

公司研究/首次覆盖

2017年06月07日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 6.32
合理价格区间(元): 7.11~7.97

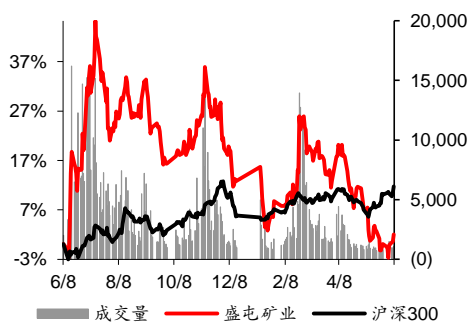
李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

“钻”军直入，盈利多驱

盛屯矿业(600711)

矿山与产业链增值服务协同运作，钴上游产业成功布局

盛屯矿业在国内铅锌多金属采选、金属产业链增值服务和境外刚果金钴冶炼三个领域的布局均已经步入正轨，17-19年多个金属项目预计实现盈利释放。其中，华金矿山技改和新收购的恒源鑫茂矿山建设等项目进一步增厚公司资源储备，提升多金属采选产能；公司位于非洲的钴铜冶炼项目计划18年上半年完成，即将进入利润回报期。公司多元化的经营和盈利模式初步构建完成，并积极从钴产业链上游切入，在新能源领域占据有利位置，在景气行业成功实现战略布局。

境外钴铜冶炼18年预期投产，新能源产业链布局在即

公司投资1.29亿美元用于非洲刚果(金)地区年产3500吨钴、10000吨铜综合利用项目，至今年4月项目已经进入实施阶段，预计建设期13个月，18年上半年有望建成投产。公司与华友钴业合作，以冶炼业务为基础切入海外金属产业链，积累经验的同时大力发展海外矿产品贸易，寻求进一步的当地资源收购机会。随着新能源行业的持续增长，公司前期的原材料布局将更具备优势。

优势资源储备进行时，锌铜价格提升增厚利润

公司于2016年起开始推进云南恒源鑫茂矿业80%及大理三鑫铜钴矿35%的股权收购项目，目前已经收购完成，增厚铅锌金属资源量约66.35万吨、铜钴金属量7万吨以上，并为进一步收购三鑫矿业提供可能。公司目前拥有的6个矿山中，铅锌金属储量超过150万吨，铜金属量超过30万吨，金银矿储量分别约为20和1800吨。17年随着金属价格回升，17年铅锌精矿年产量有望回归3万吨以上水平，价量齐升助力利润增长。

金属产业链增值服务步入正轨，贸易渠道规避上下游风险

公司深耕有色金属行业多年，以矿山采选经验和贸易渠道为依托，自14年起加快发展融资租赁、黄金租赁、商业保理等产业链增值服务，16年业务规模达2.27亿元，增速达60%。目前业务体系已经初步建成，规模和专业程度均处行业龙头地位。公司贸易业务和供应链金融业务相辅相成，随着原料采购平台和管理平台的构建，贸易规模快速增值，实现渠道风险的有效规避和经营效率的显著提升。

多元业务盈利释放，首次覆盖给予“增持”评级

公司多个项目再助业务升级；假设锌铜精矿17年均价分别为1.4万元/吨和3.6万元/吨；金属产业链增值服务维持稳定；18年钴铜冶炼项目投产。预计17-19年公司营收分别为153.53、182.61、202.61亿元，归属于母公司股东的净利润分别为4.25、5.74、6.67亿元，对应当前股价的PE为22倍、16倍和14倍。参考可比公司估值水平，给予公司17年PE25-28倍，对应市值区间为107-119亿元，对应目标价7.11-7.97元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：铅锌等金属价格下跌超预期；项目建设进度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,497
流通A股(百万股)	1,457
52周内股价区间(元)	6.03-9.03
总市值(百万元)	9,461
总资产(百万元)	10,934
每股净资产(元)	2.74

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,662	12,710	15,353	18,261	20,261
+/-%	98.99	90.78	20.80	18.94	10.95
归属母公司净利润(百万元)	138.45	188.56	425.61	573.99	667.02
+/-%	(7.82)	36.19	125.71	34.86	16.21
EPS(元,最新摊薄)	0.09	0.13	0.28	0.38	0.45
PE(倍)	67.36	49.46	21.91	16.25	13.98

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

公司概况：多元化业务结构	4
公司简介：金属采选与产业增值一体化.....	4
产能产品：铅锌矿产品为主.....	5
财务表现：营收与净利润均快速增长	5
投资看点	7
钴业务上游成功布局，意欲进军新能源产业	7
钴铜冶炼项目产能释放在即	7
为资源收购做铺垫，提高盈利转化效率.....	7
3C+新能源消费叠加，钴行业需求增长可持续	9
多金属采选价量齐升，盈利稳中求增	11
多次收购增厚资源，矿山储量再上层楼.....	11
产能稳定待增，金矿即将复产	13
高毛利率水平，铜锌价格上涨保障盈利.....	14
产业链增值业务规模已具，打造有色金融大平台	15
具备专业优势的产业链增值服务逐渐发展成型.....	15
贸易平台与产业增值服务互为补充，风险得到有效规避	17
信息化与大数据平台的打造.....	18
盈利预测与估值.....	19
假设与盈利预测.....	19
估值.....	19
PE/PB - Bands	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：盛屯矿业公司业务构成图	4
图表 2：盛屯矿业实际控制人关系结构（2017.3）	4
图表 3：公司矿产品最新产量情况	5
图表 4：分业务营业收入占比.....	5
图表 5：分业务毛利占比	5
图表 6：整体业务毛利率	6
图表 7：分业务毛利率.....	6
图表 8：公司钴铜冶炼项目进度预期.....	7
图表 9：刚果（金）科卢韦齐地区资源情况.....	8
图表 10：一般钴冶炼企业利润构成	9
图表 11：欧洲 MB 市场钴报价走势.....	9
图表 12：2016 年全球钴矿储量分布（万吨）	10
图表 13：2016 年全球钴矿产量分布（万吨）	10

图表 14: 全球钴矿供应量 (吨)	10
图表 15: 国内钴矿砂及其精矿进口量	10
图表 16: 2016 年全球钴消费结构	11
图表 17: 2016 年国内钴消费结构	11
图表 18: 全球钴供需格局预计偏紧	11
图表 19: 公司矿山资源收购增厚历程	12
图表 20: 公司主要矿山资源概况	12
图表 21: 公司各矿产品金属储量与品位	13
图表 22: 公司主要精矿产品历年产量	13
图表 23: 公司主要矿山矿石处理量	13
图表 24: 公司主要工程情况 (至 16 年底)	13
图表 25: 公司技改及建设后新增产能预期	14
图表 26: 公司矿山采选业务毛利率与金属年均价格变化	14
图表 27: 国内锌精矿市场价格	15
图表 28: 国内铅精矿市场价格	15
图表 29: 国内铜精矿市场价格	15
图表 30: COMEX 黄金价格	15
图表 31: 公司金属产业链增值业务的相对优势	16
图表 32: 融资租赁售后租赁模式	16
图表 33: 融资租赁直接出租模式	16
图表 34: 商业保理业务模式	17
图表 35: 黄金租赁业务模式	17
图表 36: 公司贸易各项收入及毛利率	17
图表 37: 公司营运效率及风险指标	17
图表 38: 公司大数据金属产业链平台模式	18
图表 39: 公司主要产品价格相关假设	19
图表 40: 可比公司估值指标 (20170606)	19
图表 41: 盛屯矿业历史 PE-Bands	20
图表 42: 盛屯矿业历史 PB-Bands	20

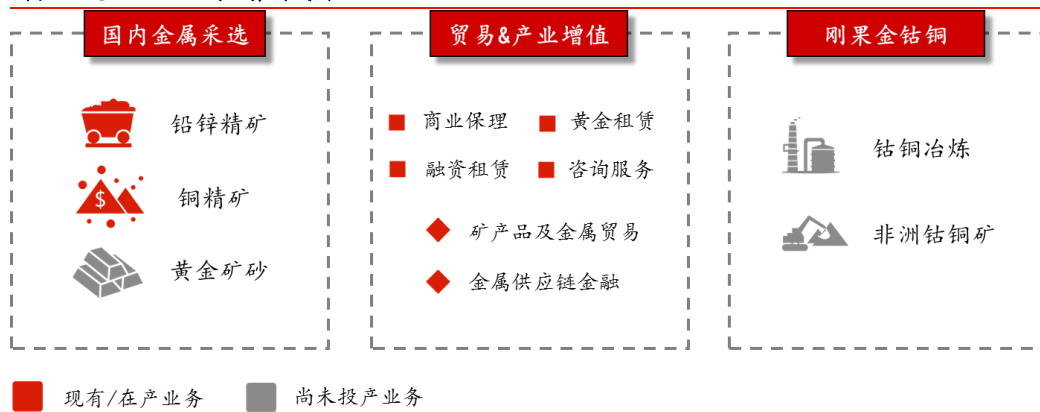
公司概况：多元化业务结构

公司简介：金属采选与产业增值一体化

盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”）于1992年9月经厦门市经济体制改革委员会同意，在厦门市电气设备厂改制的基础上，以社会募集方式组建股份有限公司（即厦门市龙舟实业股份有限公司），公司于1996年在上海证券交易所上市。2007年以来，公司成功实现了向有色金属行业的战略转型，通过矿山收购、经营结构调整等活动，目前在国内拥有多处矿产资源，产品涵盖铅锌、铜、银多个品种。

