

2010年9月1日

瑞金矿业

下半年增长强劲

买入
HK

0246.HK - 港币 11.68

目标价格: 港币 15.02 (↑13.58)

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(%)	1	5	(6)	68
相对恒生指数(%)	7	8	(10)	64

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)	62
3个月日均交易额(港币百万)	76
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

 *陈蓓蓓、徐志杰为本报告重要贡献者
中银国际证券有限责任公司

根据中报调整估值模型后, 我们将瑞金矿业的目标价由 13.58 港币上调至 15.02 港币。由于调整了黄金产量和政府给予的税务优惠, 我们将 2010-12 年盈利预测分别上调 2.1%、0.4% 和 12.7% 至 7.91 亿、8.82 亿和 9.94 亿人民币。此外, 根据管理层最新给出的指导区间, 我们下调了未来三年的资本支出预测。我们新的目标价 15.02 港币对应 13.5 倍 2011 年预期市盈率和 1.0 倍的股价/每股净资产值。目前股价对应 10.4 倍 2011 年预期市盈率和 0.8 倍的股价/每股净资产值。中报公告导致股价小幅下跌后, 目前的估值非常具有吸引力。我们预计, 公司下半年将录得强劲增长。

支撑评级的要点

- 中短期内, 金价走势稳健;
- 净现金头寸良好。

评级面临的主要风险

- 金价和黄金产量低于预期;
- 缺乏大规模的收购对象;
- 最近收购的金矿投产时间进一步推迟。

估值

- 我们新的目标价是基于 1.0 倍股价/每股净资产值。每股净资产值是根据现金流折现法得出, 其中股权成本为 8.8%。

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	1,433	1,676	2,095
变动(%)	-	224	42	17	25
净利润(人民币百万)	104	527	791	882	994
全面摊薄每股收益(人民币)	0.473	0.786	0.940	0.974	1.099
变动(%)	-	66.7	19.7	3.6	12.8
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.964	1.098	0.937
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.921	0.970	0.975
调整幅度(%)	-	-	2.1	0.4	12.7
全面摊薄市盈率(倍)	21.4	12.9	10.7	10.4	9.2
每股现金流量(人民币)	(0.34)	0.94	1.10	1.12	1.30
价格/每股现金流量(倍)	(29.6)	10.8	9.2	9.0	7.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.9	7.6	4.9	4.0	2.9
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

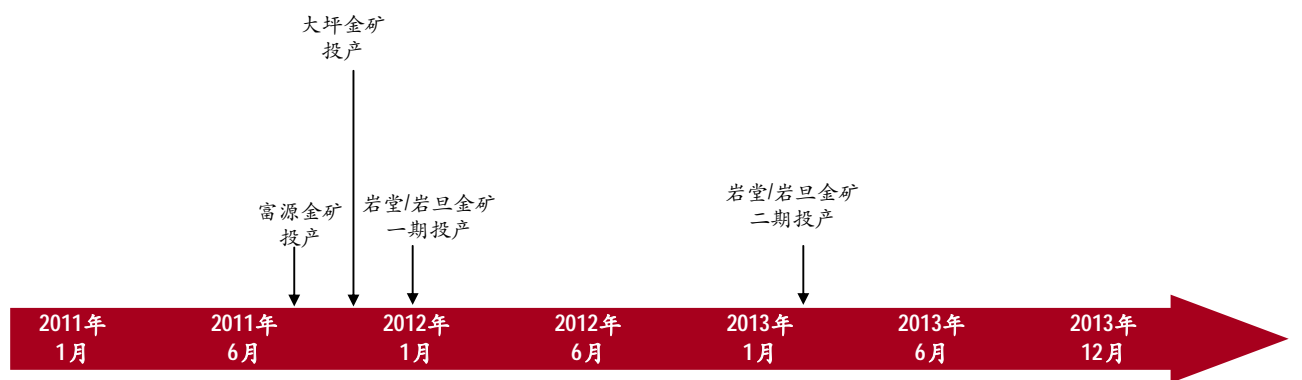
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

