

香港

2010年03月11日

瑞金礦業 (246.HK)

小公司大發展

### 投資概要

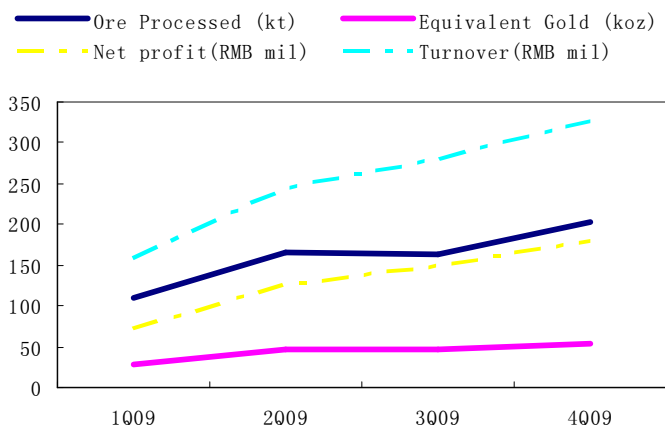
儘管資源儲量為上市公司中最少,但 09 年瑞金礦業成功募資,目前手持大量現金,將有力支撐公司擴充黃金主業的發展計畫。而且,公司金礦品位高,經營成本低,盈利能力為業內最強。但在同業中,公司市盈率估值偏低,我們給予其 12 個月目標價 15 港元,為買入評級。

### 09 年業績高速增長

瑞金礦業主營黃金採礦及含金礦石加工。據09年年報,當期公司錄得營業額10.11億元,錄得股東應占溢利5.27億元人民幣,同比分別增加224%、407%。每股收益亦升至0.786元。

公司盈利高速增長緣於量價雙升。除了銷售金價上漲17.5%至每盎司839.6美元外,目前公司經營的兩大選礦設施都是在第二季度才實現達產。而在第四季度,石人溝一南臺子礦業聯合體和駱駝場金礦又分別於09年11月19日和9月29日完成第三期產能擴建,總產能分別增至1,480噸/日和1,100噸/日,比擴建前增加約49%和38%。這進一步帶動了公司產量大增。體現在公司業績上,就是近幾個季度礦石處理量、等量黃金總產量和淨利潤不斷攀升,股價亦不斷飆升。

Figure 1: Quarterly growing output drove up its performance



(Sources : Company reports, Phillip Securities)

范國和

研究員

☎ (8621) 51699200-110

FAX(8621) 60911155

✉ fanguohe@phillip.com.cn

建議:

## 買入

上次: NA

上次目標價: NA

價格

現價 : HK\$10.78

12個月目標價 : HK\$15.00

股本數據

市值(港元百萬) 8,285.83

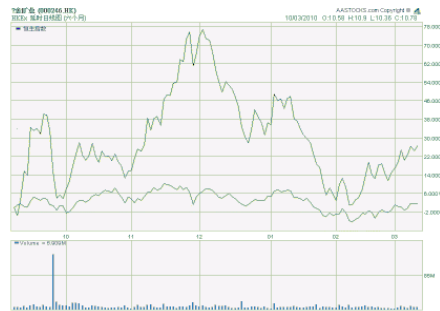
已發行股本(百萬) 768.63

52周最高/低(港元) HK\$15.74/4.65

主要股東 吳瑞林

自由流通量 25%

股價表現



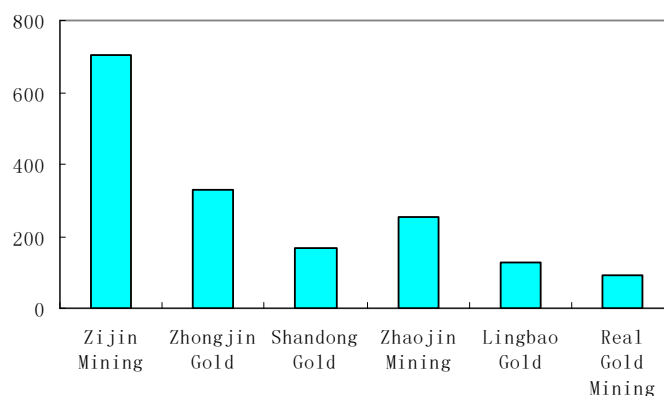
(Source : AASTOCK)

儘管駱駝場金礦品位相對更低拖累盈利能力,但產能擴張帶來規模效應,金價續升貢獻積極,公司毛利率在09年維持穩定,高企於74%,僅比08年低0.2個百分點,仍為同業最高水準。

