

研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001

0755-83021673 lihk@ghzq.com.cn

被迫转型带来绝处逢生，潜心经营未来成长可期

——盛屯矿业（600711）深度报告

投资要点：

- **六次融资、六次收购，积极谋求转型** 自 2007 年转型开始，公司先后收购三富矿业 42% 股份（目前持股 38%）、鑫盛矿业 60% 股份（目前持股 80%）、银鑫矿业 72% 股份（目前持股 100%）、风驰矿业 70% 股份、埃玛矿业 100% 股份和华金矿业 97% 股份，期间累计资本金转增股本两次、定向增发三次、信托融资一次。伴随着增资扩股及收购兼并，公司逐步剥离了 IT 设备贸易和技术服务业务，成功转型成为拥有铅、锌、铜、金、银、钨等众多矿产资源的多金属矿业公司，规模、资产质量、盈利能力、法人治理结构得到了全面的提升和改善。
- **量变中孕育质变，公司而今已非昔比，矿山投资经营渐入佳境** 转型初期，公司矿山投资、运营经验缺乏，但摘帽迫在眉睫，而草率的收购也造成相关项目（三富、鑫盛）质地并不佳。而今，经过数年的积累，公司在矿山投资、经营方面已渐入佳境，形成了行之有效的投资和经营模式，这也体现在公司近期的项目华金以及埃玛矿业上。回顾曲折转型路，应该说早期的投资某种意义上是公司转型的“学费”。
- **灵活的盈利模式，长期成长可期** 矿业项目投资具有高风险高收益的特性，很多潜力项目，并没有非常详细的勘探，甚至连证照都不全，上市公司如介入这类项目时，很难通过监管层及普通股东的认可。公司依托股东社会资源，成立了矿业投资基金—盛屯股权投资有限公司，将质地良好，但由于证照不全等因素而导致暂时无法显现投资价值的潜力项目，收购到投资基金公司进行孵化，待变成质地优良、盈利确定的项目再注入上市公司。此举不仅可增加企业经营的灵活性，助力在市场竞争中把握先机，还可满足现有的监管要求，保护中小投资者的利益。
- **治理更加完善，小股东利益有保障** 公司拟通过发行股票将埃玛矿注入到上市公司，埃玛矿资产优良，此举如能落实，实则等同于大股东以高价增持上市公司的股份。而且针对注入的埃玛矿，大股东还进行了相应的业绩承诺和退出机制安排，上述举措都有利于将大股东、上市公司和中小投资者的利益捆绑在一起，鼓励、引导管理层及大股东在追求上市公司利益的过程中兼顾投资者的利益。
- **业绩逐步释放在 2013 年** 目前，公司部分项目仍在技改和复产中，按项目进度，预期公司将在 2013 年迎来业绩释放期。考虑到埃玛矿年内能否注入上市公司仍存不确定性，我们分两种情况作了盈利预测：**若埃玛矿业在 2012 年内并入上市公司**，我们预测公司 2012 至 2014 年的每股收益分别为 0.11 元、0.45 元、0.67 元，对应 PE 分别为 85 倍、21 倍和 14.4 倍，相对估值较低；**若埃玛矿业在 2012 年未能并入上市公司**，我们预期公司 2012 至 2014 年的每股收益分别为 0.10 元、0.18 元、0.35 元，对应 PE 分别为 95.8 倍、53.2 倍和 27.3 倍，相对估值较高。
- **看好公司未来的成长** 我们分析，公司已度过最为艰难的转型期，困境反转在即，且未来还有资产注入的预期，建议密切关注埃玛矿注入的进展情况。首次覆盖，给予公司增持的评级。

- **风险提示** (1) 埃玛矿、华金矿是否注入上市公司存在极大的不确定性; (2) 因中国转变经济增长方式以及全球经济不景气, 基本金属价格长期可能维持低位, 这对公司的业绩将产生实质性的影响; (3) 矿山经营存在极大的风险 (如正文), 且很多风险无法回避。

若埃玛矿业在 2012 年未能并入上市公司, 公司的主要指标预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	339	981	1119	1298
增长率 (%)	46%	190%	14%	16%
净利润 (百万元)	27	16	29	57
增长率 (%)	31%	-40%	76%	98%
摊薄每股收益 (元)	0.17	0.10	0.18	0.35
ROE (%)	2.65%	1.56%	2.67%	5.00%

若埃玛矿业在 2012 年并入上市公司, 公司的主要指标预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	339	1058	1341	1588
增长率 (%)	46%	212%	27%	18%
净利润 (百万元)	27	29	115	169
增长率 (%)	31%	5%	300%	48%
摊薄每股收益 (元)	0.17	0.11	0.45	0.67
ROE (%)	2.65%	2.70%	9.65%	12.32%

目 录

1、 公司简介：主营业务无望，被迫转型至矿业经营	3
1.1、历史沿革：主营业务无望，被迫谋求转型	3
1.2、公司现状：致力于打造为多金属矿业公司	5
2、 发展趋势：外延式扩张渐入佳境	6
2.1、矿山投资行业：高风险、高收益，专业是关键	6
2.2、公司矿山投资：外延式扩张渐入佳境	8
（1）埃玛矿业质地优良，盈利能力强，大股东信心满满。	10
（2）风驰矿业利润率过低令人质疑经营水平	10
（3）银鑫矿业未来有望突破产能瓶颈，盈利能力大幅提高	11
（4）华金矿业“金光闪闪”，“钱”程无限	11
2.3、公司矿山投资：专业的人才队伍建设初现端倪	12
3、 投资看点：先孵化再注入的外延式扩张模式灵活高效	12
4、 公司治理：埃玛矿注入有利于完善公司内部治理	14
5、 盈利预测、估值和投资建议	14
6、 风险提示	15

1、公司简介：主营业务无望，被迫转型至矿业经营

上市以来，由于没有稳定的主营业务，公司多年挣扎在亏损边缘，一度步入了濒临退市的困境。2007年公司转型至矿业投资，由此迎来了发展的新契机。

1.1、历史沿革：主营业务无望，被迫谋求转型

盛屯矿业（600711，以下简称“公司”）前身是1975年成立的厦门市电气设备厂。1992年9月经厦门市经济体制改革委员会、中国人民银行厦门分行、国家证券委员会同意，以社会募集方式组建成厦门市龙舟实业股份有限公司（以下简称“龙舟实业”），并于1996年在上交所挂牌上市。

