

盛屯矿业 (600711.SH)

推进并购巩固资源优势

产能释放提升业绩水平

核心观点:

● 推进并购巩固资源优势，产能释放提升业绩水平

推进并购巩固资源优势，行业企稳提升盈利能力。国内立足蒙东和滇、黔、桂地区，稳步推进并购项目，基本金属资源储量得到大幅提升；国外布局铜钴资源，进军新能源领域。我们认为基本金属经过 15-16 年筑底后进入新一轮景气周期，价格同比都有大幅度提升并将维持高位运行，结合公司矿山的产能逐步释放，公司盈利能力稳步提升。

● 兼并重组稳步推进

立足国内:截止到目前公司完成 7 项矿山收购,已探明的矿石储量 5000 万吨。今年完成对大理三鑫矿业收购,推进对云南恒源鑫茂的收购。布局国外:进军新能源,公司近年来开始积极拓展海外,主导投资了非洲刚果(金)年产 3500 吨钴、10000 吨铜综合利用项目。

● 产能释放提升业绩水平，金属贸易和产业链金融锦上添花

银鑫矿业和华金矿业预计于 2017 年底技改完成,预计 2018 年利润增加 49%;铜钴项目投产进一步提升业绩水平。金属贸易和产业链金融业务锦上添花。公司计划 2017 年总营收增长不低于 50%,预计金属贸易业务和产业链金融业务营业收入分别达到 182 亿元和 3.4 亿元。

● 给予“买入”评级

金属价格将持续在高位运行,结合公司产能产量稳步释放,公司业绩有望稳步提升。预计公司 17-19 年 EPS 为 0.33、0.50、0.55 元,按最新收盘价对应 PE 为 21.92 倍、14.71 倍、13.27 倍,给予买入评级。

● 风险提示:有色金属价格波动风险;项目进度不及预期。

盈利预测:

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6662.00	12710.02	19276.48	27045.83	34856.95
增长率(%)	98.99%	90.78%	51.66%	40.30%	28.88%
EBITDA(百万元)	431.03	672.63	776.71	1116.31	1203.19
净利润(百万元)	138.45	188.56	498.67	742.76	823.72
增长率(%)	-7.82%	36.19%	164.46%	48.95%	10.90%
EPS(元/股)	0.09	0.13	0.33	0.50	0.55
市盈率(P/E)	82.93	55.73	21.92	14.71	13.27
市净率(P/B)	3.00	2.63	2.43	2.09	1.80
EV/EBITDA	29.49	19.44	15.85	11.00	10.30

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

7.54 元

前次评级

买入

报告日期

2017-07-28

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,497/1,497
流通 A 股市值(百万元)	10,928
每股净资产(元)	2.68
资产负债率(%)	59.11
一年内最高/最低(元)	8.45/6.03

相对市场表现



分析师:

巨国贤 S0260512050006



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

相关研究:

盛屯矿业(600711.SH):借 2017-03-11

贸易拓市场,靠并购助成长

广发证券-跟踪报告-盛屯矿业 2016-06-16

(600711.SH):盈利能力强,

业绩弹性大 20160616

盛屯矿业(600711.SH):产 2015-10-22

业链金融业务的再次迈步

联系人: 娄永刚 010-59136699

louyonggang@gf.com.cn

目录索引

一、推进并购巩固资源优势，产能释放提升业绩水平	4
二、立足国内，推进并购巩固资源优势	6
2.1 凭借资本力量，成功转型有色企业	6
2.2 立足优势区域，稳步扩展资源储备	7
2.3 注重技术改革，推进产能释放	9
2.4 供求改善，行业企稳提升盈利能力	10
三、布局海外，进军新能源领域上游	12
3.1 产业链金融先行，布局非洲市场	12
3.2 收购海外铜钴项目，开拓新能源上游	13
3.3 钴价冲高企稳，盈利能力大增	14
四、金属贸易和产业链金融锦上添花	16
4.1 贸易、金融与采选业并行，优势互补	16
4.2 发挥自身优势，产业链服务大放光彩	18
4.3 金属贸易稳步发展，支撑公司收入增长	18
五、收入预测、估值比较与投资评级	20
六、风险提示	21

图表索引

图 1: 2014-2017 年铅锌价格变化.....	4
图 2: 2014-2017 年金属铜价格变化.....	5
图 3: 2014-2017 年金属银价格变化.....	5
图 4: 2014-2017 年黄金价格变化.....	5
图 5: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图.....	6
图 6: 中国铅锌资源分布情况.....	7
图 7: 公司 2012 年-2016 年自产矿产品产量情况.....	9
图 8: 公司自产矿产品毛利率与主要产品年均价格关系.....	10
图 9: 公司 2012-2016 年营业成本与毛利关系.....	11
图 10: 铜精矿价格走势.....	11
图 11: 铅精矿价格走势.....	11
图 12: 锌精矿价格走势.....	12
图 13: 盛屯国际海外供应链金融模式.....	12
图 14: 2016 年全球钴矿储量分布.....	13
图 15: 2016 年全球主要钴矿产区产量比例.....	13
图 16: 2016 年全球主要精炼钴生产商产量比例.....	14
图 17: MB 自由市场钴价格.....	15
图 18: 国内钴精矿及其矿砂进口量.....	15
图 19: 公司核心业务主要经营子公司.....	16
图 20: 公司分业务营业收入.....	17
图 21: 公司分业务毛利.....	17
图 22: 公司分业务毛利率.....	17
图 23: 公司金属贸易业务分营业收入(亿元)及毛利率.....	19
表 1: 公司 2018 年新增产能情况.....	4
表 2: 公司 2016 年自产矿产品产销量情况.....	7
表 3: 公司主要矿山储量情况.....	8
表 4: 2018 年公司产能预期.....	10
表 5: 公司产业链金融服务的相对优势.....	18
表 6: 公司 2017-2019 年各项业务盈利预测.....	20
表 7: 同行业公司估值比较.....	21

一、推进并购巩固资源优势，产能释放提升业绩水平

推进并购巩固资源优势，行业企稳提升盈利能力。国内立足蒙东和滇、黔、桂地区，稳步推进并购项目，基本金属资源储量得到大幅提升；国外布局铜钴资源，进军新能源领域。我们认为基本金属经过15-16年筑底后进入新一轮景气周期，价格同比都有大幅度提升，并且受益于全球经济回暖，将来有望维持高位运行，结合公司矿山的产能产量逐步释放，公司盈利能力稳步提升。

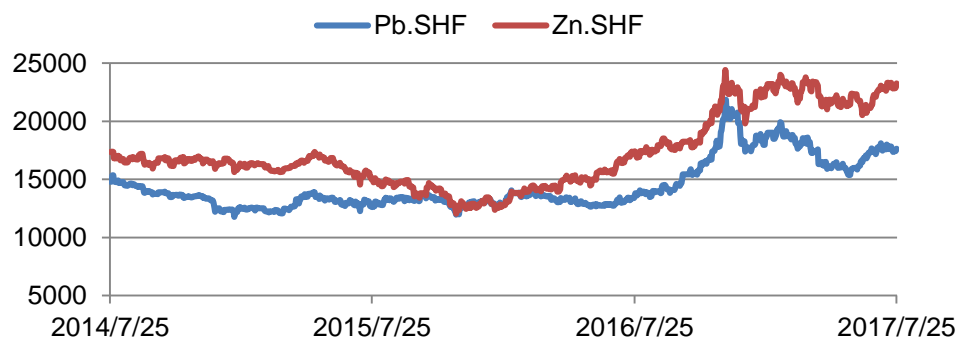
2018年两座矿山技改完成，预计利润增加50%。公司目前拥有的矿山子公司有7家，其中埃玛矿业和银鑫矿业在产，产出的矿产品包括铅、锌、铜、银、钨和锡的精矿。相关矿产品的价格在16年下半年开始都有大幅度的上涨，并且有益于全球经济回暖，未来有望维持在高位。银鑫矿业和华金矿业分别于2014年底和2015年开始实施技改，预计2017年末完成，2018年新增产能将逐渐释放。其中银鑫矿业的产能将实际提升10万吨/年，相当于每年增产铜710吨，银2.33吨，钨142吨和锡124吨。华金矿业技改后，将为公司新增年采矿量37万吨，产出的金矿砂含金1.29吨。假设未来矿产品价格维持在当前水平，2018年新增的产能将为公司带来3.2亿元的营业收入，相当于2017年自产矿产品营业收入的44%。