### 小規模孕育高成長

自成立以來,瑞金礦業維持了高速成長的態勢,這首先緣于公司原本在同業中規模較小,資源儲量為在港上市黃金生產商中最低,產量亦為最低水準。

Figure 2: Lowest gold reserves among domestic peers (FY2008, tons)



(Sources: Company reports, Phillip Securities)

但在09年,公司原有兩大選礦設施不斷擴產。而且,09年公司連續兩次成功募資,金額高約20億港元。截至09年末,公司仍淨持有現金19.6億元人民幣,占比總資產64%。豐厚的現金儲備將為公司後續發展提供穩固的資金流。

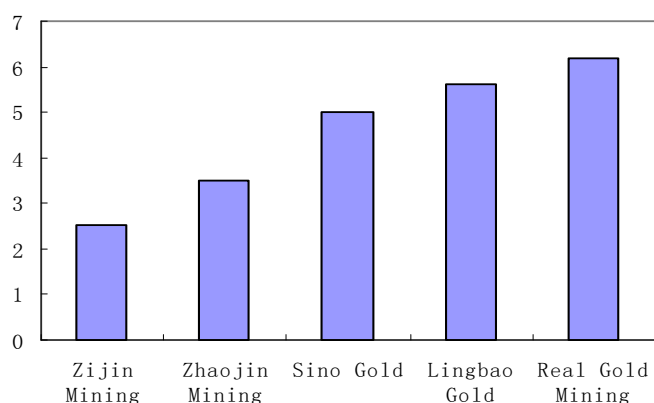
實際上,就在近期,公司已連續收購兩大資產,即雲南古道及金石礦業,以擴充資源儲備。且兩者將分別從2010年底和2011年中投產,簡單估算,屆時公司年產量將由目前約5.5噸增至近7噸,增幅達25%以上。

根據計畫,公司未來發展並不止於此,還將進一步發展現有金礦,並繼續於內蒙古地區進行勘探以增加黃金儲量。而且,公司仍有意增購及整合位於內蒙古、新疆及其它地區的金礦。我們相信,通過內部外部不斷擴張,公司有望維持高速成長。

### 金礦品位最高 運營成本最低

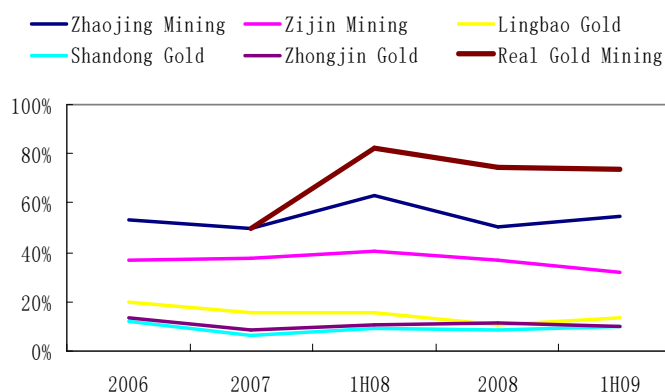
瑞金礦業在金礦經營方面亦存在強大優勢,即公司加權黃金品位很高,達每噸6克以上,尤其是石人溝金礦的黃金儲量品位高達8.92克每噸、南臺子金礦的黃金儲量品位更為10.10克每噸。高品位的黃金帶來了很低的運營成本,石人溝—南臺子礦業聯合體的現金成本不足200美元/盎司,但行業平均則高達400美元以上。上述優勢使得公司礦產金盈利能力最強,接近80%,比行業龍頭紫金礦業60—70%的水準還高。

Figure 3: Average Gold Grade Comparison(g/ton)



(Sources : Company reports, Phillip Securities)

Figure 4:Gross Profit Margin Comparison



(Sources : Company reports, Phillip Securities)

但需要指出的是，公司新購金礦品位下降，金石礦業為每噸 4.7 克，最低的富源金礦僅為 2.9 克，這可能會增加公司未來的生產成本。不過，由於該等金礦在公司總體份額中較低，而且，金價總體趨勢仍為上漲。因此，我們雖預期公司為來的盈利能力可能下降，但高盈利狀態應可維持，60%以上的毛率是很有可能的，預期仍為同業最高水準。