公司2013年底投资设立上海盛屯商业保理有限公司，成功开展了金属商业保理业务，以此为突破口，在金融业监管逐步放开的趋势下，公司大力发展有色产业相关的金融服务业。公司积极探索符合现有发展思路的新型经济模式，结合现代互联网及通讯技术，力争打造一个以有色金属为主的电子商务交易平台。

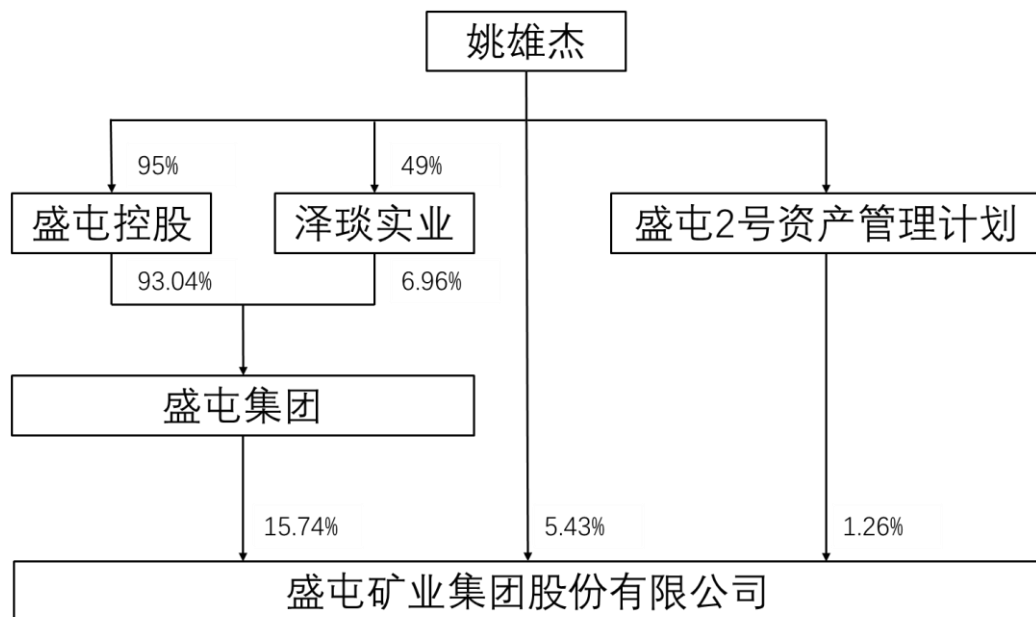
图表1：盛屯矿业公司业务构成图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司现有股本14.97亿股，控股股东为深圳盛屯集团有限公司，持股比例达15.74%，公司实际控制人是盛屯控股的控股股东姚雄杰先生。

图表2：盛屯矿业实际控制人关系结构（2017.3）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

产能产品：铅锌矿产品为主

有色金属及贵金属采选是公司的业务基础，公司近年来通过收购等行为增加矿山资源储备，目前已经拥有多处采矿权和探矿权。公司的矿山产品主要包括锌精矿、铅银精矿、铜银精矿、钨锡混合矿、钨精粉、黄金矿砂，2016年由于年初金属价格低迷，公司调整生产计划，适当降低生产量；同时公司旗下贵州华金矿业仍处于技改中，黄金矿砂暂停产出。

图表3：公司矿产品最新产量情况

产品	2016年产量 (t)	2015年产量 (t)
钨锡混合矿	201.58	237.15
铜银精矿	2359.34	3279.29
钨精粉	115.5	150.69
铅银精矿	7551.23	10119.64
锌精矿	14768.22	22375.67
黄金矿砂	--	--

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

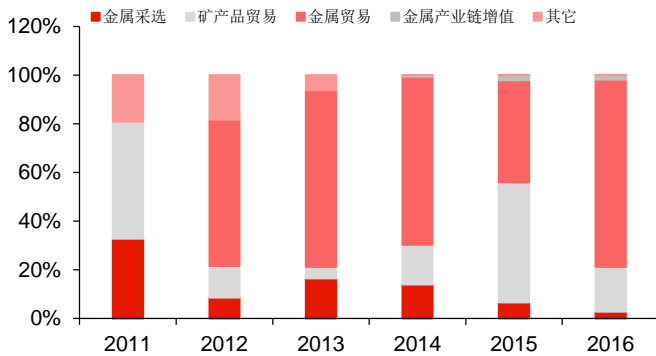
公司目前的矿山子公司中，银鑫矿业、埃玛矿业、华金矿业保有的矿石储量和铜铅锌金属量，按照国家相关行业标准，已经达到中大型以上矿山标准。公司矿区处在大兴安岭有色金属成矿带，以及滇、黔、桂金三角地区，该地带蕴藏着丰富的有色金属及贵金属资源，具备了产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件，找矿潜力较大，勘探前景广阔。

财务表现：营收与净利润均快速增长

各项业务发展迅速，营收大幅增长。2016年全年公司实现营业收入127.10亿元，同比增长90.78%，实现了去年的既定目标；归属于上市公司股东的净利润为1.89亿元，同比增长36.19%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.67亿元，同比增长128.90%。16年加权平均净资产收益率4.81%，比上年增加1.04个百分点。17年一季度，公司经营持续大幅改善，营业收入达32亿元，同比增长51.95%；归属于上市公司股东的净利润达0.94亿元，同比增长1540%。

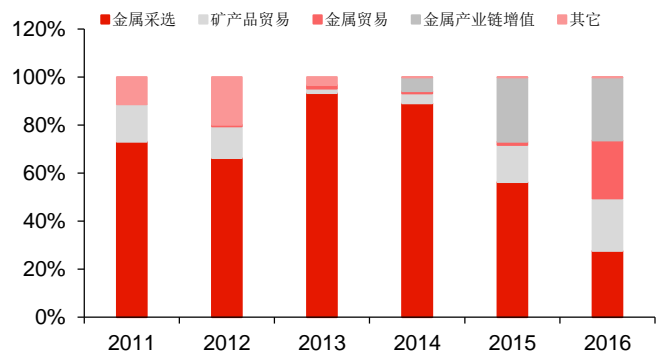
公司16年金属采选业务盈利受到生产计划下调影响，出现同比下滑，实现净利润1.28亿元。金属贸易业务和金属产业链增值服务继续呈现扩张趋势，贡献了较快的利润增长速度。其中贸易业务实现毛利3.75亿元，同比增长达到327%；金属产业链增值服务实现毛利2.15亿元，同比增长52%。进入17年后，公司基于金属价格回暖的背景，预期提升矿山生产规模；在其他业务稳健增长的基础上，17年全年的盈利水平有望进一步提高。

图表4：分业务营业收入占比



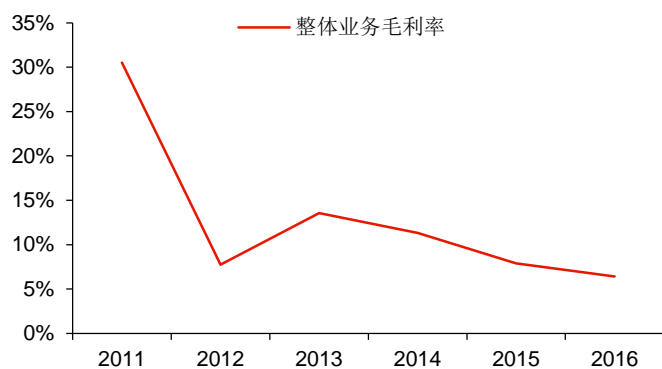
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表5：分业务毛利占比



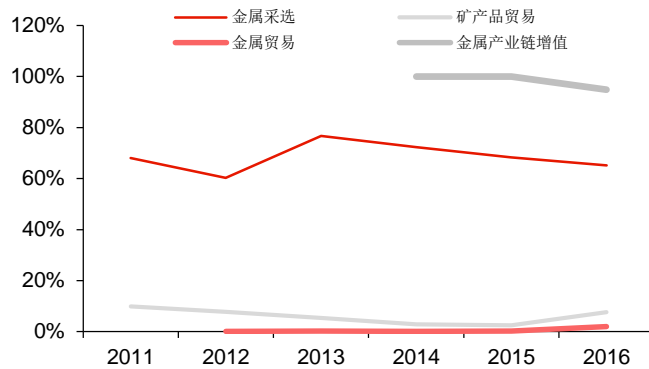
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表6: 整体业务毛利率