表1：公司2018年预计新增产能情况

	矿石量 (万吨)	金属量 (吨)				
		铜	银	钨	锡	金
银鑫矿业	10	710	2.33	142	124	-
华金矿业	37	-	-	-	-	1.29

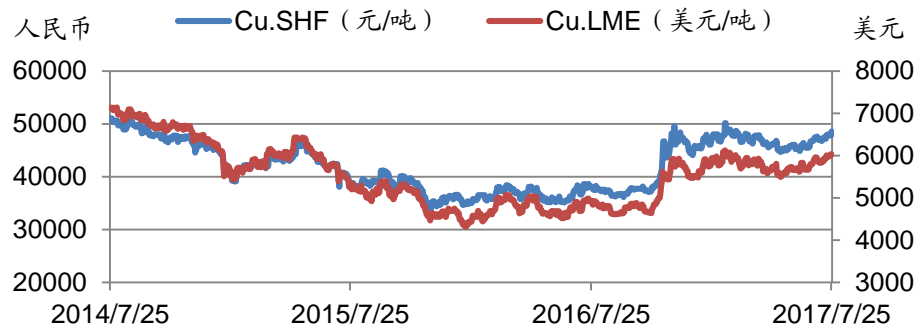
数据来源：Wind,公司公告,广发证券发展研究中心

图1：2014-2017年铅锌价格变化 (元/吨)



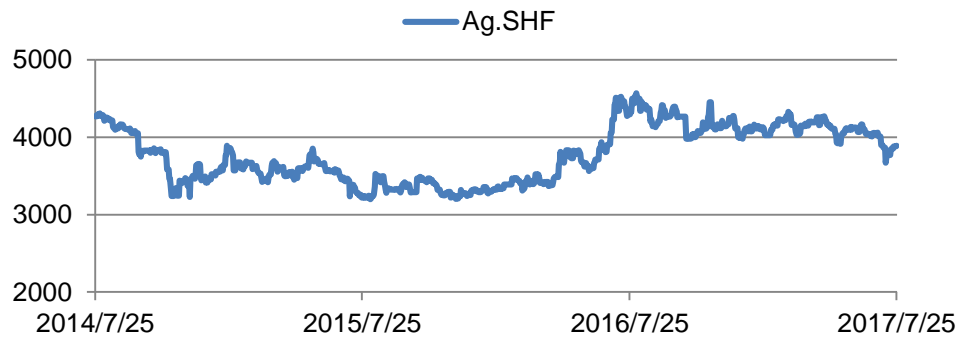
数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

图2：2014-2017年金属铜价格变化



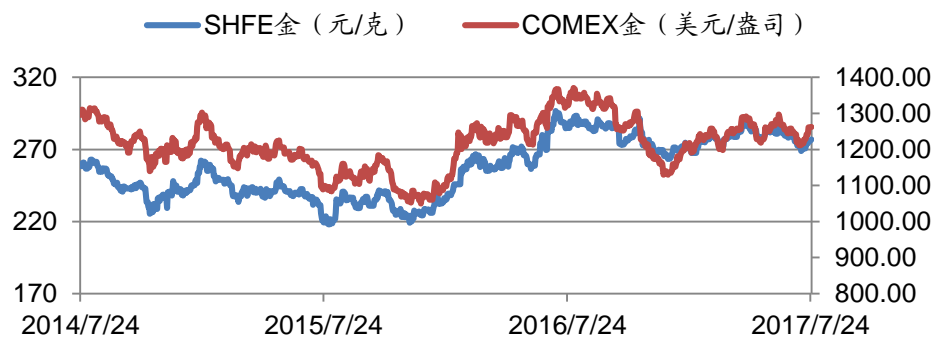
数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

图3：2014-2017年金属银价格变化（元/千克）



数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

图4：2014-2017年黄金价格变化



数据来源：Wind,广发证券发展研究中心

二、立足国内，推进并购巩固资源优势

2.1 凭借资本力量，成功转型有色企业

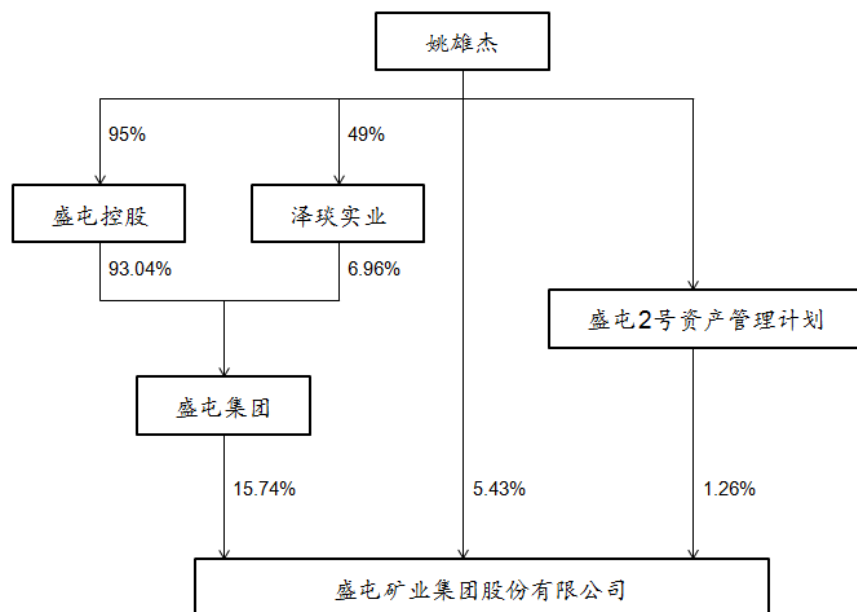
盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”）是1992年9月在厦门市电气设备厂改制的基础上，以社会募集方式组建的股份有限公司。公司于1996年在上海证券交易所上市。2006年，公司开始经营有色金属产品（电解铝）贸易。次年，公司受让了三富矿业38%的股权，开始了主营业务向有色金属采选行业的战略性转型。近年来，公司通过增资扩股及收购兼并，逐步扩充了自身的矿产资源储备，在国内拥有多处矿山，有色金属采选涵盖锌、铅、铜、钨、锡、金、银等各类精矿，产量逐年增长。

2013年，公司在原有矿产品贸易的基础上，增加金属金融服务业务，在上海浦东新区设立了上海盛屯商业保理有限公司。2014年，公司向商业保理、设备融资租赁、黄金租赁等金融业务领域深度拓展，完善产业链金融综合服务体系。

经过一系列结构调整、业务升级，公司在有色金属行业建立了完善的经营体系，并且，公司正在积极探索与现代互联网技术相结合的运营模式，为未来进一步发展打下了扎实的基础。

公司目前总股本为14.97亿股，控股股东为深圳盛屯集团有限公司，持股占总股本的15.74%。盛屯控股拥有盛屯集团93.04%的股份，所以公司的实际控制人是盛屯控股的控股股东姚雄杰先生。

图5：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图（截止2017年一季度）



数据来源：Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

2.2立足资源优势区域，稳步扩展资源储备

有色金属矿采选业务是公司的基础业务，公司从2007年收购三富矿业部分股权以来，积极扩展资源储量，目前已经拥有多家矿山子公司。公司主要生产各类精矿产品，包括锌精矿、铅银精矿、铜银精矿、钨锡混合矿和钨精粉。在华金矿业技改完成后，还将有金矿砂的产出。2016年公司各类自产矿产品的产量较2015年都有一定程度的下降，主要原因是2015年底及2016年初有色金属尤其是铜、铅、锌等品种价格低迷，导致公司对经营计划进行了调整，适当降低了生产量。