### 金價高企無懸念

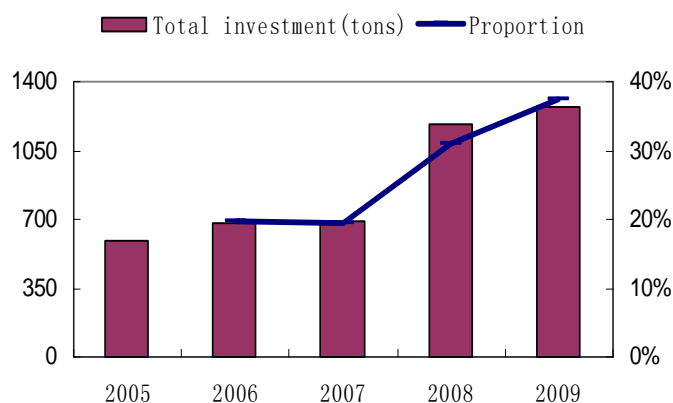
基於國際金融格局可能變革等因素，我們判斷，後市金價維持高位並無懸念，繼續創高的可能性大於走低的可能性。

首先，從世界黃金協會發佈的最新 2009 年黃金供需報告來看，儘管 09 年黃金需求總量按年下降 11% 至 3386 噸，其中主要是首飾用金需求按年下降 439 噸。但是，該等下降主要集中在前三季度，而在第四季度，雖然國際金價創歷史新高，但首飾用金需求按年僅下降 5%，按季下降 10%，遠低於全年 20% 的降幅。從這點看，高企金價對消費需求的負面影響在下降。這從 2010 年的情況也可看出，1 月份，耗金大國印度進口黃金 34 噸，是 09 年 1 月的 19 倍。

再次，投資需求可能成為未來黃金需求的主導力量之一，其市場空間預期將穩步擴張。在 08 年金融危機深化後，投資需求占比總需求比例突破三成，2009 年，該比例更達 37.5%，是

原先的二倍。我們以為，美國巨額債務及赤字已經嚴重影響美國的信用，全球巨額的基礎貨幣已經為惡性通脹埋下種子，包括美元在內的主要貨幣的信用已經被損害，黃金作為終極貨幣的地位將繼續吸引市場的關注。

**Figure 5: Greater Investment Demand on Gold**



(Sources: WGC, Phillip Securities)

## 風險

全球經濟在無通脹狀態下復蘇，黃金價格大幅下挫；  
公司收購擴張速度不及預期；  
資源稅政策或出臺，稅負上升。

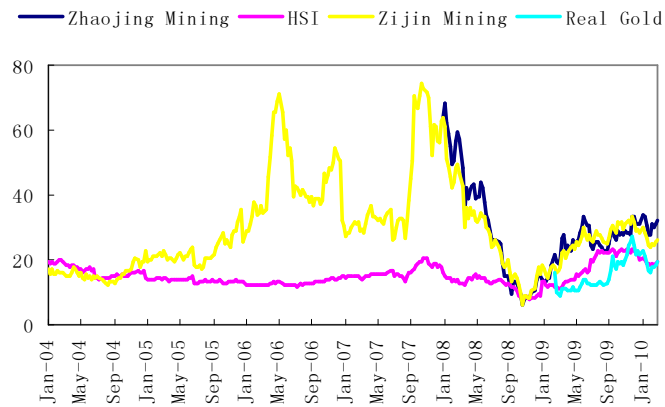
## 高成長可期，積極買入

由於瑞金礦業可能持續擴張主業，公司盈利能力還將保持強勁，金價亦有望不斷上升，我們預期 10、11 年公司分別實現營業額 15.34 億元、18.74 億元，按年分別增長 52%、22%，實現淨利潤 7.94 億元、9.70 億元，按年增長 51%、22%，折合每股收益為 1.03 元、1.26 元。

估值方面，考察國際及香港的金礦類上市公司可以發現，其市盈率、市淨率估值相對於指數在大部分時間存在明顯溢價，平均幅度為 100% 左右，高峰時溢價更可能達 200% 以上。但考察瑞金礦業，受制於規模較小，公司目前市盈率估值僅與恒生指數相當，上市以來相對市盈率平均亦僅為 0.83。考慮公司未來的高成長後，我們給予公司相對市盈率 0.88 倍，結合恒生指數 93 年來 14.59 倍的市盈率，公司 12 個月目標價可達 15 港元，較現價有逾四成的溢價，首次給予買入評級。

