

瑞金礦業 (246.HK)

穩健成長的黃金採選企業

公司中報告

評級：買入→

現價：HK\$10.96

目標價：HK\$13.3↓

潛在上升空間:21.5%

2010年07月30日

事項：

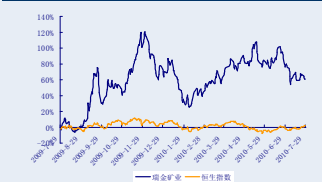
與公司高管進行了電話會議。

股份資料(HK\$)

| | |
|---------------|-------|
| 52周高位 (HK\$) | 15.74 |
| 52周低位 (HK\$) | 6.24 |
| 市值(百萬港幣) | 9,939 |
| 發行股數(百萬) | 905 |
| 日成交量(百萬港幣) | 3.14 |
| 1個月內變化(%) | -8.50 |
| 年初至今變化(%) | -5.51 |
| 50天平均價(HK\$) | 12.15 |
| 200天平均價(HK\$) | 11.64 |
| 14天強弱指數 | 40.42 |

資料來源: Bloomberg

個股1年走勢圖



資料來源: Bloomberg

要點：

- **金價上漲、產量提升驅動公司業績穩健增長。**公司是一家專業從事黃金開採和選礦的生產企業，隨著公司赤峰廠區選礦能力的完全達產，預計2010年公司黃金產量（金精礦）可達4.4噸左右，同比增長19.5%。同時受益於2010年金價的全面上漲，公司金精礦全年銷售均價預計可達1030美元/盎司以上，預計同比增幅可達23%。金價與產量的同步提升將確保公司盈利穩健增長。
- **低成本優勢明顯。**公司黃金資源品位較高，公司主礦區南台子礦的黃金礦平均品位高達9克/噸，駱駝場礦區的平均品位也高達3.2克/噸，兩座礦區綜合平均品位超過6克/噸，遠高於國內黃金礦3.0克/噸的平均品位。同時公司黃金礦資源還含有白銀、銅、鉛鋅等多種伴生金屬，因而有效提升了選礦的經濟效益。目前公司的黃金採選平均成本僅為213美元/盎司，遠低於國內350~450美元/盎司的平均黃金採選成本。得益於黃金採選的低成本優勢，公司的盈利能力十分突出，毛利率基本穩定在70%以上，而淨利潤率也高達50%左右。
- **黃金資源蘊含較大的增長潛力。**公司現有黃金資源偏少，赤峰地區兩個礦點現僅有黃金儲量85.6噸。但公司一直積極的致力於擴張其黃金儲量，目前已成功收購了雲南、江西、廣西等地的三處礦點，並將在2011和2012年陸續投產，屆時公司的黃金產量將在現有基礎上增長2噸多，同時公司的黃金儲量也有望增長至100噸以上。公司目前現金流十分充沛，09年上市以來尚有較多募集資金未使用，因此具備較強的收購黃金資源的實力。中長期來看，我們認為公司的黃金資源增長潛力較大。
- **維持公司“買入”的投資評級。**隨著新增礦點的陸續投產和國際黃金價格的持續上漲，我們預計未來三年公司盈利將繼續保持穩定增長。若國際黃金均價在2010-2012年分別達到1150美元/盎司、1200美元/盎司和1300美元/盎司，則公司的淨利潤增長率分別可達39.5%、18.8%和15.0%。由於公司有潛在的收購其他礦點的可能，因此我們認為實際增速可能更高。我們給予公司13.3港元的目標價，維持公司“買入”的投資評級。

公司估值表

| | FY08 | FY09 | FY10F | FY11F |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 營業收入 (RMB 百萬元) | 312 | 1,011 | 1,378 | 1,787 |
| 同比增長 (%) | | 223.8 | 36.2 | 29.8 |
| 淨利潤 (RMB 百萬元) | 104 | 527 | 735 | 873 |
| 同比增長 (%) | | 406.9 | 39.5 | 18.8 |
| 每股盈利 (RMB) | 0.47 | 0.78 | 0.86 | 0.96 |
| 市盈率(x) | | 13.8 | 11.0 | 9.8 |
| 每股資產淨值 (RMB) | | 3.5 | 4.2 | 5.2 |
| 市淨率(x) | | 2.7 | 2.2 | 1.8 |

