



分析师：关健鑫

执业证书编号：S0050510120016

Tel：010-59355985

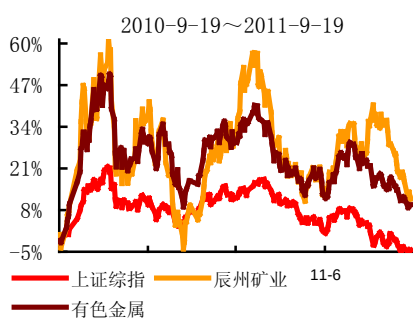
Email：guanjx@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)**有色金属****投资评级**

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	40

市场数据

市价(元)	30.04
上市的流通A股(亿股)	5.47
总股本(亿股)	5.47
52周股价最高最低(元)	25.88-45.6
上证指数/深证成指	2482.34/10878.23
2010年股息率	0.59%

52周相对市场表现**相关研究**

《夯实发展基础，实现新的跨越》

2011-08-02

《铋钨业务既做出了特色、又保障了盈利》

2010-08-17

《黄金业务盈利突出、铋钨组合打造特色》

2010-05-31

辰州矿业(002155.SZ)**业绩快速增长，资源迅速扩张****投资要点**

● 1、产品价格驱动业绩快速增长。自去年以来黄金、铋和钨三种金属价格屡创新高，目前仍处于历史高位区域，尤其是铋和钨等小金属品种，价格涨幅超出想象，据公司领导介绍，公司生产的铋、钨产品的销售畅快，并未出现此前媒体报道的“有价无市”现象。仅就2011年上半年而言，公司实现归属于母公司股东的净利润27,762.18万元，同比增长320.26%。

● 2、实施积极资源占有方针。“十二五”期间，其大股东将始终坚持把矿产资源摆在优先发展地位，坚定不移地实施积极资源占有方针，立足湖南、面向全国。我们认为，辰州矿业将始终贯彻坚持“积极的资源占有”战略，例如一批老矿区探矿增储效果明显，与地质队开展密切合作等等，毫无疑问，公司在对资源成功占有后，在二级市场上必将增强公司的投资价值。

● 3、部分子公司被寄以厚望。公司旗下的盈利大户多数以铋品、钨品的子公司为主。在探矿增储、生产基地建设等方面给予了大力的支持，足以证明这些子公司在辰州矿业的发展过程中要承担更多的责任。

● 4、十二五开局之年，公司跨越式发展的新起点。目前，金铋钨产品价格均处于历史高位，产品产量也保持稳定增长，业绩保持大幅增长，预计2011-2013年EPS分别是1.17元、1.53元和1.94元。目前A股市场重心不断下移，导致公司股价风险得以释放，进一步增强了吸引力，给予公司“买入”评级。资源扩张将成为公司未来发展的重要亮点，当前铋行业政策的严厉程度直追稀土行业，采、探矿权均不新发，在此背景下，公司若能成功实施资源占有战略，必将改写铋行业格局，从而强化行业定价权。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2879.50	4664.79	6530.71	8816.45
增长率(%)	70.14	62.00	40.00	35.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	217.98	643.80	837.73	1065.14
增长率(%)	111.00	195.35	30.12	27.15
毛利率(%)	33.26	38.95	40.38	41.24
净资产收益率(%)	10.90	23.93	23.74	23.19
EPS(元)	0.40	1.18	1.53	1.95
P/E(倍)	75.44	25.54	19.63	15.44
P/B(倍)	8.58	6.22	4.72	3.62

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、产品价格驱动业绩快速增长.....	3
二、实施积极资源占有方针	5
（一）老矿区：旧貌已换新颜	5
（二）立足湖南、面向全国	5
三、部分子公司被寄以厚望	6
四、适当延伸铋产业链，增加产品附加值.....	7
五、十二五开局之年，公司跨越式发展的新起点.....	7
六、风险提示	7