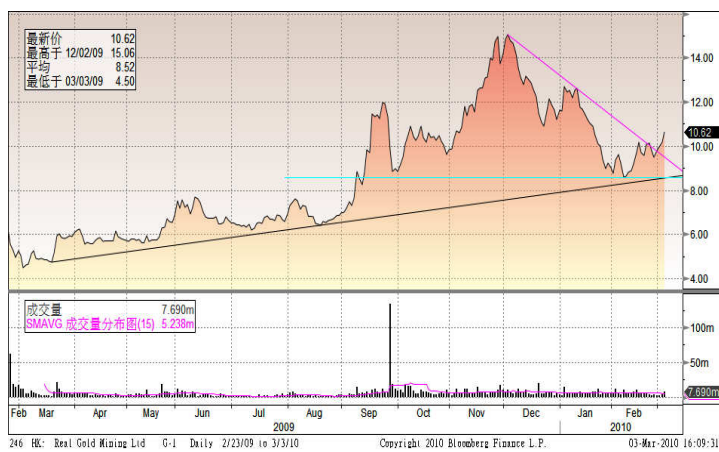
還值得一提的是，從盤面上看，瑞金礦業目前仍運行在上市以來的上升通道中，中長期牛市格局明顯。進入 3 月份後，其股價亦已突破 12 月份以來的下行壓力趨勢線，目前介入仍不失為好時機。

Figure 6: P/E Comparison



(Sources : Bloomberg, Phillip Securities)

Figure 7: Stock share on an up trend



(Sources : Bloomberg, Phillip Securities)

<b>Financials</b>									
<b>Profit model (RMB mil)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>Balance sheet (RMB mil)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>
<b>Turnover</b>	312	1,011	1,534	1,874	<b>CURRENT ASSETS</b>	69	2,424	2,352	2,687
Cost of Sales	(81)	(263)	(391)	(478)	Cash and cash equivalents	43	1,958	1,347	1,497
<b>Gross Profit</b>	232	749	1,143	1,396	Inventories	5	6	9	8
Other income and gains	16	36	40	46	Loans receivable	0	427	650	715
Selling and distribution costs	0	0	0	0	Trade and Bills receivables	21	33	46	51
Administrative expense	(64)	(48)	(77)	(94)	<b>NON-CURRENT ASSETS</b>	513	654	1,763	2,508
EBT	185	736	1,106	1,348	Property, plant and equipment	316	379	946	1,325
Tax	(75)	(193)	(288)	(351)	Mining rights	191	180	505	758
Profit for the Year	110	543	819	998	Prepaid lease payments	6	6	6	6
Minority Interest	(6)	(17)	(25)	(28)	<b>TOTAL ASSETS</b>	582	3,078	4,116	5,195
<b>Net Profit</b>	104	527	794	970	<b>CURRENT LIABILITIES</b>	52	540	784	894
EPS (RMB)	0.473	0.7859	1.032	1.261	Loans payable	0	427	633	722
<b>Growth &amp; margins (%)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	Trade and bills payables	40	46	66	75
Revenue growth	NA	223.73%	51.73%	22.16%	<b>NON-CURRENT LIABILITIES</b>	17	17	17	17
Gross Profit growth	NA	223.09%	52.66%	22.16%	Provision for restoration cost	1	1	1	1
Net Profit growth	NA	406.93%	50.66%	22.22%	Deferred tax liabilities	17	17	17	17
					<b>TOTAL LIABILITIES</b>	70	557	801	911
Gross profit margin	74.19%	74.00%	74.50%	74.50%	Equity attributable to equity holders	497	2,484	3,276	4,240
Net profit margin	33.27%	52.10%	51.73%	51.75%	Total equity	513	2,521	3,315	4,284
ROA	24.97%	28.78%	22.06%	20.83%	BVPS (RMB)	NA	3,280	4,310	5,571
ROE	40.71%	34.72%	27.20%	25.53%	<b>Key Ratios</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>
<b>Cash flow statement (RMB mil)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	Asset-liability Ratio	11.94%	18.10%	19.46%	17.53%
(Loss)/Profit before tax	185	736	1,106	1,348	Assets to Sales Ratio	1.33	0.55	0.43	0.40
Net cash flows from operating activities	<b>176.6</b>	<b>650</b>	<b>940</b>	<b>1,146</b>	Average Receivable Turnover	24.73	9.61	9.39	9.32
Net cash flows from investing activities	(293)	(606)	(914)	(659)	Average Payable Turnover	24.21	15.31	13.14	13.54
Net cash flows from financing activities	<b>158.4</b>	<b>1870.8</b>	<b>(636)</b>	<b>(337)</b>	Inventory Turnover	11.63	7.68	6.90	6.40
Net change	<b>41.7</b>	<b>1,915</b>	(610)	150	Average assets Turnover	0.75	0.55	0.43	0.40
					Average Equity Turnover	1.22	0.67	0.53	0.49
					<b>Valuation</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>
					P/E basic (X)	20.05	12.07	9.19	7.52
					P/B (X)	NA	2.89	2.20	1.70

(Sources: Company reports, Phillip Securities)