資料來源：公司、交銀國際

羅榮晉

luorongjin@bocomgroup.com

Tel: (8610) 8518 4067-70 (北京)

從彭博信息下載本公司之研究報告：BOCM <enter>

一、專業化的黃金採選企業

公司地處中國主要的黃金資源地內蒙赤峰地區，公司現下屬南台子、駱駝場兩個主要礦區，同時公司還擁有江西金石大坪金礦、雲南古道富源金礦和廣西樂業縣金礦。公司現赤峰地區擁有黃金儲量 85.6 噸，江西、雲南、廣西三處礦點尚未進行詳細的資源勘探，預計公司總儲量已超過 100 噸。公司專注於黃金產業鏈中利潤水平最高的採選業務，未涉足冶煉業務，產品為金精礦和各類其他伴生金屬的精礦。

公司下屬南台子金礦和駱駝場金礦目前已分別形成 3.4 噸和 0.9 噸的黃金生產能力，公司在江西、雲南等地的礦點預計在 2011 和 2012 年也將有黃金產量的貢獻，公司現有礦點的總生產能力將達到 6 噸以上。

圖表 1：公司各礦點黃金產量預計（單位：盎司）

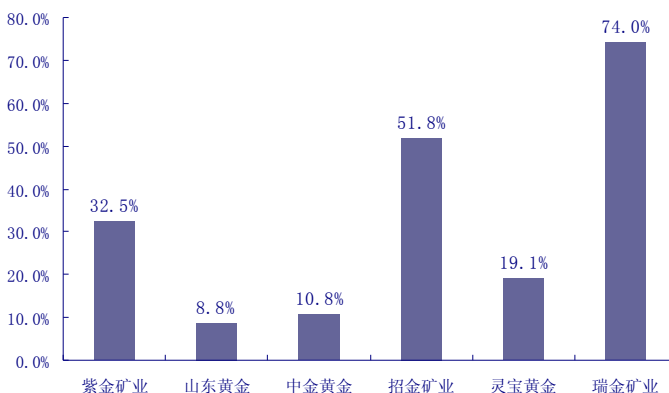
| | 2009 | 2010F | 2011F | 2012F |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 南臺子 | 91,200 | 110,600 | 110,800 | 115,000 |
| 駱駝場 | 25,600 | 29,000 | 29,500 | 30,000 |
| 江西金石大坪 | | | 35,000 | 35,000 |
| 雲南古道富源 | | | 13,000 | 13,000 |
| 廣西樂業 | | | | 22,500 |
| 合計 | 116,800 | 139,600 | 188,300 | 215,500 |

資料來源：公司、交銀國際

二、優質金礦資源奠定公司低成本優勢

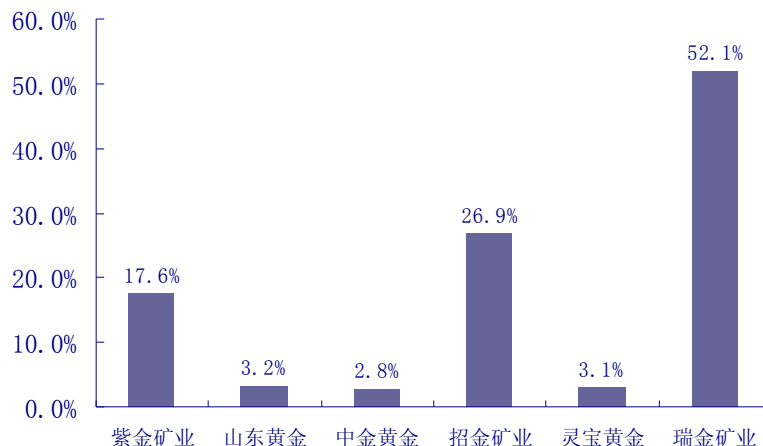
公司下屬赤峰地區的金礦資源均為優質黃金資源，不僅品位高，且伴生有白銀、銅、鉛鋅等四種金屬，伴生金屬為公司收入貢獻了約 30%。公司的高品位金礦也使其平均採選成本遠低於行業平均水平，由此導致公司的毛利潤率和淨利潤率在行業中處於絕對領先水平。