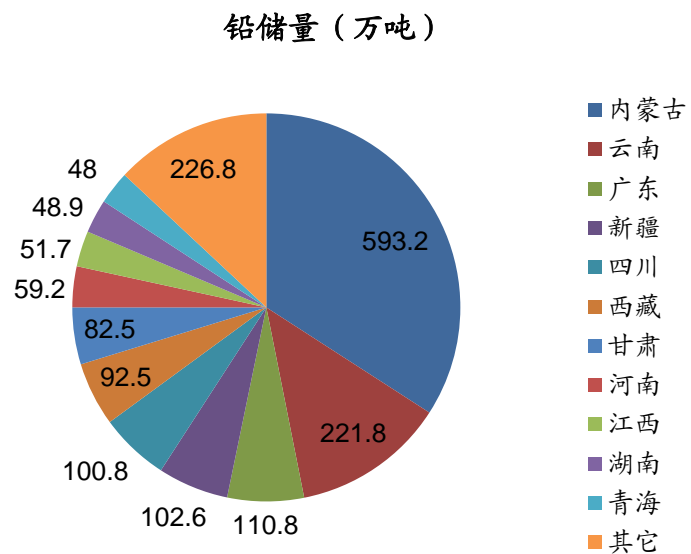
表2: 公司2016年自产矿产品产销量情况

主要产品	生产量	销售量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)
钨锡混合矿(吨)	201.58	201.58	-15.00%	-16.79%
铜银精矿(吨)	2359.34	2345.29	-28.05%	-28.47%
钨精粉(吨)	115.5	115.5	-23.35%	-23.35%
铅银精矿(吨)	7551.23	7583.77	-25.38%	-24.79%
锌精矿(吨)	14768.22	14808.7	-34.00%	-35.38%

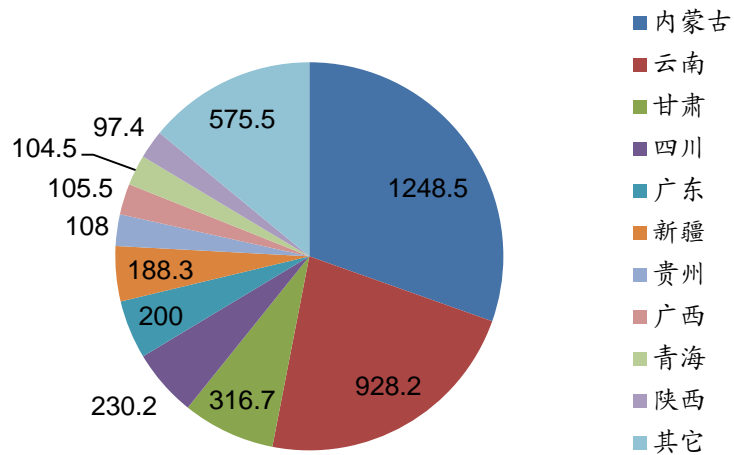
数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司目前拥有的主要矿山银鑫矿业、风驰矿业、埃玛矿业均位于内蒙古东部区域。内蒙古东部区域是中国资源接替基地，是大兴安岭南大型有色金属成矿带（银铅锌为主，铜锡钨锑伴生）。公司独具慧眼，提前布局赤峰抢占优势资源，为今后在该地区进一步发展打下了基础。

图6: 中国铅锌资源分布情况



锌储量 (万吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

滇、黔、桂地区是国内另一个有色金属资源基地, 蕴含大量银、铅、锌、铜、金等有色金属及贵金属。公司的鑫盛矿业、华金矿业和三鑫矿业均位于该地区。近年来, 公司把握金属行业底部阶段所提供的绝佳的机会, 在该地区积极扩大矿山资源储备。公司于2017年初完成对三鑫矿业的收购, 同时积极推动与云南地矿总公司的合作, 收购云南保山恒源鑫茂矿业有限公司80%的股权。根据《云南省保山市隆阳区李家寨铅锌多金属矿详查探矿权评估报告》, 恒源鑫茂保有资源量1304.82万吨, 铅金属量31.97万吨, 锌金属量35.98万吨, 伴生银452.4吨, 达到了铅锌大型矿山, 银中型矿山的标准, 将为公司矿采选业务未来进一步发展增加后续力量。

表3: 公司主要矿山储量情况

矿山子公司	矿山	权益储量 (万吨)	主要矿产	矿权
埃玛矿业	内蒙古巴根黑格其尔矿区铅锌矿	575.64	铅锌铜银	采矿权
	巴根黑格其尔地区铜及多金属矿	323.36	铅锌银	探矿权
银鑫矿业	道伦达坝铜多金属矿	2501.94	铜银钨锡	采矿权
华金矿业	贵州省册亨县丫他采矿区	440.73	金	采矿权、探矿权
	板其采矿区	63.37	金	采矿权
风驰矿业	内蒙古安乐锡矿	361.24	铜锡	采矿权
		24.57	铅锌银	
	内蒙古安乐锡矿外围多金属矿	58.36342	铜锡银	探矿权
鑫盛矿业	元阳县采山坪铜矿	163.50	铜	采矿权
		277.20	金	
大理三鑫	云南省永平县青羊厂铜矿	124.08	铜钴银	探矿权

数据来源: Wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

截至2017年3月, 公司下属6家控股矿业子公司合计矿石探明储量约4900万吨。埃玛矿业、银鑫矿业、华金矿业保有的矿石储量、金属量, 按照国家相关行业标准,

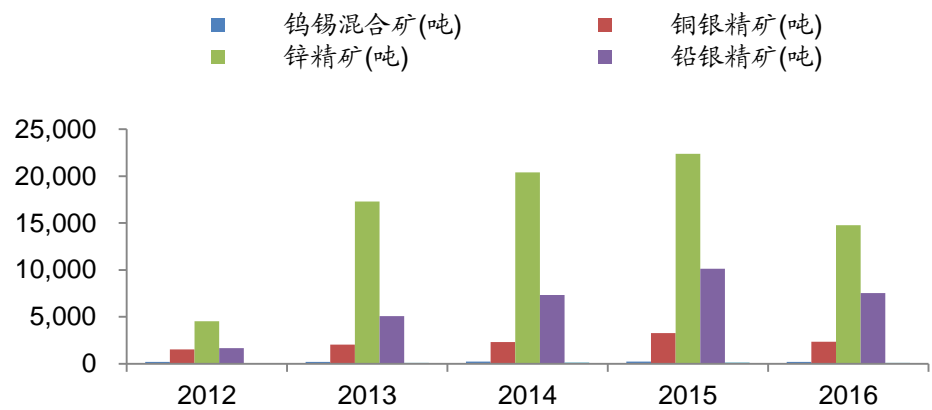
达到中到大型以上矿山标准。待恒源鑫茂股权并购完成后，公司原矿的权益储量将达到5500万吨。

2.3 注重技术改革，推进产能释放

2012年至2015年，公司年矿产品产量稳步增长。2016年矿产品产量的下降是由于2015年末开始至2016年初有色金属价格低迷，故公司决定调整经营计划，适当降低了生产量，但是不影响矿山的产能。

截至2016年底，埃玛矿业和银鑫矿业为公司的主要生产企业，埃玛矿业和银鑫矿业设计矿石年处理量分别为30万吨/年与45万吨/年，2016年产量分别为35.49万吨/年和28.17万吨/年，银鑫矿业由于处于技术改造过程中，部分产能未能释放。华金矿业、鑫盛矿业、风驰矿业正处于探矿或者技改中，尚未形成生产。

图7：公司2012年-2016年自产矿产品产量情况



数据来源：Wind,公司年报,广发证券发展研究中心

公司在2013年收购埃玛矿业后，鉴于埃玛矿业后续勘探工作取得的巨大突破，立即决定通过技改将原先12万吨/年的产能扩建至30万吨/年，达到中型矿山规模。公司同时对埃玛矿业和银鑫矿业开展矿山保暖工作，将使受气候条件影响较大的选矿厂全年延长生产时间30%左右。2014年，埃玛矿业和银鑫矿业均因此实现了提前开工。

目前，华金矿业和银鑫矿业均处于技改建设中。银鑫矿业在产的道伦达坝铜金属矿建设初期由于缺乏长远规划和系统设计，致使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。2010年至2012年银鑫矿业矿石年处理量不足25万吨，与矿山2500万吨的矿石储量相比，极其不匹配。为打破银鑫矿业产能瓶颈，银鑫矿业于2012年委托西安有色冶金设计研究院进行扩产技改的可行性研究，并于2014年年底开展技改工程。工程开始实施后，2014年矿山产量达到30万吨，2015年达到34.43万吨。技改工程的井巷工程阶段已经完成，有望于今年下半年释放产能，2018年开始，银鑫矿业矿石年处理量将达到45万吨，相比技改前实际增加了10万吨。

