

瑞金礦業 (0246.HK)

黃金擴產意外受阻，金價上漲彌補損失

公司中報告

評級：買入→

現價：HK\$10.1

目標價：HK\$15.1↓

潜在上升空間：49.5%→

2011年05月12日

事項：

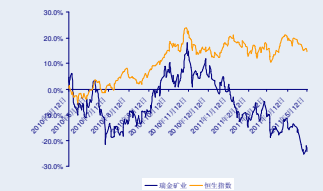
公司發布2011年1季度業績。

股份資料(HK\$)

52周高位(HK\$)	15.78
52周低位(HK\$)	9.90
市值(百萬港幣)	9,179
發行股數(百萬)	909
日成交量(百萬港幣)	1.83
1個月內變化(%)	-10.93
年初至今變化(%)	-25.41
50天平均價(HK\$)	11.41
200天平均價(HK\$)	12.64
14天強弱指數	38.14

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：

- 一季業績穩步增長。**公司2011年1季度實現營業收入3.06億元，同比增長39.0%；實現淨歸屬於普通股股東的淨利潤1.78億元，同比增長39.7%。公司一季受春節檢修影響，黃金產量僅為2.58萬盎司，環比去年四季度有明顯下降，但預期2季度後黃金生產將有顯著提升。
- 黃金產能擴建計劃意外受阻。**公司於一季業績報告中稱，公司位居雲南富源縣的羊場邊金礦由於當地政府規劃將金礦周邊土地用於建設4A級旅遊景區因此該金礦的建設將可能受阻，羊場邊金礦的投產期可能推遲。而公司江西大坪金礦面臨重新選址尾礦庫，因此其投產期預計將推遲至2012年。我們此前曾預計江西大坪金礦和雲南富源金礦於2011年可分別為公司貢獻20000盎司和2000盎司的黃金產量，從公司目前遭遇的建設障礙來看，我們預計2011年兩座礦點將無法進入生產狀態。公司2011年的收益仍將依賴赤峰礦區的金礦貢獻。
- 金價上漲可基本彌補黃金擴產受阻造成的損失。**公司此次於雲南富源的羊場邊金礦和江西大坪金礦建設受阻屬意外事件，兩座金礦合計儲量5.79噸，占公司總儲量的6.8%。雲南富源金礦原設計產能為13000盎司，占公司現總產量的9%。兩座金礦生產受阻導致公司淨利潤減少5000-6000萬元，但由於2011年國內黃金價格大幅上漲，預計全年黃金均價可達1500美元/盎司，公司淨利潤2011年增速仍可達20%，黃金價格的上漲將可基本彌補公司黃金擴產受阻造成的損失。
- 公司業績仍將穩步增長，維持公司“買入”的投資評級。**公司由於公司下屬雲南羊場邊金礦和江西大坪金礦意外遭遇突發性事件幹擾，導致兩座金礦的投產將被延期。受此影響，公司2011年預計黃金產量將比預期減少22000盎司，占公司預計總產量的13%。據此我們下調公司2011/2012年的每股收益為1.06/1.32元，較我們此前的預期分別下降9.0%和12.5%，公司現價對應2011/2012年的P/E為8.1x/6.4x。我們認為公司估值偏低，且此次金礦建設受阻并未對公司業績造成重大衝擊，我們繼續維持公司“買入”的投資評級，給予公司的目標價為15.1港元。

公司估值表

	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
營業收入(RMB百萬元)	1,011	1,368	1,754	2,176	2,430
淨利潤(RMB百萬元)	527	798	957	1,199	1,346
每股基本盈利(RMB)	0.79	0.95	1.06	1.32	1.48
每股核心盈利(RMB)	0.79	0.95	1.06	1.32	1.48
同比增長(%)	67.2%	21.1%	10.9%	25.2%	12.3%
市盈率	11.1	9.1	8.1	6.4	5.7
每股派息(RMB)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
周息率(%)	0.0	0.0	1.2%	1.6%	1.7%
每股資產淨值(RMB)	3.7	5.2	6.2	7.4	8.8
市淨率	2.3	1.7	1.4	1.1	1.0

資料來源：公司、交銀國際

圖表 1：FY10 年各季度業績概要

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	同比增長 (%)	環比增長 (%)
南臺子黃金產量 (千盎司)	19.2	29.1	27.5	32.0	20.4	6.3%	-36.3%
駱駝場黃金產量 (千盎司)	4.9	7.9	7.2	8.3	5.4	10.2%	-34.9%
黃金產量合計 (千盎司)	24.1	37.0	34.7	40.3	25.8	7.1%	-36.0%
營業收入 (百萬元 RMB)	220	358	321	468	306	39.0%	-34.6%
營業成本 (百萬元 RMB)	56	85	77	93	69	23.4%	-26.3%
毛利 (百萬元 RMB)	165	273	245	375	238	44.3%	-36.6%
淨利潤 (百萬元 RMB)	128	194	189	287	178	39.7%	-37.9%

