

瑞金礦業 (246.HK)

估值優勢顯著的低成本黃金礦業公司

公司小報告

評級：**買入**→ 現價：HK\$12.16 目標價：HK\$17.8→ 潛在上升空間：**46.4%**

2011年3月11日

事項：

公司發布2010年業績公告。

股份資料(HK\$)

52周高位(HK\$)	15.78
52周低位(HK\$)	10.36
市值(百萬港幣)	11,069
發行股數(百萬)	9.09
日成交量(百萬港幣)	4.07
1個月內變化(%)	7.22
年初至今變化(%)	-10.04
50天平均價(HK\$)	12.52
200天平均價(HK\$)	12.83
14天強弱指數	53.50

資料來源: Bloomberg

個股1年走勢圖



資料來源: Bloomberg

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>

要點：

- **2010年盈利好於預期。**公司2010年實現收入13.68億元，實現淨歸屬於普通股股東的淨利潤7.98億元，同比分別增長35.3%和51.5%。公司實現每股收益0.95元，計劃每股派息0.05港元。公司業績好於我們之前的預期，主要原因在於公司四季度加大了黃金的生產力度。
- **穩健成長的低成本黃金礦業公司。**公司2010年黃金產量達13.61萬盎司，合約4.23噸，同比增長16.5%。公司在內地屬中等規模的黃金礦業公司，目前在赤峰地區擁有南臺子、駱駝場兩個高品位的優質金礦。2010年兩座礦點經過擴建後已具備了日選礦能力2580噸，其綜合生產成本僅為300美元/盎司左右，遠低於國內黃金生產的平均水平。公司2010年毛利率和淨利潤率分別為77.3%和58.3%，居於行業領先地位。
- **積極擴張黃金資源。**公司近年來積極致力於在國內各地收購優質的黃金礦點，2010先後完成了收購江西大坪金礦以及廣西岩堂金礦、岩旦金礦，公司現黃金儲量達到85噸，黃金儲量/資源量達到127噸。公司大坪金礦（江西）、富源金礦（雲南）將於2011年下半年陸續投產，而廣西的岩堂金礦業將於2012年初投產，屆時公司將新增選礦能力約2.5噸。公司的黃金總產量將有望超過6噸。公司目前現金十分充裕，現金餘額高達29.65億元，具備大規模收購黃金資源的實力。
- **伴生金屬將提升公司綜合收益。**公司現有黃金礦產品中還富含銀、銅、鉛鋅等各種伴生金屬，2010年伴生金屬占公司收入的比重達到35.9%。由於銅、鉛鋅等金屬價格2011年以來都有顯著上漲，我們預期伴生金屬在公司總收入中的比重將繼續增加並將提升公司綜合收益。
- **估值優勢顯著，維持公司“買入”的投資評級。**公司近年來通過擴建現有礦山及收購外地礦點，其黃金儲量和生產規模都獲得顯著增長。同時黃金價格的持續上升也將穩步提升公司的盈利水平。我們預計2011/2012年公司的每股收益分別可達1.10元和1.42元，對應2011/2012年的P/E分別為9.3倍和7.2倍。我們認為公司目前估值遠低於行業內的平均水平，估值優勢顯著。我們繼續維持公司“買入”的投資評級，給予公司的目標價為17.8港元。

公司估值表

	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
營業收入(RMB百萬元)	1,011	1,368	1,871	2,402	2,551
同比增長(%)	223.8%	35.3%	36.7%	28.4%	6.2%
淨利潤(RMB百萬元)	527	798	997	1,284	1,408
同比增長(%)	406.9%	51.5%	24.9%	28.8%	9.6%
每股盈利(RMB)	0.79	0.95	1.10	1.42	1.55
市盈率	13.3	11.0	9.3	7.2	6.6
每股資產淨值(RMB)	3.7	5.2	6.1	7.3	8.6
市淨率	2.8	2.0	1.7	1.4	1.2

資料來源：公司、交銀國際

圖表 1：公司損益表預測 (單位：百萬元)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
銷售收入	1,011	1,368	1,871	2,402	2,551
主營業務成本	263	311	548	688	692
毛利	749	1,057	1,323	1,714	1,859
分銷成本	0	0	4	5	5
管理費用	48	34	37	48	51
融資成本	0	0	-89	-104	-132
稅前利潤	736	1,108	1,371	1,766	1,935
所得稅支出	193	299	343	441	484
年內利潤	543	809	1,028	1,324	1,451
歸屬於公司權益人利潤	527	798	997	1,284	1,408

資料來源：交銀國際

圖表 2：公司資產負債表預測 (單位：百萬元)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
現金及銀行結餘	1,958	2,965	3,787	4,812	5,871
應收賬款	460	45	37	48	51
存貨	6	8	8	8	8
總流動資產	2,424	3,018	3,869	4,916	5,980
固定資產	378	457	633	786	943
資產總計	3,078	4,910	5,872	7,008	8,176
短期借款	0	0	150	200	200
流動負債合計	540	167	300	392	404
長期借款	0	0	10	0	0
負債合計	557	184	324	401	408
股本	675	796	796	796	796
儲備	1,808	3,794	4,462	5,323	6,266
少數股東權益	37	135	135	135	135
總所有者權益	2,521	4,725	5,548	6,607	7,768
總負債、所有者權益合計	3,078	4,910	5,872	7,008	8,176

資料來源：交銀國際

圖表 3：公司主要財務比率預測

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
成長性					
營業收入增長率	223.8%	35.3%	36.7%	28.4%	6.2%
主營業利潤增長率	223.1%	41.2%	25.1%	29.6%	8.4%
淨利潤增長率	406.9%	51.5%	24.9%	28.8%	9.6%
盈利能力					
毛利率	74.0%	77.3%	70.7%	71.4%	72.9%
淨利潤率	52.1%	58.3%	53.3%	53.5%	55.2%
ROE	20.9%	16.9%	18.0%	19.4%	18.1%
ROIC	20.8%	16.2%	16.8%	18.3%	17.0%
償債能力					
資產負債率	18.1%	3.8%	5.5%	5.7%	5.0%
流動比率	4.5	18.1	12.9	12.5	14.8
速動比率	4.5	18.0	12.9	12.5	14.8

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/觀點并無直接或間接關係; 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, 并可能受遞延誤、阻礙或擱截等因子所影響。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。