

股权收购对黄金储量增长有限

增持(维持)

事件:

2012年3月9日，公司发布公告，董事会审议通过议案，决定以自有资金72,350.7万元收购甘肃省西和县中宝矿业有限公司70%股权。中宝公司及其全资子公司天水天龙矿业拥有四儿沟门金矿、小东沟金矿、元滩子金矿共三个探矿权。

点评:

- **黄金储量增长不明显。**经评估，中宝公司及子公司天水天龙矿业拥有的三个探矿权黄金资源储量相对较小。其中四儿沟门金矿，金平均品位为3.42克/吨，金属量12.22吨；伴生银平均品位3.11克/吨，金属量11.15吨。小东沟金矿，金平均品位1.55克/吨，金属量12.51吨。收购完成后，公司黄金权益储量将增加17.31吨。公司上市以来经过外延式扩张与内部挖潜相结合，现黄金权益储量约为287吨，本次拟收购资源对公司黄金总储量的提升作用有限。
- **资源扩张重点仍在定增收购集团资源。**公司拟通过定向增发的方式收购新立、寺庄和东风探矿权，以及收购归来庄公司69.24%股权，初步估算，以上涉及黄金储量总规模为300吨。在大幅增加黄金资源储量的同时，公司通过延伸扩大新立金矿、寺庄金矿之许可开采范围，可实现集约开采并利用现有选矿能力，降低开采成本，增强盈利能力。
- **近年产量进入快速增长期。**公司通过技改等方式提升矿山企业采选冶炼能力的同时，不断提升管理效率的方式加大矿产的实际出产能力。随前期重点项目陆续投产，预计公司2011-2013年矿产金产量将由2009年的19.4吨提升至22.5吨、27吨和31吨，年均复合增速接近20%。
- **预计2011年EPS为1.73元，维持“增持”评级。**预计公司2011-2013年EPS分别为1.73元、2.09元和2.63元，对应动态市盈率分别为20倍、17倍和13倍，估值水平合理。考虑到欧债危机不确定性对国际金价的支撑作用，以及公司业绩对国际金价的高度敏感性，维持公司“增持”评级。

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿 14.23

流通股本: 亿 14.23

第一大股东 山东黄金集团有限公司

第一大股东 持股比例 50.25%

数据来源: 宏源证券研究所

相关研究

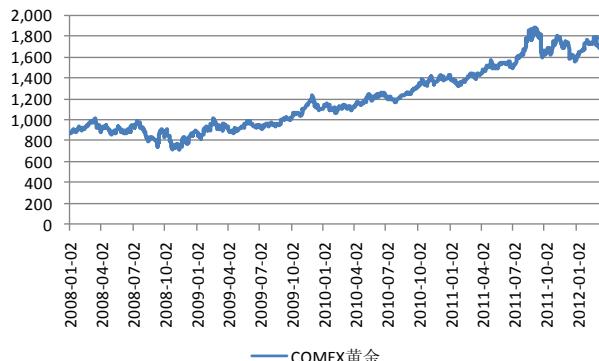
宏源证券*公司研究*资源扩张谋发展，产能提升布新篇 2011.11.08

宏源证券*公司研究*金价高位推动业绩增长 2011.07.29

宏源证券*公司报告*黄金储量接近翻番 2011.04.25

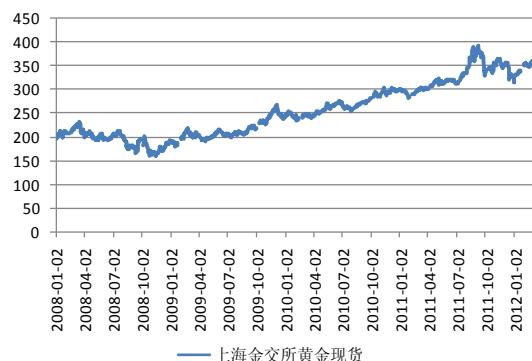
主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	23360.10	31514.70	36476.11	37318.50	39383.35
同比增长率	17.55%	34.91%	15.74%	2.31%	5.53%
净利润	745.82	1223.04	2461.03	2977.26	3740.42
同比增长率	17.12%	63.99%	101.22%	20.98%	25.63%
每股收益(元)	0.52	0.86	1.73	2.09	2.63

图 1: COMEX 黄金期货价格走势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2: 上海黄金现货价格走势



