

产品价格相对稳定确保公司业绩增长

-----辰州矿业跟踪报告


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

- I 公司三季报显示，公司 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 84077298.23 元，同比增长 191.55%；基本每股收益 0.8843 元/股，同比增长 191.56%。其中，7-9 月，归属于上市公司股东的净利润为 20645530.19 元，同比增长 106.51%；基本每股收益 0.3772 元/股，同比增长 106.57%。
- I 分季度看，公司前三季度单季毛利率分别为 30.87%、31.78%、37.72%，销售毛利率逐季递增；前三季度单季分别实现 EPS 0.20 元、0.306 元、0.377 元。环比来看，第 2 季度销售收入环比增加 31.63%、净利润环比增加 52.56%；而第三季度较第 2 季度销售收入基本持平前两个季度，但营业成本较低季度环比下降 7%，在营业收入不变的情况下，营业成本出现下降可能是公司自产矿比例提高所致。而公司在上半年自产矿比例一度有所下降，如自产金比例下降 16.57%，导致营业成本增加 100.82%，钨自产比例下降 4.38%。另外公司第三季度期间费用合计 1.058 亿元，较第二季度环比下降 8%，也是导致公司三季度毛利率提升的重要原因。
- I 公司主导产品黄金价格在三季度波动剧烈，CMX 金价在 9 月初创出历史新高 1920 美元/盎司，目前从高位回落 10% 左右，但三季度均价环比上涨 10% 左右，与去年同期相比上涨 20% 左右；长江 1# 锑锭价格、APT 价格三季度从高位回落 10% 左右，而与去年同期相比三季度均价分别上涨 22%、46% 左右。可以看到尽管公司的主导产品金、锑、钨价格从高位有所回落，但这与铜、铅锌等金属价格在三季度大幅下跌不可同日而语。公司独有的金锑钨产品组合保障了稳定的盈利能力。
- I 目前，公司拥有和控制矿业权 39 个，其中：探矿权 21 个，面积 359.31 平方公里；采矿权 18 个，面积 40.0036 平方公里。2010 年底公司保有资源储量：矿石量 2,113 万吨，同比增长 11.49%；金属量金 41,643 千克，同比增长 13.05%，锑 194,252 吨，同比增长 11.18%，钨 44,828 吨，同比减少 1.56%。公司目前的几个探矿项目目前进展均不理想。2009 年转让新邵坪上探矿权，2010 年注销白沙溪探矿权。公司全资子公司新疆托里县鑫达黄金矿业旗下的鸽子沟东金矿整体探矿不理想，已停止对该矿的坑道探矿工程；公司持股 80% 的托里县大地宝贝 8 号矿业因探矿效果不理想，目前已停止探矿工作。公司资源开拓屡屡受挫，制约了公司未来成长空间。

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2879.50	4014.00	4559.00	4832.00
增长率(%)	70.14%	39.40%	13.58%	5.99%
归属母公司股东净利润	217.98	636.35	743.04	858.74
增长率(%)	116.59%	191.93%	16.77%	15.57%
每股收益(EPS)	0.398	1.162	1.357	1.569
销售毛利率	33.26%	37.12%	37.15%	38.89%
销售净利率	6.64%	16.01%	16.46%	17.95%
净资产收益率(ROE)	10.90%	27.79%	28.26%	28.43%
市盈率(P/E)	67.08	22.98	19.68	17.03
市净率(P/B)	7.31	6.39	5.56	4.84

辰州矿业 002155

2011-10-31

评级 推荐

目标价格

当前价格

26.71

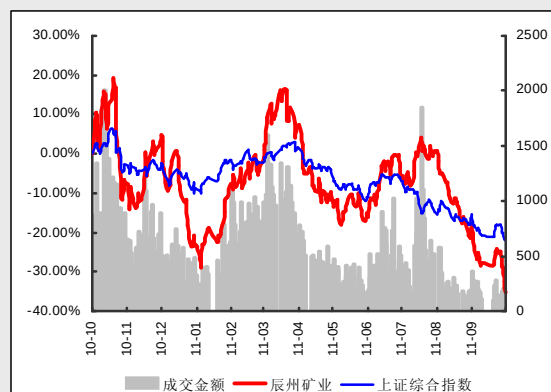
基础数据

总市值(百万)	13,493.41
总股本/流通股本(百万)	547.40/547.40
流通市值(百万)	13,490.07
每股净资产	4.38
净资产收益率	11.37

