

2011年3月11日

瑞金矿业

2010年业绩符合预期，未来增长强劲

P
买入

0246.HK - 港币 12.18

目标价格: 港币 15.37 (↑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

瑞金矿业公告 2010 年净利润同比增长 52% 至 7.98 亿人民币，基本符合市场预期(8.09 亿人民币)和我们的预测(8.04 亿人民币)。盈利增长强劲主要是由于黄金及其他金属(铜、锌、铅)平均售价大幅提高以及等量黄金产量同比增长 20%。公司宣布每股派息 0.05 港币。观察业绩背后的业务情况，我们仍对瑞金矿业的发展前景持乐观看法，因为 2011 年下半年即将投产的两座新矿(羊场边和大坪)和 2012 年 1 季度投产的岩旦/岩堂金矿的贡献将使公司 2011 和 2012 年的黄金产量分别同比提高 14% 和 35%。目前，股价对应 9.5 倍 2011 年市盈率和 1.1 倍股价/每股净资产值，我们认为，目前估值尚未完全反映产量的增长。由于上调了生产成本假设，我们将目标价下调 6% 至 15.37 港币。维持买入评级。

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 (%)	(10)	7	(14)	13
相对恒生中国企业指数 (%)	(12)	(1)	(16)	7

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 (%)	47
流通股市值(港币百万)	5,182
3个月日均交易额(港币百万)	50
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东 (%)	
Lead Honest	53

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

支撑评级的要点

- 2011-2012 年间产量大幅增长;
- 净现金头寸为未来可能出现的收购机会做好了准备;
- 短期内金价走势良好。

评级面临的主要风险

- 现有金矿项目的投产时间推迟;
- 未能找到规模较大的收购目标;
- 工作天数少于预期。

估值

- 我们新的目标价是基于 1.4 倍股价/每股净资产值和 12.3 倍 2011 年市盈率。在现金流折现模型中，我们假设贝塔值为 1.20、无风险利率为 2.2%、市场风险溢价为 8.0%、折现率为 11.80%。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	1,065	1,368	1,747	2,055	2,076
变动 (%)	241	28	28	18	1
净利润(人民币百万)	580	798	970	1,035	981
全面摊薄每股收益(人民币)	0.866	0.951	1.071	1.143	1.084
变动 (%)	83.1	9.9	12.6	6.7	(5.2)
市场预期每股收益(人民币)	-	0.923	1.147	1.290	1.325
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.093	1.162	1.087
调整幅度 (%)	-	-	(2.0)	(1.6)	(3.0)
核心每股收益(人民币)	0.866	0.951	1.071	1.143	1.084
变动 (%)	83.1	9.9	12.6	6.7	(5.2)
全面摊薄市盈率(倍)	11.9	10.8	9.6	9.0	9.5
核心市盈率(倍)	11.9	10.8	9.6	9.0	9.5
每股现金流量(人民币)	1.02	1.04	1.16	1.28	1.22
价格/每股现金流量(倍)	10.1	9.9	8.9	8.1	8.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.3	5.7	4.3	3.3	2.8
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

2010 财年业绩符合预期，4 季度表现强劲

由于黄金及其他金属的平均售价提高以及石人沟-南台子和骆驼场金矿的黄金产量增加，2010 年瑞金矿业总销售收入同比增长 35% 至 13.68 亿人民币，毛利润同比增长 42% 至 10.57 亿人民币，毛利率较去年提升 3.3 个百分点至 77%，是上市以来的最高水平。此外，公司的成本效益也是香港上市同业中最高。公司 2010 年净利润同比增长 52% 至 7.98 亿人民币，净利率同比提升 3.8 个百分点至 58%。公司宣布每股派息 0.05 港币。这是公司上市以来首次派息，尽管股息支付率仅有 4%。总体来说，瑞金矿业的 2010 年业绩基本符合预期。