图表目录

图 1：国际金价走势	3
图 2：国内铋价走势	3
图 3：国内钨价走势	4
图 4：湖南金鑫黄金集团公司旗下子公司省内布局.....	6
 表 1 旗下部分子公司 2011 年上半年盈利情况.....	6
 附录：财务预测表	8

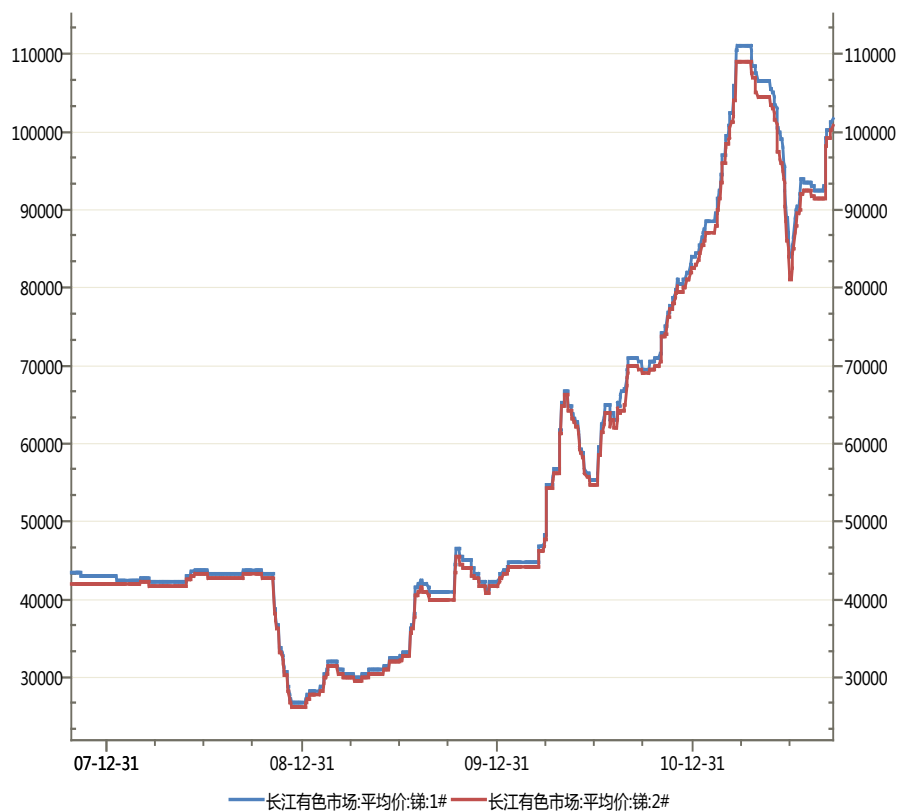
一、产品价格驱动业绩快速增长

公司主要产品为黄金、铋和钨三种金属，自去年以来黄金、铋和钨三种金属价格屡创新高，目前仍处于历史高位区域，尤其是铋和钨等小金属品种，价格涨幅超出想象，据公司领导介绍，公司生产的铋、钨产品的销售畅快，并未出现此前媒体报道的“有价无市”现象。仅就 2011 年上半年而言，公司实现合并销售收入 196,041.39 万元，同比增长 78.96%；实现归属于母公司股东的净利润 27,762.18 万元，同比增长 320.26%。若金铋钨金属产品价格保持现有水平的话，我们预计公司全年业绩增幅也将超过 150%以上，当然这只是一相对静态的预测，我们认为，全球经济增速放缓，欧债危机阴霾不散，美联储重启 QE3 预期增强将使得金价进一步创出历史新高，同时，铋和钨金属在国内行业政策的刺激作用下，也有望走高，因此，我们对公司全年业绩预测采取了较为乐观的假设前提，从而得到的业绩增速范围大概在 180%至 200%之间。