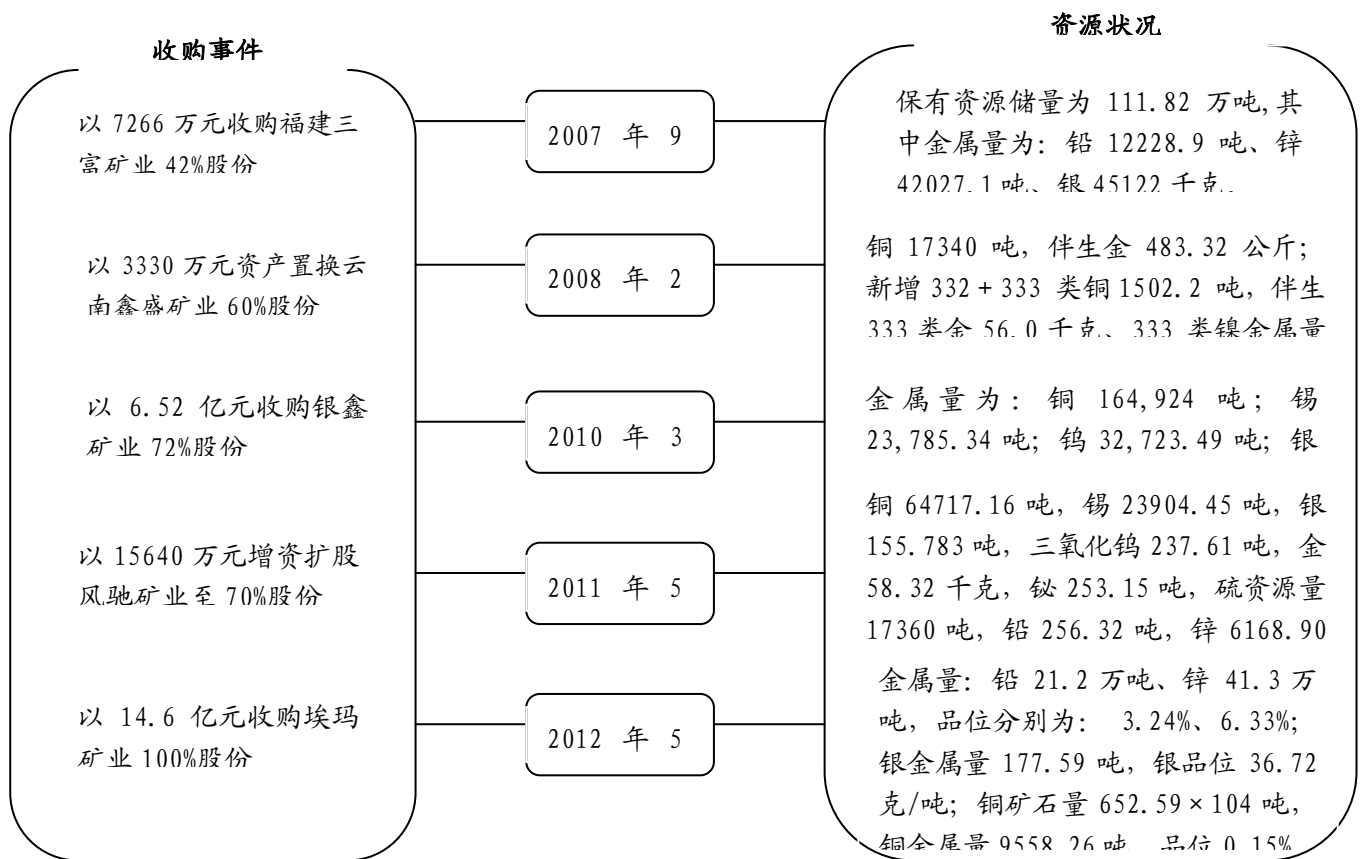
表 1、公司成立后不同时间点的相关情况（营业收入单位亿元，总股本单位万股）

时间	1992年 12月1日	1996年 5月31 日	1999年 9月20日	2006年 4月27日	2007年 3月22 日	2008年 11月3日	2011年 3月4日	2011年 7月6日
事件	公司前身厦门市龙舟实业股份有限公司成立	存量股票在上交所挂牌上市	因1998年底被收购39.76%股权，更名为厦门雄震集团股份有限公司	因亏损，被实施退市风险警示特别处理	因扭亏为盈，撤销退市风险警示	更名“厦门雄震矿业集团股份有限公司”	交易所撤销对公司股票特别处理	公司更名为“深圳盛屯集团有限公司”
控股股东	厦门市思明区经济建设发展总公司		深圳雄震集团有限公司					深圳盛屯集团有限公司
主营范围	电热水器、调压系列、搪瓷制品等		电热水器、防盗门、房地产等	IT设备贸易和技术服务业务	有色金属矿山采掘、有色金属贸易、IT设备贸易和技术服务业			
股票简称	龙舟集团	龙舟集团	雄震集团	*ST雄震	ST雄震	ST雄震	雄震矿业	盛屯矿业
营业收入	---	0.39	0.19	0.75	0.38	1.33	3.39	
股本	1300	5030	6036	6036	6792	7947	163	16322

资料来源：公司公告，国海证券研究所

转型前的雄震集团（2006年）主要从事IT设备贸易和技术服务业务。2007年，*ST雄震迫于主业前途无望，决定向矿产采选行业发展，并在随后的5年内，通过公司以及子公司先后收购了六家矿产企业，几经波折成功转型为一个拥有多金属品种的矿业集团公司。

图 1、盛屯矿业相关矿企收购情况



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 2、公司主要矿山分布情况



资料来源: 公司数据、国海证券研究所

6次收购，也伴随了6次资本运作：一方面为公司外延式扩张奠定了资金来源，另外一方面也扩大了公司的规模，增强了公司抗风险的能力。

表 2、盛屯矿业融资事件（2007-2012 年）

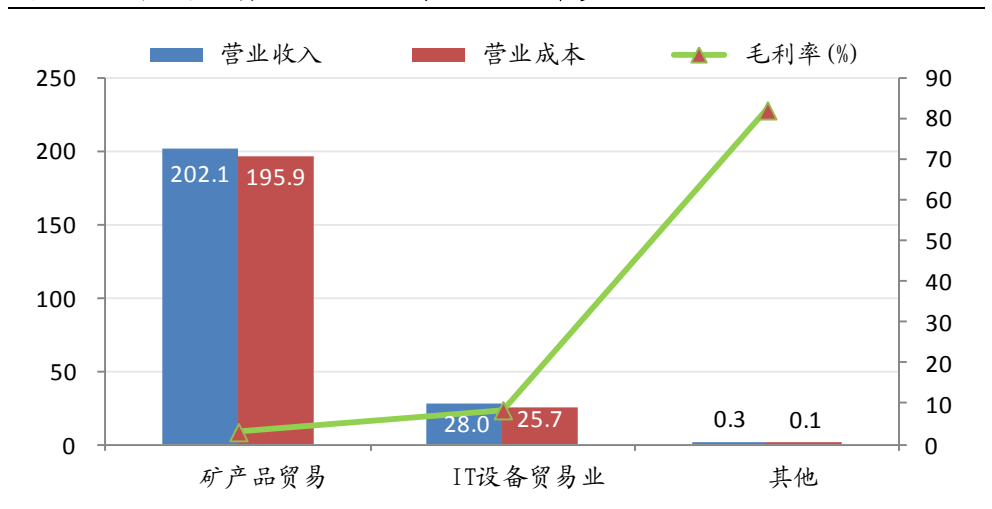
时间	融资	融资对象	用途
2007 年	资本公积转增股本 1155 万元	资本公积金	为转向矿业做准备
2010 年 2 月	定向增发 1.9 亿元	浙江方正房地产、周万沅等，以自然人为主	1.21 亿元用于偿还逾期债务，3500 万用于增加子公司雄震信息注册资本，2500 万用于补充公司流动性。
2010 年 3 月	定向增发 6.65 亿元	自然人孙汉、杨学平、厦门三微投资管理股份有限公司等	用于收购银鑫矿业 72% 股权
2011 年 8 月	发行信托 2.5 亿元，期限 5 年，年利率 10.35%	公众	用于收购银鑫矿业剩余 23% 股权
2012 年 5 月	定向增发 14.6 亿元	未知	用于收购埃玛矿业 100% 股权
2012 年 6 月	资本金转增股本	向全体股东进行资本公积金转增股本，每 10 股转增 8 股	扩大股本和未来发展

资料来源：公司数据、国海证券研究所

1.2、公司现状：致力于打造为多金属矿业公司

在公司目前收入结构看，矿产品的收入和利润占比最大，而转型前的主营业务 IT 设备贸易业务呈萎缩态势，目前收入占比仅为 12%，且按照公司目前的规划，未来将逐步剥离此部分业务。因此矿业投资是公司目前和未来的主营业务。

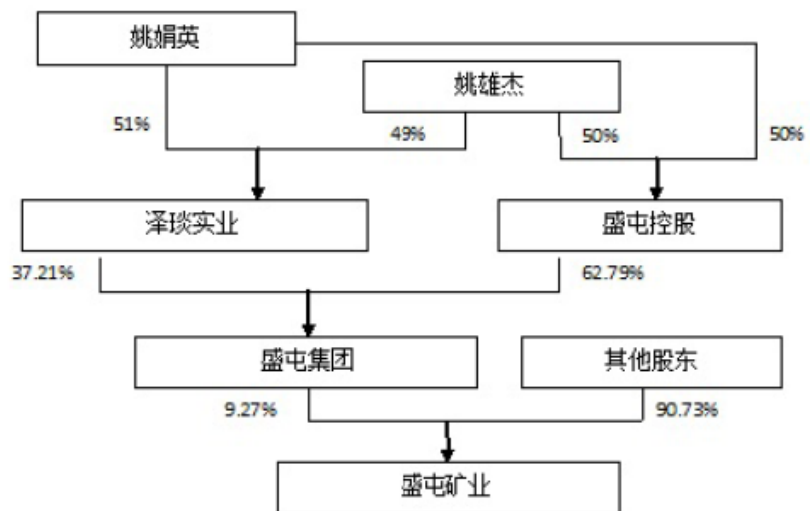
图 3、公司主营业务构成及毛利情况（毛利率参见右轴）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司实际控股股东是深圳盛屯集团有限公司，实际控制人为姚娟英和姚雄杰。姚娟英和姚雄杰系姐弟关系，基于对公司战略发展方向的共同认知及双方共同利益高度一致，两人曾签署了《一致行动协议》。因此，两人均为公司实际控制人。

图 4、公司与实际控制人之间的关系图



资料来源：公司数据、国海证券研究所

2、发展趋势：外延式扩张渐入佳境

矿山投资具有高风险、高收益的特点，而专业的人才队伍是投资成功的关键。公司在转型初期，对矿山投资和经营能力的欠缺导致投资效果并不理想，随着公司人才队伍建设，公司相关项目的质量逐步提高，外延式扩张的发展模式渐入佳境。

