

2011年3月9日

瑞金矿业

2010年业绩预测

P
买入

0246.HK - 港币 12.64

目标价格: 港币 16.30

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对 (%)	(7)	7	(13)	17
相对恒生中国企业指数 (%)	(9)	3	(15)	11

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	905
流通股 (%)	59
流通股市值(港币百万)	6,796
3个月日均交易额(港币百万)	51
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东 (%)	
Lead Honest	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*徐志杰是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

瑞金矿业将在周四(3月10日)披露2010年业绩。由于金价和铜价走高,黄金产量预计从3.6吨同比增长14%至4.1吨、等量黄金从5.5吨同比增长8%至5.9吨,我们预计利润同比增长53%至8.04亿人民币(市场预测:8.09亿人民币)。公司10年3季度的业绩低于预期(环比下滑3%),主要是因为意外的维护工作导致实际工作天数减少,但是我们预计4季度公司将交出一份出色的业绩,这是因为:1)平均黄金现货价环比上涨12%;2)国内平均铜价环比上涨13%;及3)4季度工作天数预计保持稳定。该股目前估值具有吸引力,股价对应9.8倍2011年预期市盈率。我们预计目前股价相当于黄金价格1,200美元/盎司,比现货价低16%。我们对该股维持买入评级。

主要假设/业绩亮点

- 收入预计同比增长70%至14.46亿人民币,毛利润同比增长63%至10.81亿人民币。毛利率预计提高0.8个百分点至74.8%,净利率预计提高3.5个百分点至55.6%。我们预计净利润增长53%至8.04亿人民币。
- 预计黄金总量从3.6吨同比增长14%至4.1吨,等量黄金从5.5吨增长12%至5.9吨。
- 较高的平均售价和稳定的经营天数应拉动4季度收入和利润分别环比增长70%和55%。我们预计4季度业绩强劲。

估值

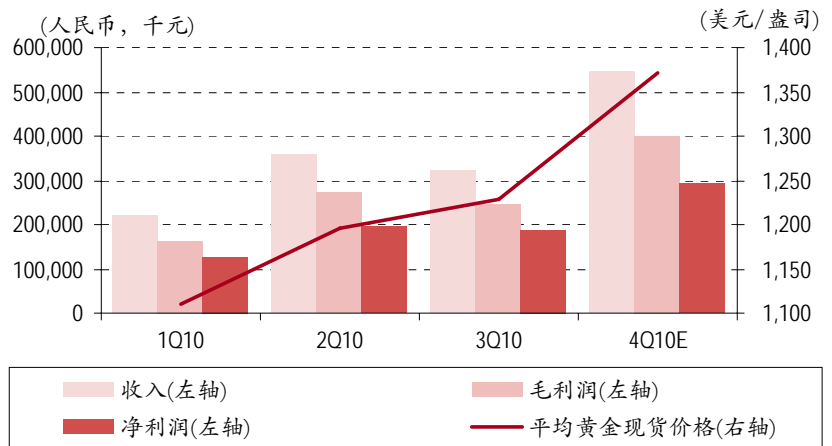
- 我们的目标价对应1.4倍股价/净资产值和12.6倍2011年预期市盈率。我们的现金流折现模型中假设贝塔值为1.1、无风险利率2.2%、市场风险溢价8%、权益成本率11.8%。

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	312	1,011	1,446	1,815	2,178
变动 (%)	-	224	43	25	20
净利润(人民币百万)	104	527	804	990	1,051
全面摊薄每股收益(人民币)	0.473	0.786	0.956	1.093	1.162
变动 (%)	-	66.1	21.7	14.3	6.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.928	1.161	1.258
全面摊薄市盈率(倍)	22.7	13.6	11.2	9.8	9.2
每股现金流量(人民币)	(0.34)	0.94	1.11	1.24	1.36
价格/每股现金流量(倍)	(31.4)	11.4	9.7	8.6	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.3	8.2	5.3	3.9	3.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