公司2013年收购华金矿之初，华金矿业只具有300吨/日的矿石开采能力，与矿山储量规模不符。2015年，华金矿业新增矿石储量97.7万吨，金2.47吨，同年，华金矿业完成了丫他采矿权和板其采矿权生产规模扩大手续，生产总规模已达到37万吨/年。鉴于前期金价低迷，采矿权生产规模扩大，以及最新地质勘探工作成果，综合当地实际情况，公司决定对华金矿业进行全面技改，开展丫他矿区地下开采建设工程、尾矿库重建工程等工。技改工程于2015年底展开，目前矿山处于完全停产状态，预计2017年12月可以完成该项工作，开始复产，2018年产能将逐渐释放。

表4: 2018年公司产能预期

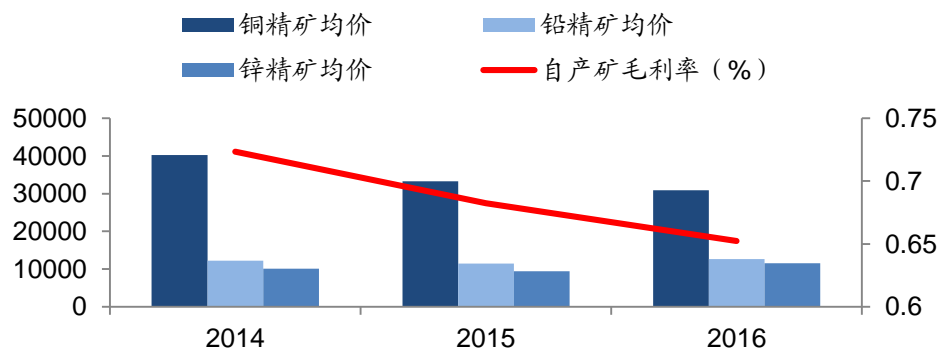
矿山子公司	权益	矿山	产能 (万吨)	铅(吨)	锌(吨)	银(吨)	铜(吨)	金 (千克)
埃玛矿业	100%	内蒙古巴根黑格其尔矿区铅锌矿	30	9667.50	19006.7	8.22	450.00	—
银鑫矿业	100%	道伦达坝铜多金属矿	45	—	—	10.52	3101.35	—
华金矿业	100%	贵州省册亨县丫他矿区	25	—	—	—	—	845.62
		板其采矿区	12	—	—	—	—	449.68
权益合计			112	9667.50	19006.7	18.74	3551.35	1295.30

数据来源: Wind,公司年报,广发证券发展研究中心

2.4 供求改善，行业企稳提升盈利能力

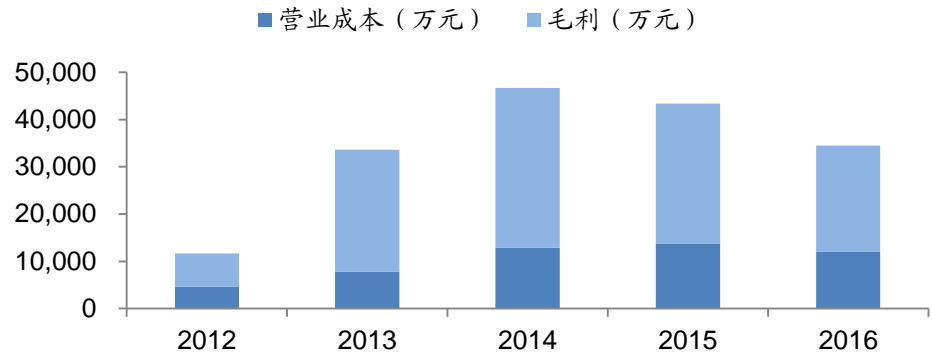
公司主要矿产品为铜、铅、锌的精矿，在华金矿业复产后，金矿砂也会占据一定的比重。2014年和2015年铜、铅、锌精矿价格下跌造成公司自产矿产品业绩下滑，因此，2016年公司调整生产计划，降低了矿产品的产量。2016年底，由于供给端的收缩以及消费端的持续稳定，铜、铅、锌的供需关系改善，价格上涨。截止报告日，铜、铅、锌精矿价格分别较2016年同期增长36.33%、42.80%、55.24%。价格的回升将推动公司自产矿产品毛利率回升，以及产量的回升，2017年公司的盈利预计将有大幅度的提升。

图8: 自产矿产品毛利率与主要产品年均价(元/吨)格关系



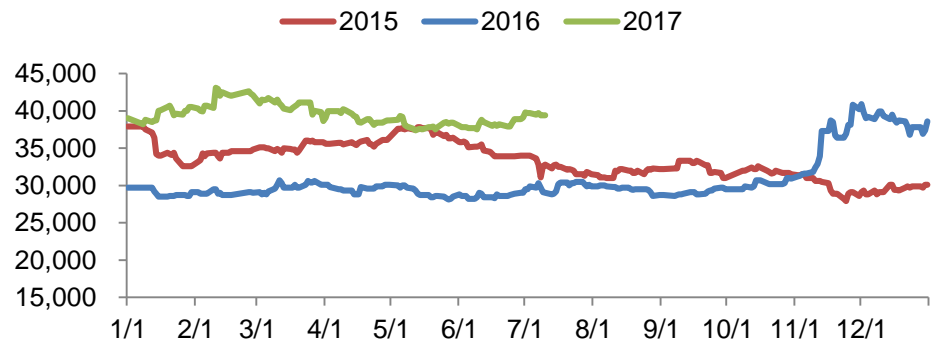
数据来源: Wind,公司公告,广发证券发展研究中心

图9: 公司2012-2016年营业成本与毛利关系



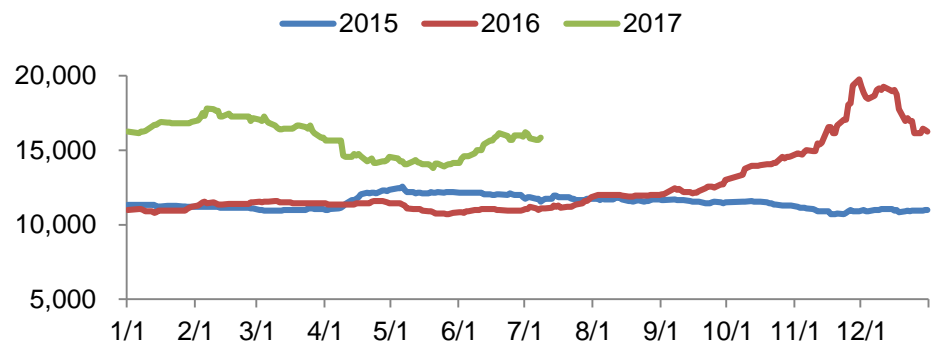
数据来源: Wind,公司公告,广发证券发展研究中心

图10: 铜精矿价格(元/吨)走势: 均价(不含税):铜精矿:20%:内蒙古



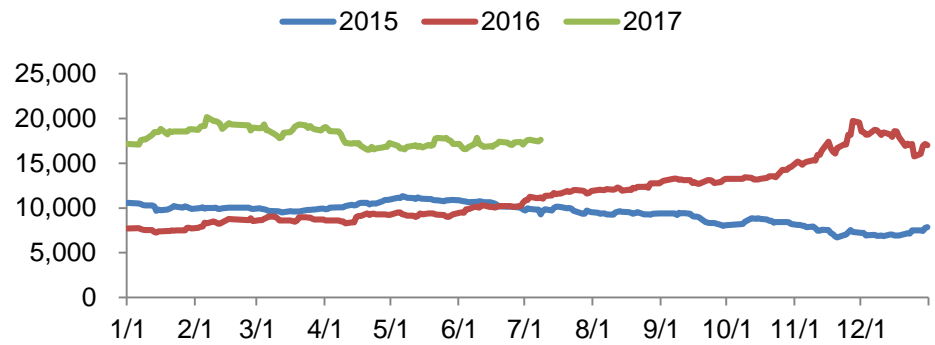
数据来源: Wind,广发证券发展研究中心

图11: 铅精矿价格(元/吨)走势:均价(不含税):铅精矿:60%:内蒙古



数据来源: Wind,广发证券发展研究中心

图12: 锌精矿价格(元/吨)走势: 平均价(不含税): 锌精矿: 50%: 云南



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、布局海外，进军新能源领域上游

3.1 产业链金融先行，布局非洲市场

非洲拥有丰富的战略性自然资源，多种矿藏的储量居世界第一，尤其是铜、钴、黄金、金刚石、锰、铀等，储量丰富，品位较高。本世纪以来，非洲与中国的贸易关系日益加强，中国对非洲的投资规模也逐年增大。目前，中国已经成为非洲第一大贸易伙伴国，非洲则是中国第四大海外投资目的地。随着中国经济的快速增长，中国对有色金属产品的消费量与日俱增，对有色金属原材料的进口依赖度也逐渐提高。因此，直接开拓海外矿山获取更低价的原材料将会成为中国有色金属行业的趋势。

