

有色金属冶炼II

辰州矿业(002155.SZ)/32.03 元

价格驱动业绩，储量、产量有序增长

事项

近日我们调研了辰州矿业，与公司人员进行了交流。

主要观点

- 得天独厚的金锑钨伴生矿，成本优势明显。**公司拥有的主要矿产资源，是全球罕见的金锑钨伴生大型矿床。通过独特的采选工艺，可同时分离出金精矿、锑金精矿、白钨精矿三种矿产品，因此具有很强的成本优势。2010年，公司金、锑、钨三种产品的毛利率分别为 30%、35%、48%，自给率分别达到 48%、70%、100%。
- 价格驱动业绩，三驾马车同时发力。**2010 年和 2011 年至今，三大产品价格持续上涨，驱动公司业绩大幅增长。据公司披露，2010 年业绩增长 111%，2011 年前三季业绩预增 180%-230%。我们认为：在全球经济动荡和通胀的背景下，11-12 年金价有望维持高位；同时由于锑、钨金属的稀缺性，以及中国对供给的限制，锑、钨价格长期上涨是大概率事件。产品价格将继续驱动公司业绩。

表格 1 三大产品价格连年上涨

品种（元/吨）	2009 年	2010 年	涨幅（%）	11 年 1-8 月	涨幅（%）
黄金（元/克）	215	267	24%	317	19%
精锑	35436	61223	73%	94328	54%
钨精矿	64328	86594	35%	137954	59%

数据来源：华创证券

- 业绩的内生性增长依赖于自产矿金属量的提高。**根据公司披露的扩产计划，甘肃加鑫金矿的 1000 吨/日采选工程，将于 2011 年 10 月底试车。我们预计，该项目达产后可贡献 0.8-1 吨的黄金产量，将是中短期内公司自产矿的主要增长点。
- 内部挖潜，储量大幅提高。**公司自 2007 年 IPO 以来，利用募集资金对所控矿权进行资源勘查，至 2010 年底，三种金属储量均获得大幅提高。

表格 2 公司保有资源储量大幅增长

	金	锑	钨
2006 年中	21.1 吨	12.4 万吨	1.7 万吨
2010 年底	41.6 吨	19.4 万吨	4.5 万吨

数据来源：公司资料

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018
联系人：何杰
Tel：0755-82828521
Email：hejie@hczq.com

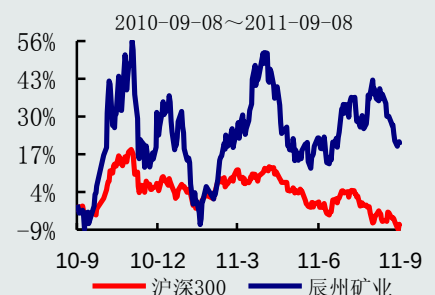
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	54740
流通 A 股/B 股(万股)	54725/0
资产负债率(%)	28.85
每股净资产(元)	4.01
市盈率(倍)	63.16
市净率(倍)	7.99
12 个月内最高/最低价	45.6/24.85

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

5. **公司十二五规划提升增储预期。**公司积极还积极寻找新的资源基地，寻求外延式扩张，仅 2011 年上半年就考察资源基地 23 个。根据公司出台的十二五发展规划，公司预计十二五期间，产量、收入、净利润、新增储量（除去消耗）的环比增长均不低于 15%。由于 2006-2010 年，公司金、锑、钨的储量分别增加 20.5 吨、7 万吨、2.8 万吨。据此，我们判断，11-15 年，公司三种金属储量净增长将分别在 23.6 吨、8.1 万吨、3.2 万吨以上。
6. **期待集团资产注入。**公司直接控股股东—湖南金鑫黄金集团。下属的黄金洞矿业、宝山有色分别以金锑钨矿、铅锌矿的采选为主业。我们不排除未来集团资产注入的预期。