交易数据

52 周内股价区间	15.83/43.66
11 年市盈率	22.98
市净率	6.39

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com
	zzpforests@hotmail.com

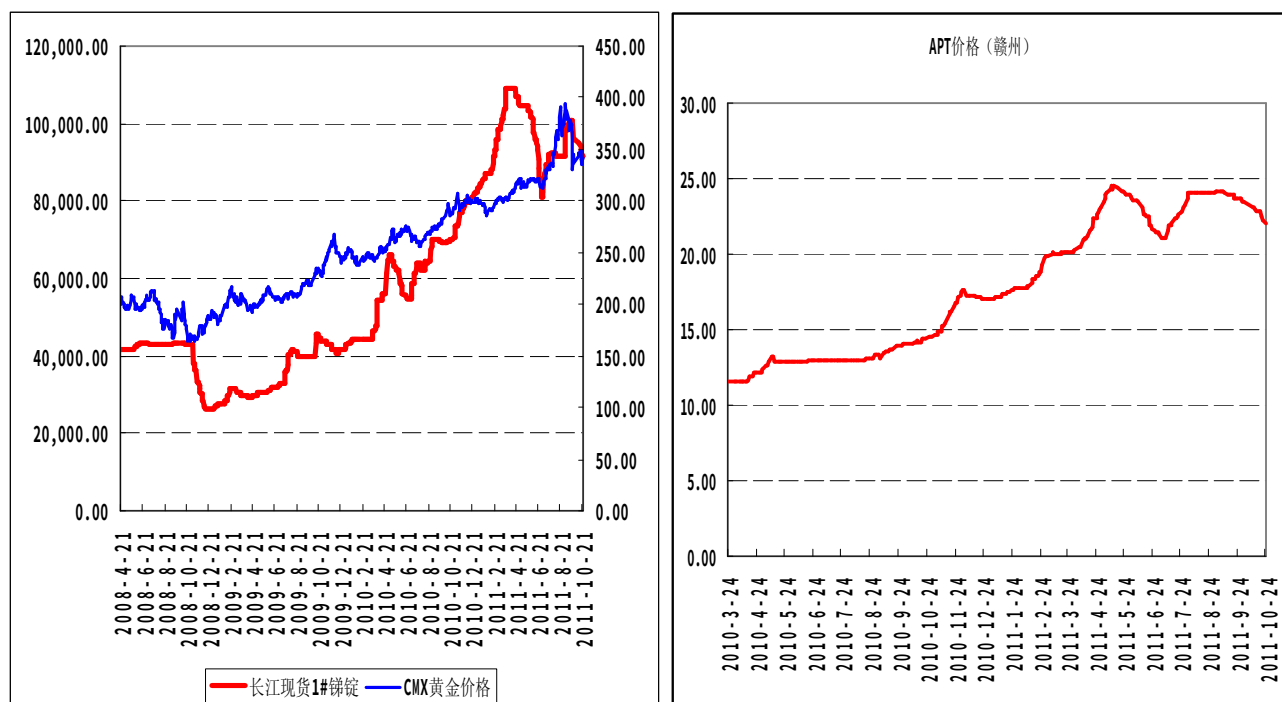
相关报告

盈利预测及敏感性分析。公司盈利能力对于产品价格高度敏感，敏感性分析显示金价变动10元/克，公司EPS变动0.0357元、锑价每变动1000元（相当于目前锑价1%），EPS变动0.018元、APT每变动10000元，EPS变动0.03元。鉴于公司主导产品价格在三季度有明显下降，我们调低公司产品全年销售均价，下调2011年EPS至1.16元、2012年、2013年每股收益预计分别为1.36、1.57元，按28日收盘价计算，市盈率分别为22.98、19.68、17.95，在有色行业中估值水平处于下端。

推荐逻辑。由于政府对锑钨供给端持续收紧，锑钨价格尽管会有所回落，但仍将保持在高位，尤其是与铜、铅锌价格从7月底以来大幅下跌相比，黄金、以及锑钨价格表现相对强势。且公司资源自给率高。因此相对其他有色上市公司（尤其是基本金属类的上市公司），公司未来的盈利能力仍将比较确定。公司目前的估值水平处于有色行业下端，具有较高的安全边际，因此我们给予“推荐”评级。