2.1、矿山投资行业：高风险、高收益，专业是关键

2.1.1、矿业投资和经营具有比其他行业更高的风险

相比一般工业投资，矿业投资的标的是埋藏在地下的矿产资源，从而资源的不确定性；随着经济周期变化导致产品价格的巨幅波动；政府的产业政策变迁；不断加码的环保监管；长周期、大投入的项目建设；不间断的后期维简投入等都加剧项目的风险。

表 3、矿业投资风险密布

地质风险	<p>勘查风险：发现一座经济可采矿床的概率非常低，并且发现一座经济矿床的平均成本相当高，勘查与生产之间还存在着较长时间的准备期；</p> <p>储量风险：矿产资源赋存隐蔽，成分复杂多变，因而对它的寻找、探明以至开发利用的过程中，必然伴随着不断地探索、研究，并总有不同程度的风险存在。</p>
市场风险	<p>周期风险：在过去几年，金属价格波动剧烈，以不同金属价格评估出金属矿山的价值差别非常大。</p> <p>市场分割风险：不同地域的市场分割造成了矿产资源无序开采，恶性竞争，矿业综合利用水平低等问题也会对项目盈利能力产生影响</p>
政策风险	<p>产业政策风险：国家对矿业的发展制定了一整套政策法规，对资源的开采、矿山的建设、产品的定价、运输等诸多方面形成了约束，将对矿业公司的生产经营产生影响。例如我国的稀土政策。</p> <p>政府道德风险：由于矿产资源赋存的地域性较强，矿床的位置是固定的，为了获取该地区紧缺的资源，有时不得不在投资前甚至在投资完成后接受当地政府提出的某些苛刻条件(中国被国际矿业界公认为矿业投资环境最差的国家之一)</p> <p>税收制度的风险：我国冶金矿山税费负有色金属矿山为 8.5%、黄金行业为 6.5%。1994 年国家实行的税制改革，对矿山企业由征收产品税改为征收资源税，并按销售收入额加收资源补偿费。</p>

环保风险	大部分矿业活动对环境和生态都会造成严重的破坏：对山体和水体的破坏；尾矿库堆对水系产生污染；尾矿坝给下游工农业生产和人民生命财产留下重大安全隐患。随着国家对环境保护力度的加大，生态环境治理和恢复投入将会越来越大。
建设风险	矿业投资项目建设周期长，建设资金需求大。发现一座矿床，一般需要 2~5 年；矿床的圈定和评价需 2~5 年；矿山建设 1~8 年。矿业活动的长周期特点，使得矿业投资项目承担了巨大的资金成本，而且由于矿业活动的不确定性，投资总额不易控制。我国目前生产的大部分矿山，投资总额都超过预算投资，而且超过预算投资 50% 以上的矿山不在少数。这一点再加上矿业活动的周期性特点和矿业项目资本需求大的特点，使得矿业投资项目筹资困难。如，澳大利亚西澳州的阿盖尔金刚石矿山，从开始勘查到投产总共用了 14 年和 4 亿美元，其中，从勘查设计到发现矿床，8 年，1450 万美元；矿床评价，2.5 年，4600 万美元；矿山建设 3.5 年，3.40 亿美元。可见，与矿业项目有关的资本回收风险是巨大的。
维简风险	矿在开采过程中，需要不断地向外围扩展或向深部延伸（包括露天矿的扩帮剥离和井下矿的开拓延伸），需要不断地开辟新的作业场所，弥补耗竭的储量，以保持矿山正常生产。因此，投资矿业开发项目，需要持续不断地投入，以维持企业的简单再生产，维简投入的开拓工程，虽然也形成固定资产，但主要用于露天矿剥离废石、开拓新水平和井下掘进井巷，一旦该矿段储量耗完，几乎没有残值，而且更新速度很快，这在很大程度上减少了项目的收益。
安全风险	矿业活动容易发生各类安全事故，特别是大部分矿山都需要爆破作业。

资料来源：《金属矿山》¹，国海证券研究所

2.1.2、专业、高水平的运作团队是规避投资和经营风险的关键

在上述风险中，最大的风险来自于地质风险。一方面，发现一座经济可采矿床的概率非常低，一般为 1%~2% 或更低；另外一方面发现一座经济矿床的平均成本相当高。据可靠数据，在 1985 年时，加拿大发现一座经济的贱金属矿床平均成本的为 3800 万美元，金矿床为 2500 万美元；澳大利亚的贱金属矿床为 1.11 亿美元，金为 6300 万美元。随着品位的降低和开采条件的复杂程度，这些数据至今会更高。此外，从发现到探明一个经济可采矿床的平均成本也很高（据称，为确保 90% 的概率发现一个经济矿床至少需 2.3 倍的投资）。因此，如何更好的管理和规避地质风险是矿业投资的关键因素。

控制地质风险通常可以从如下两方面考虑：（1）通过专业的勘探队伍对项目区域地质结构、成矿条件等进行充分论证，从而提高项目投资成功的概率。因此，大的矿业公司如国内的上市公司紫金矿业（601899）、山东黄金（600547）、金钼股份（601958）都有自己的勘探队伍。（2）收购确定性较大的探矿权。已经形成采矿权的矿产资源都是经过了找矿、普查、详查、精查几个地质勘查阶段。矿产资源已经探明的矿区，一般来说，取得采矿权的方式包括：直接向政府申请采矿权、通过政府有偿出让取得；向合作伙伴有偿购买采矿权或合作伙伴以采矿权作价出资；向合作伙伴租赁使用采矿权。成本较高，增加了项目风险。

相比直接购买采矿权而言，专业、高水平的运作团队对矿业投资取胜更具有可行性。直接获取采矿权能够一定程度上回避地质风险，然而直接购买采矿权往往意味着要接受勘查投资者远高于该项目勘查投入的采矿权转让价格（10 倍以上都属于正常），这将导致了项目前期投入。此外，即使已经取得采矿权的经过探明的储量，也仍有不确定性。如原国家储量委员会对储量误差的意见为：A 级储量允许误差 ±20%，B 级储量允许误差 ±30%，C 级储量允许误差 ±45%，也就是说，即使经过地质精查的矿床，在开采时储量也有可能减少 1/5 以上。矿业投资决策是根据对与项目有关的储量、品位及其它技术参数的估计值而做出的，因此细致而专业的地勘工作，详细周密的可行性研究，可以排除很多潜在的风险因素，可

¹ 《金属矿山》2005 年第 6 期《矿业投资项目的风险因素分析和风险控制对策》，黄先芳，姜纯联

将监督风险排除在外，从而提高投资成功的概率和期望值。

2.2、公司矿山投资：外延式扩张渐入佳境

公司早期的投资并不成功：三富矿业至今仍未收回投资；鑫盛矿业一直处于在建状态，迟迟未能投产。总结公司先前投资不利的原因：一方面是公司存在金属价格高点收购，投资时点不佳导致成本过高；另外一方面公司作为一个刚转型的矿业，在矿业投资能力和经验仍显不足。随着公司人才队伍建设及投资经验的丰富，公司后期收购的项目质量明显提高，矿业投资渐入佳境。

2.2.1、矿业投资经验能力欠缺和天时不利是早期投资不利的主要原因

(1) 三富矿业命途多舛。

公司于 2007 年耗资人民币 7266 万元收购了香港富名实业公司依法持有的尤溪县三富矿业有限公司(以下简称"三富矿业")42%的股权(后实际收购了 38%，对应收购金额 6666 万元)。三富矿业主营铅、锌精矿的采选、生产。

2008 年至 2009 年，由于国际铅锌金属市场价格急剧暴跌²，三富矿业由盈转亏。为避免造成损失，经尤溪县三富矿业有限公司董事会研究决定，三富矿业自 2008 年 8 月 18 日起暂停生产，由此而致使三富矿业的盈利能力急转直下：2008 年实现利润 658 万元而 2009 年亏损 881.82 万元。