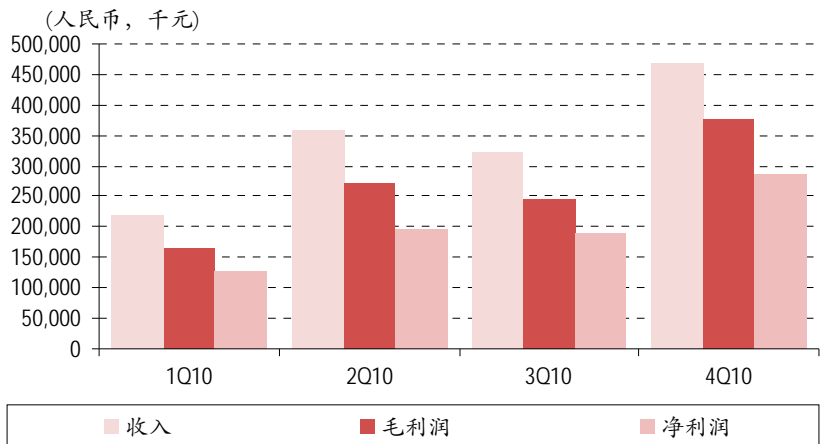
图表 2. 2010 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%	原因
收入	1,011	1,368	35	平均售价及黄金产量提高
销售成本	(263)	(311)	18	黄金产量增加且生产成本上升
毛利润	749	1,057	41	
毛利率%	74	77	3ppts	
其他收入	36	157	337	政府补贴增加
管理费用	(35)	(34)	(1)	
其他费用	(13)	(72)	440	汇兑损失及咨询费增加
税前利润	736	1,108	50	
税金	(193)	(299)	55	利润增加
税后利润	543	808	49	
股东应占利润	527	798	52	平均售价及黄金产量提高
少数股东权益	17	10	(37)	
净利率%	52	58	6ppts	

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

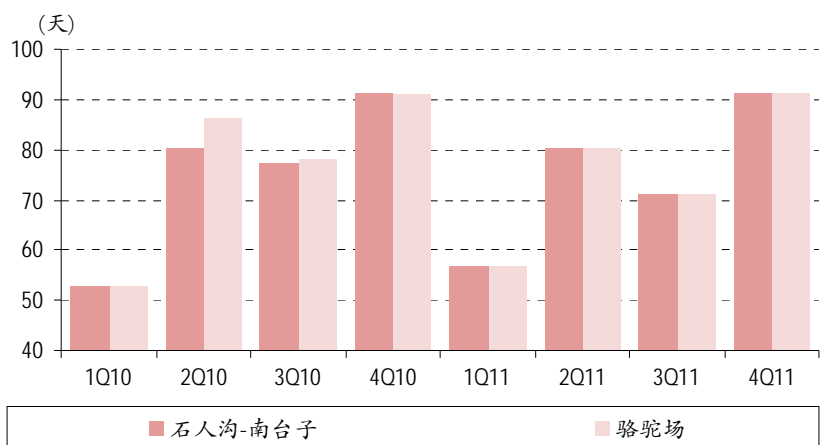
正如我们在之前的报告中给出的预测，公司 2010 年 4 季度表现强劲，原因主要有：(1) 平均黄金现货价格上涨 12%；(2) 国内平均铜价环比上涨 13%；以及(3) 生产天数保持稳定。2010 年 4 季度，石人沟-南台子和骆驼场金矿的工作天数达到约 91 天(2010 年前三季度，石人沟-南台子矿的平均季度工作天数为 70 天，骆驼场矿为 72 天)，几乎已达到满负荷运营(利用率 97%)。尽管如此，2010 年全年平均工作天数为 305 天，仍大大低于 09 年的 333 天，这主要是因为 3 季度意外的维护工作。我们之前较为保守的假设 2010 年的工作天数为 300 天。