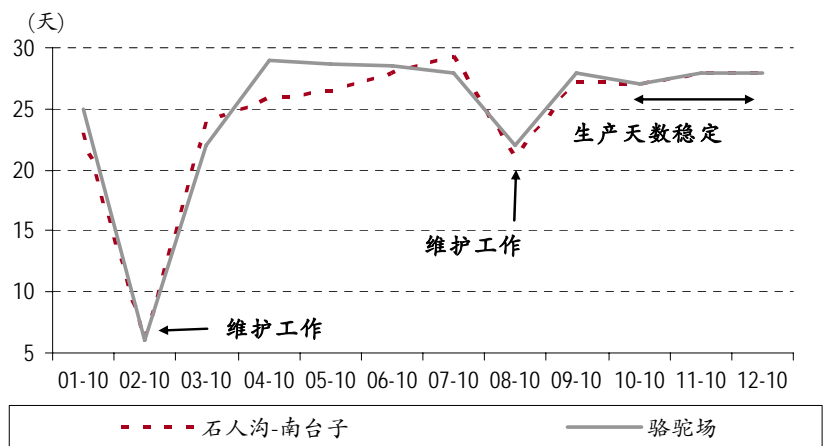
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 2. 季度业绩情况



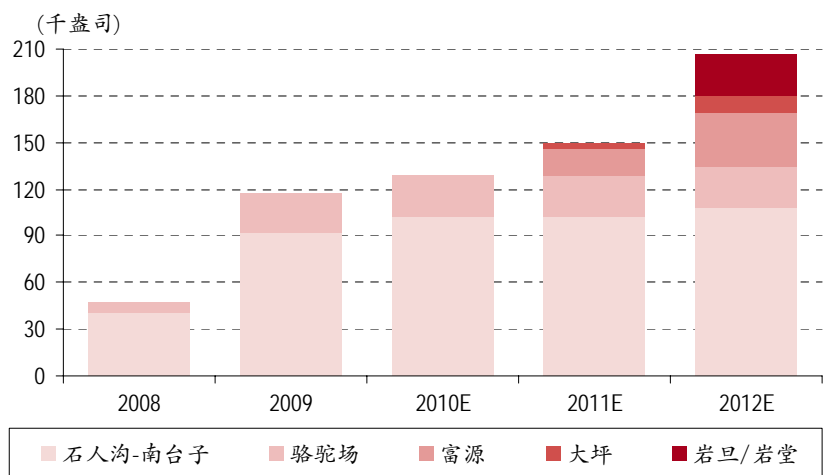
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 3. 运营/生产天数



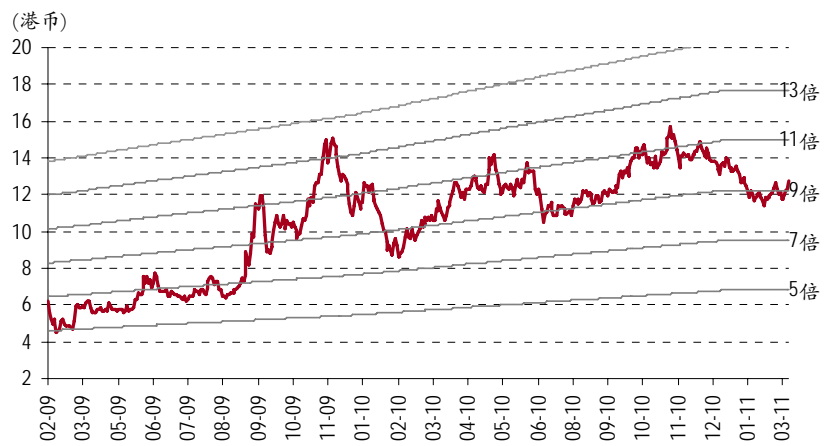
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 4. 黄金产量构成