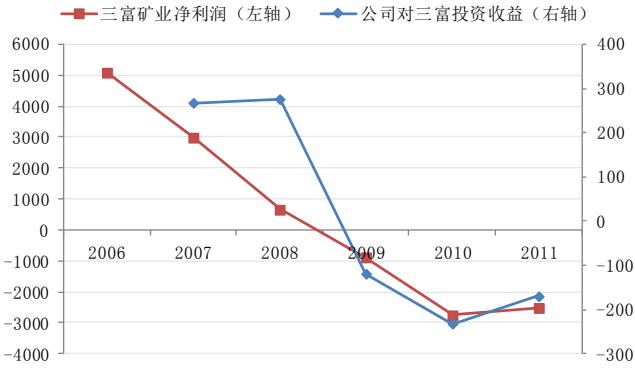
2010 年，公司将所持三富矿业的权益转租给控股股东富名实业进行生产经营。据三方协议，2010 年承包金为 1500 万元，公司按照所持权益 42%享有承包租金。2010 年度因政府部门统一整顿矿山及三富尾矿库按要求整改，实际开采时间为 7 个月，经承包三方协商，同意按 7 个月计算租金。

2011 年 1 月至 2011 年 12 月 31 日，上市公司按持有三富矿业的比例 38%享有承包金，确认承包收入 794 万元。2011 年按上年度按照承包协议确认了 5 个月承包金；2011 年 8 月，三方更改承包协议：承包金按基础承包金 300 万元(即按 3 万吨的采矿量计算，每吨矿石 100 元)，实际采矿量超过 3 万吨的部分，另行分段累计缴纳。

图 5、三富矿业近年经营及盛屯权益收益情况(万)

图 6、铅锌价格走低是影响三富矿业盈利的重要因素

² 2008 年年底金属价格普遍跌至 3 月份价格的 1/3



资料来源: WIND、国海证券研究所



资料来源: WIND、国海证券研究所

表 4、三富矿业近年的经营模式及收益方式

时间	权益	经营方式	收益方式
2008 年— 2009 年	42%	共同经营	共同投资、按比率享有投资收益
2010 年	42%	转包出租	公司将所持三富矿业的权益转租给控股股东富名实业进行生产经营, 承包金为 1500 万元, 公司按照所持权益 42% 计算租金收入。
2011 年 上半年	38%	转包出租	公司将所持三富矿业的权益转租给控股股东富名实业进行生产经营, 承包金为 1500 万元, 公司按照所持权益 38% 计算租金收入。
2011 年 8 月 至 2012 年 7 月	38%	转包出租	香港富名实业公司承包三富矿业的生产经营权, 承包期限为 2011 年 8 月 1 日起至 2012 年 7 月 31 日止, 承包金按基础承包金 300 万元 (即按 3 万吨的采矿量计算, 每吨矿石 100 元), 再按实际采矿量超过 3 万吨的部分, 另行分段累计缴纳。

资料来源: WIND、国海证券研究所整理

(2) 鑫盛矿业投产无期。

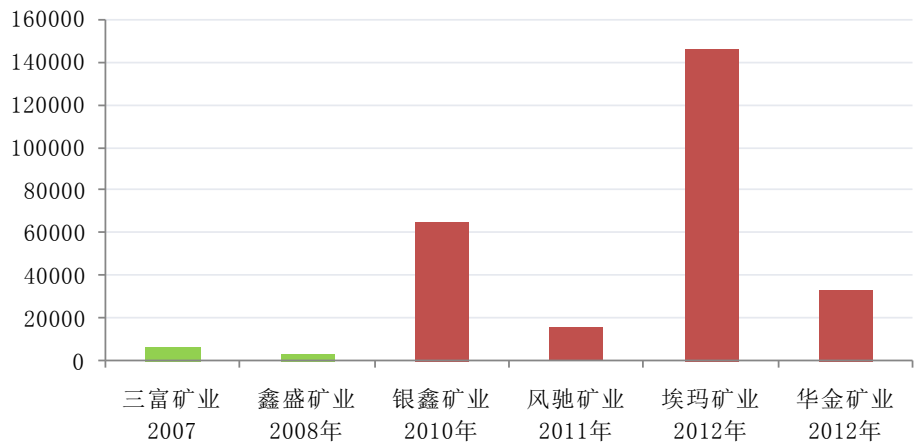
鑫盛矿业是公司于 2008 年 2 月收购的主要从事铜、铅、锌等有色金属的探矿、开采及销售等业务的矿业公司。鑫盛矿业于 2008 年 12 月已取得采矿证, 至今已经有三年多, 而目前一直处于在建状态, 投产尚无明确时间。

正如我们在前面的观点, 矿山收购涉及到收购时点把握、资源勘探和评估以及收购后的矿山经营多方面的专业知识。分析公司上述两次收购, 我们认为, 早年公司急于摘帽转型, 其矿业投资能力欠佳以及经营能力欠缺同时对项目的甄选较盲目是导致投资失败的主要原因。

2.2.2、后期收购的主力矿山质地优良, 外延式扩张渐入佳境

相比早期并不成功的三富矿业、鑫盛矿业, 公司目前的主要矿山质地都较为优良, 相比起较为成功的银鑫、风驰、爱玛、华金, 早年的项目的体量并不大。

图 7、成功收购的项目（红色）体量远大于前期不太成功的项目（绿色）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

(1) 埃玛矿业质地优良，盈利能力强，大股东信心满满。

埃玛矿业是公司 2012 年拟通过发行股份融资 14.62587 亿元收购的资产。交易对象是自然人刘全恕（持有的埃玛矿业 55% 股权的交易价格为 8.044229 亿元）以及深圳源兴华（和盛屯矿业是受同一股东控股的兄弟公司，持有的埃玛矿业 45% 股权的交易价格为 6.585004 亿元）。

截至目前，埃玛矿业已基本完成了采矿场、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，并取得了生产所需的所有资质证照和批文，试生产前的所有准备工作都基本完成。矿区于 2012 年 6 月进行试生产，公司派了管理人员对生产进行整合，目前日处理矿石 1000 吨，预期 2012 年全年可处理矿石 6-8 万吨，2013、2014 年预计产量为可达到 24 万吨、30 万吨。由于埃玛矿所在的内蒙地区冬季严寒，每年可生产时间在 220 天左右，公司也在积极考虑通过对矿井进行保暖，实现全年作业。如果此举能够得到实施，对应的产量和盈利预测将会比预期的更加乐观。

根据《埃玛矿业采矿权评估报告》及相关附件，埃玛矿业 2012 年度、2013 年度和 2014 年度扣除非经常性损益后的预测净利润数分别为 3,041.90 万元、12,474.63 万元及 15,681.32 万元，盈利能力较强，资产注入方刘全恕和盛屯集团均对业绩做了影响的承诺，且根据我们对埃玛矿的了解，我们认为公司能都达到盈利预测是大概率事件。

(2) 风驰矿业利润率过低令人质疑经营水平

公司 2011 年 5 月控股风驰矿业，该矿山本身已经处于开采中，2010 年实现营业收入 1002.98 万元，2011 年实现营业收入 1799.75 万元，同比增加 79.44%；2010 年实现净利润 90.77 万元，2011 年实现净利润 142.93 万元，同比增加 54.47%。风驰矿业在 2008-2011 年间已陆续投入 3000 万用于技改扩产，盛屯矿业接手后继续技改扩产，预期在 2013 年将迎来投资收获期。

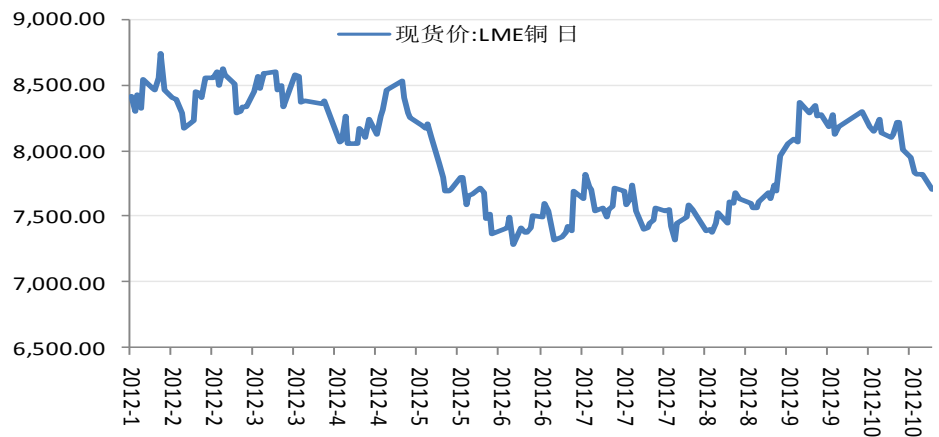
(3) 银鑫矿业未来有望突破产能瓶颈，盈利能力大幅提高

银鑫矿业成立于 2006 年 1 月 20 日，注册资本为人民币 4000 万元，经营范围为矿产资源勘查、开采、选矿及矿产品经营。公司通过非公开发行方式购买银鑫矿业 72% 股权，通过直接购买方式购买银鑫矿业 5% 股权，银鑫矿业剩下的 23% 股权最终定价为 1.012 亿元人民币，相应债权的定价为账面值 1.058 亿元，公司共计用 2.07 亿元购买了银鑫矿业剩下 23% 的股权债权。截至 2012 年 9 月 27 日公司持有银鑫矿业 100% 股权。