表格 3 集团下属资产

子公司	集团占股	生产情况
黄金洞矿业	100%	金锑钨矿，1500 吨/日采选能力
宝山有色	50%	铅锌铜矿、金银矿，铅锌矿产量 15.7 万吨/年

数据来源：公司资料、华创证券整理

盈利预测

预计公司 11/12/13 年 EPS 为 1.20/1.50/1.82 元，对应 PE 为 27/22/18 倍。

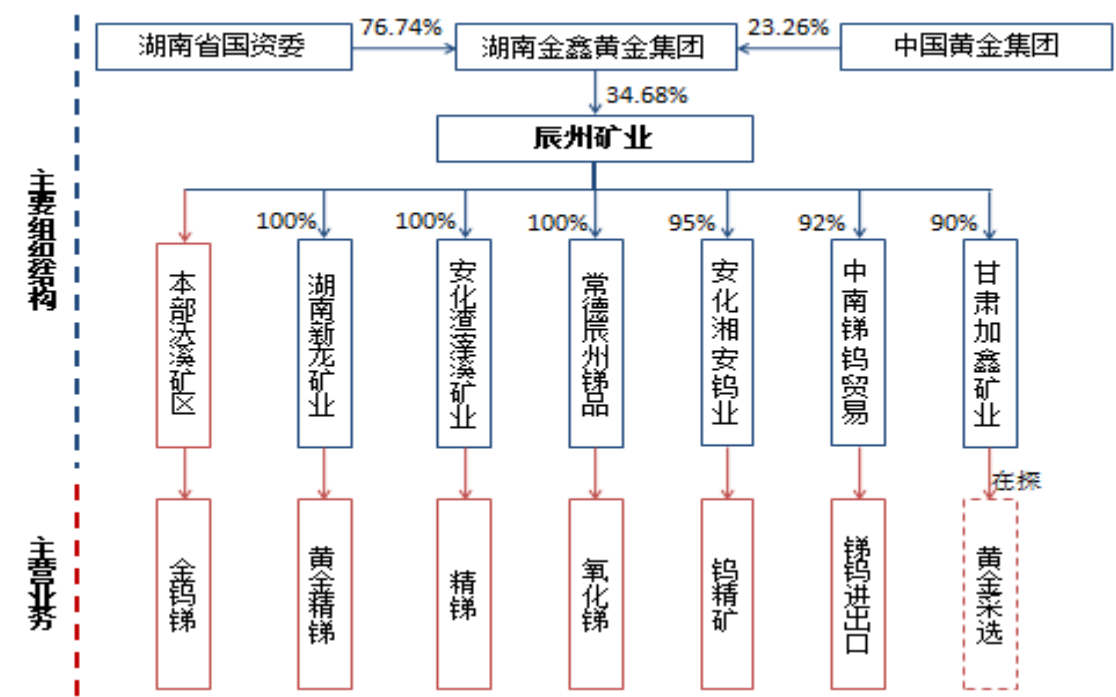
我们相对看好 11-12 年金价，以及锑钨行业整顿对价格的长期支撑；而公司储量、自产矿的有序增长，保证了资源扩张对公司价值的提升。因此首次关注并给予推荐评级。