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表7: 分业务毛利率



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

投资看点

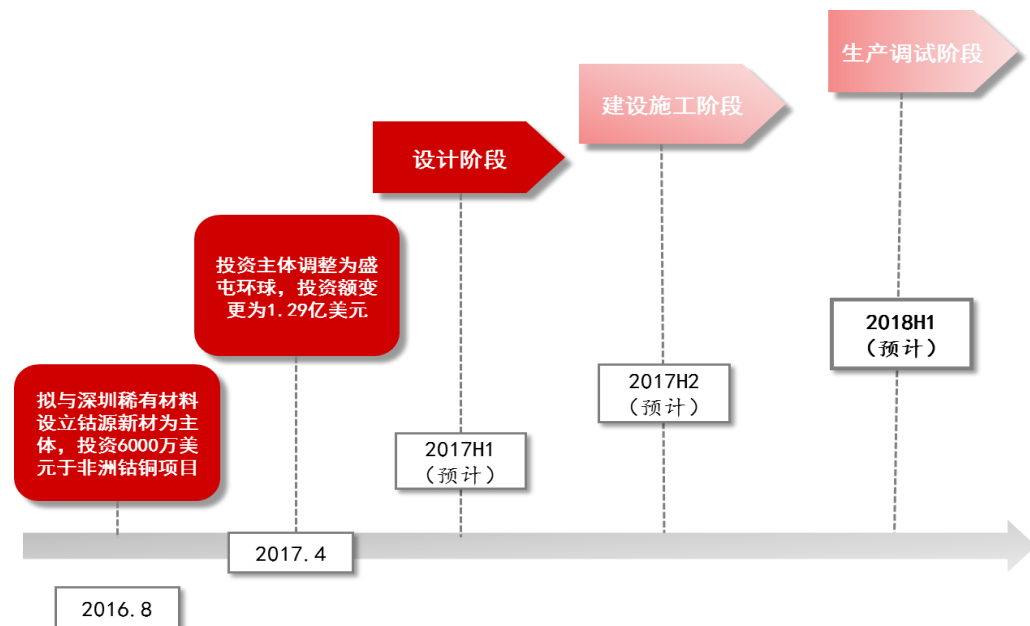
钴业务上游成功布局，意欲进军新能源产业

钴铜冶炼项目产能释放在即

基于全球新能源产业迎来快速增长期以及公司战略定位方面的确立，2016年公司与深圳盛屯稀有材料在厦门新设立公司，投资非洲刚果（金）钴铜综合利用项目。项目位于刚果（金）科卢韦齐地区北部，计划建设13个月，总投资金额达1.29亿美元。冶炼产品的原料主要来自当地外购矿，设计规模为年产3500吨钴、10000吨铜，其产品为氢氧化钴和电积铜。冶炼厂日处理矿石约1750吨，达产后每年可产阴极铜1万吨，产出粗制氢氧化钴产品含钴金属3500吨。

目前公司已经取得北京矿冶研究总院完成的《盛屯矿业刚果（金）年产1万吨电铜、3500吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法项目可行性研究报告》，2017年初项目的先遣分队已顺利抵达刚果（金），正式展开铜钴冶炼项目的前期各项筹建工作。至2017年4月已经进入具体实施阶段，第一阶段工作预计在3个月内完成，预计2018年上半年初步建成达产，实现产量的释放。

图表8：公司钴铜冶炼项目进度预期



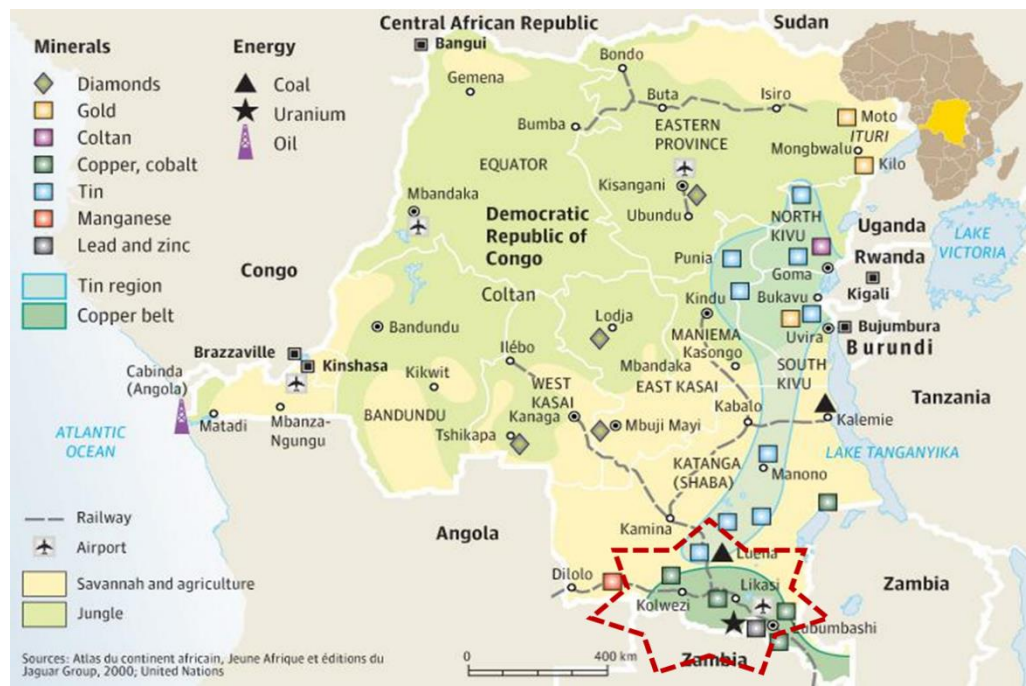
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

为资源收购做铺垫，提高盈利转化效率

由于中国缺乏钴矿资源，国内冶炼厂的钴产品原料大部分只能从海外进口渠道获取，部分通过回收废电池等实现资源循环利用。而进口钴精矿等原料产品的价格通常由海外生产商把控，价格本身不确定性和波动性大，进而影响钴加工企业的盈利稳定。2015年后随着三元电池在新能源汽车等领域的逐渐应用，部分企业开始着手通过海外资源收购、非洲或国内建厂等方式进行钴领域的布局，力争在上游占到先机。

盛屯矿业早于15年起开始筹划境外钴业务，选择非洲钴铜冶炼项目为切入，充分利用该地区的铜钴矿资源，直接采购当地原料，享受成本优势。从地理条件来看，公司项目建设地刚果（金）科卢韦齐是重要的铜钴矿开采中心，交通便利。公司本次项目投资在该地区完成首步战略布局，不仅有利于现阶段获取铜钴资源，还为公司未来对上游矿山资源进行整合收购提供条件。