铜是银鑫矿业的主力品种，在选矿上主要是保铜，钨锡回收都在 30% 左右。目前银鑫的采矿证是 72 万吨每年，由于公司正在改造建设，今年的开采量只有 18-19 万吨左右，随着公司未来改造建设的完成，未来两年采矿量有望达到 30 万吨每年。届时，将大幅度提高公司的产能，维持盈利的增长。

今年上半年由于铜价下跌的趋势，公司惜售，增加了不少存货，半年报显示亏损。第三季度和四季度公司会随着铜价的走稳不断释放存货，下半年有望扭亏为盈。总的来说，银鑫矿业未来几年有望突破产能瓶颈，随着铜价的稳定，盈利能力也有望大幅提高。

图 8、2012 年铜价走势



资料来源: wind、国海证券研究所

(4) 华金矿业“金光闪闪”，“钱”程无限

华金矿业香港有限公司（以下简称：香港华金）是一家注册在中国香港的有限公司，主要资产为依法持有的贵州华金矿业（以下简称：贵州华金）有限公司 97% 股权。2012 年 5 月公司参股子公司“盛屯股权投资有限公司”通过收购尚辉有限公司（类似 SPC），由尚辉公司完成收购香港华金 100% 股权，香港华金主要资产为持有的贵州华金矿业有限公司（以下简称：贵州华金）97% 股权。

贵州华金依法持有贵州省册亨县丫他、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。丫他、板其、板万三个矿区地处的贵州黔西南自治州位于我国著名的滇、黔、桂金三角地区。黔西南州卡林型金矿密集，是中国重要的黄金资源勘查基地及产地，澳华黄金烂泥沟金矿、紫金

矿业水银洞金矿等大型、特大型金矿均位于州内。贵州华金是贵州省黔西南州证件齐全的五大黄金企业之一，是贵州黔西南州重点扶持的黄金企业，也是政府支持可以整合当地黄金企业的牵头单位，其中册亨县丫他、板其金矿更为黔西南州最早发现的规模金矿。已探明的保有黄金金属量合计约为 25,653kg，价值约 85 亿元（由于不知道资源的具体分类情况：不同经济性、可行性评估阶段、可靠程度的字数的数量，所以价值估计并不准确）。

我们推测，未来华金矿在运作成熟后，将有望注入到上市公司，通过上市公司的平台尽快的将储量变为产量，为公司贡献业绩。

2.3、公司矿山投资：专业的人才队伍建设初现端倪

经过历次项目的实践，公司认识到了专业地质团队在矿业投资的重要性，为进一步提高公司在有色金属行业投资与管理水平，实现公司在有色金属领域的持续快速高效发展，公司于 2011 年筹建地质矿产勘查院作为公司总部直属机构，负责对公司已有矿山企业以及拟投资的矿山企业制定与实施有色金属资源勘查及开发方案的、同时加强相关高级人才的引进及培养工作，为公司做好人才储备。公司聘请了行业专家苏建平担任公司副总经理负责筹建地质矿产勘查院，并出任首任院长³。

公司还于 2011 年 6 月聘任了中国有色金属行业的领头人张健先生担任独立董事，张健先生具有将近 40 年的行业经验，从地质勘察、矿山建设，到选矿冶炼、资本运作，国内很多大型有色金属矿业项目都蕴涵着张健先生的智慧结晶，还成功主持开发了中国境外最大的有色金属项目--赞比亚谦比西铜矿，以及蒙古国敖包锌矿、缅甸达贡山镍矿等一系列重大项目，为中国有色金属行业的发展和中国矿产资源开发走出国门做出了卓越贡献，在国内外业界享有极高的盛誉和威望，由于在中国企业界的突出贡献，于 1997 年荣获“国家有突出贡献知识分子奖”，2004 年被授予“中国十大诚信英才”称号。

此外，公司现任副总董事长尉琪瑛退休前是云南省有色地质局党委书记。

整体看，经过及项目实践以及专业团队组建，公司矿业投资能力显著增强。如果说盛屯矿业（600711）在 2007 年涉足矿业投资有盲目的成分，而今来看，公司已经完全具备成为多金属矿业公司的条件。

3、投资看点：先孵化再注入的外延式扩张模式灵活高效

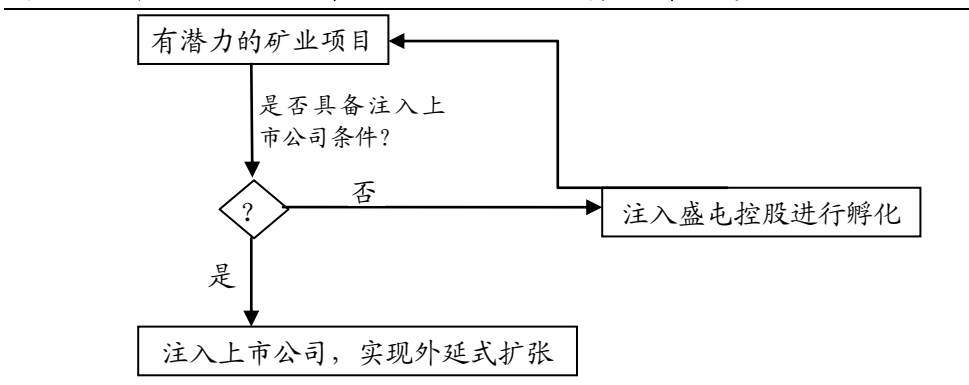
如前面所言，固体资源矿山投资具有高风险、高收益、不确定性大的特点，最大的风险来自于地质风险中的勘查风险：发现一座经济可采矿床的概率非常低，

³苏建平先生毕业于西安地质学院地质系，2005 年 6 月获中国科学院理学博士学位。曾担任甘肃省地矿局区调队副队长、兰州地质矿产勘查院副院长、2005 年 8 月加盟紫金矿业集团，并于 2008 年被紫金矿业集团聘任为教授级高级工程师。曾任紫金矿业集团地质勘查(总)院院长、紫金矿业集团地质勘查部总经理等职，并曾兼任中国矿业联合会地质勘查协会副秘书长、国家发改委(工信部)地勘项目评审专家、福建省专家咨询委员会专家等职务。曾从事区域地质、矿产地质勘查、遥感地质、水文地质等方面的工作。

并且从发现到探明一个经济可采矿床的平均成本相当高，勘查与生产之间还存在着较长时间的准备期，有限数量的勘查投资并不能保证成功地发现矿床。勘查投资高风险的存在意味着成功的勘查项目应能够获得超额的投资收益。一般来说，形成采矿权的矿产资源都是经过找矿、普查、详查、精查几个地质勘查阶段，同样的一个矿区，经过详查、精查取得采矿权后的市场价值就可能是处于找矿阶段的探矿权价格的十倍以上，因此，矿山投资中，最大的增值环节是能在勘探的早期介入具有找矿前景的矿区，通过勘探投入，直接向政府申请采矿权是通过政府有偿出让取得采矿权。

然而上市公司由于监管的限制，很难投资高风险高收益的不成熟矿山项目。出于对中小投资者保护，上市公司的收购，需要证券监督管理部门的审批，构成重大资产重组的还要由证监会进行审核，审核要点包括（1）重大资产重组所涉及的资产定价是否公允，是否存在损害上市公司和股东合法权益的情形；（2）注入的资产是否有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形等。对于构成重大资产重组的，监管部门要求注入到上市公司的资产做盈利预测。根据《上市公司重大资产重组管理办法》：“大资产重组实施完毕后，凡不属于上市公司管理层事前无法获知且事后无法控制的原因，上市公司或者购买资产实现的利润未达到盈利预测报告或者资产评估报告预测金额的 80%，或者实际运营情况与重大资产重组报告中管理层讨论与分析部分存在较大差距的，上市公司的董事长、总经理以及对此承担相应责任的会计师事务所、财务顾问、资产评估机构及其从业人员应当在上市公司披露年度报告的同时，在同一报刊上作出解释，并向投资者公开道歉；实现利润未达到预测金额 50%的，可以对上市公司、相关机构及其责任人员采取监管谈话、出具警示函、责令定期报告等监管措施。”