风险提示

产品价格大幅波动的风险。

1. 公司由国资控股，金、锑、钨业务为主

图表1. 公司由国资控股，主营业务涵盖金锑钨三大品种（2011 半年报）

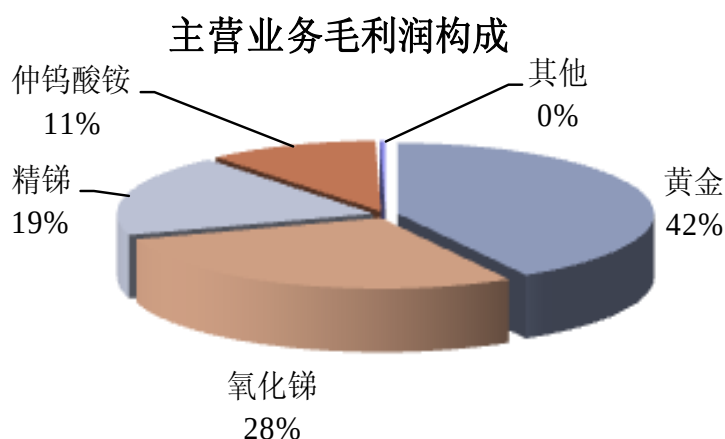


数据来源：公司资料、华创证券

2. 金、锑业绩贡献大，价格驱动业绩

2010 年，公司金、锑品对毛利润贡献分别达到 42%和 47%，钨品为 11%。

图表2. 金、锑是业绩贡献的主力（2010 年报）



数据来源：公司资料、华创证券

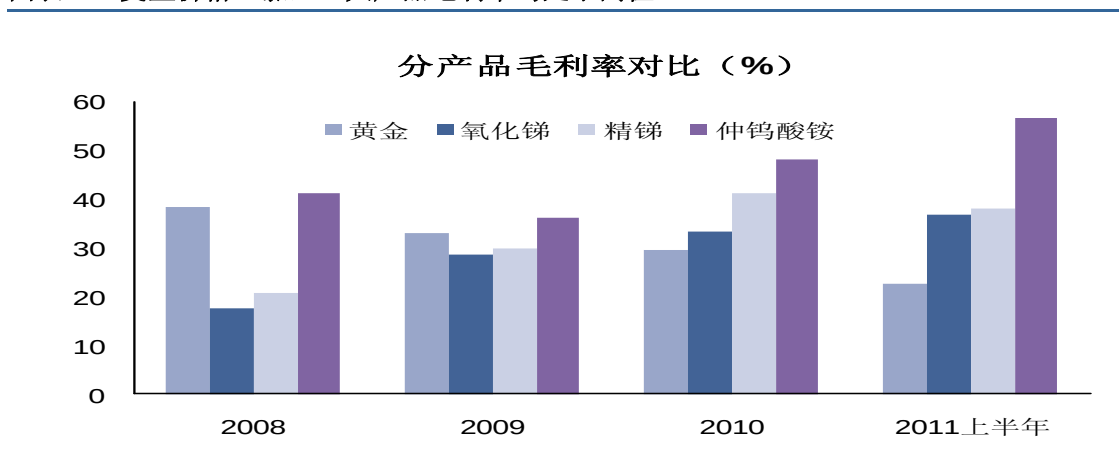
从近三年产品毛利率看，价格是公司盈利能力的绝对驱动力。在近两年金锑钨价格大幅上涨的背景下，公司毛利率连年高企。其中，2011 年中报，黄金产品毛利率下降的原因是自产金比例的下降（48.5%下降至 38.9%）。

图表3. 2011 年以来三种产品均价大幅上涨

	2009 年	2010 年	涨幅 (%)	2011 年 1-8 月	涨幅 (%)
黄金 (元/克)	215	267	24%	317	19%
精锑 (元/吨)	35436	61223	73%	94328	54%
钨精矿 (元/吨)	64328	86594	35%	137954	59%