图表 3. 各季度业绩



资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 4. 石人沟-南台子和骆驼场金矿的工作天数

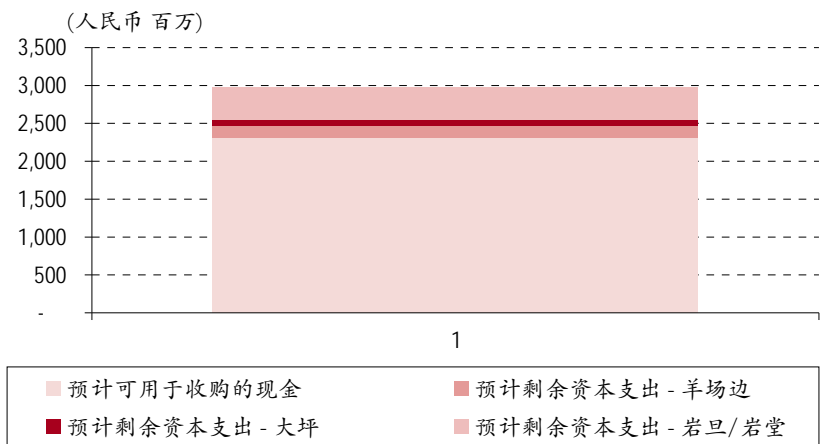


资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

持有大量现金，预计未来将进行更多收购

截至 2010 年 12 月 31 日，公司共持有 29.7 亿人民币净现金，由于 2010 年 6 月配股筹集 10.4 亿人民币，因此公司的净现金头寸同比增加了 50%。公司 2011-12 年的资本支出预算约为 5 亿人民币，因此公司还有 20 多亿人民币的资金可用于未来收购，完全没有再次配股融资的需求。瑞金矿业的优点之一是其目前的产量基数与紫金矿业和招金矿业相比仍非常小，因此一旦未来进行收购(即使规模较小)也能使其产量有明显的提升。

图表 5. 2011-2012 年资本支出预算

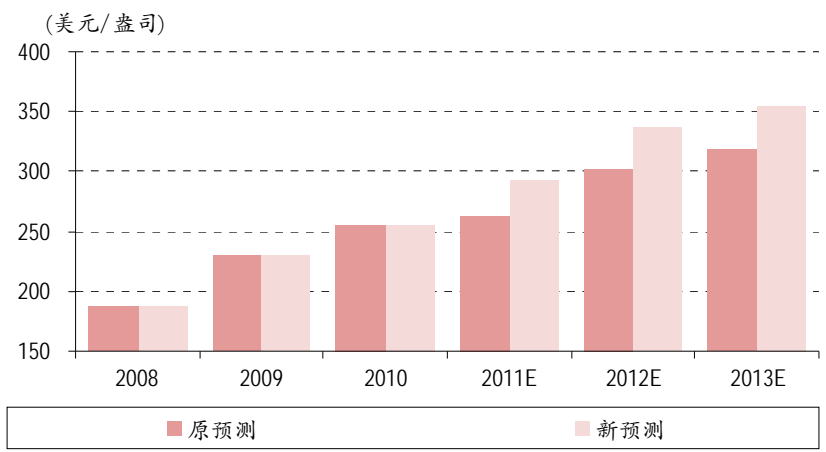


资料来源：公司数据、中银国际研究预测

生产成本仍然较低，但已开始感觉到成本压力

2010 财年，公司的现金生产成本由上年的 230 美元/盎司(按等量黄金计算)上升至 255 美元/盎司(不包括并购的相关咨询费用)，同比上升了 11%以上。生产成本大幅上升主要是由于原材料和人工成本同比上涨了 10%以上。这两项费用占公司总销售成本的近 60%。我们预计，在 CPI 增速较高和工资上涨的大背景下，公司将持续感到成本压力。根据之前的公告，招金矿业的现金生产成本同比上升了 20%以上，很明显，中国的矿业公司都将面临生产成本上涨的问题。考虑到这一因素，我们将未来三年的现金生产成本假设分别上调了 10-11%。

图表 6. 现金生产成本预测



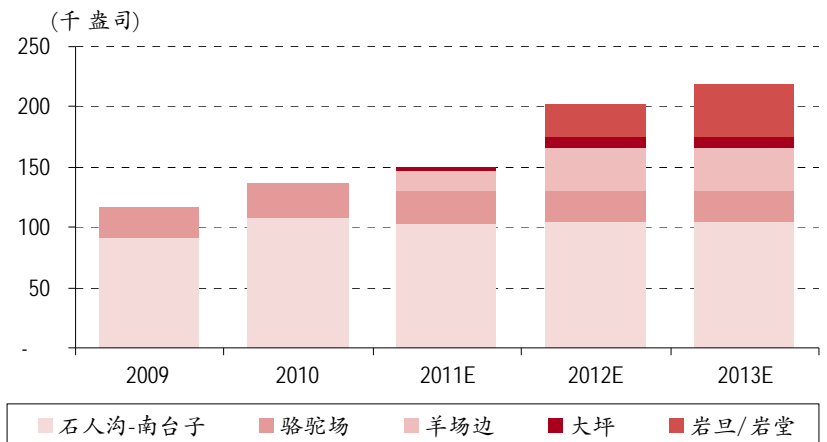
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