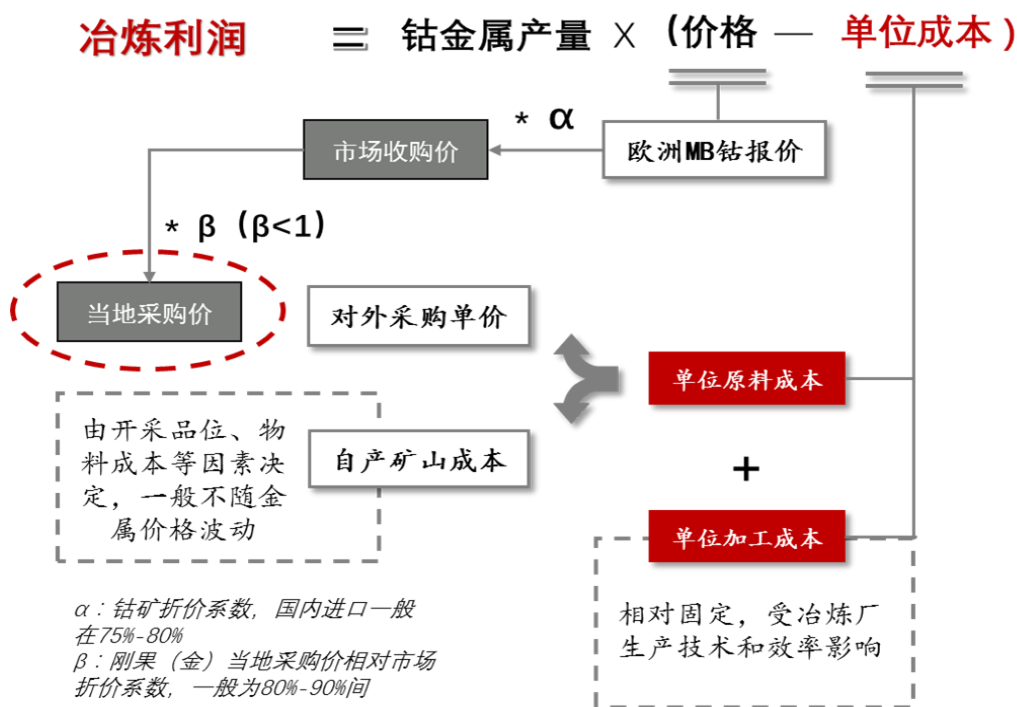
图表9：刚果（金）科卢韦齐地区资源情况



资料来源：Jeune Afrique，华泰证券研究所

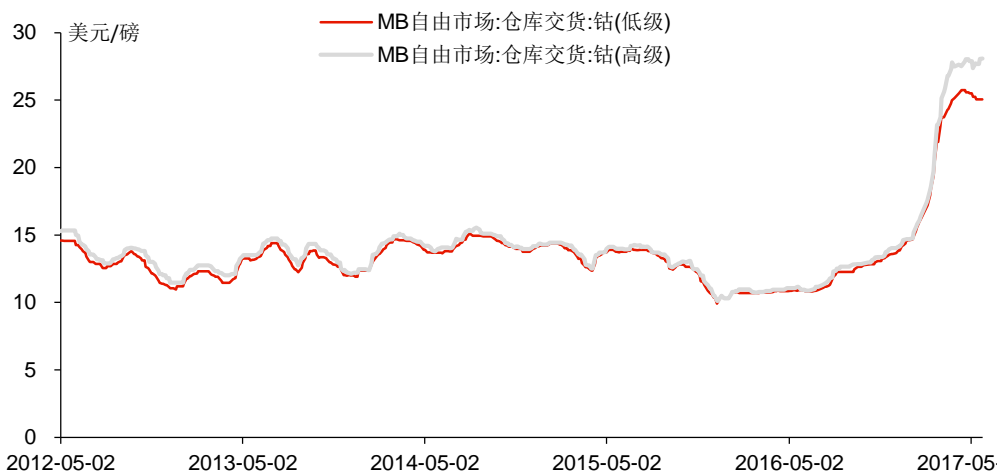
对于冶炼企业而言，同样是外购矿石原料，成本也不尽相同。尤其是对钴这类资源禀赋分布较为集中、定价权受控的小金属品种而言，原料采购渠道甚至可以决定成本的高低，以至于影响最终盈利水平。具体来分，在非洲当地直接收购的钴矿成本显著低于从国际贸易商公开采购，通常会在市场钴精矿报价的基础上打上一定的折扣，折扣力度的大小就决定了利润空间的大小。结合公司调研资料并参考可比的同行业公司生产情况，在 MB 钴平均报价为 25 美元/磅、铜均价 2.3 美元/磅的价格假设下，公司年产 3500 金属吨氢氧化钴及铜冶炼项目完全达产后，每年可贡献约 2500 万美元的净利润；未来若公司实现自有矿山生产，在钴价上涨时利润提升将更具备空间。

图表10：一般钴冶炼企业利润构成



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：欧洲 MB 市场钴报价走势

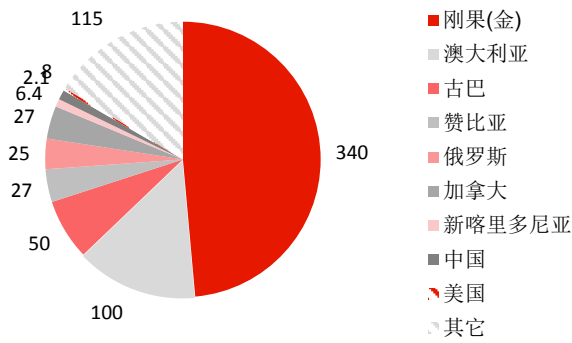


资料来源：MB 金属报，华泰证券研究所

3C+新能源消费叠加，钴行业需求增长可持续

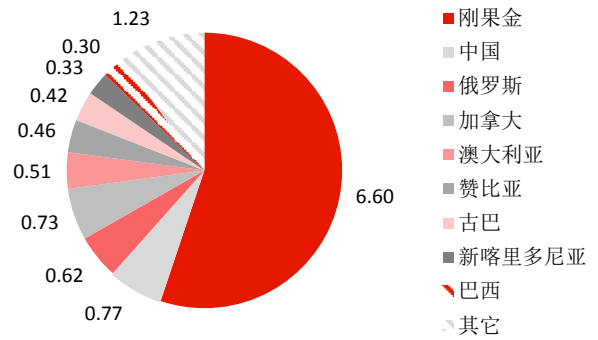
钴属于较为稀有的金属资源，在全球的分布较为不平衡，非洲地区的刚果（金）地区拥有全球 48% 的钴矿资源，中国境内资源禀赋先天稀缺。钴矿以伴生为主，来源主要由铜钴和镍钴矿伴生构成，全球共有 60% 的钴矿产出来自铜钴矿，23% 来自镍铜钴硫化矿，15% 来自红土镍钴矿，其他类型占比仅 2%。钴矿产储量在地域和企业上均具有较强的集中性，嘉能可、欧亚资源、自由港三家海外巨头在刚果（金）拥有产能合计近 3 万吨，占当地总供应量 50% 左右。

图表12: 2016年全球钴矿储量分布(万吨)



资料来源: USGS, 华泰证券研究所

图表13: 2016年全球钴矿产量分布(万吨)

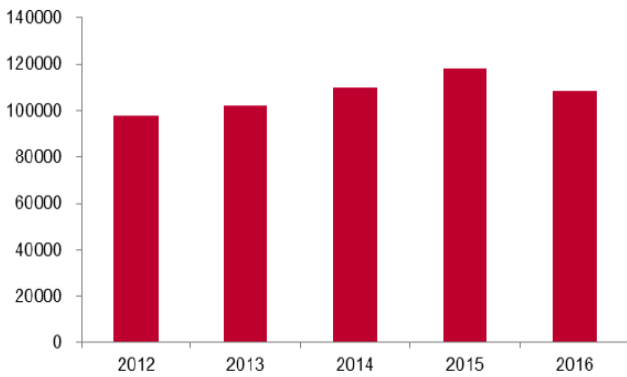


资料来源: USGS, 华泰证券研究所

全球钴金属的主要供给来源是钴矿山和再生精炼钴。2015年,嘉能可旗下 Katanga 及 Mopani 铜钴矿开始 18 个月的停产检修;巴西 Votorantim Metais 矿山于 2016 年初停产,几大原生矿供应出现收缩。此外,刚果(金)手抓矿和散矿占当地总矿产 20%左右,16 年后手抓矿因使用童工等问题遭到国际人权组织抗议,受到政府整顿,产量受到影响出现下滑。根据 CDI 机构的统计,2011 年之前,全世界钴的产量中大约 18%来自于再生钴,此后由于铜镍矿伴生钴矿产量逐步提高,以及钴价持续走低,回收钴在全球供应中的占比逐渐下降。

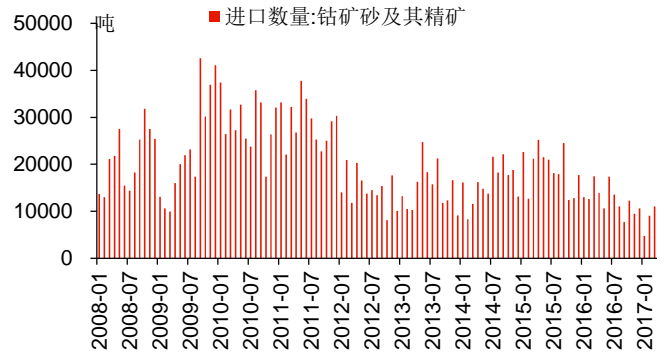
据刚果(金)政府数据,2016 年刚果钴矿产量同比下降 7%至 7.74 万吨,由于钴矿供应量的收缩,2016 年至 17 年一季度我国钴矿砂及其精矿进口量同比出现明显下降。

图表14: 全球钴矿供应量(吨)



资料来源: 安泰科, 华泰证券研究所

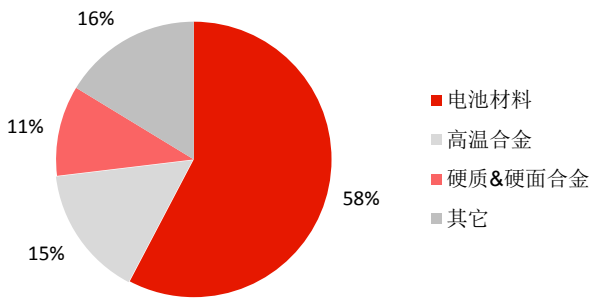
图表15: 国内钴矿砂及其精矿进口量



资料来源: 中国海关总署, 华泰证券研究所

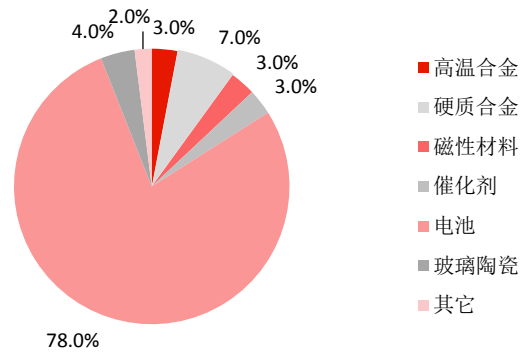
钴金属作为新能源动力电池的核心原料,向下延伸进入锂电池终端消费,电池材料包括 3C 和动力电池正极材料已经成为当前钴的主要应用领域。据安泰科等机构统计,2016 年全球钴消费量大约为 10.38 万吨,同比增加 4.3%;其中电池行业用钴占 57.7%,高温合金占比 15.4%,硬质合金和硬面合金占比 10.8%。16 年国内钴消费结构中,电池材料占比达到 78%,可以说国内钴的消费增速取决于电池材料的增长情况。