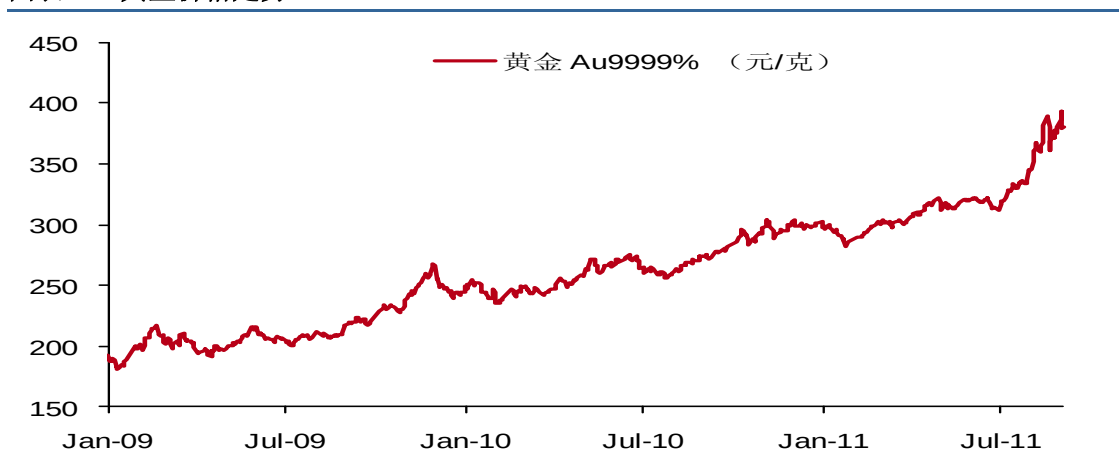
数据来源: 华创证券

图表4. 受益价格上涨, 三大产品毛利率均处于高位



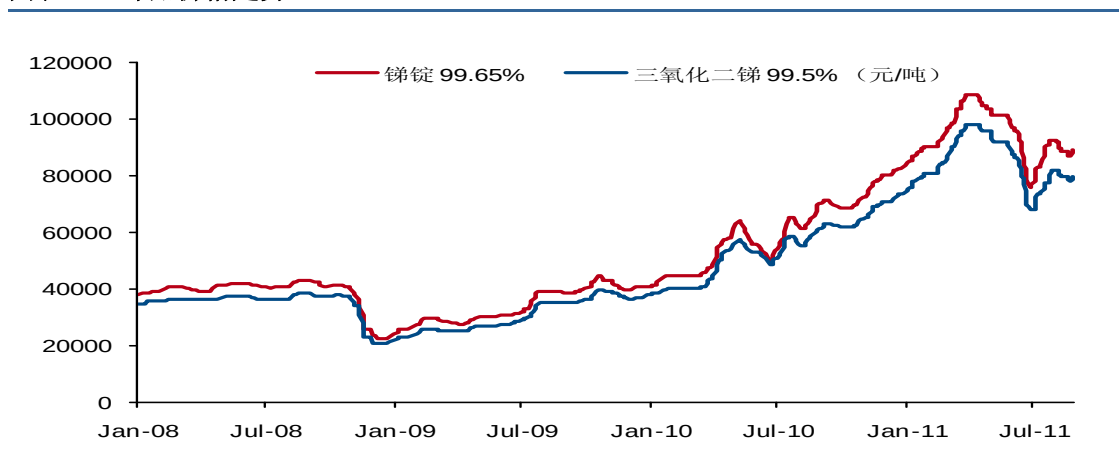
数据来源: 公司资料、华创证券

图表5. 黄金价格走势



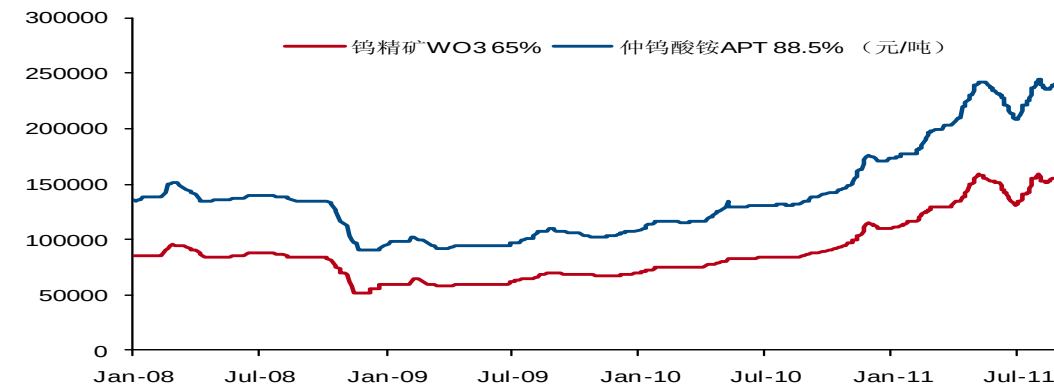
数据来源: wind

图表6. 锑品价格走势



数据来源: 亚洲金属网

图表7. 钨品价格走势



数据来源：亚洲金属网

3. 业绩的内生性增长依赖于自产矿金属量的提高。

由于金、锑、钨均属于稀缺类金属，而其冶炼工艺较简单，附加值不高，因此，绝大部分利润集中在采选环节。自产矿金属量的增加，是未来公司利润增长主要的内生性来源。2010年公司金、锑、钨三种金属自产量分别为 2.456、16651、2042 吨。

根据公司披露的扩产计划，甘肃加鑫金矿的 1000 吨/日采选工程，将于 2011 年 10 月底试车。我们预计，该项目达产后可贡献 0.8-1 吨的黄金产量，将是中短期内公司自产矿的主要增长点。

图表8. 辰州矿业现有储量及矿产量（2010）

品种	储量	矿产量	静态储采比	国内矿产占有率
黄金（千克）	41643	2456	17	0.9%
钨（吨）	44828	2042	22	1.8%
锑（吨）	194252	16651	12	14.5%

数据来源：公司资料、华创证券

图表9. 辰州矿业近期产能扩张项目

产区	进度	项目	产能增加
安化渣滓溪	8 月底试生产	精锑扩建	2200 吨/年
甘肃加鑫	10 月底试车	新建金矿采选	1000 吨/天
常德锑品	8 月试生产	氧化锑扩建	1.5 万吨/年
本部	准备期	新建乙二醇锑	2000 吨/年