投产时间推迟对盈利的影响不大

投产时间推迟的影响很小

由于上半年云南和江西地区相继发生干旱及洪水，位于云南省的富源金矿和位于江西省的大坪金矿的投产时间分别推迟了六个月和四个月至 2011 年 7 月和 10 月。位于广西省的岩堂/岩旦金矿仍将按原定计划于 2012 年 1 月投产。投产时间推迟对我们 2011 年盈利预测的影响仅为 3%。

图表 2. 调整后投产时间表



资料来源：公司数据

上调 2012 年黄金产量预测

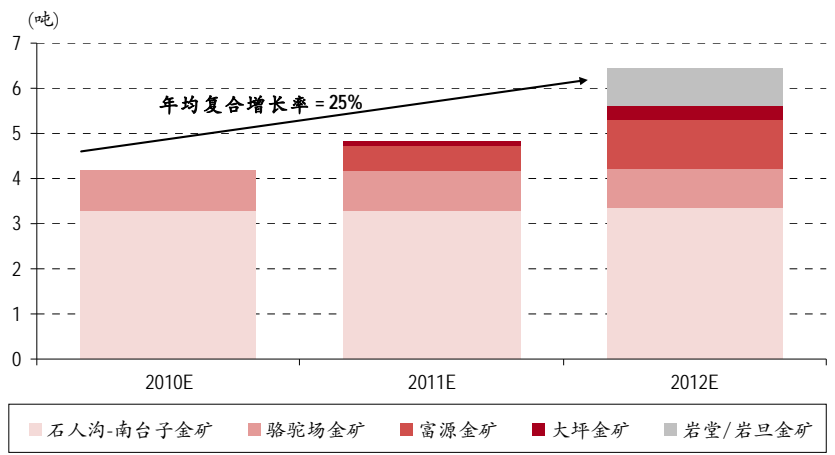
调整黄金产量预测

我们将 2010 和 2011 年的黄金产量预测分别下调了 1.5% 和 9.1% 至 4.3 吨和 5.0 吨，原因分别是下调石人沟-南台子金矿的产量预测以及富源和大坪金矿的投产时间推迟。但是，根据管理层最新给出的指导区间，岩堂/岩旦金矿 2012 年的产量贡献将有所增加，因此我们将 2012 年的黄金产量预测上调了 5.5% 至 6.7 吨。

图表 3. 黄金及副产品产量

(吨)	2010E	2011E	2012E
黄金(原预测)	4.4	5.5	6.3
黄金(新预测)	4.3	5.0	6.7
银(原预测)	39.0	38.6	38.6
银(新预测)	38.5	38.5	38.9
铜(原预测)	6,980	7,682	7,682
铜(新预测)	6,961	7,682	7,699
铅(原预测)	5,113	4,489	4,489
铅(新预测)	5,016	4,473	4,541
锌(原预测)	4,535	4,473	4,473
锌(新预测)	4,449	4,457	4,525

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 4. 各金矿的黄金产量贡献


资料来源：公司数据、中银国际研究预测

我们维持原来的黄金、铜、铅及锌的价格假设，因此，我们预计 2010-11 年，等量黄金产量将分别下降 1.3% 和 6.4% 至 6.2 吨和 7.1 吨，但 2012 年等量黄金产量将上升 4.18% 至 8.8 吨。

图表 5. 平均实现售价假设

	2009	2010E	2011E	2012E
黄金(人民币/克)	184	226	231	233
黄金(美元/盎司)	839	1,030	1,052	1,060
银(人民币/克)	3	3	3	3
银(美元/盎司)	13	14	15	14
铜(人民币/吨)	25,426	35,041	38,545	40,472
铅(人民币/吨)	10,978	10,019	11,279	11,207
锌(人民币/吨)	10,341	10,961	12,194	12,060