图 9、公司通过盛屯控股作为孵化器，更灵活的实现外延式扩张



资料来源：公司数据、国海证券研究所

公司通过设立投资公司盛屯股权投资有限公司（以下简称盛屯控股），将具有潜力的项目先收购到盛屯控股，对项目进行孵化，通过勘探投入以及经营管理规范、证照申请等，使项目更加规范，风险逐步排除，待到项目成熟时再伺机注入到上市公司。通过这种模式，公司在获得了更加灵活的投资决策机制的同时也有有效的保护了上市公司股东的利益。作为以上市公司为依托的投资公司，一方面，上市公司可以分享投资公司的收益，另外一方面也拥有了更加灵活的项目甄别机制，可以更加灵活的将一些尚未成熟的项目放入投资公司，置于上市公司的备选资源。而且相比一般非民营企业，公司具有资金和融资渠道的优势，相比国企和上市

公司，公司不需要涉及到国有资产监督管理委员会的审批，更具有灵活性。

4、公司治理：埃玛矿注入有利于完善公司内部治理

埃玛矿是目前公司旗下最大的矿山，评估价值甚至超过了公司目前的所有者权益，对公司影响重大。我们认为次此项目注入后，公司大股东和中小投资者的利益将更趋于一致，公司的治理有望得到进一步的规范。

就资产定价的合理性而言，根据中证天通会计师对埃玛矿业 2011 年度的备考财务报表出具的审计报告，埃玛矿业 2011 年末备考合并时可辨认净资产公允价值为 11.27772 亿元（已考虑了递延所得税负债 3.328786 亿元），对应本次拟注入资产总价的市净率为 1.3 倍。本次向特定对象发行股份购买资产发行价格为 16.48 元（对应除权后的价格为 9.16 元），盛屯矿业 2011 年 12 月 31 日归属于母公司的每股净资产为 5.30 元（对应除权后的每股净资产为 2.944 元），按此计算，本次发行股票的市净率为 3.11 倍，高于交易标的 1.30 倍的市净率。从此角度来看，本次拟注入资产的定价有利于公司和公司原有股东的利益。

从退出机制和业绩承诺看，这种设置更有利于大股东利益追求上市公司的长期利益，避免短期哄抬股价获利。盛屯集团和刘全恕均承诺：自本次交易完成后三十六个月内不转让或者委托他人管理其在本次交易中取得的公司股份，也不会以任何方式促使公司回购该部分股份以及由该部分股份派生的股份，如红股、资本公积金转增之股份等。且盛屯集团和刘全恕均承诺若埃玛矿注入后在 2012 年度、2013 年度、2014 年度未实现预测净利润额（根据《埃玛矿业采矿权评估报告》及相关附件，埃玛矿业 2012 年度、2013 年度和 2014 年度扣除非经常性损益后的预测净利润数分别为 3,041.90 万元、12,474.63 万元及 15,681.32 万元），刘全恕和盛屯集团将按照以下计算方式计算而得的股份数量向上市公司补偿，该部分股份将由本公司以总价 1 元回购并予以注销。

$$\left(\text{截至当期期末累积预测净利润数} - \text{截至当期期末累积实际净利润数} \right) \times \text{认购股份总数} \div \text{补偿期限内各年的预测净利润数总和} - \text{已补偿股份数量}$$

5、盈利预测、估值和投资建议

2012 年 10 月 16 日监会公示：盛屯矿业(600711)等 7 家上市公司均因为有关方面涉嫌违法稽查立案而被暂停审核，因此，埃玛矿能否通过此次发行股票购买资产并入上市公司尚待落地。我们分析，此举或与公司停牌前的股价异常波动有关，如单从资源的优化配置角度考虑，项目应该被审批：符合现有股东利益，符合上市公司利益，亦符合资源优化配置的要求。考虑到埃玛矿 2012 年能否注入上市公司尚存不确定性，我们分两种情况作了公司的盈利预测：

若埃玛矿业在 2012 年内并入上市公司，我们预测公司 2012 至 2014 年的每股收益分别为 0.11 元、0.45 元、0.67 元，对应 PE 分别为 85 倍、21 倍和 14.4 倍，相对估值较低。

若埃玛矿业在 2012 年未能并入上市公司，我们预期公司 2012 至 2014 年的每股收益分别为 0.10 元、0.18 元、0.35 元，对应 PE 分别为 95.8 倍、53.2 倍和 27.3 倍，相对估值较高。

表 5 公司相对可比公司的估值情况

代码	简称	基准股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PB (LF)
				12E	13E	12E	13E	
600362.SH	江西铜业	21.14	732.02	1.50	1.66	14.09	12.73	1.76
601168.SH	西部矿业	7.53	179.44	0.12	0.24	62.75	31.38	1.58
600497.SH	驰宏锌锗	12.82	167.95	0.25	0.33	51.28	38.85	4.54
000960.SZ	锡业股份	18.06	163.72	0.27	0.47	66.89	38.43	3.14
002155.SZ	辰州矿业	20.39	156.26	0.79	0.94	25.81	21.69	5.47
000603.SZ	盛达矿业	20.65	104.28	0.72	0.89	28.68	23.20	17.13
000697.SZ	炼石有色	13.7	65.91	0.09	0.13	152.22	105.38	13.71
600139.SH	西部资源	9.88	65.39	0.34	0.40	29.06	24.70	4.20
000426.SZ	兴业矿业	12.73	55.75	0.42	0.55	30.31	23.15	3.30
600711.SH	盛屯矿业 ⁴	9.58	36.77	0.11	0.45	87.09	21.29	3.31
			28.15	0.10	0.18	95.80	53.22	3.31
000060.SZ	中金岭南	7.54	155.55	0.23	0.32	32.78	23.56	2.82

数据来源: Wind, 国海证券研究所

我们分析，公司已度过最为艰难的转型期，困境反转在即，且未来还有资产注入的预期，建议密切关注埃玛矿注入的进展情况，首次覆盖，给予公司增持的评级。

6、风险提示

- (1) 埃玛矿、华金矿能否注入上市公司存在极大的不确定性。
- (2) 因为中国转变经济增长方式以及全球经济不景气，基本金属价格长期可能维持低位，这对公司的业绩将产生实质性的影响。
- (3) 矿山经营存在极大的风险（如正文），且很多风险无法回避。

⁴ 若埃玛矿注入公司，股本结构将发生变化，因此，实质和每股收益指标豆浆产生变化。

表 6、埃玛矿 2012 年内并表情况下，公司的三大报表盈利预测

证券代码:	600711.sh	股票价格:	9.58	投资评级:	增持	日期:	2012/10/31		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	3%	10%	12%	EPS	0.17	0.11	0.45	0.67
毛利率	31%	13%	20%	21%	BVPS	5.30	3.51	3.83	4.29
期间费率	18%	16%	8%	8%	估值				
销售净利率	8%	3%	9%	11%	P/E	57.22	84.19	21.06	14.27
成长能力					P/B	1.81	2.73	2.50	2.23
收入增长率	46%	212%	27%	18%	P/S	4.62	2.28	1.80	1.52
利润增长率	31%	5%	300%	48%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.18	0.56	0.66	0.71	营业收入	339	1058	1341	1588
应收账款周转率	3.47	10.43	10.43	10.43	营业成本	235	924	1078	1247
存货周转率	16.74	53.68	53.68	53.68	营业税金及附加	3	4	5	5
偿债能力					销售费用	0	0	0	0
资产负债率	45%	44%	42%	39%	管理费用	38	55	69	82
流动比	1.05	0.77	1.08	1.51	财务费用	19	36	36	35
速动比	1.02	0.73	1.04	1.46	其他费用/(-收入)	(5)	(2)	5	15
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	38	39	158	234
现金及现金等价物	205	(203)	(193)	(95)	营业外净收支	(1)	0	0	0
应收款项	98	101	129	152	利润总额	37	39	158	234
存货净额	14	17	20	23	所得税费用	(2)	(2)	(3)	(4)
其他流动资产	135	423	536	635	净利润	38	40	161	237
流动资产合计	452	339	492	716	少数股东损益	11	12	46	68
固定资产	264	338	434	511	归属于母公司净利润	27	29	115	169
在建工程	0	80	70	70	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	961	961	865	769	经营活动现金流	53	(129)	176	291
长期股权投资	70	70	70	70	净利润	38	40	161	237
资产总计	1859	1900	2043	2247	少数股东权益	11	12	46	68
短期借款	141	141	141	141	折旧摊销	20	123	130	130
应付款项	87	90	105	122	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	3	9	11	13	营运资金变动	(17)	(304)	(161)	(144)
其他流动负债	199	199	199	199	投资活动现金流	(573)	(154)	(86)	(77)
流动负债合计	429	438	456	474	资本支出	(58)	(154)	(86)	(77)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(13)	0	0	0
其他长期负债	399	399	399	399	其他	(502)	0	0	0
长期负债合计	399	399	399	399	筹资活动现金流	112	(9)	(35)	(52)
负债合计	829	838	855	874	债务融资	106	0	0	0
股本	163	252	252	252	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1031	1062	1188	1374	其它	6	(9)	(35)	(52)
负债和股东权益总计	1859	1900	2043	2247	现金净增加额	(408)	(291)	55	163