估值 — 目标价 15.37 港币

由于上调了生产成本假设并根据公司最新给出的指导区间将 2011-12 年资本支出假设上调了 10%，因此我们将 2011-13 年盈利预测分别下调了 1-4%，相应地，我们将目标价由 16.30 港币小幅下调至 15.37 港币。我们仍看好公司的业务前景，因为 2011 年下半年即将投产的两座新矿(羊场边和大坪)和 2012 年 1 季度投产的岩旦/岩堂金矿的贡献将使公司 2011 和 2012 年的应付黄金总产量分别同比提高 14%和 35%。目前，股价对应 9.5 倍 2011 年市盈率和 1.1 倍股价/每股净资产值，我们认为，目前估值尚未完全反映产量的增长。

我们新的目标价是基于 1.4 倍股价/每股净资产值和 12.3 倍 2011 年市盈率。在现金流折现模型中，我们假设贝塔值为 1.20、无风险利率为 2.2%、市场风险溢价为 8.0%、折现率为 11.80%。维持对该股的**买入**评级。

图表 7. 应付黄金产量

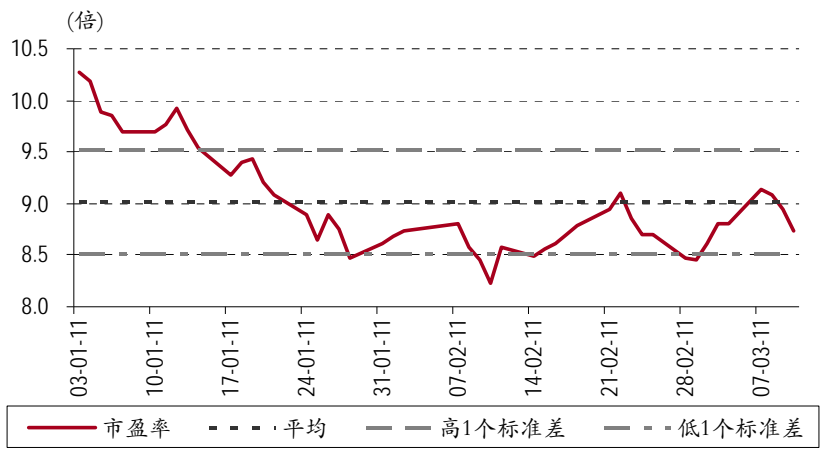


资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 8. 现金流折现估值

(人民币, 百万)	2011年 12月31日	2012年 12月31日	2013年 12月31日	2014年 12月31日	2015年 12月31日
现金流折现估值	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
息税前利润	1,339	1,445	1,368	1,234	774
所得税	(362)	(390)	(370)	(334)	(209)
运营资本变动	17.7	22.5	14.5	12.8	12.5
折旧及摊销	54	79	97	112	115
经营现金流	1,049	1,157	1,110	1,026	692
资本支出	(367)	(242)	(100)	(100)	(100)
借款净额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属股东的自由现金流	681	915	1010	926	592
期限(年)	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
折现率	0.91	0.82	0.73	0.65	0.58
归属股东的现金流现值	623	747	738	605	346
折现率计算					
无风险利率	2.2				
风险溢价	8.00				
贝塔值	1.2				
权益成本	11.8				
归属股东的自由现金流					
公司自由现金流的累计现值	5,591				
残值的现值					
净现金	2,965				
少数股东权益	(135)				
股东价值	8,422				
股份数量	905				
每股净现值(人民币)	9.30				
每股净现值(港币)	10.98				
每股净现值(港币)	15.37				