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 6. 等量黄金产量

	2010E	2011E	2012E
黄金	6.3	7.6	8.4
黄金	6.2	7.1	8.8

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

税务优惠增加

政府税务优惠增加将抵消下调 2010 和 2011 年黄金产量预测的影响

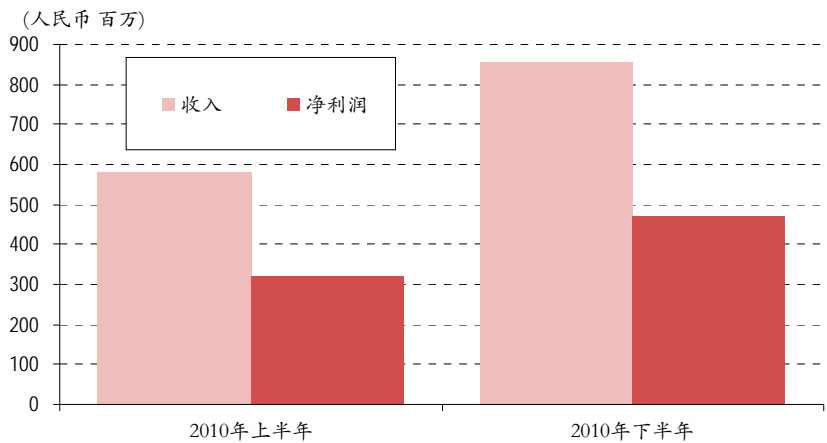
下调 2010-11 年黄金产量预测对盈利的影响将完全被政府给予的税务优惠增加所抵消。我们将 2010 年和 2011 年公司获得的政府税务优惠上调 1.11 亿人民币和 1.27 亿人民币，这是由于公司的纳税人身份由小规模纳税人转为一般纳税人，因此适用的增值税率由 3% 变更为 17%。我们已在 2010 年及以后的盈利预测中加入了这一因素的影响。

下半年利润环比大增 45%

预计下半年业绩强劲

我们预计下半年盈利将在上半年 3.22 亿人民币的基础上环比增长 45% 至 4.68 亿人民币。主要增长动力将来自石人沟-南台子金矿和骆驼场金矿的工作天数增加(上半年为 135 天, 预计下半年平均工作天数为 171 天), 因为春节大部分时间这些金矿都处于停产状态, 此外 2 月份又停产进行维持保养。我们预计, 2010 年全年盈利将同比增长 50%。

图表 7. 下半年盈利与上半年盈利



资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

下调资本支出假设

调整资本支出假设

根据管理层最新给出的指导区间, 我们还下调了 2010-2013 年的资本支出假设, 但上调了 2014 和 2015 年的资本支出假设。

图表 8. 资本支出预测

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
原预测						
石人沟-南台子金矿	60	-	-	-	-	-
骆驼场金矿	20	-	-	-	-	-
富源金矿	180	109	1	-	-	-
大坪金矿	100	120	40	-	-	-
富邦工业	180	-	-	-	-	-
广西岩堂/岩旦金矿	288	240	278	80	80	80
总计	828	469	319	80	80	80
新预测						
石人沟-南台子金矿	60	0	0	0	0	0
骆驼场金矿	20	0	0	0	0	0
富源金矿	206	3	1	0	0	0
大坪金矿	161	81	0	0	0	0
富邦工业	180	0	0	0	0	0
广西岩堂/岩旦金矿	178	258	167	100	100	100
总计	805	341	168	100	100	100

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

新的目标价对应 1.0 倍的股
价/每股净资产值

估值 - 将目标价上调至 15.02 港币

根据中报小幅调整盈利预测模型后，我们将瑞金矿业的目标价由 13.58 港币上调至 15.02 港币，原因主要是调整了黄金产量和税务优惠后，我们将 2010-12 年盈利预测分别上调 2.1%、0.4% 和 12.7% 至 7.91 亿、8.82 亿和 9.94 亿人民币以及我们根据管理层最新给出的指导区间下调了未来三年的资本支出预测。我们新的目标价对应 13.5 倍 2011 年预期市盈率和 1.0 倍的股价/每股净资产值。维持对该股的 **买入** 评级。