公司与华友钴业合作，在深圳设立盛屯金属国际有限公司，主要针对非洲地区的有色金属产业链展开金融业务。凭借公司在产业链服务项目的经验和华友钴业在非洲的投资运营经验，优势互补，可以最快速的占领市场，形成规模，从而带来很强的经济效益。并且，还能为公司今后在非洲进一步投资开发矿山资源打下良好的基础。

图13: 盛屯国际海外供应链金融模式

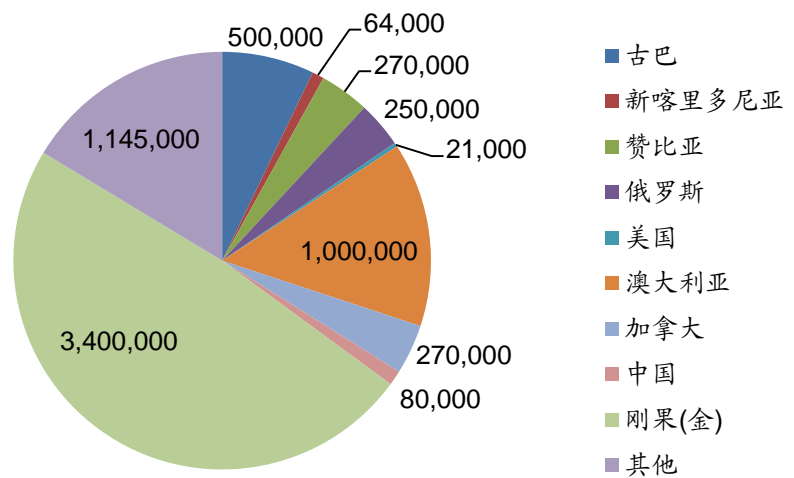


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3.2 收购海外铜钴项目，开拓新能源上游

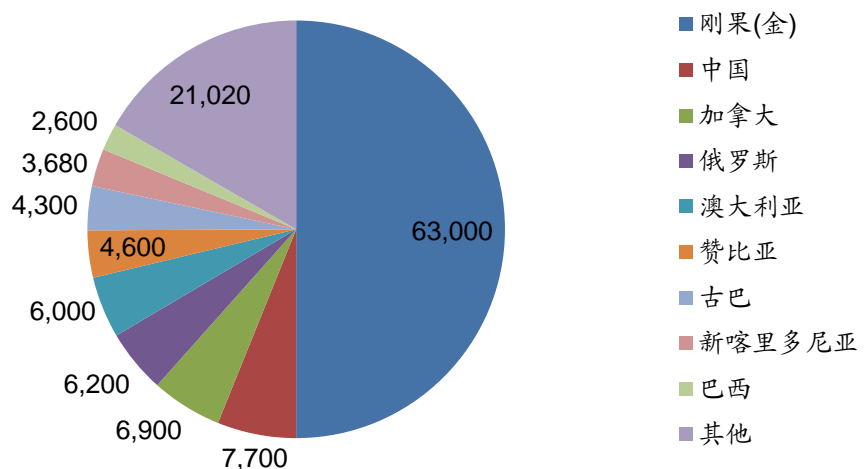
钴作为锂电池正极材料的重要原料，向下延伸至锂电池的终端消费。基于全球新能源产业的快速发展，必将拉动钴消费的增长。公司看好钴项目未来的潜力，在2016年与深圳盛屯稀有材料科技有限公司共同设立厦门盛屯钴源科技有限公司，投资非洲刚果（金）年产3500t钴、10000吨铜综合利用项目（后因政策原因，投资主体变为盛屯环球资源投资有限公司）。项目位于刚果（金）科卢韦齐地区，根据《盛屯矿业刚果（金）年产1万吨电铜、3500吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法项目可行性研究报告》项目总投资额为1.29亿美元，设计建设期为十三个月。2017年初，公司已派技术及管理团队前往刚果（金）开展前期工作，预计2018年上半年可以初步建设完成。

图14：2016年全球钴矿储量分布（单位：吨）



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

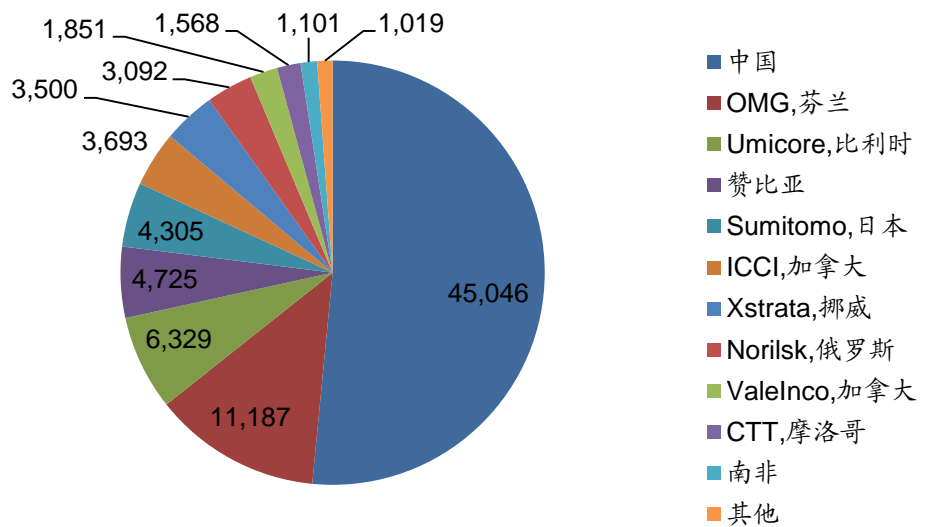
图15：2016年全球主要钴矿产区产量（单位：吨）



数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

截止 2016 年，全球钴储量约 700 万吨，中国占比 1.14%，2016 年钴矿产量占全球总产量的 6.26%，精炼钴产量占全球的 52%。中国的钴矿产量明显不足冶炼的需求，需要大量进口。全球钴矿储量分布极不均衡，主要分布在刚果（金）、澳大利亚、古巴、赞比亚等地区，其中刚果（金）就占全球储量的 48.57%。对于此类资源集中度很高的金属，其定价权一般受上游矿山企业的控制，在钴价格上涨时，上游企业将能享受到更高的利润增长。因此，投资刚果（金）钴矿山项目具有十分优秀的盈利前景。