图 1：国际金价走势



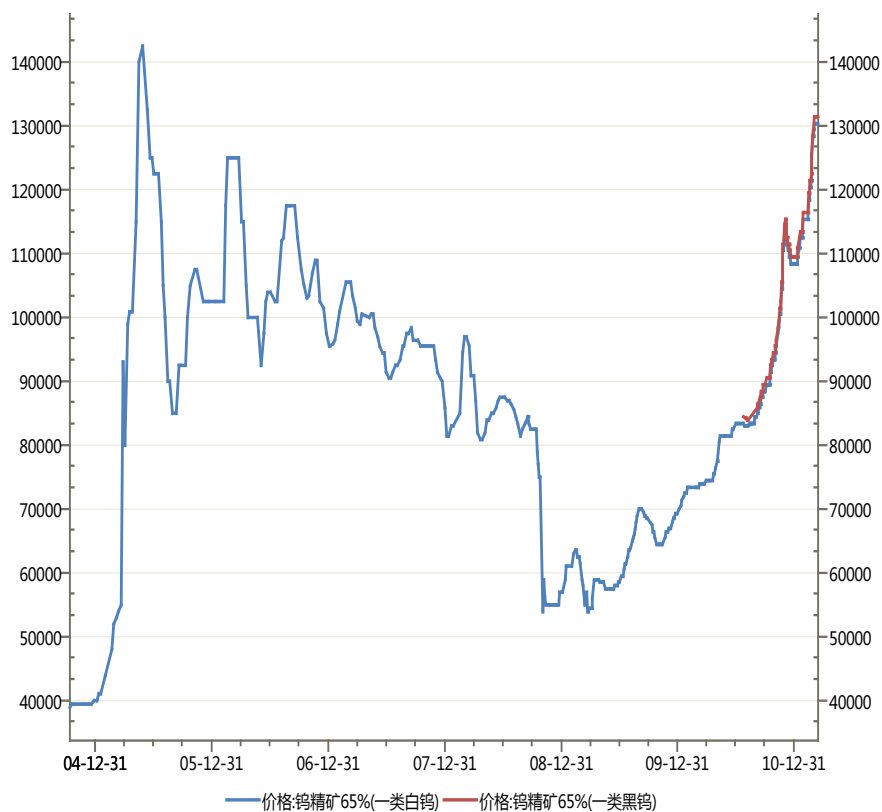
图 2：国内铋价走势



数据来源:Wind资讯

数据来源:民族证券

图 3: 国内钨价走势



数据来源:Wind资讯

数据来源：民族证券

二、实施积极资源占有方针

据一些公开资料显示，辰州矿业的大股东湖南省金鑫黄金有限公司在“十二五”期间，将始终坚持把矿产资源摆在优先发展地位，坚定不移地实施积极资源占有方针，立足湖南、面向全国、探索国外。采取“探矿增储”、“资源整合”、“矿产品贸易”等方式，提高矿山储量，拓展资源基地，扩大市场份额。

我们认为，辰州矿业作为湖南省金鑫黄金有限公司旗下重要的子公司，也将始终贯彻坚持“积极的资源占有”战略，并且从近一年来公司发展的过程来看，也确实在努力践行这一战略，例如一批老矿区探矿增储效果明显，与地质队开展密切合作等等，毫无疑问，公司在对资源成功占有后，在二级市场上必将增强公司的投资价值。

（一）老矿区：旧貌已换新颜

湖南辰州矿业股份有限公司前身是冶金工业部湘西金矿，位于湖南省沅陵县境内，具有 130 多年的黄金开采历史。其中，公司本部沃溪矿区属我国早期主要的黄金生产基地之一，公司目前是国内十大黄金矿山开发企业之一，也是全球第二大开发锑矿和国内主要的开发钨矿的公司。

可以看出，公司旗下部分矿山历史悠久，由于开采时间较长，部分矿山成为了“危机矿山”，即在现有开采利用技术、开采能力条件下，保有可采储量的服务年限不足 5 年（严重危机）、10 年（中度危机）、15 年（轻度危机）的国有大中型矿山。