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 7、埃玛矿 2012 年内未能并表情况下，公司的三大报表盈利预测

证券代码:	600711.sh	股票价格:	9.58	投资评级:	增持	日期:	2012/10/31		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	3%	3%	10%	12%	EPS	0.17	0.11	0.45	0.67
毛利率	31%	13%	20%	21%	BVPS	5.30	3.51	3.83	4.29
期间费率	18%	16%	8%	8%	估值				
销售净利率	8%	3%	9%	11%	P/E	57.22	84.19	21.06	14.27
成长能力					P/B	1.81	2.73	2.50	2.23
收入增长率	46%	212%	27%	18%	P/S	4.62	2.28	1.80	1.52
利润增长率	31%	5%	300%	48%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.18	0.56	0.66	0.71	营业收入	339	1058	1341	1588
应收账款周转率	3.47	10.43	10.43	10.43	营业成本	235	924	1078	1247
存货周转率	16.74	53.68	53.68	53.68	营业税金及附加	3	4	5	5
偿债能力					销售费用	0	0	0	0
资产负债率	45%	44%	42%	39%	管理费用	38	55	69	82
流动比	1.05	0.77	1.08	1.51	财务费用	19	36	36	35
速动比	1.02	0.73	1.04	1.46	其他费用/(-收入)	(5)	(2)	5	15
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	38	39	158	234
现金及现金等价物	205	(203)	(193)	(95)	营业外净收支	(1)	0	0	0
应收款项	98	101	129	152	利润总额	37	39	158	234
存货净额	14	17	20	23	所得税费用	(2)	(2)	(3)	(4)
其他流动资产	135	423	536	635	净利润	38	40	161	237
流动资产合计	452	339	492	716	少数股东损益	11	12	46	68
固定资产	264	338	434	511	归属于母公司净利润	27	29	115	169
在建工程	0	80	70	70	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	961	961	865	769	经营活动现金流	53	(129)	176	291
长期股权投资	70	70	70	70	净利润	38	40	161	237
资产总计	1859	1900	2043	2247	少数股东权益	11	12	46	68
短期借款	141	141	141	141	折旧摊销	20	123	130	130
应付款项	87	90	105	122	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	3	9	11	13	营运资金变动	(17)	(304)	(161)	(144)
其他流动负债	199	199	199	199	投资活动现金流	(573)	(154)	(86)	(77)
流动负债合计	429	438	456	474	资本支出	(58)	(154)	(86)	(77)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(13)	0	0	0
其他长期负债	399	399	399	399	其他	(502)	0	0	0
长期负债合计	399	399	399	399	筹资活动现金流	112	(9)	(35)	(52)
负债合计	829	838	855	874	债务融资	106	0	0	0
股本	163	252	252	252	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1031	1062	1188	1374	其它	6	(9)	(35)	(52)
负债和股东权益总计	1859	1900	2043	2247	现金净增加额	(408)	(291)	55	163

资料来源：公司公告，国海证券研究所

附录一、公司自 2007 年始的六次收购情况简介

2007 年 9 月收购福建三富矿业 42% 股份，目前持股 38%。

公司于 2007 年 9 月与香港富名实业公司签订了《股权转让合同》，根据该合同约定，香港富名实业公司将其持有的三富公司 42% 股权转让给公司，股权转让款为人民币 7266 万元，成功实现了主营业务的战略性转型。2008 年 10 月，由于尤溪县矿产资源整合工作正在实施，尤溪县人民政府要求终止三富矿业剩余股权的转让及过户，致使公司对三富矿业的后续收购计划无法实现。经三富矿业董事会研究决定，调整董事会成员结构，公司不再对三富矿业拥有实际控制权。

2011 年 1 月 17 日，公司与香港富名实业公司签订了《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本公司的尤溪县三富矿业有限公司的股权由 42% 变更为 38%。香港富名在协议生效之日起半年内支付公司 4% 三富公司股权价款 600 万元。

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。

2008 年 2 月通过资产置换取得鑫盛矿业 60% 股份，目前持股 80%。

2008 年，公司控股子公司厦门大有同盛贸易有限公司以自有应收账款和其他应收款置换了云南信力机电设备有限公司合法持有的云南玉溪鑫盛矿业开发有限公司（以下简称“鑫盛矿业”）60% 的股权。鑫盛矿业依法享有云南省元阳县城头山铜多金属矿探矿证和元阳县采山坪铜多金属矿探矿证。

公司与周金陵先生于 2009 年 2 月 8 日签订《股权转让合同》。周金陵先生为鑫盛矿业的股东，依法持有鑫盛矿业 10% 的股权，大有同盛拟购买周金陵先生持有的鑫盛矿业 10% 的股权，依据以往评估价值、目前市场行情及公司实际情况，确定受让价款为人民币 550 万元。

公司与李雪军先生于 2010 年 6 月 25 日签订《股权转让合同》。李雪军先生为鑫盛矿业的股东，依法持有鑫盛矿业 10% 的股权，公司拟购买李雪军先生持有的鑫盛矿业 10% 的股权，依据以往评估价值、目前市场行情及公司实际情况，确定受让价款为人民币 550 万元。

根据云南省地质局出具了《地质报告审查意见书》（云地审[1979]12 号），确认在探矿证范围内的 5.34 平方公里内，表内矿石储量 2043750 吨，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。根据具有固体矿产勘查甲级资质的云南玉溪迈特实业有限公司出具的《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,截止 2008 年 10 月底,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%。

对于上述有地质详查报告的矿段,鑫盛矿业正在申请办理采矿证。截至 2008 年 12 月,采矿证的申请登记工作已经基本完成,已经申报的采矿证范围为 2.7187 平方公里、开采年限为 15 年和 16 万吨的年开采量,云南省国土资源厅已经正式受理了鑫盛矿业的采矿证申请,办理采矿证相关的环境评估、水文地质、安全等一系列工作已经完成,采矿证将于 2009 年 4 月份取得。另外,日后投入生产的尾矿坝、选矿厂的选址工作也已经完成。

2010 年 3 月以 6.52 亿收购银鑫矿业 72%股份, 目前持股 100%。

雄震股份受让银鑫矿业 72%的股权。其中上海回丰转让 44%股权,赤峰润丰转让 3%股权,郦虹转让 8%股权,金美华转让 6%股权,陶美芳转让 6%股权,李国刚转让 5%股权。募集资金用于收购银鑫矿业 72%的股权及相应债权 33,171 万元(最终金额以审计结果为准)。协议签订时间为 2010 年 3 月 27 日。雄震股份与转让方同意本次交易的总价款为 64,851 万元。经转让方和受让方协商确定,锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司 100%股权作价 4.4 亿元。上海回丰持有银鑫矿业 49%股权,本次出让银鑫矿业 44%股权,转让价格为 19,360 万元;郦虹出让其持有的银鑫矿业 8%股权,转让价格为 3,520 万元;金美华出让其持有的银鑫矿业 6%股权,转让价格为 2,640 万元;陶美芳出让其持有的银鑫矿业 6%股权,转让价格为 2,640 万元;李国刚出让其持有的银鑫矿业 5%股权,转让价格为 2,200 万元;赤峰润丰出让其持有的银鑫矿业 3%股权,转让价格为 1,320 万元;

公司与牛瑞先生于 2011 年 3 月 29 日签订了《股权及债权转让合同》。牛瑞先生为锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司的股东,依法持有银鑫矿业 5%的股权及 2248.9796 万元债权。股权受让价款为人民币 2200 万元(含税),债权受让按原价 2248.9796 万元作价。

2012 年 2 月 27 日,公司召开的第七届董事会第九次会议审议通过了《关于同意继续购买银鑫矿业 23%股权及相应债权的议案》,同意公司在银鑫矿业剩下 23%股权及相应债权的定价不超过前两次定价的前提下,即不超过 2.07 亿元的前提下,继续购买银鑫矿业国有股东内蒙古地质矿产(集团)有限责任公司、内蒙古自治区第十地质矿产勘查开发院所持有的银鑫矿业 23%股权及相应债权,并授权公司管理层全权负责受让银鑫矿业 23%股权及相应债权事宜。公司已履行相关程序,并与交易对方签订了《产权交易合同》,银鑫矿业 23%股权最终定价为 1.012 亿元人民币,相应债权的定价为账面值 1.058 亿元,共计为 2.07 亿元。并于 2012 年 9 月 27 日过户完成,目前公司控股银鑫矿业 100%股权。