图16：2016年全球主要精炼钴生产商产量比例（单位：吨）

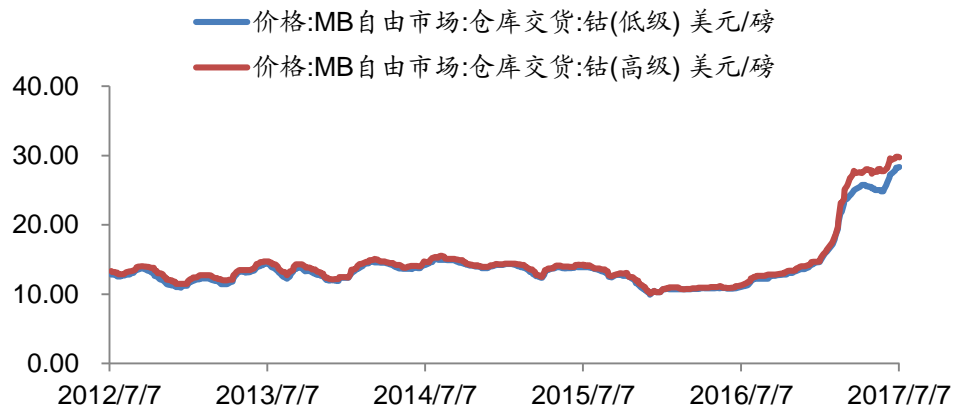


数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

3.3 钴价冲高企稳，盈利能力大增

钴在新能源领域主要有两种使用形式，一种是以钴酸锂做锂电池（3C 电池）的正极材料，应用于全球手机、笔记本电脑和其他数码产品之中，另一种是以镍钴锂三元材料应用在新能源汽车的动力电池（三元电池）中。全球钴消费量约有 44% 是用于锂电池，在中国，该比例达到了 76%，国内钴消费量主要受控于锂电池的消费量。3C 电池近年受到智能手机销量增长的带动，增幅保持稳定，持续保持每年约 10% 的增长。三元电池随着在新能源汽车中普及以及国家对新能源汽车补贴政策的出台，在今后需求会有较好的增长势头。

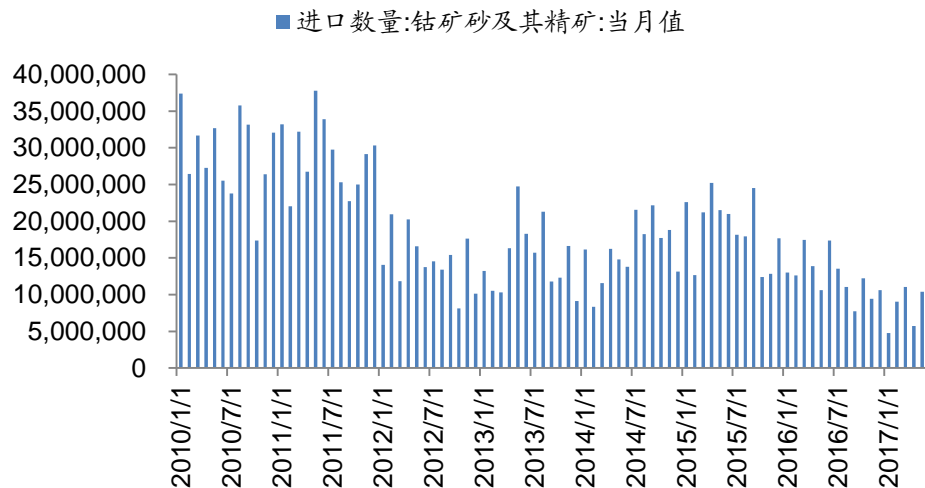
图17: MB自由市场钴价格



数据来源: Wind,广发证券发展研究中心

供给端, 由于钴金属超过80%依靠原生矿供给, 所以钴的供应主要还是受上游矿山的影响。2015年嘉能可两处矿山检修停产18个月, 以及刚果(金)政府对使用童工的手抓矿进行了整顿, 导致钴产量下降。需求端, 国内受新能源汽车利好政策的影响, 新能源领域保持着较好的增长势头, 拉动了锂电池的产量, 钴的需求也因此增长。受供需关系改变的影响, 2016年底开始钴价格出现了大幅度的增长, 至今仍保持在高位。鉴于钴精矿进口量仍旧在减少以及国内市场需求的增加, 国内钴价有望保持高位运行, 并存在进一步的涨价空间。

图18: 国内钴精矿及其矿砂进口量(千克)

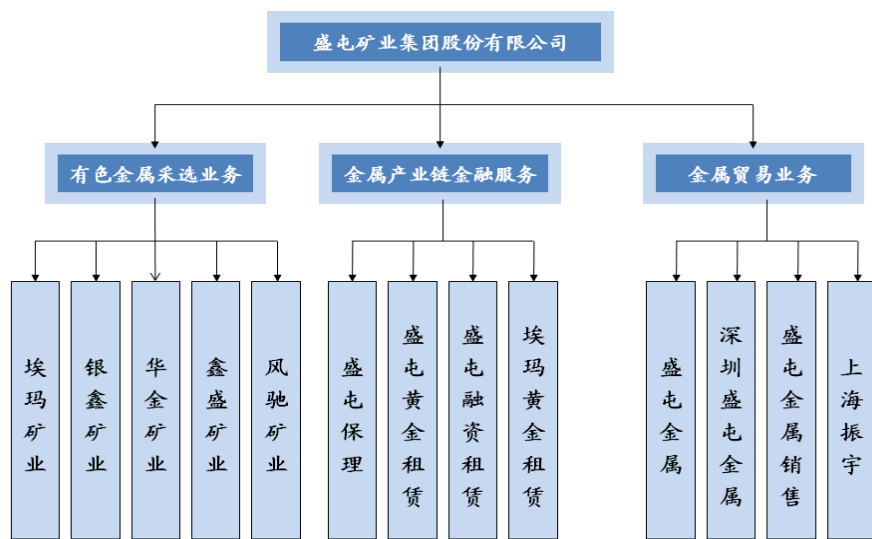


数据来源: Wind,广发证券发展研究中心

四、金属贸易和产业链金融锦上添花

公司自 2007 年转战有色金属行业以来，就积极布局有色金属采选业务和有色金属贸易业务。2010 年，在收购银鑫矿业股权后，公司的有色金属采选业务得到了跨越式的发展。自此，公司确立了以有色金属采选业务为龙头，以综合贸易业务为基础的“双主业”经营发展战略。2013 年，公司利用国家政策关于保理行业开放试点的机遇，结合公司在有色金属采选及矿产品贸易积累的经验和优势，成立上海盛屯商业保理有限公司，开展金属行业专业保理业务。此后，公司向商业保理、设备融资租赁、黄金租赁等金融业务领域深度拓展，完善产业链金融综合服务体系。

图19：公司核心业务主要经营子公司



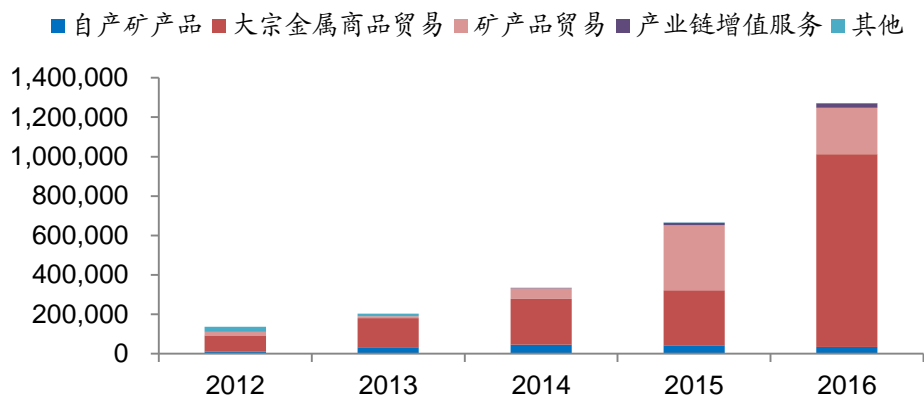
数据来源：Wind,公司公告,广发证券发展研究中心

4.1 贸易、金融与采选业并行，优势互补

公司从 2013 年以来，大力发展产业链金融业务和金属贸易业务。2016 年，公司营业收入 127.1 亿元，同比增长 90.78%，归属上市公司股东的净利润 1.89 亿元，同比增长 36.19%，扣除非经常性损益的净利润 2.67 亿元，同比增长 128.9%。其中，有色金属采选业务受到矿产品价格下跌和减产的影响，营业收入 3.45 亿元，较上年下滑 20.43%，毛利 2.25 亿元，下滑 23.97%。与此相反，金属贸易业务在近年来保持较快速的增长，2016 年实现年营业收入 121 亿元，同比增长 99.39%，毛利 3.75 亿元，同比增长 327.28%。三年来，金属贸易业务均保持每年 80% 以上的增长，已成为公司主营业务中最大的利润来源。产业链增值业务 2016 年实现营业收入 2.27 亿元，同比增长 82.32%，毛利 2.15 亿元，同比增长 72.84%。