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 5. 市盈率区间



资料来源：中银国际研究预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	312	1,011	1,446	1,815	2,178
销售成本	(81)	(263)	(365)	(478)	(765)
经营费用	(38)	18	151	164	190
息税折旧前利润	194	767	1,233	1,500	1,603
折旧及摊销	(9)	(33)	(95)	(100)	(116)
经营利润(息税前利润)	184	734	1,137	1,400	1,487
净利息收入(费用)	0	2	6	8	9
其他收益/(损失)	0	0	0	0	0
税前利润	184	736	1,143	1,408	1,496
所得税	(75)	(193)	(312)	(384)	(408)
少数股东权益	(6)	(17)	(27)	(34)	(36)
净利润	104	527	804	990	1,051
核心净利润	104	527	804	990	1,051
每股收益(人民币)	0.473	0.786	0.956	1.093	1.162
核心每股收益(人民币)	0.473	0.786	0.956	1.093	1.162
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	224	43	25	20
息税前利润增长(%)	n.a.	298	55	23	6
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	296	61	22	7
每股收益增长(%)	n.a.	66	22	14	6
核心每股收益增长(%)	n.a.	66	22	14	6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	42	1,958	3,220	3,981	5,021
应收帐款	21	33	42	51	60
库存	5	6	8	10	17
其他流动资产	0	427	0	0	0
流动资产总计	69	2,424	3,270	4,043	5,098
固定资产	316	378	785	921	941
无形资产	191	270	518	654	721
其他长期资产	6	6	6	6	6
长期资产总计	513	654	1,309	1,580	1,668
总资产	582	3,078	4,578	5,623	6,766
应付帐款	40	46	70	92	147
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	494	66	66	66
流动负债总计	52	540	136	158	213
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17	17
股本	388	675	795	795	795
储备	109	1,808	3,565	4,554	5,606
股东权益	497	2,484	4,360	5,350	6,401
少数股东权益	15	37	65	98	134
总负债及权益	582	3,078	4,578	5,623	6,766
每股帐面价值(人民币)	1.12	3.23	4.82	5.91	7.07
每股有形资产(人民币)	0.69	2.88	4.25	5.19	6.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.10)	(2.55)	(3.56)	(4.40)	(5.55)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	184	736	1,143	1,408	1,496
折旧与摊销	9	33	95	100	116
净利息费用	0	(2)	(6)	(8)	(9)
运营资本变动	(194)	54	12	10	40
税金	(75)	(193)	(312)	(384)	(408)
其他经营现金流	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	(75)	628	933	1,126	1,234
购买固定资产净值	(306)	(174)	(805)	(341)	(168)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	35	0	55	(31)	(36)
投资活动产生的现金流	(271)	(174)	(750)	(372)	(204)
净增权益	388	1,459	1,073	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	0	2	6	8	9
融资活动产生的现金流	387	1,462	1,079	8	9
现金变动	41	1,915	1,262	762	1,040
期初现金	1	42	1,958	3,220	3,981
公司自由现金流	(346)	456	189	762	1,040
权益自由现金流	(346)	456	189	762	1,040

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	62.1	75.9	85.2	82.7	73.6
息税前利润率	59.0	72.6	78.6	77.2	68.3
税前利润率	59.1	72.8	79.0	77.6	68.7
净利率	33.3	52.1	55.6	54.5	48.3
流动性(倍)					
流动比率	1.3	4.5	24.0	25.6	23.9
利息覆盖率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.2	4.5	23.9	25.5	23.9
估值(倍)					
市盈率	22.7	13.6	11.2	9.8	9.2
核心业务市盈率	22.7	13.6	11.2	9.8	9.2
目标价对应核心业务市	29.1	17.5	14.4	12.6	11.8
盈率					
市净率	9.5	3.3	2.2	1.8	1.5
价格/现金流	(31.4)	11.4	9.7	8.6	7.9
企业价值/息税折旧前	24.3	8.2	5.3	3.9	3.0
利润					
周转率					
存货周转天数	11.9	7.9	7.1	7.1	6.5
应收帐款周转天数	12.4	9.8	9.4	9.4	9.3
应付帐款周转天数	23.5	15.6	14.6	16.3	20.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	41.8	35.3	23.5	20.4	17.9
资产收益率	37.7	29.6	21.6	20.0	17.4
已运用资本收益率	72.0	48.6	32.9	28.5	25.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371