

黃金

收盤價

目標價

港幣 12.16

港幣 18.28

出刊原因
投資建議業績更新
維持評級

交易資料

52 周內最高/最低 (港幣)	10.42/15.78
市值 (港幣百萬)	11069
市值 (美元百萬)	1419
發行股數 (百萬)	907
平均日成交量(百萬)	4.1
平均日成交額(港幣百萬)	46.5
主要股東/持股比	Lead Honest 41.4
流通股比例(%)	46.8

財務資料

	FY10
股東權益 (人民幣百萬)	4,725
市淨率 (倍)	2.0
總資產收益率 (%)	17
淨資產收益率 (%)	17.1
淨負債比率 (%)	NC
每股淨資產 (人民幣)	5.061

股價表現

	1-mth	3-mth	12-mth
Stock price	2.7	-13.7	14.5
HSCEI	7.5	2.6	9.5

相對股價表現



資料來源: Bloomberg

研究團隊

(86) 21 6886 5358 ext 163

瑞金礦業(0246.HK)

買進

生產將步入正常化

新聞:

- 瑞金礦業公佈 2010 年業績。公司 2010 年收入增長 35.3%至 13.68 億元人民幣，淨利潤增長 51.5%達 7.98 億元人民幣。歸屬股東每股收益為 0.952 元人民幣。2010 年黃金總產量及等量黃金總產量分別為 13.6 萬盎司和 21.2 萬盎司，折合 3.4 噸和 4.4 噸，同比分別增長 17%和 20%。

點評:

- 公司業績略低於我們的預期。公司 2010 年收入 13.68 億元人民幣，每股收益 0.952 元人民幣，均略低於我們的預期，略高於市場 0.923 元人民幣的預期。
- 公司收入增長主要受產能增長和價格上升驅動。公司銷售價格同比上漲 25.9%，和市場價格的升幅基本保持一致。2010 年黃金總產量及等量黃金總產量分別為 13.6 萬盎司和 21.2 萬盎司，折合 3.4 噸和 4.4 噸，同比分別增長 17%和 20%。這主要是因為公司在主要礦場的生產能力較 2009 年三季度以前提高了 44%，同時受平均生產天數和黃金品位減少的抵消。公司目前經營的兩個選礦廠平均生產天數較 2009 年減少 9%左右，平均品位較 2009 年降低 5%左右。2010 年黃金業務占總收入的 64.1%，較上年 66.1%下降兩個百分點，主要是由於銅銷售量和價格增幅都高於黃金所致。
- 公司未來生產天數和黃金品位都將保持穩定，公司生產天數減少主要是因為工廠維護而增加停運時間，以及 2009 年因為設備較新，設備檢修期較短，故而生產天數超出一般年份的生產天數，未來每年的生產天數將維持在 300 天左右。公司 2009 年黃金品位高的原因是當年開採地表的礦石由於長期淋濾，地表金富集。而今後主要開採地下礦石，品位將較為穩定。

建議:

- 下調目標價，維持買進評級。根據上述更新以及我們對黃金平均價格每年上漲 15%的假設，調整後公司 2011 年和 2012 年的每股收益分別為 1.264 元人民幣和 1.724 元人民幣。考慮到公司規模較小，以及歷史交易市盈率區間，我們認為 12x 市盈率是相對合理的估值，由此我們得出公司的合理目標價為 18.28 港幣。我們維持對該股的買進評級。

主要財務資料

年節日 12 月 31 日 (人民幣百萬)	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
銷售收入	1,011.2	1,368.2	1,872.7	2,606.3	3,112.8
變動 (%)	223.8	35.3	36.9	39.2	19.4
毛利	749	1,057	1,446	1,914	2,349
毛利率	74.0	77.3	77.2	73.4	75.4
營運利潤	736.3	1,107.8	1,528.9	2,084.4	2,577.6
息稅折舊攤銷前利潤	769.2	1,179.7	1,658.3	2,259.0	2,797.3
變動 (%)	296.6	53.4	40.6	36.2	23.8
淨利潤	543.3	808.5	1,146.7	1,563.3	1,933.2
變動 (%)	395.0	48.8	41.8	36.3	23.7
每股盈利 (人民幣)	0.786	0.951	1.264	1.724	2.131
變動 (%)	66.1	21.1	32.9	36.3	23.7
市場預測每股盈利 (人民幣)	-	0.934	1.065	1.115	2.115
市盈率 (倍)	13.6	11.0	8.0	5.9	5.1
每股股息 (港幣)	N/A	0.05	0.05	0.05	0.05
股息率 (%)	N/A	0.4	0.4	0.4	0.4