圖表 2：2009 年國內主要黃金企業毛利潤率對比



資料來源：公司年報、交銀國際

圖表 3：2009 年國內主要黃金企業淨利潤率對比

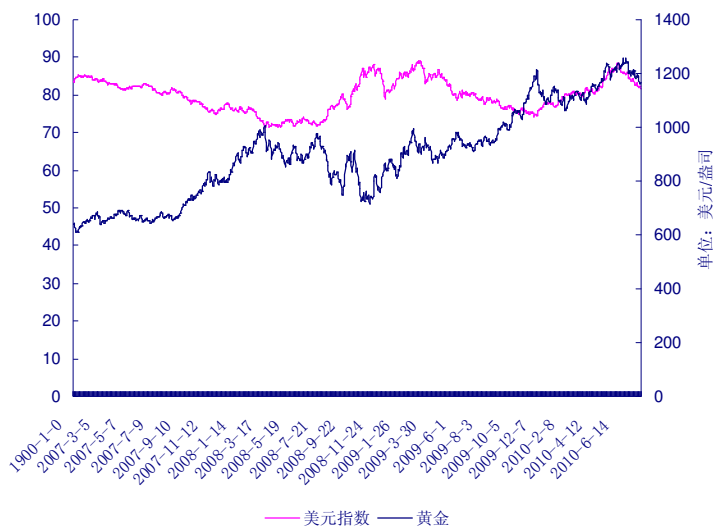


資料來源：公司年報、交銀國際

三、金價短期下調、四季度將重拾升勢

由於近期歐洲債務危機出現緩解，導致市場避險情緒下降，黃金價格出現明顯回調。但我們認為隨著下半年經濟可能出現的再度調整的風險，避險情緒可能再度升溫，黃金價格在四季度有重新走高的可能。公司將從黃金價格的上漲中受益。

圖表 4：美元指數和紐約黃金走勢對比（單位：美元/盎司）



資料來源：公司年報、交銀國際

圖表 5：公司損益表預測（單位：百萬元）

| | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 銷售收入 | 1,378 | 1,787 | 2,081 | 2,205 | 2,300 |
| 主營業務成本 | 320 | 551 | 655 | 645 | 666 |
| 毛利 | 1,057 | 1,236 | 1,426 | 1,560 | 1,634 |
| 分銷成本 | 14 | 18 | 21 | 22 | 23 |
| 管理費用 | 55 | 63 | 73 | 77 | 69 |
| 融資成本 | -21 | -44 | -48 | -56 | -68 |
| 稅前利潤 | 1,010 | 1,200 | 1,380 | 1,517 | 1,610 |
| 所得稅支出 | 252 | 300 | 345 | 379 | 402 |
| 年內利潤 | 757 | 900 | 1,035 | 1,138 | 1,207 |
| 歸屬於公司權益人利潤 | 735 | 873 | 1,004 | 1,104 | 1,171 |