但在 2007 年湖南省地勘局承担全国危机矿山接替资源找矿项目后，运用新的找矿理论，综合找矿手段及方法，取得了找矿的重大突破。例如，平江县黄金洞金矿在矿区的外围或深部又发现 7 条金矿脉，有望进一步勘查确定成矿远景区；安化县渣滓溪锑（钨）矿区深部找矿前景巨大，相当于新增了一处大型锑矿；新邵县龙山金锑矿新增金、锑资源储量均达到中型规模，延长服务年限超过 10 年。

此外，公司也在这些老矿区加大采选项目建设，并且均被列为公司的重点工程和重点投资项目，如（1）安化渣滓溪 5000 吨/年精锑扩建工程基本完成，待配套项目完工后即可完全达产，目前只是原有 3000 吨/年的产能在正常运转；（2）湘安钨业尾砂胶结充填工程均如期开工，工程形象进度达到公司要求；（3）甘肃加鑫新建 1000 吨/日采选系统一期工程 and 井下配套工程。这也足以体现出老矿区旧貌换新颜。

（二）立足湖南、面向全国

上半年，公司大股东成功入主湖南宝山有色金属矿业有限责任公司，通过重组加大了金鑫黄金集团对郴州有色金属资源的控制力度，同时，从政策层面来看，湖南省也是非常鼓励这种方式的资源整合，可见，“立足湖南、面向全国”的战略方针是具有可行性的。湖南省是我国重要的有色金属生产基地，省内大小矿区较多，这为公司获取资源方面提供重要的前提条件。此外，公司继续加强与地质队和地勘单位的合作，积极寻找新的资源基地，共考察资源基地 23 个。如公司在 2010 年 12 月发布公告称，与湖南省地质矿产勘查开发局四一三队（以下简称“四一三队”）合资组建新疆辰州矿产投资有限公司。该公司注册资本 2,000 万元，其中公司以自有资金出资 1,600 万元，占注册资本的 80%，四一三队出资 400 万元，占注册资本的 20%。新公司成立后，将与四一三队签署协议收购其拥有的新疆地区十一个探矿权，上述

探矿权总面积 213.73 平方公里，主要矿种为金、铜矿。

图 4: 湖南金鑫黄金集团公司旗下子公司省内布局



数据来源：民族证券

三、部分子公司被寄以厚望

目前，公司拥有的资源主要是以黄金、铋、钨为主，我们将其与同行业内的公司进行了比较发现，公司的黄金、钨资源规模较小，而铋资源规模较大，仅次于湖南有色（H股）。我们在公司旗下众多子公司当中选出部分盈利能力较强的公司。详见表 1。

(1) 新龙矿业合并生产含量金 242 千克, 同比下降 22.88%, 产含量锑 2476 吨, 同比下降 19.44%, 产精锑 1921 吨, 同比下降 9.70%, 合并实现营业收入 42,289.42 万元, 同比增长 94.46%, 净利润 11,670.53 万元, 同比增长 157.78%。

(2) 湖南安化渣滓溪矿业有限公司，报告期内，共产精锑 1567 吨，同比下降 3.09%，实现营业收入 7,473.40 万元，同比增长 45.51%，净利润 2,080.32 万元，同比增长 423.31%。

(3) 常德辰州锑品有限责任公司，报告期内，共产氧化锑 6354 吨，同比下降 1.30%，实现营业收入 39,166.84 万元，同比增长 61.87%，净利润 1,198.00 万元，同比增长 91.22%。

(4) 湖南安化湘安钨业有限责任公司, 报告期内, 共产钨精矿 879 标吨, 同比下降 8.08%, 产含量金 22 千克, 同比增长 5.25%, 实现营业收入 10,308.36 万元, 同比增长 72.11%, 净利润 2,839.70 万元, 同比增加 674.87%,