图表16: 2016年全球钴消费结构



资料来源: 安泰科, 华泰证券研究所

图表17: 2016年国内钴消费结构

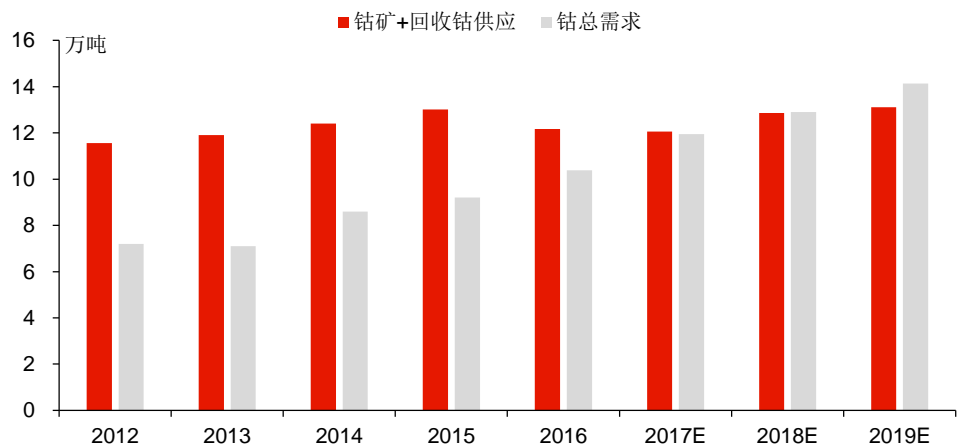


资料来源: 安泰科, 华泰证券研究所

随着新能源汽车补贴新政落地, 政策对高能量密度电池的支持力度不断加大, 当前增强能量密度的成熟解决方案就是选择三元技术路径。2016年国内电池材料出货量中, 磷酸铁锂占比约72%, 三元电池占比约25%; 2017年, 三元锂电池大概率成为新能源汽车行业细分领域的爆发点, 出货量同比增速预计可达110%-120%; 未来三元电池将延续渗透率提高、性价比提升、高镍化等多个发展趋势。新能源汽车的发展也带动着分布式储能的快速崛起, 钴在储能领域的需求也将成为一个潜在的需求增长点。

在三元电池之外, 3C电池技术变革下电池容量的提升也有望拉动钴需求增长。随着5G技术的高速发展, 智能手机对电池容量要求逐步提升, 金立M6plus等手机已经开始尝试性采用双芯设计, 苹果也预计在今年内采取双电芯设计。假设双芯电池设计渗透率达到10%, 电池容量增加3000mAh, 智能手机出货量16.25亿部, 我们预计新增用钴需求可达2000吨, 占钴总需求量约为2%。

图表18: 全球钴供需格局预计偏紧



资料来源: 安泰科, CDI, 华泰证券研究所

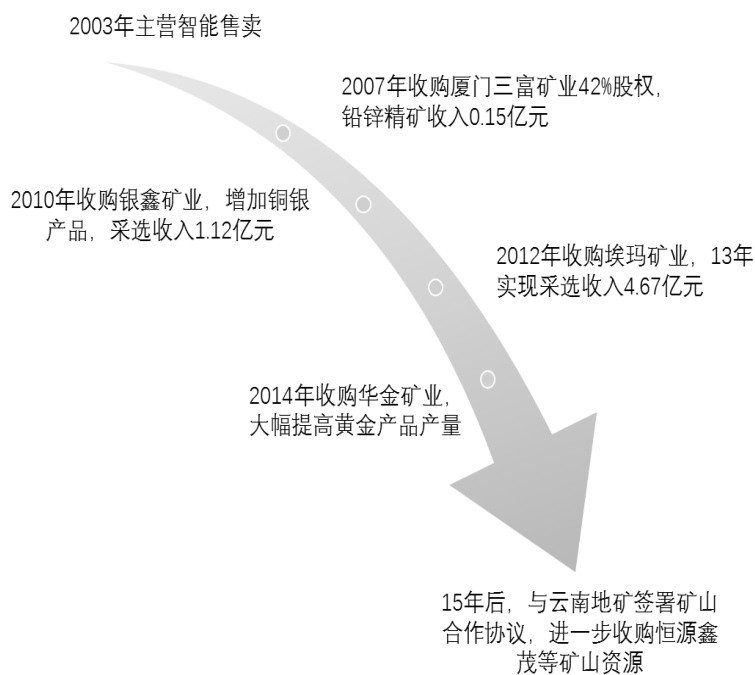
多金属采选价量齐升, 盈利稳中求增

多次收购增厚资源, 矿山储量再上层楼

公司在上市初期从事家用电热产品, 至2003年主业变更为智能售卖、电信通讯及IT技术服务咨询, 后续随着股权结构变动和资产置换, 公司逐渐退出此前业务。2007年, 公司受让了三富矿业42%的股权, 开始了主营业务向有色金属矿采选行业的战略性转型。此后, 公司相继收购银鑫矿业、埃玛矿业和华金矿业, 以上三个矿山贡献了近几年来公司主要的金属矿产品产出量。

2015年，公司与云南地矿总公司签署矿山合作协议，双方以云南为基地，面向整个云贵川地区的矿山资源整合，进一步扩展公司矿业版图，带动金属产业链金融服务业务全面深入发展，加强公司在全行业的渗透力。2016年底，公司收到云南产权交易所发出的《受让资格确认通知书》，并于17年进行非公开发行，募资投入收购云南地区矿产资源和项目建设等事宜。

图表19：公司矿山资源收购增厚历程



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

经过近年来一系列的增资扩股及收购兼并，公司矿采选业务的基础得到了充分加强，目前旗下银鑫矿业、埃玛矿业、华金矿业等保有的矿石储量达到3000万吨以上，铜、钨、锡、铅、锌、金等金属品位较高。按照国家相关行业标准，公司已经达到中大型以上矿山标准。公司矿区主要分布在大兴安岭有色金属成矿带，以及滇、黔、桂金三角地区，这些地区拥有丰富的有色金属及贵金属矿山资源，同时具备产出多金属矿的潜在条件，勘探前景较为广阔。

至2016年底，公司已经拥有银鑫矿业、风驰矿业、鑫盛矿业、埃玛矿业、华金矿业5家有色金属精矿生产企业，权益矿石储量约4000万吨；根据最新年报显示，公司17年间新增加云南保山恒源鑫茂矿业有限公司和大理三鑫矿业有限公司，分别在铅锌、银及铜方面储量丰富，进一步增厚了公司的矿产资源。

图表20：公司主要矿山资源概况

矿山	股权占比	获取时间	矿石储量(万吨)	主要品种	矿权状态
埃玛矿业	55%	2012	994.65	铅锌铜银	采矿权
银鑫矿业	100%	2010	2121.50	铜银钨锡	采矿权
华金矿业	94%	2014	649.73	黄金	采矿权
恒源鑫茂	80%	2016	1200.72	铅锌银	探矿权
风驰矿业	89%	2011	497.12	铜银钨锡	探矿权
鑫盛矿业	80%	2008	346.50	铜镍	探矿权
三鑫矿业	35%	2016	354.51	铜钴	探矿权

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表21： 公司各矿产品金属储量与品位

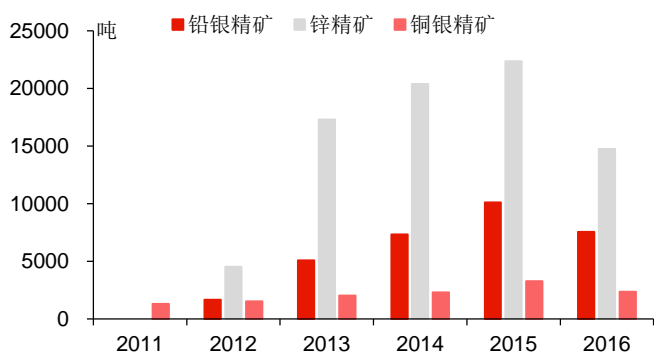
金属品种	金属储量	储量单位	平均品位	品位单位
铅	60.46	万吨	3.06	百分比
锌	101.59	万吨	4.19	百分比
铜	36.39	万吨	0.94	百分比
金	26.7	吨	29.80	克/吨
银	1812.5	吨	3.89	克/吨
钨	1.23	万吨	0.10	百分比
锡	3.59	万吨	0.15	百分比

资料来源：公司公告,华泰证券研究所

产能稳定待增，金矿即将复产

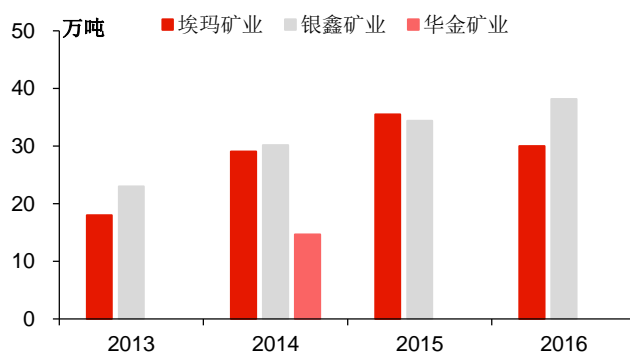
目前公司主要在产矿山为埃玛矿业、银鑫矿业和贵州华金矿业，公司在收购矿山后积极推动矿山保暖工程和技术改造工程的建设，提高已有矿山的矿石处理能力和精矿产能。公司于2013年进行埃玛矿业矿山工程建设，提高矿山开工时间和效率，并于2014年底完成埃玛矿业选矿厂扩建工程“300吨选矿系列”，技改完成后产能增加至40万吨/年，增加每年铅锌等金属产能1.8万吨左右。2016年，由于金属价格低迷，公司适当调整生产计划，更多对尾矿和低品位矿石进行处理，实际产出量有所下降，但是各个矿山的产能水平保持稳定。