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

表 1: 国内黄金类上市公司 2011 年 EPS 敏感性分析

证券代码	公司名称	矿产金产量(吨)	国际金价每上涨 50 美元/盎司 EPS 变化幅度
002155	辰州矿业	2.5	0.03
600489	中金黄金	21	0.05
600547	山东黄金	22.5	0.10
601899	紫金矿业	29.5	0.008

数据来源: 宏源证券研究所

表 2: 国内黄金类上市公司的吨储量市值

证券代码	公司名称	市值(亿元)	储量(吨)	吨储量市值(亿元/吨)	克金成本(元/克)
002237	恒邦股份	82.19	26	3.16	100
600331	荣华实业	101.76	66	1.54	120
600489	中金黄金	438.93	569.47	0.77	135
600547	山东黄金	500.92	600	0.83	130
601899	紫金矿业	981.54	750.17	1.31	90

资料来源: 宏源证券研究所

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	31514.70	36476.11	37318.50	39383.35	货币资金	-36.47	1094.28	1443.87	4098.18
增长率(%)	34.91%	15.74%	2.31%	5.53%	应收和预付款项	720.84	638.60	724.75	689.01
归属母公司股东净利润	1223.04	2461.03	2977.26	3740.42	存货	253.67	475.44	250.92	497.80
增长率(%)	63.99%	101.22%	20.98%	25.63%	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益 (EPS)	0.86	1.73	2.09	2.63	长期股权投资	2.00	2.00	2.00	2.00
每股经营现金流	1.38	2.02	2.96	2.98	投资性房地产	48.39	46.66	44.94	43.22
销售毛利率	9.61%	13.20%	15.48%	17.44%	固定资产和在建工程	4409.69	4783.54	5150.60	5571.31
销售净利率	4.11%	7.14%	8.49%	10.10%	无形资产和开发支出	3259.10	3196.79	3134.49	3072.18
净资产收益率 (ROE)	31.46%	41.16%	34.98%	32.00%	其他非流动资产	44.27	43.08	43.08	43.08
投入资本回报率 (ROIC)	26.50%	36.46%	34.70%	42.92%	资产总计	8701.48	10280.41	10794.65	14016.78
市盈率 (P/E)	41	20	17	13	短期借款	1590.00	2085.13	0.00	0.00
市净率 (P/B)	13	8	6	4	应付和预收款项	875.68	650.54	873.04	677.06
利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	长期借款	1270.00	343.83	0.00	0.00
营业收入	31514.70	36476.11	37318.50	39383.35	其他负债	379.44	379.44	379.44	379.44
减： 营业成本	28485.66	31661.96	31542.47	32513.33	负债合计	4115.13	3458.94	1252.48	1056.50
营业税金及附加	3.73	4.32	4.42	4.67	股本	1423.07	1423.07	1423.07	1423.07
营业费用	22.25	25.53	37.32	39.38	资本公积	-2.72	-2.72	-2.72	-2.72
管理费用	1103.40	1094.28	1306.15	1378.42	留存收益	2467.51	4559.38	7090.05	10269.41
财务费用	109.90	198.93	111.29	23.35	归属母公司股东权益	3887.86	5979.74	8510.40	11689.76
资产减值损失	-6.01	18.24	93.30	118.15	少数股东权益	698.50	841.73	1031.77	1270.52
加： 投资收益	-0.22	0.00	0.00	0.00	股东权益合计	4586.36	6821.47	9542.17	12960.28
公允价值变动损益	-4.78	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	8701.48	10280.41	10794.65	14016.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00					
营业利润	1790.77	3472.85	4223.56	5306.06					
加： 其他非经营损益	-2.66	-0.50	-0.50	-0.50					
利润总额	1788.11	3472.35	4223.06	5305.56	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
减： 所得税	491.36	868.09	1055.76	1326.39	经营性现金净流量	1969.26	2879.44	4207.18	4246.63
净利润	1296.75	2604.26	3167.29	3979.17	投资性现金净流量	-2418.78	-822.51	-945.38	-1086.68
减： 少数股东损益	73.70	143.23	190.04	238.75	筹资性现金净流量	866.20	-926.17	-2912.20	-505.64
归属母公司股东净利润	1223.04	2461.03	2977.26	3740.42	现金流量净额	416.68	1130.76	349.59	2654.31

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008年加盟宏源证券研究所，期间2011年获得《今日投资》“天眼”分析师评选“金属与采矿行业”第五名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，3年证券从业经历，2011年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。