**輝立證券股票研究甄選系統**

<b>買入</b>	<b>目標價高於當前價格 15%以上</b>
<b>持有</b>	<b>目標價介於當前價格上下 15%之間</b>
<b>賣出</b>	<b>目標價低於當前價格 15%以上</b>

我們不完全基於上述定量回報提出我們的建議。我們考慮定性因素，例如包括（但不限於）A股的風險回報，市場情緒，近期股價表現，股價催化劑，周邊股票市場的潛在趨勢，然後做出最終建議。

**聲明**

由輝立證券有限公司（“輝立證券”）確定的本文收件人，同意承擔以下條款和規定（即輝立證券定義的“指定收件人”）。如果您並非上述定義指定收件人而收到本文，則對於下述所有事項，輝立證券概不負責。

本文為機密檔，僅發給指定收件人參考，任何指定收件人不應以任何目的進行全部或者部分複製、傳播或出版。輝立證券對任何使用本文內容而引起的直接或者間接損失概不負責。

本文中所載資訊均為輝立證券從相信為準確的公共來源搜集，本文中任何分析、預測、預計、期望和觀點（統稱“調查”）都根據這些資訊而作，純屬表達觀點和意見。

輝立證券對這些資訊不進行證實，並且不表示、不保證、不表達也不暗示“調查”內容為準確、完整，經過證實或者應該可以信任。本文中的任何資訊或者“調查”內容都可能變更，輝立證券對這些資料和服務的維護、更改、更新或者發佈概不負責。在任何情況下，輝立證券對因使用這些所得資料或者服務而引發得特別、偶然或者間接損害概不負責，即使已經告知可能發生損害。

**材料使用**

本材料僅為提供資訊而制，本文中的觀點按照常規情況發表。在準備本文時，不考慮任何特別個人目的或者特別投資目的、金融狀況或者其他情況。因此，若收件人自己不作進一步獨立證實或者判斷，本文內容不應信賴為權威資訊。即使收件人收到本文，也不構成進行某項特別交易的投資建議，也不表明此材料中描述的任何產品適合此收件人。收件人應當意識到，本文中描述的許多產品都有巨大風險，並非對所有的投資者都適合，在完全瞭解所有這些風險並且獨立決定這些風險是否適合自己之前，不要決定進行相關交易。本文中對任何產品的風險討論不應被認為是對某一產品風險的全面揭示或完整討論。

本報導中無任何內容可以解釋為招攬買賣某一金融工具。決定購買本調查中所提金融工具應同時考慮現有公共資訊。

**權益公告**

輝立證券及其董事和員工有時可能持有文中所述金融工具的權益，其公司人員或者相關人員有時也有可能在其中任職。本報導中的觀點和意見可能更改，不予通知。

**可用性**

任何管轄權或者國家的任何個人或單位都不應將本文中所示資訊、工具和材料中發行和使用，任何對這些資訊、工具和材料進行傳播、出版或者使用而致使輝立證券遭受註冊、許可問題或者處罰，都將違背相關法律法規。

**輝立集團成員公司**

**SINGAPORE**  
**Phillip Securities Pte Ltd**

Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
電話：(65) 6533 6001  
傳真：(65) 6535 6631  
網址: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**MALAYSIA**  
**Phillip Capital Management Sdn Bhd**

B-2-6 Megan Avenue II  
12 Jln Yap Kwan Seng  
50450 Kuala Lumpur  
電話：(603) 2166 8099  
傳真：(603) 2166 5099  
網址: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**HONG KONG**  
**Phillip Securities (HK) Ltd**

11-12/F United Centre  
95 Queensway, Hong Kong  
電話: (852) 2277 6600  
傳真: (852) 2868 5307  
網址: [www.poems.com.hk](http://www.poems.com.hk)

**THAILAND**  
**Phillip Securities (Thailand) Public Co Ltd**

15/F, Vorawat Building  
849 Silom Road  
Bangkok Thailand 10500  
電話：(622) 635 7100  
傳真：(622) 635 1616  
網址: [www.poems.in.th](http://www.poems.in.th)

**JAPAN**  
**The Naruse Securities Co Ltd**

4-2, Nihonbashi Kabutocho  
Chuo Ku, Tokyo  
Japan 103-0026  
電話：(81) 03-3666-2101  
傳真：(81) 03-3664-0141  
網址: [www.naruse-sec.co.jp](http://www.naruse-sec.co.jp)

**UNITED KINGDOM**  
**King & Shaxson Ltd**

6th Floor, Candlewick House  
120 Cannon Street  
London EC4N 6AS  
電話: (44) 207 426 5950  
傳真：(44) 207 626 1757  
網址: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)