资料来源: 中银国际研究预测

图表 9. 市盈率区间


资料来源: 彭博

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	1,065	1,368	1,747	2,055	2,076
销售成本	(263)	(311)	(486)	(676)	(764)
经营费用	18	81	132	145	152
息税折旧前利润	821	1,139	1,393	1,525	1,465
折旧及摊销	(33)	(38)	(54)	(79)	(97)
经营利润 (息税前利润)	788	1,100	1,339	1,445	1,368
净利息收入(费用)	2	8	8	9	11
其他收益/(损失)	0	0	0	0	0
税前利润	790	1,108	1,346	1,454	1,378
所得税	(193)	(299)	(364)	(393)	(372)
少数股东权益	(17)	(10)	(13)	(27)	(25)
净利润	580	798	970	1,035	981
核心净利润	580	798	970	1,035	981
每股收益(人民币)	0.866	0.951	1.071	1.143	1.084
核心每股收益(人民币)	0.866	0.951	1.071	1.143	1.084
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	241	28	28	18	1
息税前利润增长(%)	327	40	22	8	(5)
息税折旧前利润增长(%)	324	39	22	9	(4)
每股收益增长(%)	83	10	13	7	(5)
核心每股收益增长(%)	83	10	13	7	(5)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1,958	2,965	3,488	4,399	5,407
应收帐款	33	45	58	68	68
库存	6	8	12	17	19
其他流动资产	427	0	0	0	0
流动资产总计	2,424	3,018	3,557	4,484	5,494
固定资产	378	457	1,219	1,295	1,762
无形资产	270	1,429	964	1,061	606
其他长期资产	6	6	6	6	5
长期资产总计	654	1,892	2,189	2,361	2,374
总资产	3,078	4,910	5,746	6,844	7,868
应付帐款	46	61	96	133	151
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	494	106	106	106	106
流动负债总计	540	167	202	239	256
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17	17
股本	675	796	796	796	796
储备	1,808	3,794	4,583	5,617	6,598
股东权益	2,484	4,590	5,379	6,414	7,395
少数股东权益	37	135	148	174	199
总负债及权益	3,078	4,910	5,746	6,844	7,868
每股帐面价值(人民币)	3.23	5.07	5.94	7.09	8.17
每股有形资产(人民币)	2.88	3.49	4.88	5.91	7.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.55)	(3.28)	(3.85)	(4.86)	(5.97)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	790	1,108	1,346	1,454	1,378
折旧与摊销	33	38	54	79	97
净利息费用	(2)	(8)	(8)	(9)	(11)
运营资本变动	54	34	18	23	15
税金	(193)	(299)	(364)	(393)	(372)
其他经营现金流	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	682	873	1,047	1,154	1,107
购买固定资产净值	(174)	(778)	(367)	(242)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(54)	(169)	(126)	39	42
投资活动产生的现金流	(228)	(948)	(494)	(203)	(58)
净增权益	1,459	1,074	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	(38)	(48)	(52)
其他融资现金流	2	8	8	9	11
融资活动产生的现金流	1,462	1,082	(31)	(40)	(41)
现金变动	1,915	1,007	522	912	1,008
期初现金	42	1,958	2,965	3,488	4,399
公司自由现金流	456	(67)	561	960	1,059
权益自由现金流	456	(67)	561	960	1,059

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	77.1	83.2	79.7	74.2	70.5
息税前利润率	74.0	80.4	76.6	70.3	65.9
税前利润率	74.2	81.0	77.0	70.8	66.4
净利率	54.5	58.3	55.5	50.3	47.2
流动性(倍)					
流动比率	4.5	18.1	17.6	18.8	21.4
利息覆盖率	NA	NA	NA	NA	NA
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	4.5	18.0	17.6	18.7	21.4
估值(倍)					
市盈率	11.9	10.8	9.6	9.0	9.5
核心业务市盈率	11.9	10.8	9.6	9.0	9.5
目标价对应核心业务市盈率	15.0	13.6	12.1	11.3	12.0
盈率					
市净率	3.2	2.0	1.7	1.5	1.3
价格/现金流	10.1	9.9	8.9	8.1	8.4
企业价值/息税折旧前利润	7.3	5.7	4.3	3.3	2.8
周转率					
存货周转天数	7.9	8.1	7.4	7.7	8.5
应收帐款周转天数	9.3	10.4	10.7	11.1	12.0
应付帐款周转天数	14.8	14.3	16.4	20.3	24.9
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	38.9	22.6	19.5	17.5	14.2
资产收益率	32.5	20.1	18.3	16.8	13.6
已运用资本收益率	52.1	30.6	26.3	24.0	19.4

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。

本报告期内含保密信息，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

英国伦敦嘉嘉街 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