資料來源:公司資料, 永豐金證券

瑞金礦業(0246.HK)**續**

- **其他收入和其他開支均大幅增加，每股派 0.05 港元股息。**其他收入 1.57 億元人民幣，同比增加 337%，主要是政府補貼（即稅務優惠）的增加，受益於公司銷售收入的以及增值稅納稅人身份由小規模納稅人轉為一般納稅人。另外公司其他開支 0.7 億元人民幣，同比增長 439%，主要是受到匯兌虧損增加的影響，匯兌虧損主要產生於以港元及美元計值的銀行結餘。公司計畫每股派 0.05 港元股息，派息率 5.7%。考慮到公司正處於發展期，我們假設公司將維持固定股息。
- **新礦投產與預期保持一致。**公司的富源金礦、大坪金礦預計在今年 7 月和 10 月分別投產；公司在廣西的岩堂金礦和岩旦金礦也將於 2012 年 1 月前投產。這與之前公司管理層給予的預計一致。此方面的費用總計為 2 億元人民幣，而 2009 年僅為 8,850 萬元人民幣。預計隨著新礦山的投產，公司的黃金收入占比將逐步提高。
- **負利率環境仍然存在，黃金牛市的內在邏輯基礎並未改變。**農產品價格的上漲推高了全球的通脹水準，近期主要發達國家的經濟資料顯示一定好轉跡象，這可能導致主要經濟體的央行考慮加息，從而提高持有黃金的機會成本，短期內對黃金價格產生負面影響。但如果加息幅度不夠，負利率環境仍然存在，那麼黃金牛市的根本原因就不會發生實質改變。近期國際金價的上漲主要歸因於國際政治局勢的動盪引發的投資者的避險需求。如果局勢繼續動盪，金價在短期內將繼續得到支持。歷史上國際政治局勢的動盪曾導致金價在短期內顯著上升。

香港

永豐金證券(亞洲)有限公司
香港九龍尖沙咀北京道1號21樓
電話: (852) 2586 8288
傳真: (852) 2586 8300

上海

永豐金證券(亞洲)有限公司上海代表處
中國上海浦東南路256號華夏銀行大廈2405室
電話: (86 21) 6886-5358
傳真: (86 21) 6886-5969

倫敦

永豐金證券(歐洲)有限公司
5th Floor, Habib House
42 Moorgate
London EC2R 6EL
United Kingdom
電話: (44 20) 7614 9999
傳真: (44 20) 7614 9970

臺北

永豐金證券股份有限公司
臺北市重慶南路一段2號18樓
電話: (886 2) 2388-4583/2316-5150
傳真: (886 2) 2375-1254

分析員聲明

有關本研究報告中所提及之每一家公司,其相關分析員聲明一切表達於研究報告中的觀點已力求準確可靠地反映其對相關發行人或股份之個人觀點。分析員同時聲明無任何其個人報酬是或將是直接或間接與此研究報告中的特定推薦或觀點關連。

重要披露

本內容謹供參考用途。永豐金證券(亞洲)有限公司及/或其附屬公司及/或其關連公司(“永豐金證券”)對本研究報告已力求準確可靠,但並不對其中全部或部份內容的準確性、完整性或有效性承擔任何形式之保證,如有錯失遺漏,永豐金證券恕不負責。永豐金證券並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。本報告提供之資料,其內容包括指示條款並不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、或任何不論種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦。本報告所提及之證券、金融工具或策略未必適合所有投資者。本報告之意見及推薦並無根據各個投資者各自的投資目的、狀況及獨特需要作出各種證券、金融工具或策略之推薦。投資者必須在有需要時諮詢獨立專業顧問。本報告可透過 www.sinopacasia.com, www.thomsononeanalytics.com 及彭博(頁號: SINO)取閱。

本報告是根據永豐金證券一般合規手則之研究部政策作發表。

推薦定義:

買進 : 潛在報酬率 > +15%
中立 : 潛在報酬率介於 -15% ~ +15%
賣出 : 潛在報酬率 < -15%

註: 潛在報酬率 = $\left[\left(\frac{12 \text{個月內目標價}}{\text{前次變更評等的前一天收盤價}} - 1 \right) \times 100\% \right]$

致臺灣讀者: 本報告可透過臺灣永豐金證券股份有限公司(受臺灣證期局規管)取閱。本內容謹供參考用途。讀者必須獨立地評估投資風險及對一切投資決定作十足的責任。本報告可能不可向公開傳媒發佈或引述或未經臺灣永豐金證券股份有限公司書面同意下作公開用途。有關一切非臺灣當地買賣之證券資料謹供參考用途及並不構成要約、招攬或邀請、宣傳、誘使、或任何不論種類或形式之申述或訂立任何交易的任何建議或推薦。臺灣永豐金證券股份有限公司及/或其聯繫者可能與本報告所提及之每一家公司有投資銀行業務往來關係。

致英國讀者: 本報告可透過永豐金證券(歐洲)有限公司(受英國財經事務局 (FSA)規管)取閱。本報告可能只可向特定人事發佈或傳閱(根據英國金融服務及市場法案 2000 (金融推廣)法令 2001 (“Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001”)第 19(5)條款或第 49(2)條款或其他于英國金融服務及市場法案 2000 第 21 條款豁免條款下)。除英國金融服務及市場法案 2000 下之授權人仕外,本報告不可向公開傳媒發佈或引述。本報告為保密及只打算供特定人事使用。

© 2011 永豐金證券(亞洲)有限公司。保留全部權利。任何未經授權之使用、複印、轉發或向外披露可能觸犯法令及遭受起訴。永豐金證券(亞洲)有限公司及其聯繫者恕不對本報告負任何責任。