表 1 旗下部分子公司 2011 年上半年盈利情况

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	净利润（万元）		
			2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	同比变动比例
湖南新龙矿业有限公司	20000	100.00	11670.53	4527.27	157.78%
湖南安化渣滓溪矿业有限公司	5000	100.00	2080.32	397.53	423.31%
常德辰州锑品有限公司	8000	100.00	1198.00	626.49	91.22%
湖南安化湘安钨业有限责任公司	3670	95.00	2839.70	-493.97	674.87%

资料来源：公司半年报 民族证券

可以看出，公司旗下的盈利大户多数以锑品、钨品的子公司为主。并且从这些子公司的注册资本来看，也是较其他公司具有非常明显的规模优势，足以证明这些子公司在辰州矿业的发展过程中要承担更多的责任。另外，从辰州矿业实施的重点工程和重点投资项目来看，多数也是围绕这几家子公司而展开了，这也说明对它们寄予了厚望。

四、适当延伸锑产业链，增加产品附加值

据中报披露显示，年产 2000 吨乙二醇锑项目已完成开工前的准备工作。乙二醇锑主要是由氧化锑制的，其氧化锑至乙二醇锑的转换比例大概为 1: 2。乙二醇锑是近年来国际上倍受推崇的最新一代聚酯用有机锑系催化剂，乙二醇锑作为聚酯生产的缩聚催化剂最早由美国杜邦公司实现了应用，作为 PET 催化剂，具有催化活性高、产品色相纯正等优点，应用前景日渐看好，具有极为广阔的市场空间。

五、十二五开局之年，公司跨越式发展的新起点

2011 年是十二五的开局之年，公司也迈入了一个新的发展阶段。目前，黄金、锑、钨等产品价格均处于历史高位，与此同时，公司各主要产品产量也将保持稳定的增长趋势，这将使得公司业绩大幅增长，预计 2011 年-2013 年的 EPS 分别是 1.17 元、1.53 元和 1.94 元。目前 A 股市场重点不断下移，导致公司股价风险得以释放，进一步增强了吸引力。我们依然给予公司“买入”评级。与此同时，公司资源扩张将成为公司未来发展的重要亮点，尤其当前锑行业政策的严厉程度直追稀土行业，采矿权和探矿权均不新发，在此背景下，公司若能成功实施资源占有战略，必将改写锑行业格局，从而强化行业定价权，作为 A 股当中唯一的锑资源标的，也将享受一定的稀缺资源溢价。

六、风险提示

- 1、公司在新疆等外省的矿业权投资存在的风险要明显高于省内投资项目。
- 2、黄金、锑、APT 价格出现大幅度波动将影响公司盈利。
- 3、与国内同类公司（旗下子公司众多）比较，公司管理费用占营业收入的比例较高，由于管理费用的高企，公司的业绩将会出现一定缩水，有待于提高公司管理效率，降低费用。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1323.62	829.62	1138.51	477.72
现金	655.74	-562.42	-642.99	-1792.41
应收账款	222.22	298.20	451.59	617.88
其他应收款	66.43	133.38	162.60	209.82
预付账款	73.11	229.19	295.81	352.12
存货	306.11	731.27	871.50	1090.30
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1815.55	3101.45	4348.54	6151.48
长期投资	22.73	22.73	22.73	22.73
固定及无形资产	1520.43	2531.96	3671.63	5198.33
其他	272.39	546.77	654.17	930.42
资产总计	3139.17	3931.08	5487.05	6629.20
流动负债	995.48	1086.69	1783.08	1803.20
短期借款	60.00	60.00	60.00	60.00
应付账款	71.36	193.72	209.17	304.61
其他	864.12	832.97	1513.91	1438.59
非流动负债	97.00	153.91	175.76	232.65
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00
其他	47.00	103.91	125.76	182.65
负债合计	1092.48	1240.59	1958.84	2035.84
少数股东权益	46.22	46.22	46.22	46.22
归属母公司股东权益	2000.47	2644.26	3481.99	4547.14
负债和股东权益	3139.17	3931.08	5487.05	6629.20

