	98	102	165	192
财务费用	5	1	1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	28	77	115	130
营业外收入	1	4	3	3
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	29	79	116	132
所得税	23	20	29	33
净利润	6	59	87	99
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	6	59	87	99
EBITDA	131	139	188	199
EPS (元)	0.01	0.09	0.13	0.15

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	0.92	0.37	0.46	0.06
营业利润	(0.78)	1.75	0.49	0.13
净利润	(0.95)	9.17	0.47	0.13

获利能力

毛利率	39.0%	38.7%	41.2%	44.4%
净利率	1.7%	12.8%	12.8%	13.7%
ROE	0.7%	6.3%	8.5%	8.8%

ROIC	3.8%	11.8%	45.8%	-539.0%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	32.7%	36.0%	32.3%
净负债比率				
流动比率	0.17	0.89	1.69	2.39
速动比率	0.09	0.85	1.57	2.36
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.33	0.45	0.44
应收账款周转率	71352	23791	31717	42287
应付账款周转率	2.87	4.17	3.54	3.06
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.09	0.13	0.15
每股经营现金流	0.17	0.01	0.29	0.27
每股净资产	1.33	1.41	1.54	1.69
估值比率				
P/E	1740.78	171.09	116.42	102.99
P/B	11.47	10.82	9.90	9.03
EV/EBITDA	78	73	54	51

资料来源: Wind 信达证券研发中心

风险提示: 公司主要盈利依赖于黄金, 2008 年以来黄金价格大幅上涨, 随欧美债务危机结束、通胀得到控制黄金价格有较大下跌风险。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102