图表22： 公司主要精矿产品历年产量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表23： 公司主要矿山矿石处理量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司目前正在建的矿山改造项目为银鑫矿业和贵州华金矿业，自2013年起公司持续对银鑫矿业采矿区及外围探矿区域进行了矿产勘查，银鑫矿业旗下的道伦达坝铜多金属矿在技术改造之前由于缺乏规划和系统设计，矿山开拓系统不够规范，竖井断面、提升设备规格都过小，单个竖井的提升能力有限，每年矿石处理能力仅能达到25万吨。公司目前正在对银鑫矿业矿山技改工程建设，新建一条主竖井和盲副井，竖井建设工程于2014年10月正式开工，2014年当年矿山产量就达到30万吨，目前项目仍处在建设之中，预期18年后完成后将提高铜银精矿、钨锡混合矿等产品产能0.7万吨以上，提高矿山每年矿石处理规模至45万吨以上。

华金矿业原有采选能力为100吨/日，处理能力小，工艺落后；经过初步改造采矿规模扩大到460吨/日，选矿产能扩大至1000吨/日。2015年2月，华金矿业完成了丫他采矿权和板其采矿权扩建手续的办理，华金矿业生产总规模已达到37万吨/年。目前，华金矿业正在进行技改工程，矿山处在停工状态，预计2017年底尾矿库一期完工后复产。

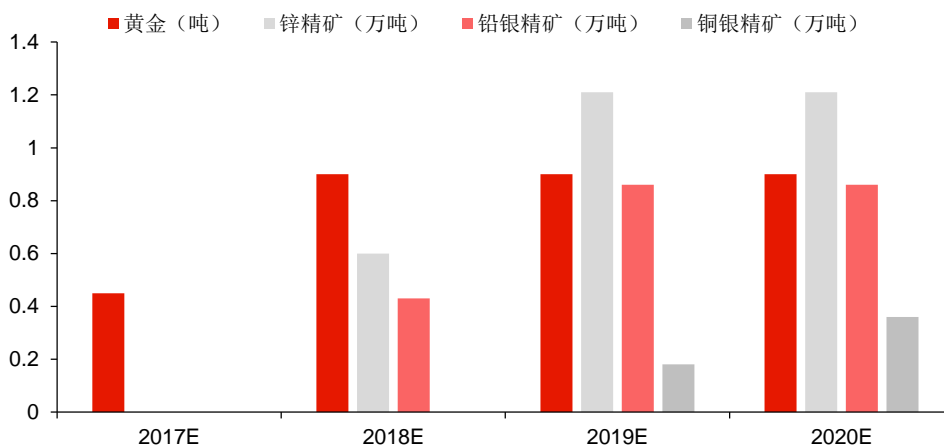
图表24： 公司主要工程情况（至16年底）

在建工程名称	16年初投入（百万元）	16年投资额（百万元）	工程进度	资金来源	预计完工时间
埃玛矿业-井巷资产	2.59	27.46	井巷工程阶段完成	自有资金	
银鑫矿业-井巷资产	0.00	37.93	井巷工程阶段完成	自有资金	
贵州华金-尾矿库技改	4.57	12.78	新址申报环评	自有资金	17年底
恒源鑫茂采矿权办理及建设	--	--	初步建设	--	18年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

随着华金矿山技改完成投产，公司预计于18年恢复黄金矿砂产出，完全达产后每年预计产出0.9吨黄金矿砂，为黄金租赁业务提供基础支持。

图表25： 公司技改及建设后新增产能预期

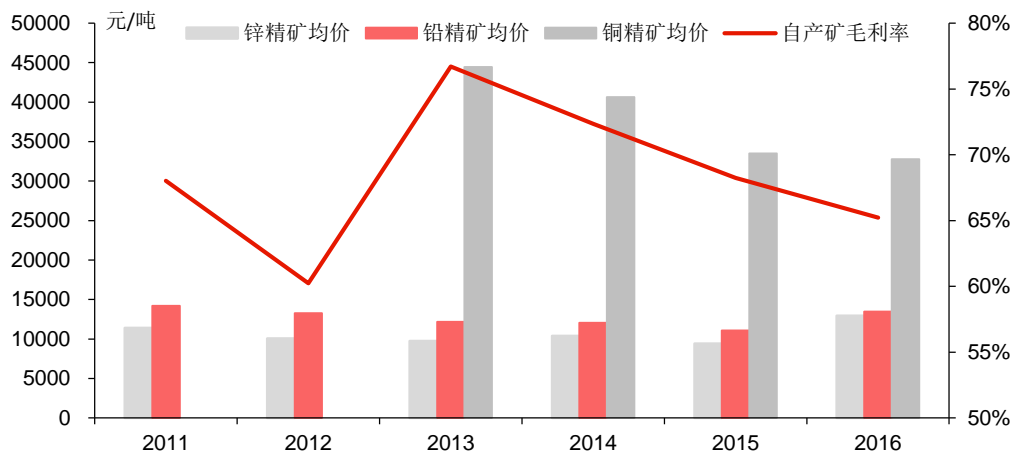


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

高毛利率水平，铜锌价格上涨保障盈利

由于公司矿山产品中含有多种伴生金属，且矿石品位较高，因此采选业务的毛利率一直处于较高水平。而13年后，由于金属价格增速放缓，甚至在15年后大宗商品价格出现持续下跌，公司采选业务毛利率受影响下滑。整体来看，矿山采选的成本构成相对固定，且公司在行业内经营多年，生产规模逐渐达到稳定，单位成本预计趋于稳定。

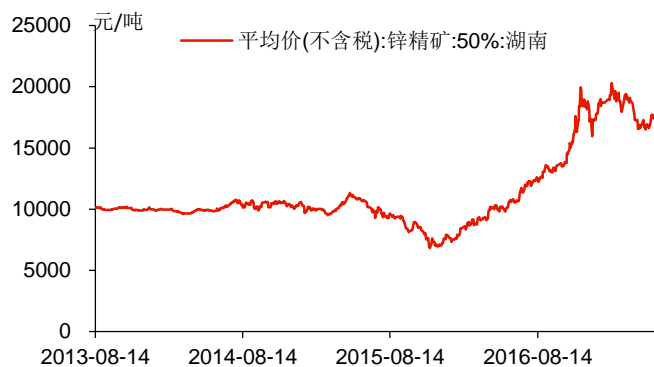
图表26： 公司矿山采选业务毛利率与金属年均价格变化



资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

16年以来，由于铜、锌等金属供给侧出现不同程度的收缩，基本供需格局得到改善，锌精矿、铜精矿产品价格中枢上移。17年一季度，铜精矿和锌精矿国内市场平均价格分别较去年同期上升33%和124%左右。2017年以来金属价格较15-16年仍处在高位区间，公司金属采选业务盈利能力受益提升。

图表27: 国内锌精矿市场价格



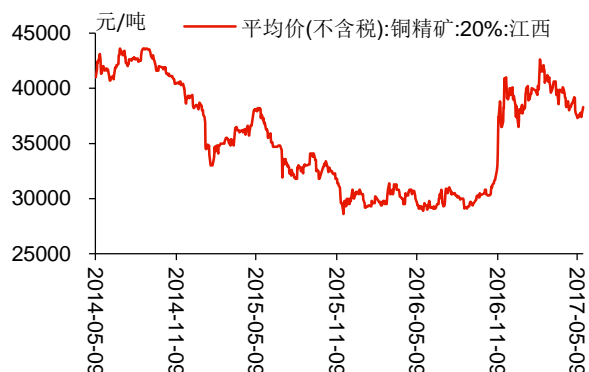
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 国内铅精矿市场价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: 国内铜精矿市场价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: COMEX 黄金价格



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

产业链增值业务规模已具，打造有色金融大平台

具备专业优势的产业链增值服务逐渐发展成型

目前主要的有色金属行业产业链各环节客户对金属产业链增值服务存在较大需求，而国内专注于金属产业链增值服务的企业较少，公司大力拓展的金属产业链增值服务业务，涵盖商业保理业务、黄金租赁业务、融资租赁等业务。公司经过多年的经营，在金属矿山-冶炼厂-金属加工厂整个产业链积累了大量的客户，拥有有色金属冶炼和矿山企业数据库，对整个产业链中各环节经营风险的识别能力强，为扩大矿产品原材料采购和金属产成品业务规模提供了强有力的支撑。