图表 9. 现金流折现估值

现金流折现	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
息税前利润	1,119	1,246	1,406	1,307	1,047	942
所得税	(305)	(340)	(384)	(357)	(286)	(257)
运营资本变动	13	14	37	18	7	4
折旧及摊销	95	100	116	125	132	141
经营现金流	922	1,020	1,175	1,093	900	829
资本支出	(805)	(341)	(168)	(100)	(100)	(100)
净债务	-	-	-	-	-	-
自由现金流	117	679	1,007	993	800	729
折现期限(年)	-	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
贴现率	0.97	0.89	0.82	0.75	0.69	0.64
现金流现值	114	607	827	749	555	464
股权成本						
无风险利率(%)	2.2					
风险溢价(%)	6.7					
贝塔值	1.0					
股权成本(%)	8.8					
公司自由现金流的累计现值	8,733					
残值的现值	-					
净现金	3,207					
少数股东权益	(64)					
股东价值	11,876					
股份数量(百万)	905					
每股净资产值(人民币/股)	13.12					
每股净资产值(港币/股)	15.02					
股价/每股净资产值	1.0	15.02				

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	1,433	1,676	2,095
销售成本	(81)	(263)	(369)	(485)	(763)
经营费用	(38)	18	151	156	190
息税折旧前利润	194	767	1,214	1,347	1,522
折旧及摊销	(9)	(33)	(95)	(100)	(116)
经营利润(息税前利润)	184	734	1,119	1,246	1,406
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	1,125	1,254	1,414
所得税	(75)	(193)	(307)	(342)	(386)
少数股东权益	(6)	(17)	(27)	(30)	(34)
净利润	104	527	791	882	994
核心净利润	104	527	791	882	994
每股收益(人民币)	0.473	0.786	0.940	0.974	1.099
核心每股收益(人民币)	0.473	0.786	0.940	0.974	1.099
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	NA	224	42	17	25
息税前利润增长(%)	NA	298	52	11	13
息税折旧前利润增长(%)	NA	296	58	11	13
每股收益增长(%)	NA	66	20	4	13
核心每股收益增长(%)	NA	66	20	4	13

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	3,207	3,861	4,838
应收帐款	21	33	42	48	58
库存	5	6	8	11	17
其他流动资产	0	427	0	0	0
流动资产总计	69	2,424	3,257	3,919	4,913
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	4,566	5,499	6,581
应付帐款	40	46	71	93	146
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	137	159	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	3,552	4,433	5,428
股东权益	497	2,484	4,347	5,229	6,223
少数股东权益	15	37	64	94	128
总负债及权益	582	3,078	4,566	5,499	6,581
每股帐面价值(人民币)	1.12	3.23	4.80	5.78	6.87
每股有形资产(人民币)	0.69	2.88	4.23	5.05	6.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.10)	(2.55)	(3.54)	(4.27)	(5.35)

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	1,125	1,254	1,414
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	13	14	37
税金	(75)	(193)	(307)	(342)	(386)
其他经营现金流	0	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	(75)	628	921	1,018	1,173
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	1,249	654	978
期初现金	1	42	1,958	3,207	3,861
公司自由现金流	(346)	456	176	654	978
权益自由现金流	(346)	456	176	654	978

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	84.8	80.3	72.7
息税前利润率	59.0	72.6	78.1	74.4	67.1
税前利润率	59.1	72.8	78.5	74.8	67.5
净利率	33.3	52.1	55.2	52.6	47.5
流动性(倍)					
流动比率	1.3	4.5	23.8	24.6	23.1
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	1.2	4.5	23.7	24.5	23.0
估值(倍)					
市盈率	21.4	12.9	10.7	10.4	9.2
核心业务市盈率	21.4	12.9	10.7	10.4	9.2
目标价对应核心业务	27.8	16.7	14.0	13.5	11.9
市盈率					
市净率	9.0	3.1	2.1	1.7	1.5
价格/现金流	(29.6)	10.8	9.2	9.0	7.8
企业价值/息税折旧前	22.9	7.6	4.9	4.0	2.9
利润					
周转率					
存货周转天数	11.9	7.9	7.0	7.0	6.5
应收帐款周转天数	12.4	9.8	9.5	9.7	9.2
应付帐款周转天数	23.5	15.6	14.9	17.8	20.8
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	23.1	18.4	17.4
资产收益率	37.7	29.6	21.3	18.0	16.9
已运用资本收益率	72.0	48.6	32.4	25.8	24.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 30 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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