数据来源：公司资料、华创证券

4. 内部挖潜，储量大幅增长。

公司自 2007 年 IPO 以来，利用募集资金对所控矿权进行资源勘查，至 2010 年底，三种金属储量均获得大幅提高。

图表10. 公司保有资源储量大幅增长

	金	锑	钨
2006 年中	21.1 吨	12.4 万吨	1.7 万吨
2010 年底	41.6 吨	19.4 万吨	4.5 万吨

数据来源：公司资料

5. 公司十二五规划提升增储预期。

公司积极还积极寻找新的资源基地，寻求外延式扩张，仅 2011 年上半年就考察资源基地 23 个。根据公司出台的十二五发展规划，公司预计十二五期间，产量、收入、净利润、新增储量（除去消耗）的环比增长均不低于 15%。由于 2006-2010 年，公司金、铋、钨的储量分别增加 20.5 吨、7 万吨、2.8 万吨。据此，我们判断，11-15 年，公司三种金属储量净增长将分别在 23.6 吨、8.1 万吨、3.2 万吨以上。

6. 集团下属资产有注入预期

图表11. 湖南金鑫集团下属优质资产

子公司	集团占股	生产情况
黄金洞矿业	100%	金铋钨矿，1500 吨/日采选能力
宝山有色	50%	铅锌铜矿、金银矿，铅锌矿产量 15.7 万吨/年

数据来源：公司资料、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1324	2450	3153	4020
现金	654	1419	2002	2747
应收账款	75	125	143	157
其它应收款	73	86	87	82
预付账款	66	55	53	57
存货	306	461	522	587
其他	150	304	346	392
非流动资产	1816	1758	1672	1545
长期投资	23	10	13	15
固定资产	1076	997	922	847
无形资产	331	372	383	366
其他	386	379	354	318
资产总计	3139	4208	4825	5566
流动负债	997	1504	1481	1412
短期借款	60	362	339	254
应付账款	56	233	206	214
其他	881	910	936	945
非流动负债	97	83	101	119
长期借款	50	52	59	79
其他	47	31	42	40
负债合计	1094	1587	1582	1530
少数股东权益	46	47	48	50
股本	547	547	547	547
资本公积金	1038	1038	1038	1038
留存收益	412	989	1610	2401
归属母公司股东权益	1997	2574	3195	3986
负债和股东权益	3139	4208	4825	5566

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	547	625	865	1031
净利润	191	660	820	997
折旧摊销	189	144	157	158
财务费用	31	-15	-26	-49
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	-21	-169	-89	-73
其它	156	4	3	-1
投资活动现金流	-319	-95	-95	-66
资本支出	356	0	0	0
长期投资	3	-12	3	2
其他	40	-108	-92	-64
筹资活动现金流	110	236	-187	-221
短期借款	-535	302	-23	-85
长期借款	50	2	7	20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-4	0	0	0
其他	600	-67	-172	-155
现金净增加额	338	765	583	744

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2879	4478	5089	5759
营业成本	1922	3071	3477	3910
营业税金及附加	26	50	50	58
营业费用	22	54	53	58
管理费用	386	400	410	420
财务费用	31	-15	-26	-49
资产减值损失	162	30	20	20
公允价值变动收益	-0	-2	-2	-1
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	329	886	1102	1341
营业外收入	9	20	20	20
营业外支出	50	14	14	14
利润总额	288	892	1108	1347
所得税	97	232	288	350
净利润	191	660	820	997
少数股东损益	-27	1	1	1
归属母公司净利润	218	659	819	995
EBITDA	548	1015	1233	1450
EPS（元）	0.40	1.20	1.50	1.82

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	70.1%	55.5%	13.6%	13.2%
营业利润	114.7%	169.3%	24.4%	21.7%
归属母公司净利润	111.0%	202.4%	24.2%	21.5%
获利能力				
毛利率	33.3%	31.4%	31.7%	32.1%
净利率	7.6%	14.7%	16.1%	17.3%
ROE	10.9%	25.6%	25.6%	25.0%
ROIC	14.8%	37.0%	45.6%	56.6%
偿债能力				
资产负债率	34.8%	37.7%	32.8%	27.5%
净负债比率	10.06%	26.05%	25.16%	21.70%
流动比率	1.33	1.63	2.13	2.85
速动比率	1.02	1.32	1.78	2.43
营运能力				
总资产周转率	0.98	1.22	1.13	1.11
应收帐款周转率	46	45	38	38
应付帐款周转率	27.11	21.31	15.86	18.64
每股指标(元)				
每股收益	0.40	1.20	1.50	1.82
每股经营现金	1.00	1.14	1.58	1.88
每股净资产	3.65	4.70	5.84	7.28
估值比率				
P/E	81.16	26.84	21.61	17.78
P/B	8.86	6.87	5.54	4.44
EV/EBITDA	31	17	14	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801