图表31： 公司金属产业链增值业务的相对优势



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

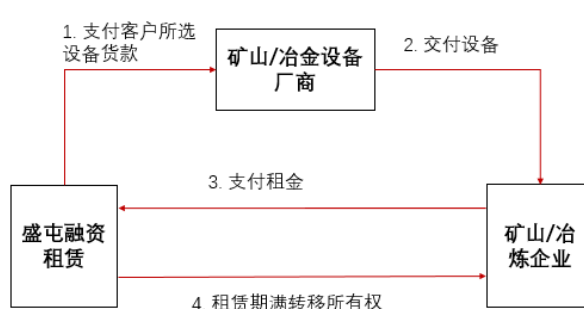
产业链增值服务为产业链企业提供地质勘探，资源价值评估、原料代采、品质检验、库存管理、价格管理等服务，对应金属矿采选、冶炼、贸易流通全流程，能够为产业链上下游企业提供高技术含量的综合解决方案。具体分业务来看，公司经营的产业链服务包括商业保理、设备融资租赁、黄金租赁等，各项服务的模式也具备多样性。

图表32： 融资租赁售后租赁模式



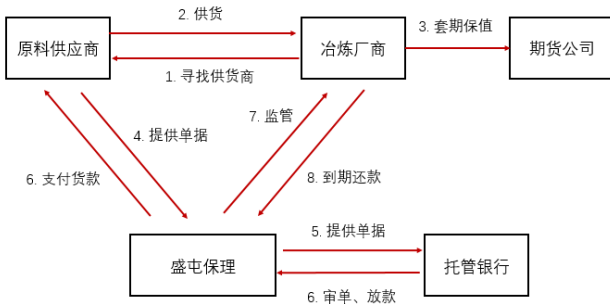
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33： 融资租赁直接出租模式



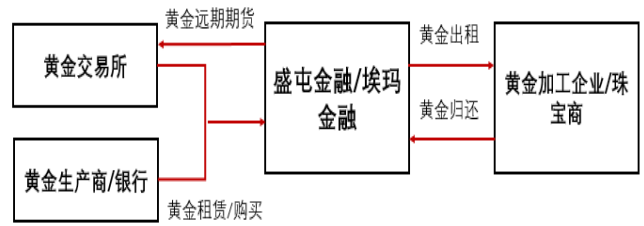
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表34：商业保理业务模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35：黄金租赁业务模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

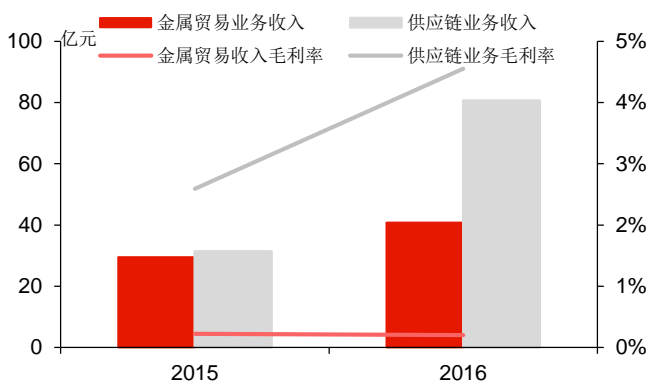
贸易平台与产业增值服务互为补充，风险得到有效规避

公司的金属贸易业务经营多年，主要通过盛屯金属等子公司经营，从产品类型上分为矿产品贸易和大宗金属商品贸易；从形式上，可划分为综合贸易业务和代采代销业务两类，16年公司将此前的供应链金融业务归属到贸易业务之中。公司与大型国企集团、大型冶炼厂等企业合作趋于稳定，同时在河南、四川等地区拥有自己的仓储基地，为下游大型冶炼客户提供原料供应并开展供应链金融服务。

经过多年的发展，公司综合贸易业务规模已跻身市场前列，如铅锌粉的交易规模排名国内前三名，锌锭的交易规模也已达60-100万吨/年，占国内产量比例超过10%。公司整体资金实力较强，在中小企业融资困难的情况下，为行业内企业在资金结算、规避价格风险等方面提供价值增值服务，因此公司代理采购、委托销售业务发展较快。

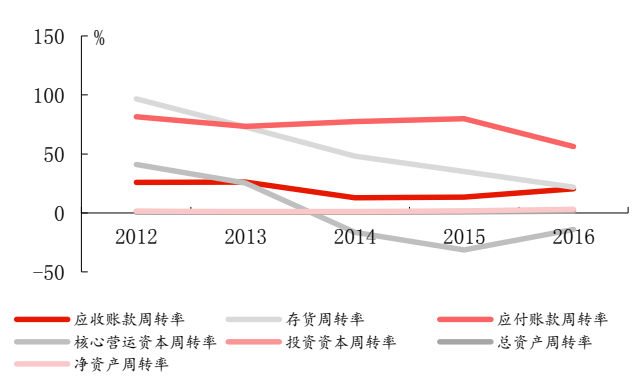
公司主要客户为该行业内的下游冶炼客户，公司2016年前五大客户销售金额合计14.97亿元，占代采代销收入总额的18.57%，集中度较低。公司整体风险控制力度较为严格，供应链和贸易业务规模实现较快增长。

图表36：公司贸易各项收入及毛利率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表37：公司营运效率及风险指标



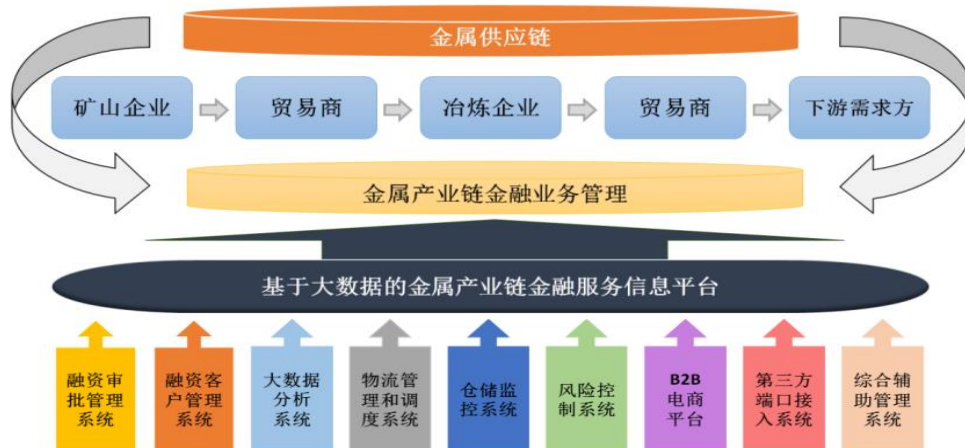
资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司提供的供应链金融业务与商业保理、融资租赁等业务具有明显的协同作用。公司为客户提供供应链业务与商业保理或融资租赁等组合产品，约定向客户提供商业保理业务或融资租赁业务的同时，客户对外销售时需指定公司作为供应链金融服务提供商。通过产品组合方式，公司可通过供应链金融业务实时掌握客户经营情况，一旦客户出现违约迹象，可以为商业保理、融资租赁等业务提供预警，以便公司及时做好风险防范。公司通过供应链业务控制货权，还可通过处置货物补偿客户违约造成的损失。

信息化与大数据平台的打造

公司经过多年的业务发展，已经构建了基本的信息化平台。目前，公司正在由有色金属矿采选和供应链业务向金属产业链增值服务深度融合，随着公司金属产业链增值业务的不断拓展，业务规模的不断扩大，公司亟需扩大已有信息管理系统的功能覆盖面，将公司各项业务系统、财务系统、产业链管理系统等信息更好的衔接，进而形成完善有效的物流、资金流、信息流统一体。

图表38： 公司大数据金属产业链平台模式



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2017年1月，公司发布非公开发行股票预案，其中计划募集资金约2亿元，用于基于大数据的金属产业链服务信息化平台项目的建设。项目总投资约2.83亿元，建设期3年。信息平台主要分为八大模块，包括大宗商品电子商务信息平台、金属全产业链的云信息平台、智能化仓储管理系统、智能化物流管理系统等。平台建设后将显著提高公司运营效率，在跨省份、多客户、复杂流程的业务情况下，实现人力、物力和时间成本的有效节约，是一项长期的战略布局。

盈利预测与估值

假设与盈利预测

公司未来主要业务大致分为国内金属矿采选、产业链增值服务、贸易和海外钴铜冶炼几个部分，其中海外钴冶炼暂未产生收益，仍处在建设期，我们根据建设进度进行盈利释放时间的合理预估。具体分业务分别进行假设和推算，我们对主要产品的价格假设如下表所示：

图表39： 公司主要产品价格相关假设

指标	单位	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
锌精矿市场价	万元/吨	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
铅精矿市场价	万元/吨	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
铜精矿市场价	万元/吨	3.3	3.6	3.6	3.6	3.6
金价	美元/盎司	1252	1240	1250	1250	1250
MB 钴均价	美元/磅	12	24	26	26	26
美元兑人民币汇率		6.6	6.9	6.9	6.9	6.9

资料来源：Wind，华泰证券研究所

对于国内金属采选业务而言，我们认为未来产能的增量主要来自华金矿山 17 年底技改完成后黄金矿砂的复产，以及埃玛矿业与银鑫矿业技改完成后产能的小幅提升。对于新增的恒源鑫茂矿业和三鑫矿业而言，假设矿山建设期约 1 年，考虑新建工程的多种不稳定因素，我们预期在 18 年底或之后可以投入产出。假设 17-19 年间，锌精矿产量分别为 2、2.1、2.2 万吨，铅精矿含银产量分别为 1、1.1、1.1 万吨，铜精矿产量分别为 0.32、0.35、0.38 万吨，黄金矿砂产量为 0、0.9、0.9 吨；矿产采选成本稳定，盈利随价格水平变化。