风险：货币从紧力度不减；经济硬着落，主导产品价格大幅下降。

图表1 黄金以及锑钨价格相对稳定



图表2 公司资源储量

	2009 年	2010 年	同比增长
品种	资源储量		
黄金（公斤）	36836	41463	12.56%
锑（吨）	174722	194252	11.18%
钨（吨）	45540	44828	-1.56%

数据来源：公司公告

图表3 产量及价格假设

	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年
价格（不含税）					
黄金	207.50	240	340	350	350
精锑	31668.97	50000	77000	85000	95000
仲钨酸铵	76671.67	100000	165000	180000	180000
产量					
黄金(公斤)	4376	5060	6150	6500	6600

请务必阅读正文之后的重要声明

自产金	2521	2456	2700	2800	2800
合质金	1855	2604	3450	3700	3800
铋制品	19106	23077	25000	2600	2600
仲钨酸铵(标吨)	1705	1940	2200	2300	2400
钨精矿		102	120	130	140
毛利率					
黄金(%)	33.14	29.60	26.90	26.97	26.58
铋制品 (%)	28.55	36.07	50.00	50.00	50.48
仲钨酸铵(%)	36	48.10	61.82	64.44	63.89

数据来源：爱建证券研发总部

图表 4 报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1356.19	1692.41	2879.50	4014.00	4559.00	4832.00
减: 营业成本	972.36	1179.84	1921.72	2523.87	2865.25	2952.70
营业税金及附加	20.06	15.86	26.32	44.56	50.61	53.64
营业费用	23.22	19.25	22.26	48.47	55.05	58.35
管理费用	220.85	253.22	386.21	538.38	611.48	648.09
财务费用	13.41	25.61	30.53	25.72	16.82	21.93
资产减值损失	28.40	18.40	161.51	69.44	69.44	69.44
加: 投资收益	-0.42	-22.41	-1.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-4.56	-0.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.47	153.27	329.02	763.56	890.35	1027.85
加: 其他非经营损益	2.81	-3.43	-41.37	-7.36	-7.36	-7.36
利润总额	80.27	149.84	287.65	756.21	883.00	1020.49
减: 所得税	14.55	53.92	96.51	113.43	132.45	153.07
净利润	65.72	95.92	191.13	642.77	750.55	867.42
减: 少数股东损益	-4.45	-4.72	-26.84	6.43	7.51	8.67
归属母公司股东净利润	70.16	100.64	217.98	636.35	743.04	858.74
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	559.44	340.49	587.38	635.22	1681.32	1958.46
应收和预付款项	205.19	267.68	361.77	599.80	492.21	657.83
存货	342.09	301.21	306.11	855.90	463.29	896.16
其他流动资产	0.00	10.88	1.98	1.98	1.98	1.98
长期股权投资	1.10	5.81	22.73	22.73	22.73	22.73
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	965.76	1153.62	1189.03	951.86	714.69	477.53
无形资产和开发支出	333.24	456.65	376.31	328.07	279.84	231.61

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

其他非流动资产	122.52	189.15	177.63	88.81	0.00	0.00
资产总计	2529.34	2725.49	3022.94	3484.38	3656.07	4246.30
短期借款	430.00	595.40	60.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	183.54	141.84	113.41	338.03	163.13	352.80
长期借款	30.00	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00
其他负债	15.00	77.31	753.94	753.94	753.94	753.94
负债合计	658.54	814.55	977.36	1141.97	967.07	1156.74
股本	547.40	547.40	547.40	547.40	547.40	547.40
资本公积	1041.36	1041.36	1037.52	1037.52	1037.52	1037.52
留存收益	205.26	246.87	414.44	704.84	1043.92	1435.80
归属母公司股东权益	1794.01	1835.63	1999.36	2289.76	2628.84	3020.72
少数股东权益	76.79	75.32	46.22	52.65	60.15	68.83
股东权益合计	1870.80	1910.94	2045.59	2342.41	2689.00	3089.55
负债和股东权益合计	2529.34	2725.49	3022.94	3484.38	3656.07	4246.30
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	75.45	140.38	551.11	450.76	1433.13	712.18
投资性现金净流量	-478.00	-470.08	-319.23	-6.25	-6.25	-6.25
筹资性现金净流量	1.43	65.03	110.43	-396.67	-380.78	-428.79
现金流量净额	-400.83	-264.57	342.07	47.83	1046.10	277.14

数据来源：公司公告、爱建证券研发总部

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反

请务必阅读正文之后的重要声明

映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，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、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。