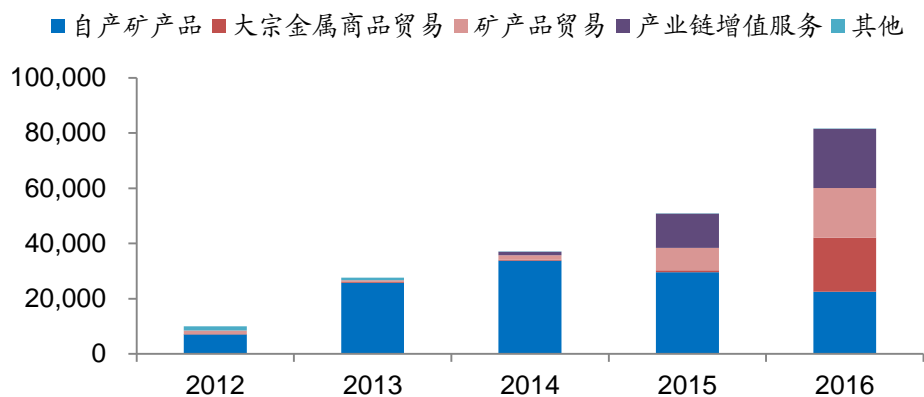
在有色金属行情不景气的情况下，公司营业收入和利润依旧保持良好的增长势头，这与金属贸易业务和产业链金融业务的发展有着必然的联系。伴随有色金属市场回暖，有色金属采选产能有望回到甚至超过 2014 年水平，产业链金融业务和金属贸易业务也将更活跃。

图20: 公司分业务营业收入 (万元)



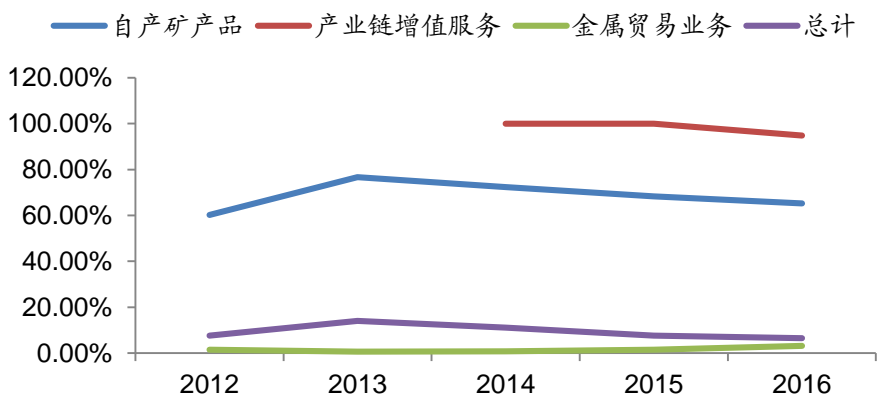
数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图21: 公司分业务毛利 (万元)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图22: 公司分业务毛利率



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

4.2 发挥自身优势，产业链服务不断拓展

近几年，有色行业处于低谷，产品价格低迷，企业盈利下滑，导致行业投资不足和融资困难，产业链各环节企业对产业链金融服务的需求大增。而中小型矿山及冶炼企业向银行获得贷款的难度大，国内又缺乏完善的产业链金融服务体系。因此，公司凭借自身长期在有色行业经营所积累的经验及各种资源，将业务向产业链金融服务拓展。

表5：公司产业链金融服务的相对优势

专业性	<ol style="list-style-type: none"> 1. 熟悉行业，具备行业内专家团队和矿业经营管理经验； 2. 拥有丰富的客户资源； 3. 具备专业的风险评估和持续跟踪系统； 4. 拥有专业的资信评审机制。
风险管理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 拥有仓储基地，可有效降低供应链融资和保理融资风险； 2. 建立了完善的金属产业链金融服务风险管理体系，拥有丰富的风险识别和管控经验； 3. 参与矿业投资经营，资产处置能力强。
服务特点	<ol style="list-style-type: none"> 1. 具备对产业链上下游企业的综合服务能力； 2. 审批流程短，服务灵活、便捷、高效； 3. 使用公司的物流仓储系统，整个服务系统在公司内形成闭环； 4. 可接受抵押品范围广； 5. 重点服务产业链中小型企业。

数据来源：公司公告,广发证券发展研究中心

2014年，公司在有色金属商业保理、供应链金融、黄金租赁等业务领域已开始布局，经过近年来的经营，已获得长足的发展。目前，除本公司外，国内尚无服务涵盖全产业链的企业。公司依托产业链提供全链条的融资服务，对于上下游合作相对紧密的有色金属行业，能够凸显公司的服务优势，提高客户黏性。目前，产业链金融产业还处于发展初期，公司及早进入完善布局，有利于抢占先机巩固优势。

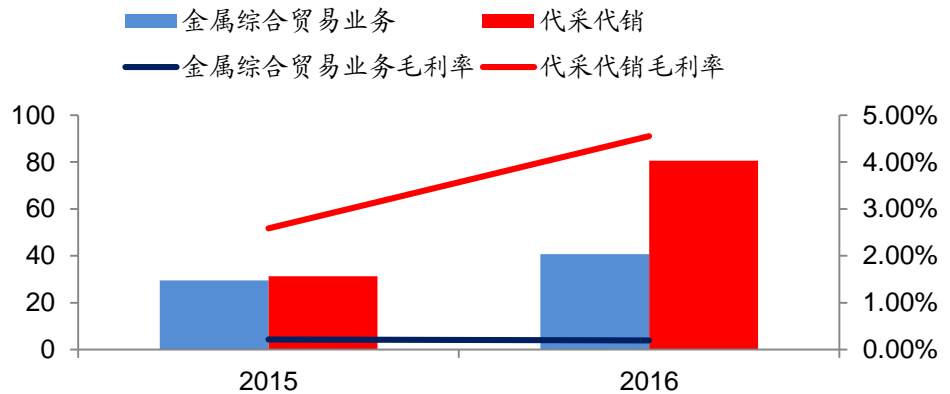
2016年，公司产业链增值服务实现营业收入2.27亿元，同比增长82.32%，毛利2.15亿元，毛利率达94.80%。介于有色金属行业回暖，中小企业生产扩大，对产业链金融服务的需求将会有个显著的提升，公司该业务的盈利增长可期。

4.3 金属贸易稳步发展，支撑公司收入增长

公司金属贸易业务包括综合贸易业务和代采代销业务，主要通过盛屯金属有限公司等子公司开展相关业务。2016年，公司将供应链金融业务归入到金属贸易业务中。

公司综合贸易业务主要通过盛屯金属开展，业务产品包括铁精粉、黄金矿砂、钢材、锌锭、铝锭、阴极铜、银锭等，其中电解铜和银锭贸易金额占比在 90%以上。2016 年，综合贸易业务销售收入 40.75 亿元，同比增长 38.18%，毛利率 0.20%。公司从事大宗商品贸易目的是加强在有色行业产业链的参与度，获取渠道和价格优势，为公司积累客户资源，促进金融服务业务开展。伴随今年铜价回暖，综合贸易业务毛利率有望提升，进一步支撑销售收入的增长。

图23: 公司金属贸易业务分营业收入（亿元）及毛利率



数据来源: Wind,公司公告,广发证券发展研究中心

公司代采代销业务仍主要通过盛屯金属开展，2016 年收入 80.61 亿元，同比增长 156.95%，毛利 3.67 亿元。公司在行业内具有丰富的经验，积累了较好的上下游客户基础，同时公司资金实力较强，能为中小企业在资金结算、规避价格风险等方面提供增值服务。公司主要客户为行业下游的冶炼客户，2016 年前五大客户销售金额占代采代销收入总额的 18.57%，集中度较低，能有效控制风险。公司在为中小企业提供代采代销服务的同时提供产业链金融服务，能进一步了解客户的经营状态，更有效的规避风险。伴随金属行业的回暖，上游企业的增产势必带动冶炼加工费走高，下游冶炼企业需求提升，将会带动公司代采代销业务进一步增长。

五、给予“买入”评级

公司主营业务为有色金属采选、产业链金融服务和金属贸易业务。其中，公司以有色金属采选作为公司经营的根本，一直致力于通过并购扩大矿产品储量，目前已获得长足的发展。金属贸易业务近几年均保持高速增长，产业链增值服务发展也十分迅速。银鑫矿业和华金矿业有望在 2017 年底完成技改，海外铜钴矿项目预计 2018 年能实现投产，加上新完成收购的三鑫矿业和正在收购的恒源鑫茂，公司保有的储量和盈利能力将会上一个新的台阶。

(1) 2017 年，矿产品价格回暖，估计公司在产矿山产能将充分释放，矿产品产量将回升到 2016 年减产前水平。公司在产矿山埃玛矿业和银鑫矿业今年生产条件不变，故生产成本基本保持 15 年水平。预计在全球经济回暖形势下，矿产品价格有望在未来保持当前水平。预计 2017 年公司自产矿产品营业收入 7.33 亿元，毛利润 5.89 亿元。

(2) 公司 2018 年将会有新的产能得到释放。银鑫矿业新增 10 万吨矿石采选能力，华金矿业年采选 37 万吨项目投产。假设矿产品价格维持在当前水平，根据公司公告给出的华金矿业生产成本，预计 2018 年矿山新增产能将为公司带来 3.2 亿元的营业收入，相当于 2017 年自产矿产品营业收入的 44%。公司刚果（金）年产 1 万吨铜、3500 吨钴项目预计 2018 年 6 月投产，预计投产后年增加净利 2500 万元。

(3) 公司 2016 年金属贸易业务营业总收入 121.4 亿元，实现毛利 3.75 亿元。产业链金融服务营业收入 2.27 亿元，实现毛利 2.15 亿元。公司计划 2017 年营业收入增长不低于 50%。预计金属贸易业务和产业链金融业务营业收入分别达到 182 亿元和 3.4 亿元。

预计公司 17-19 年 EPS 为 0.33、0.50、0.55 元，对应 PE 为 21.92 倍、14.71 倍、13.27 倍，公司未来盈利增长可期，给予“买入”评级。

表6：公司2017-2019年各项业务盈利预测

单位：百万元		2016	2017E	2018E	2019E
收入	金属产成品业务	9,785.79	14,678.69	20,550.17	26,715.22
	矿产品原材料业务	2,349.69	3,524.53	4,934.34	6,414.65
	自产矿产品	345.20	733.26	1,153.33	1,278.29
	产业链增值服务	226.66	339.99	407.99	448.79
	合计	12,707.35	19,276.48	27,045.83	34,856.95
毛利	金属产成品业务	196.06	102.29	143.20	186.17
	矿产品原材料业务	179.13	225.29	315.41	410.03
	自产矿产品	225.13	588.61	897.92	1,015.23
	产业链增值服务	214.88	322.32	386.79	425.46
	合计	815.21	1,238.52	1,743.32	2,036.89
毛利率	金属产成品业务	2.00%	0.70%	0.70%	0.70%
	矿产品原材料业务	7.62%	6.39%	6.39%	6.39%
	自产矿产品	65.22%	80.27%	77.86%	79.42%

产业链增值服务	94.80%	94.80%	94.80%	94.80%	
合计	6.42%	6.43%	6.45%	5.84%	
净利润	合计	188.56	498.67	742.76	823.72

数据来源：公司财务报告,广发证券发展研究中心

表7：同行业公司估值比较

	评级	股价/元	EPS (元)			PE (倍)			PB
		7月28日	17E	18E	19E	17E	18E	19E	一季度末
盛屯矿业	买入	7.54	0.33	0.50	0.55	22.64	15.20	13.70	2.56
驰宏锌锗	买入	7.18	0.24	0.33	0.43	29.48	21.66	16.55	3.33
中金岭南	买入	11.87	0.37	0.45	0.56	31.81	26.21	21.09	3.10
西藏珠峰	买入	47.07	1.94	2.16	2.39	24.31	21.75	19.73	15.45

数据来源：公司财务报告,广发证券发展研究中心

六、风险提示

有色金属价格波动风险；项目进度不及预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,648	4,413	6,103	8,222	9,995
货币资金	861	432	593	622	516
应收及预付	2,133	2,684	4,637	6,575	8,095
存货	264	824	645	958	1,262
其他流动资产	391	473	229	67	121
非流动资产	4,546	5,467	4,569	4,822	4,799
长期股权投资	176	110	110	110	110
固定资产	719	739	757	757	752
在建工程	85	93	113	125	138
无形资产	3,284	3,242	3,304	3,248	3,217
其他长期资产	282	1,283	285	583	583
资产总计	8,195	9,881	10,671	13,044	14,794
流动负债	2,347	3,223	3,168	4,754	5,641
短期借款	632	951	0	0	0
应付及预收	1,422	1,916	3,061	4,617	5,514
其他流动负债	293	356	107	137	127
非流动负债	1,859	2,628	2,949	2,944	2,944
长期借款	32	28	28	28	28
应付债券	1,150	1,950	1,950	1,950	1,950
其他非流动负	678	650	970	966	966
负债合计	4,206	5,851	6,116	7,698	8,585
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
留存收益	350	509	1,008	1,750	2,574
归属母公司股	3,831	3,993	4,494	5,236	6,060
少数股东权益	158	38	61	109	149
负债和股东权	8,195	9,881	10,671	13,044	14,794

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6662	12710	19276	27046	34857
营业成本	6136	11894	18038	25303	32820
营业税金及附	24	28	64	88	110
销售费用	7	57	50	80	108
管理费用	197	171	473	586	741
财务费用	125	192	15	0	4
资产减值损失	4	33	0	0	0
公允价值变动	8	17	0	0	0
投资净收益	15	-117	-30	-44	-64
营业利润	192	235	607	944	1010
营业外收入	11	5	7	7	7
营业外支出	7	17	11	12	12
利润总额	196	224	603	939	1004
所得税	41	29	81	149	141
净利润	155	195	522	791	863
少数股东损益	16	6	24	48	39
归属母公司净	138	189	499	743	824
EBITDA	431	673	777	1116	1203
EPS (元)	0.09	0.13	0.33	0.50	0.55

现金流量表

单位: 百万元

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-843	137	244	460	67
净利润	155	195	522	791	863
折旧摊销	133	113	125	128	126
营运资金变动	-1,216	-474	-562	-504	-992
其它	86	304	158	44	69
投资活动现金流	-503	-813	627	-430	-173
资本支出	-189	-100	656	-89	-109
投资变动	-194	-789	-30	-341	-64
其他	-120	76	0	0	0
筹资活动现金流	1,201	862	-710	0	0
银行借款	868	949	-951	0	0
债券融资	37	-17	241	0	0
股权融资	40	103	0	0	0
其他	256	-173	0	0	0
现金净增加额	-145	187	161	30	-106
期初现金余额	606	861	432	593	622
期末现金余额	461	1,048	593	622	516

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	99.0%	90.8%	51.7%	40.3%	28.9%
营业利润增长	23.4%	22.2%	158.2%	55.6%	7.0%
归属母公司净利	-7.8%	36.2%	164.5%	48.9%	10.9%
获利能力(%)					
毛利率				7.9%	6.4%
净利率	2.3%	1.5%	2.7%	2.9%	2.5%
ROE	3.6%	4.7%	11.1%	14.2%	13.6%
ROIC	4.5%	8.2%	9.3%	12.8%	12.4%
偿债能力					
资产负债率(%)	51.3%	59.2%	57.3%	59.0%	58.0%
净负债比率	30.6%	62.1%	28.9%	24.1%	22.5%
流动比率	1.55	1.37	1.93	1.73	1.77
速动比率	0.91	0.59	0.78	0.62	0.62
营运能力					
总资产周转率	0.94	1.41	1.88	2.28	2.50
应收账款周转率	13.91	21.16	16.74	17.36	17.67
存货周转率	35.14	21.86	27.99	26.41	26.00
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.13	0.33	0.50	0.55
每股经营现金流	-0.56	0.09	0.16	0.31	0.04
每股净资产	2.56	2.67	3.00	3.50	4.05
估值比率					
P/E	82.9	55.7	21.9	14.7	13.3
P/B	3.0	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	29.5	19.4	15.9	11.0	10.3

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。