海外钴铜项目按照 13 个月的设计建设工期，预计 18 年上半年建成，投入产出，我们预计从产能投放到满产仍需要时间，产能利用率逐步提升；至 2019 年后，达到氢氧化钴 3500 金属吨、铜 1 万吨的产出量。

公司产业增值服务和贸易业务已进入稳定期，预期未来三年业务规模增长速度趋缓；假设 17-19 年产业增值服务业务营收增速分别为 30%、20%、10%，贸易业务营收增速分别为 20%、15%、10%，毛利率均参照 16 年水平，保持稳定。

综合以上业务指标假设，预计 17-19 年公司营收分别为 153.53、182.61、202.61 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 4.25、5.74、6.67 亿元。

估值

我们选取可比公司 PE 估值方法，选取与公司业务有相关性的铅锌采选、钴铜等行业上市公司，考虑到公司钴铜产品即将投产，因此 17 年的 PE 估值水平区间参照可比公司整体平均估值水平，在铅锌采选企业的基础上适当上调。给予公司 17 年 PE25-28 倍，对应市值区间为 107-119 亿元，对应目标价 7.11-7.97 元，首次覆盖给予“增持”评级。

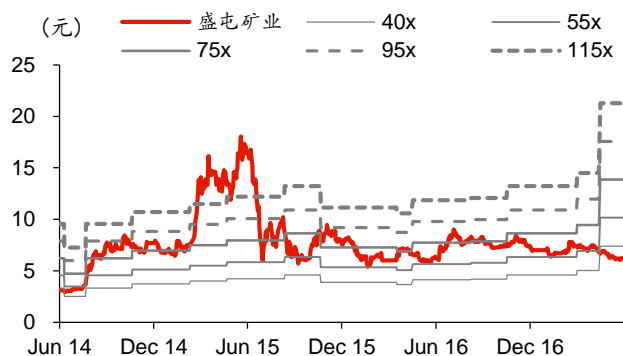
图表40： 可比公司估值指标（20170606）

股票代码	公司	相关业务	市值(亿元)	PE (市场一致预期)			PB (市场一致预期)
				2017E	2018E	2019E	2017E
000688.SZ	建新矿业	铅锌	79.72	17.10	14.84	16.69	3.45
000426.SZ	兴业矿业	铅锌	148.17	23.68	16.40	10.96	4.20
603799.SH	华友钴业	钴铜	250.64	34.75	24.55	16.17	5.18
002340.SZ	格林美	钴铜	190.80	28.87	20.52	15.68	2.52
平均				26.10	19.08	14.88	3.84
600711.SH	盛屯矿业		93.27				

资料来源：Wind，华泰证券研究所

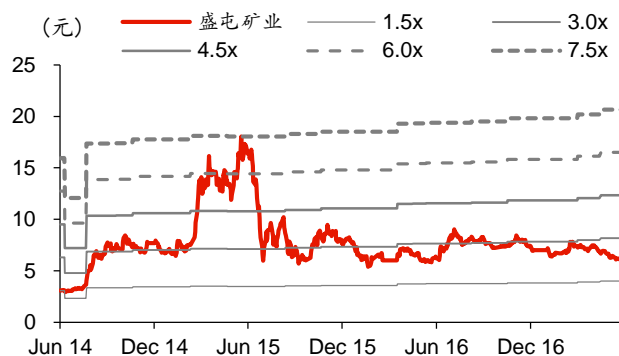
PE/PB - Bands

图表41: 盛屯矿业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表42: 盛屯矿业历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

铅锌铜等金属价格不及预期，矿产品下游需求低于预期；
矿山项目建设和非洲冶炼厂项目达产进度不及预期；
融资渠道风险和产业链增值过程中出现上下游客户违约、货款交付出现问题等；
矿产及金属贸易过程中买卖价差风险，金属价格波动超预期带来的贸易损失。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,781	5,059	6,152	7,010	7,541
现金	835.78	1,078	918.37	957.68	964.56
应收账款	586.36	614.74	1,106	1,220	1,327
其他应收账款	267.75	366.52	460.49	571.91	617.16
预付账款	1,239	1,673	2,351	2,749	2,988
存货	263.86	824.49	773.10	968.74	1,091
其他流动资产	588.21	502.73	542.86	543.28	553.81
非流动资产	4,427	4,839	4,557	4,487	4,376
长期投资	56.23	210.38	131.69	145.35	151.63
固定投资	718.88	739.13	742.46	720.52	685.95
无形资产	2,734	2,692	2,660	2,596	2,530
其他非流动资产	917.39	1,197	1,023	1,026	1,008
资产总计	8,207	9,898	10,709	11,497	11,917
流动负债	2,347	3,223	4,065	4,147	3,836
短期借款	632.29	950.55	1,818	1,606	1,142
应付账款	107.70	315.26	311.31	382.53	430.57
其他流动负债	1,607	1,957	1,936	2,159	2,264
非流动负债	1,859	2,628	2,177	2,273	2,300
长期借款	31.69	28.11	27.21	27.21	27.21
其他非流动负债	1,828	2,600	2,150	2,246	2,273
负债合计	4,206	5,851	6,242	6,420	6,136
少数股东权益	157.73	37.54	62.29	97.57	135.12
股本	1,497	1,497	1,497	1,497	1,497
资本公积	1,984	1,987	1,987	1,987	1,987
留存公积	350.21	508.83	921.44	1,495	2,162
归属母公司股	3,844	4,009	4,405	4,979	5,646
负债和股东权益	8,207	9,898	10,709	11,497	11,917

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(842.89)	137.16	(687.76)	276.83	527.83
净利润	154.70	194.62	450.36	609.27	704.57
折旧摊销	133.08	112.85	115.96	114.86	117.12
财务费用	124.67	192.15	64.24	91.16	64.95
投资损失	(14.95)	116.89	(60.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(1,216)	(474.07)	(1,367)	(531.18)	(360.69)
其他经营现金	(24.19)	(5.28)	108.53	(7.29)	1.88
投资活动现金	(503.49)	(812.65)	168.17	(38.04)	(8.64)
资本支出	189.14	99.65	0.00	0.00	0.00
长期投资	193.13	891.56	(122.52)	28.27	1.41
其他投资现金	(121.22)	178.56	45.66	(9.77)	(7.24)
筹资活动现金	1,201	862.19	360.38	(199.49)	(512.30)
短期借款	411.79	318.26	867.08	(211.95)	(464.15)
长期借款	(3.59)	(3.59)	(0.90)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	85.97	2.90	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	706.71	544.62	(505.81)	12.46	(48.16)
现金净增加额	(145.27)	186.57	(159.21)	39.31	6.88

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,662	12,710	15,353	18,261	20,261
营业成本	6,136	11,894	14,357	16,924	18,764
营业税金及附加	23.88	27.72	33.48	39.82	44.19
营业费用	6.92	56.97	68.82	81.85	90.81
管理费用	196.89	171.35	289.24	311.41	357.57
财务费用	124.67	192.15	64.24	91.16	64.95
资产减值损失	4.39	32.92	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	8.40	17.10	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.95	(116.89)	60.00	0.00	0.00
营业利润	192.25	234.92	600.48	812.36	939.43
营业外收入	10.71	5.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.76	16.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	196.20	223.63	600.48	812.36	939.43
所得税	41.50	29.01	150.12	203.09	234.86
净利润	154.70	194.62	450.36	609.27	704.57
少数股东损益	16.24	6.05	24.75	35.28	37.55
归属母公司净利润	138.45	188.56	425.61	573.99	667.02
EBITDA	450.00	539.92	780.68	1,018	1,121
EPS (元)	0.09	0.13	0.28	0.38	0.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	98.99	90.78	20.80	18.94	10.95
营业利润	23.37	22.20	155.60	35.29	15.64
归属母公司净利润	(7.82)	36.19	125.71	34.86	16.21
获利能力 (%)					
毛利率	7.89	6.42	6.49	7.32	7.39
净利率	2.08	1.48	2.77	3.14	3.29
ROE	3.60	4.70	9.66	11.53	11.81
ROIC	4.50	6.42	7.07	9.08	9.79
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.25	59.11	58.28	55.84	51.49
净负债比率 (%)	15.79	16.73	29.56	25.43	19.05
流动比率	1.61	1.57	1.51	1.69	1.97
速动比率	1.50	1.31	1.32	1.46	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.94	1.40	1.49	1.64	1.73
应收账款周转率	13.43	20.52	17.24	15.18	15.39
应付账款周转率	79.87	56.24	45.83	48.78	46.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.13	0.28	0.38	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.56)	0.09	(0.46)	0.18	0.35
每股净资产(最新摊薄)	2.57	2.68	2.94	3.33	3.77
估值比率					
PE (倍)	67.36	49.46	21.91	16.25	13.98
PB (倍)	2.43	2.33	2.12	1.87	1.65
EV_EBITDA (倍)	23.53	19.61	13.56	10.40	9.44

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-r@htsc.com