資料來源：交銀國際

圖表 2：主要假設變動

	2011F			2012F		
	原有預測	現有預測	變動	原有預測	現有預測	變動
黃金銷售價格(美元/盎司)	1,500	1,500	0.0%	1,600	1,600	0.0%
黃金總產量(盎司)	162,300	140,300	-13.6%	215,500	177,500	-17.6%
其中：南臺子金礦(盎司)	110,800	110,800	0.0%	115,000	115,000	0.0%
駱駝場金礦(盎司)	29,500	29,500	0.0%	30,000	30,000	0.0%
江西大坪金礦(盎司)	20,000	0	-100.0%	35,000	10,000	-71.4%
雲南羊場邊金礦(盎司)	2,000	0	-100.0%	13,000	0	-100.0%
主營業收入 (百萬元 RMB)	1,947	1,754	-9.9%	2,526	2,176	-13.8%
毛利 (百萬元 RMB)	1,399	1,266	-9.5%	1,839	1,593	-13.4%
核心淨利潤 (百萬元 RMB)	1,051	957	-8.9%	1,372	1,199	-12.6%
每股收益 (RMB)	1.16	1.06	-9.0%	1.51	1.32	-12.5%
每股資產淨值 (RMB)	6.16	6.19	0.4%	7.09	7.41	4.5%

資料來源：交銀國際

圖表 3：公司損益表預測 (單位：百萬元 RMB)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
銷售收入	1,011	1,368	1,754	2,176	2,430
主營業務成本	263	311	488	583	656
毛利	749	1,057	1,266	1,593	1,774
分銷成本	0	0	4	4	5
管理費用	48	34	35	44	49
融資成本	0	0	-89	-103	-130
稅前利潤	736	1,108	1,316	1,648	1,851
所得稅支出	193	299	329	412	463
年內利潤	543	809	987	1,236	1,388
歸屬於公司權益人利潤	527	798	957	1,199	1,346
每股收益 (RMB)	0.79	0.95	1.06	1.32	1.48

資料來源：交銀國際

圖表 4：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%	28.2%	24.1%	11.7%
主營業利潤增長率	223.1%	41.2%	19.7%	25.8%	11.4%
淨利潤增長率	406.9%	51.5%	20.0%	25.2%	12.3%
盈利能力					
毛利率	74.0%	77.3%	72.2%	73.2%	73.0%
淨利潤率	52.1%	58.3%	54.6%	55.1%	55.4%
ROE	20.9%	16.9%	17.1%	17.8%	16.9%
ROIC	20.8%	16.2%	15.9%	16.7%	15.8%
償債能力					
資產負債率	18.1%	3.8%	5.3%	5.4%	4.8%
已獲利息倍數					
流動比率	4.5	18.1	13.2	12.9	15.0
速動比率	4.5	18.0	13.2	12.9	15.0

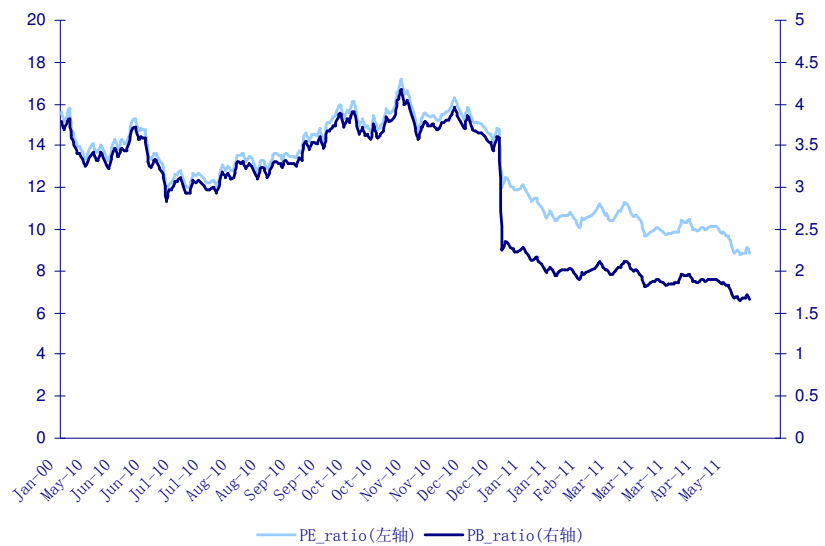
資料來源：交銀國際

圖表 5：公司資產負債表預測（單位：百萬元 RMB）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
現金及銀行結餘	1,958	2,965	3,758	4,732	5,810
應收賬款	460	45	35	44	49
存貨	6	8	8	8	8
總流動資產	2,424	3,018	3,836	4,827	5,915
固定資產	378	457	723	976	1,206
資產總計	3,078	4,910	5,928	7,109	8,374
短期借款	0	0	150	200	200
流動負債合計	540	167	290	374	394
長期借款	0	0	10	0	0
負債合計	557	184	314	383	398
股本	675	796	796	796	796
儲備	1,808	3,794	4,534	5,461	6,502
少數股東權益	37	135	135	135	135
總所有者權益	2,521	4,725	5,614	6,726	7,976
總負債、所有者權益合計	3,078	4,910	5,928	7,109	8,374

資料來源：交銀國際

圖表 6：公司一年來 PE 及 PB 變動



資料來源：Bloomberg

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。