資料來源：交銀國際

圖表 6：公司資產負債表預測（單位：百萬元）

| | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 現金及銀行結餘 | 2,288 | 2,544 | 2,923 | 3,447 | 3,881 |
| 應收賬款 | 28 | 36 | 42 | 44 | 46 |
| 存貨 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 總流動資產 | 2,349 | 2,622 | 3,013 | 3,541 | 3,979 |
| 固定資產 | 721 | 1,197 | 1,613 | 1,972 | 2,451 |
| 無形資產 | 315 | 354 | 388 | 424 | 480 |
| 資產總計 | 3,391 | 4,178 | 5,020 | 5,942 | 6,915 |
| 總流動負債 | 260 | 343 | 366 | 376 | 384 |
| 長期借款 | -10 | -20 | -25 | -20 | -20 |
| 遞延稅金 | 13.4 | 8.0 | 3.2 | 0.6 | 0.0 |
| 總負債 | 264 | 332 | 345 | 358 | 365 |
| 股本 | 675 | 675 | 675 | 675 | 675 |
| 儲備 | 2,301 | 2,885 | 3,558 | 4,298 | 5,082 |
| 少數股東權益 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 總所有者權益 | 3,127 | 3,847 | 4,674 | 5,585 | 6,551 |
| 總負債、所有者權益合計 | 3,391 | 4,178 | 5,020 | 5,942 | 6,915 |

資料來源：交銀國際

圖表 7：公司現金流量表預測（單位：百萬元）

| | 2010F | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|------------|-----------|----------|----------|---------|---------|
| 淨利潤 | 757.3 | 899.9 | 1,034.7 | 1,137.8 | 1,207.4 |
| 財務費用 | (21.4) | (44.0) | (47.7) | (56.5) | (68.0) |
| 折舊 | 66.1 | 124.5 | 183.1 | 241.9 | 320.8 |
| (營運資本增加) | 402.74694 | 16.39317 | 11.72619 | 4.96762 | 3.8235 |
| 遞延稅金增加 | (3.3) | (5.4) | (4.8) | (2.6) | (0.6) |
| 總經營活動現金流 | 1,201.4 | 991.4 | 1,177.1 | 1,325.7 | 1,463.4 |
| (資本支出) | (408.7) | (600.0) | (600.0) | (600.0) | (800.0) |
| 總投資活動現金 | (488.7) | (680.0) | (680.0) | (690.0) | (920.0) |
| 短期負債增加(減少) | (277.4) | 50.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 長期負債增加(減少) | (10.0) | (10.0) | (5.0) | 5.0 | 0.0 |
| 財務費用 | 21.4 | 44.0 | 47.7 | 56.5 | 68.0 |
| 股本增加(減少) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (股利) | (151.5) | (180.0) | (206.9) | (227.6) | (241.5) |
| 總融資活動現金 | (417.5) | (95.9) | (164.3) | (166.1) | (173.5) |
| 現金淨增加額 | 330.2 | 256.0 | 379.3 | 523.3 | 434.2 |
| 初始現金 | 1,957.8 | 2,288.0 | 2,544.0 | 2,923.2 | 3,446.6 |
| 現金量變化 | 330.2 | 256.0 | 379.3 | 523.3 | 434.2 |
| 期末可用現金量 | 2,288.0 | 2,544.0 | 2,923.2 | 3,446.6 | 3,880.7 |

資料來源：交銀國際

交銀國際 www.bocomgroup.com

香港中環德輔道中68號萬宜大廈九樓
總機: (852) 3710 3328; 傳真: (852) 3426 9702
北京市東城區長安街1號東方廣場E1樓312室
總機: (86-10) 8518 4068

研究報告聯繫電話

| | |
|---------------------|-----------------|
| (852) 2977 9155 | (852) 2977 9181 |
| (852) 3710 3369 | (852) 2297 9480 |
| (852) 2297 9853 | (852) 2297 9839 |
| (8610) 8518 4068-99 | |

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於12個月內上升超過20%
長綫買入: 預期股價於12個月以上時間上升超過20%
中性: 預期股價波幅在±20%之間
沽出: 預期股價於12個月內下跌超過20%

行業評級

領先: 預期行業指數於12個月內超過大市漲幅10%以上
同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
落後: 預期行業指數於12個月內落後大市漲幅10%以上

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們并無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息，并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而并非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。