现金流量表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,083.48	294.83	1,636.33	1,266.65
净利润	191.13	643.80	837.73	1,065.14
资产减值损失	161.51	121.28	195.92	329.42
折旧摊销	188.86	282.22	432.66	595.99
公允价值变动收益	0.04	0.04	0.04	0.04
财务费用	30.53	46.65	84.90	123.43
投资损失	1.88	1.88	1.88	1.88
营运资本变化	518.08	-754.24	111.00	-797.92
递延税款变化	-8.56	-46.81	-27.81	-51.33
投资活动现金流	-151.24	-1,522.60	-1,654.32	-2,349.42
资本支出	-132.39	-1,520.68	-1,652.40	-2,347.49
其他投资	-18.84	-1.92	-1.92	-1.92
筹资活动现金流	-603.19	9.62	-62.59	-66.66
短期借款	-515.71	56.27	22.31	56.77
新发股份	0.04	82.11	-0.00	0.00
分红	-54.74	-82.11	0.00	0.00
其他	-87.52	-128.76	-84.90	-123.43
现金净增加额	329.06	-1218.15	-80.58	-1149.42

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2879.50	4664.79	6530.71	8816.45
营业成本	1921.72	2847.85	3893.93	5180.55
营业税金及附加	26.32	42.45	91.43	127.84
销售费用	22.26	37.32	97.96	141.06
管理费用	386.21	606.42	914.30	1322.47
财务费用	30.53	46.65	84.90	123.43
资产减值损失	161.51	121.28	195.92	329.42
公允价值变动收	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
投资净收益	-1.88	-1.88	-1.88	-1.88
营业利润	329.02	960.89	1250.34	1589.77
利润总额	287.65	960.89	1250.34	1589.77
所得税	96.51	317.09	412.61	524.62
净利润	191.13	643.80	837.73	1065.14
少数股东损益	-26.84	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利	217.98	643.80	837.73	1065.14
EBITDA	550.33	1291.68	1769.82	2311.11
EPS（元）	0.398	1.176	1.530	1.946

主要财务比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
成长能力				
营业收入	70.14%	62.00%	40.00%	35.00%
营业利润	83.61%	190.93%	30.06%	27.11%
归属母公司净利	116.59%	195.35%	30.12%	27.15%
获利能力				
毛利率	33.26%	38.95%	40.38%	41.24%
净利率	6.64%	13.80%	12.83%	12.08%
ROE	9.34%	23.93%	23.74%	23.19%
ROIC	15.44%	19.46%	20.17%	17.09%
偿债能力				
资产负债率	34.80%	31.56%	35.70%	30.71%
净负债比率	-24.37%	28.83%	24.90%	45.39%
流动比率	132.96%	76.34%	63.85%	26.49%
速动比率	1.02	0.09	0.15	-0.34
营运能力				
总资产周转率	0.92	1.19	1.19	1.33
应收帐款周转率	12.96	15.64	14.46	14.27
应付帐款周转率	31.16	17.22	22.19	19.39
每股指标(元)				
每股收益	0.398	1.176	1.530	1.946
每股经营现金	1.00	0.54	2.99	2.31
每股净资产	3.65	4.83	6.36	8.31
估值比率				
P/E	85.31	25.54	19.63	15.44
P/B	9.30	6.22	4.72	3.62
EV/EBITDA	33.18	15.17	11.16	9.09

分析师简介

毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008 年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，具有证券执业资格。主要负责有色金属行业、旅游行业及相关上市公司的研究工作，对周期性行业及消费行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国有色金属》期刊上发表过相关研究报告。研究特长：从产业发展与公司财务运营的角度发掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn