



信达证券
CINDA

Research and
Development Center

有色矿业转型未来前景可期

盛屯矿业（600711.SH）：公司深度研究报告

2012年6月15日

范海波 关健鑫
有色金属行业
分析师

证券研究报告

公司研究——深度报告

盛屯矿业 (600711.sh)

范海波 有色金属行业分析师
执业编号: S1500510120021
联系电话: +86 10 63081252
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

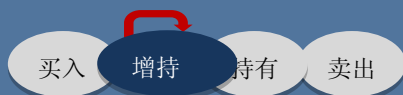
关健鑫 有色金属行业分析师
执业编号: S1500512050001
联系电话: +86 10 63081092
邮箱: guanjianxin@cindasc.com

公司主要数据

52 周内股价	14.3-
波动区间(元)	26.29
最近一月涨跌幅(%)	(11.14)
总股本(亿股)	1.63
流通 A 股比例(%)	48.69
总市值(亿元)	28.63

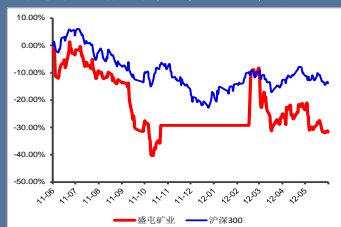
资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心
邮编: 100031



首次评级

盛屯矿业相对沪深 300 表现



资料来源: Wind

相关研究

《有色金属行业 2012 年 2 季度投资策略》2012.04
《有色钢铁行业 2012 年年度投资策略》2012.02

有色矿业转型 未来前景可期

公司深度研究报告

2012 年 6 月 15 日

本期内容提要:

◇ **由贸易商转变为有色金属矿产开采公司。**公司原来主营 IT 贸易, 盈利能力有限。2007 年起公司陆续收购了福建尤溪县三富矿业有限公司 38% 股权、鑫盛矿业 80% 股权、银鑫矿业 77% 股权和凤驰矿业 70% 股权。
◇ **埃玛矿业将成为未来公司业绩增长的支柱。**公司拟非公开发行收购埃玛矿业 100% 股权。埃玛矿业将于 2012 年 6 月进行试生产, 产品为铅精矿、锌精矿和铜精矿(伴生金属银), 有色金属矿采选将成为公司主营业务。埃玛矿业未来三年的逐步达产将为公司业绩增长提供保障。

◇ **短期欧债问题制约有色金属价格上涨, 但中长期向好。**中国和印度等人口大国的经济增长和生活水平提高必然伴随中长期对有色金属需求的增加。虽然近期中国开始降息并开始加大投资力度, 但由于欧洲债务问题、美国 QE3 短期可能难以推出、以及金属需求淡季到来, 3 季度基本金属价格可能难有较好表现。4 季度在欧洲问题得到缓解、中国经济增速好转后, 有色金属价格和相关公司股票可能迎来年内较好的表现期。

◇ **风险因素:** 欧债导致金融市场大幅波动、欧美经济复苏受阻、埃玛矿业达产低于预期, 金属价格大幅下降。

◇ **盈利预测、估值及投资评级:** 按增发完成摊薄后股本, 预计盛屯矿业 2012-2014 年 EPS 分别为 0.16 元、0.51 元和 0.65 元。按最新收盘价 17.54 元, PE 分别为 110X、34X 和 27X。由于铅锌价格目前处于底部区域, 按公司 2013 年 40 倍的市盈率, 首次给予盛屯矿业“增持”评级, 目标价 20.4 元。

公司报告首页财务数据

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	338.69	527.33	799.32	1,008.55
增长率 YoY %	46.38%	55.70%	51.58%	26.18%
净利润(百万元)	31.86	57.15	184.68	233.13
增长率 YoY%	-0.10%	93.79%	217.09%	27.02%
毛利率%	30.52%	26.01%	36.57%	37.07%
净资产收益率 ROE%	1.05%	1.99%		
每股收益 EPS(元)	0.08	0.16	0.51	0.65
市场一致预期 EPS(元)	0.18	0.36	0.80	0.94
市盈率 P/E(倍)	212	110	34	27
市净率 P/B(倍)	2.22	2.17		

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 6 月 12 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
公司简介	2
历史沿革	2
2011 年公司非公开增发预案	3
公司矿产资源和业务	4
埃玛矿业	4
银鑫矿业	5
风驰矿业	6
鑫盛矿业	6
三富矿业	7
盛屯投资	7
贸易业务	8
基本金属	8
全球经济	8
金属价格	9
估值与投资评级	11
估值假设	11
估值结论及投资评级	12
风险因素	12

表 目 录

表 1: 盛屯矿业十大股东	2
表 2: 盛屯矿业控股矿山	4
表 3: 金属价格和预测	11
表 4: 行业重点公司盈利预测与估值比较	12
表 5: 利润表预测	14

图 目 录

图 1: 盛达矿业控股股东	3
图 2: 公司主营业务构成	8
图 3: 公司主营业务利润	8
图 4: 美国经济领先和同期指标	9
图 5: OECD 欧元区经济领先指标综合指数	9
图 6: OECD 中国经济领先指标综合指数	9
图 7: OECD 日本经济领先指标综合指数	9
图 8: LME 期铜价格与库存	10
图 9: LME 期铅价格与库存	10
图 10: LME 期铅价格与库存	10
图 11: 上海铜期价与库存	10
图 12: 国内锡精矿价格	10
图 13: 国内钨精矿价格	10

投资聚焦

有别于大众的认识

市场认识：公司从 2007 年开始转型矿业以来，矿业开发和生产与当时公开信息的产量能力有较大差距，业绩难以较大提升。

我们的认识：

公司在转型矿业开发有一个过程，2012 年可能是该公司真正的转型起飞点。盛屯投资做为资源收购平台，为未来公司资源扩张提供了可能。

盈利预测

预计盛屯矿业 2012-2014 年归属母公司股东净利润分别为 4000 万元，1.28 亿元和 1.63 亿元，按增发完成股本摊薄的每股收益分别为 0.16 元、0.51 元和 0.65 元。对应最新（2012-6-12）收盘价 17.54 元，对应的 PE 分别为 110X、34X 和 27X。

估值与投资评级

根据 2012 年 6 月 12 日万得资讯提供的盈利预测，目前涉及铅锌矿业务的上市公司的 2013 年平均市盈率为 33 倍。盛屯矿业估值在行业平均水平。由于铅锌价格目前处于底部区域，矿业公司业绩弹性较大，按公司 2013 年 40 倍的市盈率，公司目标价 20.4 元。首次给予盛屯矿业“增持”评级。

风险提示

- 1、欧洲债务危机继续发酵，全球经济复苏缓慢。
- 2、埃玛矿业处于筹建期，盛屯矿业存在一定时期内不能弥补累计亏损的风险，可能会影响到对股东的利润分配。
- 3、埃玛矿业达产速度低于预期。
- 4、欧洲债务问题导致金融风险，金属价格大幅下降。

公司简介

历史沿革

盛屯矿业集团股份有限公司（原“厦门雄震矿业集团股份有限公司”）经厦门市经济体制改革委员会及中国人民银行厦门分行同意，并经国家证券委员会确认，在厦门市电气设备厂改制的基础上，于 1992 年 9 月以社会募集方式组建股份有限公司（名称为厦门市龙舟实业股份有限公司）。A 股股票于 1996 年 5 月 31 日在上海证券交易所上市。1998 年度，中国宝安集团股份有限公司将其持有的公司 39.76% 的股份转让给深圳市雄震投资有限公司，1999 年本公司变更为厦门雄震集团股份有限公司。

2009 年 8 月 9 日公司以 10.17 元/股非公开发行 1,868.24 万股，2010 年 2 月 4 日收到有限售条件股股东以货币缴纳的认股款。

2010 年 5 月 16 日以 10.22 元/股非公开发行 65,068.500 万股，2010 年 12 月 24 日公司收到有限售条件股股东以货币缴纳的认股款。

2011 年 6 月 30 日，经厦门市工商行政管理局核准，公司名称由“厦门雄震矿业集团股份有限公司”变更为“盛屯矿业集团股份有限公司”。2011 年年报的公司十大股东列于表 1，控股股东见图 1，其中姚娟英与姚雄杰为姐弟关系，并签署了一致行动人协议。

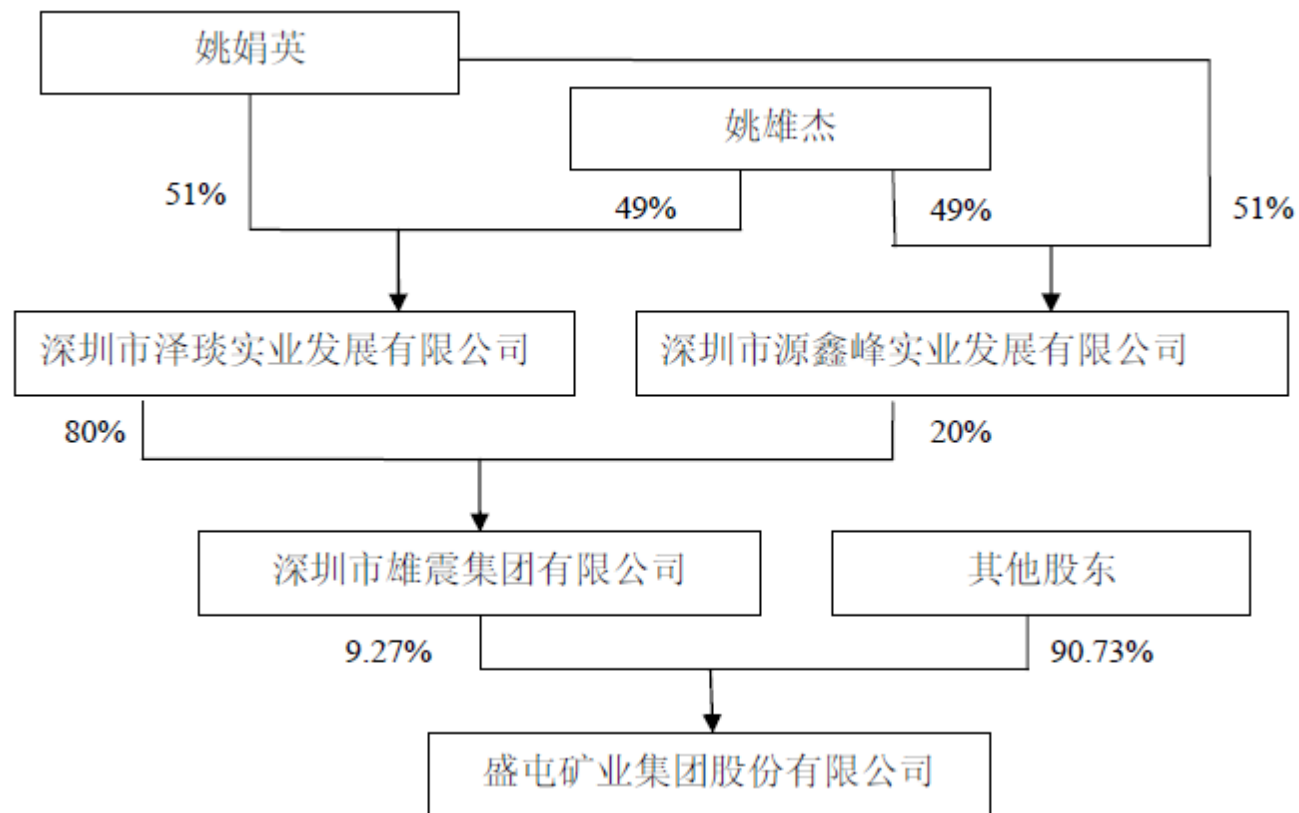
公司目前经营范围为：矿山、矿山工程建设业的投资与管理批发零售矿产品、有色金属；经营各类商品和技术的进出口；信息咨询；智能高新技术产品的、销售、服务；接受委托经营管理资产和股权。

表 1：盛屯矿业十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
深圳盛屯集团有限公司	15,133,360	9.27	A 股流通股
孙汉宗	12,000,000	7.35	限售流通 A 股
杨学平	10,000,000	6.13	限售流通 A 股
顾斌	8,000,000	4.9	限售流通 A 股
郭忠河	7,200,000	4.41	限售流通 A 股
高建明	7,000,000	4.29	限售流通 A 股
吴光蓉	6,468,500	3.96	限售流通 A 股
王丽娟	6,000,000	3.68	限售流通 A 股
陈建煌	5,502,212	3.37	限售流通 A 股,A 股流通股
浙江方正房地产开发有限公司	4,882,400	2.99	限售流通 A 股
合 计	82,186,472	50.35	

资料来源：wind 信达证券研发中心

图 1：盛屯矿业控股股东



资料来源：信达证券研发中心

2012 年公司非公开增发预案

2012 年 5 月 15 日公司公告，拟以 16.48 元/股向刘全恕和盛屯集团非公开发行 88,769,614 股，收购刘全恕持有的埃玛矿业 55%的股权及盛屯集团持有的深圳源兴华 100%的股权。埃玛矿业的主要资产为内蒙古科右前旗巴根黑格其尔矿区铅锌矿采矿权和内蒙古科右前旗巴根黑格其尔地区铜及多金属矿探矿权；深圳源兴华的主要资产是埃玛矿业 45%股权。

交易完成后，上市公司总股本将增至 251,986,914 股，每股净资产由交易前的 5.30 元上升至 7.91 元，盛屯集团预计持股比例 21.86%，刘全恕预计持股比例 19.37%。盛屯矿业将实际控制埃玛矿业 100% 的股权。刘全恕已出具承诺：“本人在本次发行股份购买资产交易完成后十二个月内没有继续增持盛屯矿业已发行股票的意向，亦无收购盛屯矿业意图；本人及本人的关联方今后将不以任何方式谋求盛屯矿业的控股地位。如在限售期结束后转让公司股份，同等条件下公司控股股东盛屯集团拥有优先受让权。”

公司矿产资源和业务

公司原是一家经营智能自动售卖机、ATM 设备、自动找零机、通讯设备等产品的生产和销售企业。考虑到以往贸易类业务的盈利能力有限，公司调整经营战略，向有色金属矿采选行业发展。2007 年公司收购福建尤溪县三富矿业有限公司 42% 股权，开始向矿产资源行业发展。2008 年、2010 年和 2011 年，公司陆续收购了鑫盛矿业 80% 股权、银鑫矿业 77% 股权和风驰矿业 70% 股权。公司与香港富名实业公司于 2011 年 1 月 17 日签订了《关于变更<股权转让合同>的协议书》，协议约定香港富名实业公司转让给公司的尤溪县三富矿业有限公司的股权由 42% 变更为 38%。2012 年增发交易完成后，盛屯矿业及其控股子公司拥有的采矿许可证情况见表 2。

表 2：盛屯矿业控股矿山

采矿权人	银鑫矿业	鑫盛矿业	风驰矿业	埃玛矿业
采矿许可证证号	C15000020091 23110048496	C530000200904 3110014245	C150000200909 3210036481	C150000201101 3210105667
矿山种类	铜矿	铜多金属矿	铜锡多金属矿	铅锌矿
开采矿种	铜矿	铜矿	锡矿、铜矿	铅矿、锌
矿区面积（平方公里）	7.0411	2.7187	1.44	22.127
生产规模（万吨/年）	72	16	3.4	30
有效期限	2010/12/16– 2020/12/16	2009/04/21– 2016/04/21	2010/08/08– 2013/08/08	2012/02/20– 2014/07/20

资料来源：wind 信达证券研发中心

埃玛矿业

埃玛矿业现合法持有面积为 22.127 平方公里采矿权证和勘查面积为 53.24 平方公里的探矿权证各一宗，探矿权分布于采矿权的四周。

矿业权位于内蒙古自治区科尔沁右翼前旗政府驻地大坝沟镇北西 168km 处，行政区划隶属内蒙古自治区兴安盟科尔沁右翼前旗五叉沟镇所辖，大兴安岭山脉中部主脊地带，东距 203 省道及乌兰浩特—阿尔山铁路五岔沟火车站约 22km，由 203 省道至零点的边防公路(303 省道)从

矿区北部通过，交通位置便利。

根据储量核实报告，截至 2011 年 6 月 30 日埃玛矿业内蒙古科右前旗巴根黑格其尔矿区铅锌矿累计查明铅锌矿矿石量 652.59 万吨，金属量：Pb 211,552.19t、Zn 413,344.59t，品位：Pb3.24%、Zn6.33%；伴生 Ag 金属量 177.59t，Ag 品位 36.72g/t，Cu 金属量 9,558.26t，Cu 品位 0.15%。

19 条矿体分布于矿区内，矿体形态较规则，产状较稳定，矿石有用元素较均匀。矿石结构、构造属于中粗粒易磨矿石，通过选矿试验证明，矿石属易磨易选矿石。

埃玛矿业已取得生产所需的所有资质证照和批文，基本完成了采矿场、选矿厂、尾矿库、办公楼、矿区道路等生产及经营管理设施的建设工作，试生产前的所有准备工作都已基本完备，矿区预计将于 2012 年 6 月前后进行试生产，达产后的生产规模为 30 万吨/年。2012、2013、2014 年预计产量分别为 6 万吨、24 万吨、30 万吨。

埃玛矿业采矿业务为外包模式，每年签订采矿工程合同书。埃玛矿业工程技术及安全管理人员对矿山开采企业的采矿工程作业、安全生产情况予以技术指导，并监督其日常工程作业。选矿业务自行组织生产。

根据《初步设计》，巴根黑格其尔矿区铅锌矿产品为铅精矿、锌精矿和铜精矿（伴生金属银，在此三类精矿中一并销售）。精矿品位：铅精矿 Pb50.00%，锌精矿 Zn50%，铜精矿 Cu18%。

按 30 万吨选矿达产，每年埃玛矿业可生产铅精矿含铅 7,930 吨，锌精矿含锌 15,916 吨，铜精矿含铜 329 吨，伴生金属银 8,310 千克。

银鑫矿业

银鑫矿业拥有内蒙古自治区西乌珠穆沁旗道伦达坝铜多金属矿区的采矿权，开采方式为地下开采，采矿证登记生产规模为 72 万吨/年，矿区面积为 7.0411 平方公里。银鑫矿业还拥有内蒙古自治区西乌珠穆沁旗和热哈达铅锌多金属矿区的探矿权，勘查面积为 25.83 平方公里。

道伦达坝铜多金属矿区查明 136 条矿体，根据有益元素的组合与含量，划分为铜矿体、钨矿体、锡矿体等异体共生矿；铜钨矿体、铜锡矿体、钨锡矿体、铜钨锡矿体等同体共生矿。铜矿体和铜钨矿体是主要矿体，两者占全矿总矿石量的 81.1%。

根据国土资源部备案的《内蒙古自治区西乌珠穆沁旗道伦达坝二道沟矿区铜多金属矿资源储量核实报告》，道伦达坝铜多金属矿已查明保有资源储量：矿山矿石总量 2124.49 万吨，其中铜矿石量 1,768.79 万吨，铜金属量 164,924 吨（其中控制级别（122b）以上的铜矿石量 1078.15 万吨，铜金属量 113,090.99 吨，占矿区铜金属总量的 68.5%，平均品位 1.05%）；锡矿石量 192.47 万吨，锡金属量 23,785.34 吨；钨矿石量 163.24 万吨，钨金属量 32,723.49 吨；银主要伴生于铜精矿中，银金属量 547.342 吨。根据国土资发〔2000〕133 号文的矿产资源储量规模划分标准，银鑫矿业拥有的道伦达坝铜多金属矿同时达到了铜中型矿、锡中型矿、钨中型矿、银中型矿的规模。

银鑫矿业 2008 年、2009 年均处于对道伦达坝铜多金属矿的基本建设与试生产阶段。2008 年实际生产约 5 个月，采区矿石出矿量 23.31 万吨，选矿厂矿石处理量 22.99 万吨，铜平均入选品位 0.84%。2009 年实际生产约 6 个月，采区矿石出矿量 26.69 万吨，选矿厂矿石处理量 28.21 万吨，铜平均入选品位 0.86%。

银鑫矿业 2009 年生产铜精粉干量 10,718.42 吨，折算铜金属量 2,103.89 吨，比 2008 年增长 21%；铜粉含银 523 千克，比 2008 年增长 10%；生产钨精粉干量 110.71 吨，折算钨金属量 71.31 吨，比 2008 年增长 186.50%。

预计 2012 年，2013 年银鑫矿业可采原矿石分别为 18 万吨和 20 万吨。

风驰矿业

风驰矿业的主营业务为有色金属矿采选，拥有一个 1.44 平方公里的采矿权、和一个 5.11 平方公里的探矿权。矿区位于内蒙古自治区克什克腾旗同兴镇安乐村，南东距赤峰市区 216km，由矿区向南经同兴至林西公路 17km，由矿区经同兴镇向东至由赤峰~林西~西乌旗主干公路(S204)相距 29km，矿区南侧有集通铁路，交通方便。

风驰矿业主要资源储量为铜、锡，伴生钨、银、铅、锌等。

风驰矿业总资源储量为：矿石量 (122b+333+334) 497.12 万吨，铜金属量 64717.16 吨，锡金属量 23904.45 吨，银金属量 155.783 吨，三氧化钨金属量 237.61 吨，金金属量 58.32 千克，铋金属量 253.15 吨，硫资源量 17360 吨，铅金属量 256.32 吨，锌金属量 6168.90 吨。

矿区内目前共圈定矿体 22 个，其中锡矿体 15 个，铜矿体 4 个，铅、锌矿体 2 个，银矿体 1 个。铜金属平均品位为 1.77%，锡金属平均品位 0.47%，锌平均品位为 2.24%，银金属平均品位高于 30 克/吨。风驰矿业已经具备必要的生产条件，并在正常生产运营中，现建日产 300 吨选厂一座，生产规模达到矿石年处理量 6 万吨/年。

矿山已委托内蒙古赤峰地质矿产勘查开发院于 2011 年 3 月编制提交了《内蒙古自治区克什克腾旗安乐锡矿区探矿设计》，对矿区 2011 年探矿工作进行了规划。公司拟根据探获的储量情况，计划新建选厂一座，将产能提升至 20 万吨/年。

鑫盛矿业

鑫盛矿业拥有云南省红河州元阳县采山坪铜多金属矿探矿证，探矿面积 91.76 平方公里；元阳县城头山铜多金属矿探矿证，探矿面积 21.62 平方公里。

云南省地质局第十五地质队《云南省元阳县采山坪铜矿详细普查评价地质报告》确认在探矿证范围内的 5.34 平方公里内，表内矿铜金属平均品位为 0.56%，金属储量为 11445 吨，表外矿铜金属平均品位为 0.35%，金属储量为 5895 吨，表内、外合计铜金属储量 17340 吨，伴生金金属储量 483.32 公斤。

云南玉溪迈特实业有限公司《云南省元阳县采山坪铜多金属矿雀山矿段 2008 年度阶段性详查报告》，在其外围的雀山村进行勘探，新增 332 + 333 类总矿石量 19.69 万吨、铜金属量 1502.2 吨、平均品位 0.76%。伴生 333 类金金属量 56.0kg、平均品位 0.28g/t，333 类镍金属量 558.9 吨、平均品位 0.31%。

鑫盛矿业已于 2009 年 5 月 22 日在云南省国土资源厅领取了元阳县采山坪铜矿的《采矿许可证》，矿区面积：2.7187 平方公里。开采矿种为铜矿，采用露天/地下开采，生产规模为 16 万吨/年，目前该矿尚未进行开采。

三富矿业

尤溪县三富矿业有限公司位于福建省三明市尤溪县，主要从事铅、锌矿的采选及销售，拥有尤溪丁家山采矿权证，矿山开采场地的土地使用权、采选设备等固定资产。福建省闽北地质大队出具了关于福建尤溪县梅仙丁家山矿区铅锌矿资源储量核实报告。截止 2007 年 11 月底，尤溪县三富矿业有限公司已办采矿许可证范围内保有资源储量为 111.82 万吨，其中金属量为：铅 12228.9 吨、锌 42027.1 吨、银 45122 千克。

2012 年 1 月 12 日，中国保利集团和尤溪县人民政府在北京签订矿产资源整合合作协议。中国保利集团将在尤溪县具体整合铅锌资源，到 2015 年前新建 15 至 20 万吨先进技术冶炼及其它延伸产业链项目。

三富矿业目前委托给其控股股东经营，上市公司仅收取承包费。

盛屯投资

深圳市盛屯矿业投资有限公司注册资本 7 亿元，其中上市公司出资 1 亿元，占公司总股本的 14.29%；深圳新长融投资企业（有限合伙）系专门为投资盛屯投资公司而设立，执行合伙人孙林，孙林为公司董事孙建成之子，为上市公司关联方，出资 1 亿元，占公司总股本的 14.29%；姚雄杰为上市公司实际控制人姚娟英的弟弟，出资 5000 万元，占公司总股本的 7.14%。

除股东会批准的费用预算之外，盛屯投资公司资金全部用于投资有色金属矿产资源，不作其他用途。国内及国外 IPO 上市退出；大企业并购退出；增值转让退出等为该公司投资的退出方式。盛屯投资公司对管理人员目标资产 3 年及以上出让变现的奖励提取机制。

贵州华金

2012 年 5 月 2 日公司公告，盛屯投资通过其全资子公司尚辉有限公司，完成收购华金矿业（香港）有限公司 100% 股权。香港华金是一家注册在香港的有限公司，主要资产为贵州华金矿业有限公司 97% 股权。

贵州华金持有位于贵州省册亨县丫他、板其、板万三个金矿的采矿权和丫他、板万金矿的两个探矿权，矿权面积 70 余平方公里。1988 年勘探报告，探明黄金金属储量 26917kg，表内金平均品位 5.01g/t。根据 1988 以后的地质勘探及储量核实报告，丫他、板其、板万三个矿区合计保有黄金金属量约为 25,653kg。

贵州华金拥有生产经营所需证照，建有 300 吨/日的矿石开采加工能力，生产经营活动正常。2011 年主营业务收入 5248.65 万元，营业利润 1611.52 万元，净利润 1291.76 万元。按 2011 年上海黄金交易均价 327.28 元/克，贵州华金生产黄金约 160.37 公斤，生产成本约 227 元/克。

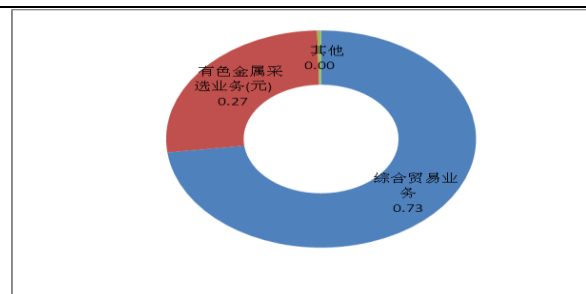
贸易业务

目前公司主业除有色金属矿业采选外，还有贸易，2011 年贸易业务收入 20591 万元。全资子公司厦门大有同盛贸易有限公司为公司矿产品贸易的平台。2010 年入围包头钢铁（集团）有限责任公司的九大供应商，2011 年与宁夏钢铁集团、乌海包钢万腾钢铁集团建立了合作，2011 全年矿产品贸易取得较大增长，其中铁精矿粉销售收入为 15412 万元，同比增加 33%，2011 年新增电解石贸易收入 2528 万元。

传统 IT 贸易及服务方面，公司控股子公司厦门雄震信息技术有限公司仍然延续了以往 IBM、HP 小型机及服务器的贸易，2011 年信息技术公司实现服务器设备贸易及技术服务收入约 3391 万。

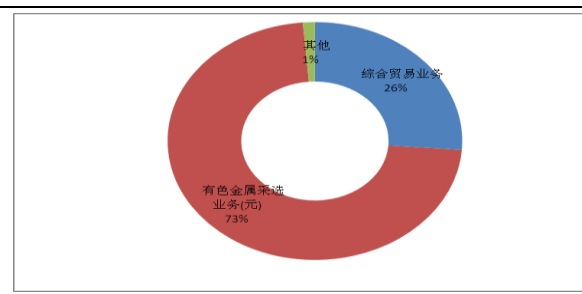
2011 年公司贸易业务占主营业务收入比重 73%，但贸易业务毛利率仅 8.92%。有色金属采选毛利率高达 67.82%，占主营业务利润的 73%。有色金属采选的高利润率是公司积极向有色金属矿业开发转型的最大动力。

图 2：公司主营业务构成



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司主营业务利润



资料来源：Wind，信达证券研发中心

基本金属

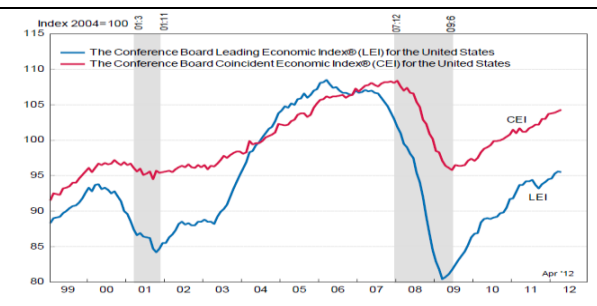
全球经济

我们认为，从中长期看，中国和印度等人口大国的经济增长和人民生活水平的提高必然会使原材料需求稳步增长，但 2012 年全球经济仍面临欧债危机，美国经济增长缓慢和中国经济增长快速下滑的风险，全球经济二次探底的可能依然存在。

从主要经济体的领先指标看，4 月美国领先指标（LEI）下降 0.1%，3 月上涨 0.3%，2 月上涨 0.7，显示虽然美国经济仍在增长，但未来几月增速将放缓。欧元区领先指标仍在寻找底部过程中，中国和日本虽然经济仍将保持增长（图 4，5，6，7），但中国经济增长在迅速下降。

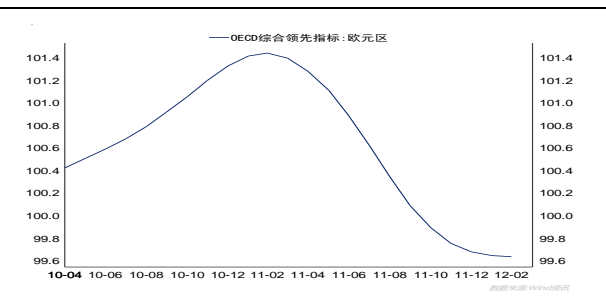
我们认为，虽然中国央行6月7日晚公布降息，但在欧元区债务问题尚未找出好的解决方案、欧元命运有可能悲观的背景下，全球对基本金属的消费在2012年4季度之前可能难有起色。

图 4：美国经济领先和同期指标



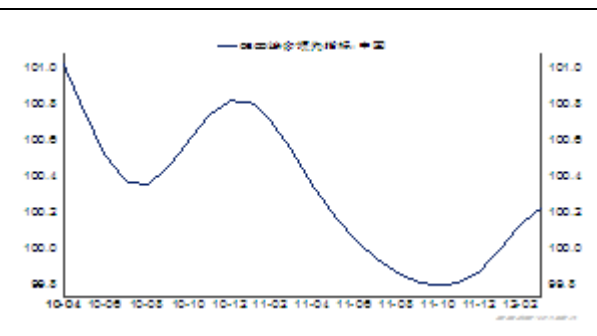
资料来源: Conference Board, 信达证券研发中心

图 5：OECD 欧元区经济领先指标综合指数



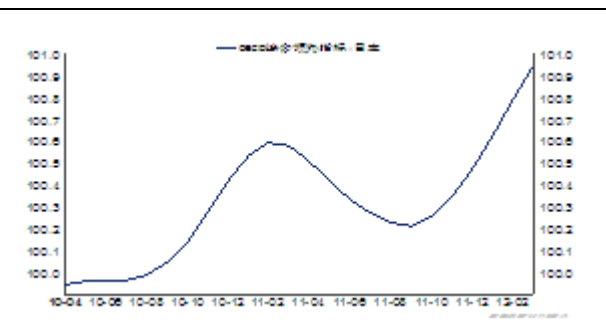
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：OECD 中国经济领先指标综合指数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：OECD 日本经济领先指标综合指数



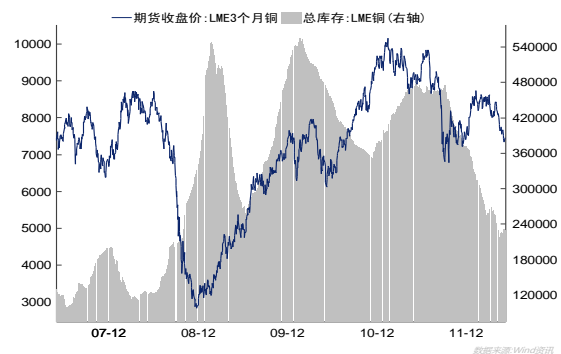
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

金属价格

盛屯矿业完成资产注入后以铜铅锌矿为主要产品。从交易所的金属价格与库存看（图 8,9,10,11），铅锌库存明显在历史高位，价格承压。虽然 LME 和上海铜库存近期开始下降，中国开始降息并开始加大投资力度，但由于欧洲债务问题、美国 QE3 短期可能还难以推出，基本金属价格仍无反弹。

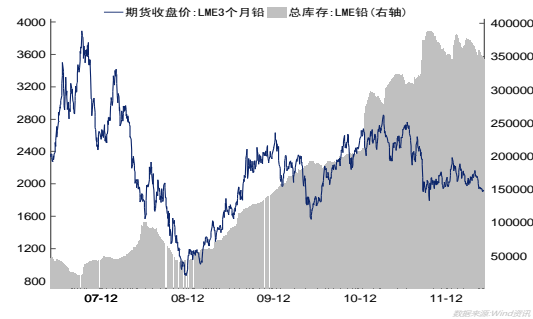
我们认为，铅锌供大于求的基本面和铜需求不振、欧洲债务问题尚未找到合适的解决办法、以及金属需求淡季到来，3 季度基本金属价格可能难有较好表现，4 季度在欧洲问题得到缓解、中国经济增速开始好转后，有色金属价格和相关公司股票可能迎来年内较好的表现期。

图 8: LME 期铜价格与库存



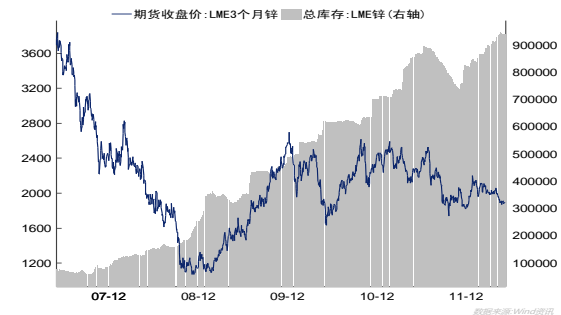
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: LME 期铅价格与库存



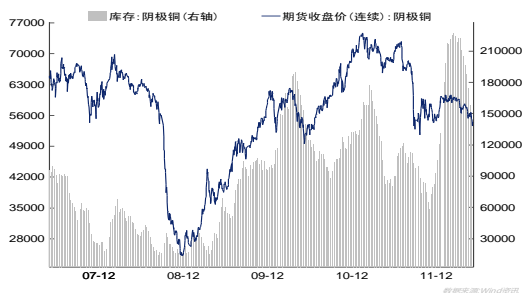
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: LME 期锌价格与库存



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 上海铜期价与库存



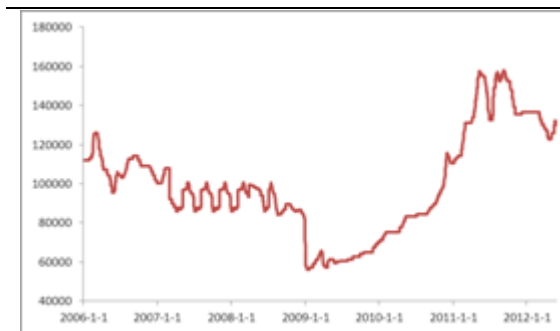
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 国内锡精矿价格

图 13: 国内钨精矿价格



资料来源：百川资讯，信达证券研发中心



资料来源：百川资讯，信达证券研发中心

估值与投资评级

估值假设

1、根据未来3年国际经济形势，参照国际较为成熟的方法，我们对未来三年金属价格进行了预测：

表 3：金属价格和预测

	2011	2012	2013	2014
铜（元/吨）	70000	68000	75000	81000
锌（元/吨）	17000	17000	18000	20000
铅（元/吨）	16350	17000	19000	21000
镍（元/吨）	171200	177000	196000	211000
白银（元/千克）	7700	7800	8600	9300
W(精矿)	139452	132000	135000	140000
Sn（精矿）	156591	143000	145000	150000

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

2、根据备考利润表对未来业绩进行了预测，股本考虑本次增发完成后的股本。

3、未来三年公司采选生产能力分别为 30 万吨，50 万吨和 66 万吨。

估值结论及投资评级

预计盛屯矿业 2012-2014 年归属母公司股东净利润分别为 4000 万元，1.28 亿元和 1.63 亿元，按增发完成股本摊薄的每股收益分别为 0.16 元、0.51 元和 0.65 元。对应最新（2012-6-12）收盘价 17.54 元，对应的 PE 分别为 110X、34X 和 27X。

相对估值

我们选取了 A 股上市公司中与公司业务相同或者相近的 6 家公司进行比较。

表 4：行业重点公司盈利预测与估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE (TTM)				PEG	PB	
			TTM	2012E	2013E	2014E	TTM	2012E	2013E	2014E			
000060.SZ	中金岭南	9.19	0.45	0.43	0.53	0.67	20	22	17	14	-2.90	3.5	一致预期
600139.SH	西部资源	10.95	0.38	0.42	0.47	0.56	29	26	23	20	2.28	5.1	一致预期
600497.SH	驰宏锌锗	15.38	0.25	0.35	0.47	0.65	61	44	33	24	0.25	5.4	一致预期
601168.SH	西部矿业	9.64	0.27	0.35	0.40	0.47	36	27	24	21	0.27	2.0	一致预期
600331.SH	宏达股份	8.44	0.05	0.04	0.10	0.16	186	200	83	51	-11.65	6.8	一致预期
000426.SZ	兴业矿业	15.28	0.52	0.71	0.79	0.84	30	21	19	18	0.41	3.8	一致预期
均值							60	57	33	24			
600711.SH	盛屯矿业	17.54	0.14	0.16	0.51	0.65	212	110	34	27	0.14	2.2	

资料来源：wind，信达证券研发中心

根据 2012 年 6 月 12 日万得资讯提供的盈利预测，目前涉及铅锌矿业务的上市公司的 2013 年平均市盈率为 33 倍。盛屯矿业估值在行业平均水平。由于铅锌价格目前处于底部区域，矿业公司业绩弹性较大，按公司 2013 年 40 倍的市盈率，公司目标价 20.4 元。首次给予盛屯矿业“增持”评级。

风险因素

1、欧洲债务危机继续发酵，全球经济复苏缓慢。

2、由于埃玛矿业处于筹建期，未实现业务收入和利润，故成本次拟注入资产埃玛矿业和深圳源兴华截至 2011 年 12 月 31 日的未分配利润分别为 -20,863,661.27 元、-164,075.89 元；同时，盛屯矿业截至 2011 年 12 月 31 日的未分配利润为 -41,627,520.29 元；故盛屯矿业备考合并财务报表的累计未弥补亏损为 62,655,257.45 元。据此，盛屯矿业存在一定时期内不能弥补累计亏损的风险，可能会影响到对股东的利润分配。

- 3、埃玛矿业达产速度低于预期。
- 4、欧州债务问题导致金融风险，金属价格大幅下降。

表 5：利润表预测

单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	338.69	527.33	799.32	1,008.55
营业成本	235.31	390.15	507.02	634.71
营业税金及附加	3.39	4.09	3.52	5.60
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	44.95	34.55	38.02	36.86
财务费用	19.06	33.16	57.47	85.27
资产减值损失	3.54	2.83	2.31	2.68
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.96	-1.41	-1.26	-1.31
营业利润	31.48	61.13	189.73	242.11
营业外收入	0.14	0.53	0.40	0.44
营业外支出	1.23	1.02	1.09	1.07
利润总额	31.86	60.64	189.04	241.48
所得税	-1.47	3.50	4.36	8.35
净利润	31.86	57.15	184.68	233.13
少数股东损益	11.02	16.77	56.67	70.53
归属于母公司净利润	20.83	40.37	128.01	162.61
EBITDA	72.08	100.05	254.82	335.69
EPS (元)	0.08	0.16	0.51	0.65

分析师简介

有色金属/钢铁行业研究小组

范海波，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作7年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。2006年通过CFA三级考试。

关健鑫，有色/钢铁行业高级研究员。经济学硕士，2012年加盟信达证券研究开发中心，证券从业4年。2011年天眼分析师排名金属与采矿行业第三名。

有色金属行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
荣华实业	600311	紫金矿业	601899	江西铜业	600362	云南铜业	000878
西部资源	600139	西部矿业	601168	中国铝业	601600	盛达股份	000603
西宁特钢	600117	方大碳素	600516	云铝股份	000807	锡业股份	000960
东方锆业	002167	厦门钨业	600546	兴业矿业	000426	东阳光铝	600673
新疆众和	600888	中金黄金	600489	中金岭南	000060	山东黄金	600547

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱	办公地址
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com	北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心(100031)
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com	北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心(100031)
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com	上海市虹口区四川北路1318号盛邦国际大厦604室(200080)

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。