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,设计生产规模为 72 万吨/年,矿区面积为 7.0411 平方公里,有效期自 2009 年 12 月 16 日至 2010 年 12 月 16 日。

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

属矿产资源储量核实报告》(国土资储备字[2009]212号),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%,平均品位达到了 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。以目前金属价格计算,矿山查明的金属总量市场总价值超过 180 亿元。

银鑫矿业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,有效期限为 2009 年 11 月 23 日至 2010 年 7 月 21 日。

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,选厂矿石处理量 28.21 万吨,铜平均入选品位 0.86%。

经过几年的建设投入,银鑫矿业 2010 年采选规模将上升到一个新的水平,计划 2010 年开采矿石 36 万吨,日选矿石 1800 吨,入选品位与回收率也将进一步提高。随着矿山及选厂的建设按期推进,预计银鑫矿业将于 2012 年达产,实现年 72 万吨设计最优生产规模。2010 年,银鑫矿业矿石处理量超过 20 万吨,原矿铜平均品位达到 0.99%,实现销售收入 1.12 亿元,净利润 4505.52 万元。2011 年银鑫矿业实现销售收入 9910.06 万,净利润 5038.91 万。

2011 年 5 月以 15640 万元增持风驰矿业股份至 70%。

公司拟通过增资取得内蒙古克什克腾旗风驰矿业有限责任公司 70%股权,公司将支付给风驰矿业原股东(唐泉、唐纯、唐德仁)共计人民币 1.11 亿元,作为其放弃认购增资的补偿款;另支付人民币 4540 万元对风驰矿业进行增资。增资后风驰矿业注册资本确定为 2200 万元,其中公司占风驰矿业 70%股权。溢价 3000 万元形成风驰矿业资本公积。

克什克腾旗风驰矿业有限公司(以下简称“风驰矿业”)下属安乐锡矿,于 1990 年由华北地质勘查局与克什克腾旗政府合作建成,建成初期是一座日处理矿石 70 吨的小规模矿山,只开采矿体浅部的锡矿石,入选矿石锡品位 1.0-2.0%。2002 年克旗政府招商引资,由沈阳风驰实业公司收购了安乐锡矿,注册名称为“克什克腾旗风驰矿业有限责任公司”。2011 年 5 月,公司通过增资扩股方式取得风驰矿业 70%股权,目前尚在办理工商手续。风驰矿业的主营业务为有色金属矿采选,拥有一个 1.44 平方公里的采矿权以及一个 5.11 平方公里的探矿权。

风驰矿业最近 3 年投入 3000 余万元对井巷工程和选厂进行了全面改造。2010 年底,风驰矿业已形成 4 个采区,探矿竖井 1 个、平硐 7 个、盲斜井一条、主斜井一条,均发现揭露较好矿体。目前拥有日处理 300 吨选厂一座,采矿和选矿能力为 60000 吨/年。

风驰矿业已探明资源储量为：矿石量（122b+333+334）497.12 万吨，金属量：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。品位情况：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。

公司多次组织地质、采矿、选矿专家对风驰矿业进行了详细的尽职调查。综合来看，除少量的生产性探矿外，矿区内一直没有进行系统细致的探矿工作，尤其距地表 200 米深度以下区域基本未进行探矿。从现场调研的种种迹象判断，矿区未探区域及深部存在较好的找矿前景。同时，经初步取样化验，矿区已揭露的主要矿体都不同程度含有白钨金属，原有的地质工作并未发现，有待后续勘探工作进行补充。

2012 年 5 月以 14.6 亿元收购埃玛矿业 100%股份。

2011 年 7 月赤峰盛源地质勘查有限公司在采矿许可证范围内提交了《内蒙古自治区科尔沁右翼前旗巴根黑格其尔矿区铅锌矿资源储量核实报告》，该报告于 2011 年 9 月 29 日取得北京中矿联咨询中心出具的中矿联储评字[2011]42 号《评审意见书》，于 2011 年 12 月 2 日取得国土资源部出具的国土资储备字[2011]223 号《矿产资源储量评审备案证明》。备案的资源储量为：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 6525900 吨，金属量：铅 211552.19 吨、锌 413344.59 吨，品位：铅 3.24%、锌 6.33%；伴生有用组分银矿石量 4836300 吨，银金属量 177.59 吨，银品位 36.72 克/吨；铜矿石量 6525900 吨，铜金属量 9558.26 吨，铜品位 0.15%。

巴根黑格其尔矿区预计于 2012 年 6 月前后进行试生产，达产后的生产规模为 30 万吨/年，在 2012、2013、2014 年预计的产量分别为 6 万吨、24 万吨、30 万吨。

2012 年 5 月以 5230 万美元收购华金矿业 97%股份。

贵州华金依法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。根据地质勘探及储量核实情况，截止本公告日，丫他、板其、板万三个矿区已探明的保有黄金金属量合计约为 25,653 千克。

尚辉公司是一家注册于英属维尔京群岛的有限公司，主要从事股权投资及企业上市咨询、矿山企业并购及其信息咨询等业务，原股东自然人孙瑜持有其 100% 股权。盛屯投资以 0.3 万美元的价格向孙瑜收购尚辉公司，并对其增资 5230 万美元。

上世纪 70 年代，丫他、板其、板万金矿项目开始进行地质普查和勘探工作。1988 年该项目完成勘探工作并提交勘探报告，报告探明黄金金属储量 26917 千克，表内金平均品位 5.01 克/吨。

2004 年，贵州省地矿局 117 地质大队对上述矿区进行了储量核实并提交了《贵

贵州省册亨县丫他金矿区资源储量核实报告》、《贵州省册亨县板其金矿区资源量核实报告》、《贵州省册亨县板万金矿资源量核实报告》，核实上述三矿区合计保有黄金金属储量 24.9 吨。

2011 年，贵州华金对丫他矿区再次进行了资源储量核实，提交了《贵州省册亨县丫他金矿资源储量核实报告》，并经过贵州省国土资源勘测规划院评审通过。根据上述报告，丫他矿区采矿证、探矿证范围内合计保有黄金资源总量 18,375 千克。并且，针对丫他矿区新发现的 53 号、54 号矿体，贵州省地质矿产勘查开发局 117 地质大队编制了《贵州省册亨县丫他金矿详查地质报告》，报告提交黄金金属资源量 2,089 千克。由于板其矿区一直未开发，根据《贵州省册亨县板其金矿区资源量核实报告》（2004 年），板其金矿区合计仍保有金资源总量 5,189 千克。

附录二、公司自 2007 年始的六次资本运作情况

2007 年资本公积转增股本，为转向矿业做准备。

根据 2007 年第七次临时股东大会暨相关股东会议决议，雄震集团以 2007 年 6 月 30 日股本 67,920,000.00 股为基数，用资本公积金向方案实施股权登记日登记在册的全体股东转增股本，股东每持有 10 股流通股获得 1.7 股的转增股份。雄震集团增加股本 11,546,400.00 元，全部由资本公积转增。转增后股本增加至人民币 79,466,400.00 元。

2010 年 2 月定向增发 1.9 亿元，主要偿还历史债务。

公司于 2010 年 2 月非公开发行 A 股 18682400 股，每股价格 10.17 元，募集资金总额 1.9 亿元，扣除发行费用（包括保荐费、承销费用、律师费用、验资费用、审计费用等）875 万元，募集资金净额 18125 万元，其中 1.21 亿元用于偿还逾期债务，3500 万用于增加子公司雄震信息注册资本，2500 万用于补充公司流动性。

表 8、发行对象一览表

序号	认购人名称	价格 (元/股)	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)	占公司发行 后总股份比 重 (%)	锁定期 (月)
1	浙江方正房地产开发有限公司	10.17	488.24	4,965.4008	4.97%	36
2	周万沅	10.17	480	4,881.60	4.89%	36
3	赵宝	10.17	480	4,881.60	4.89%	36
4	吴光蓉	10.17	220	2,237.40	2.24%	36
5	魏敏钗	10.17	200	2,034.00	2.04%	36

资料来源：公司数据

2010 年 3 月定向增发 6.65 亿元，甩掉 ST 帽子。

本次非公开发行是公司做大做强有色金属矿采选业务的重大举措，计划以本次非公开发行股票募集资金收购银鑫矿业 72% 的股权及相应债权 33,171 万元（最终金额以审计结果为准）。本次非公开发行股票的发行价格为 10.22 元/股，不低于定价基准日（公司第六届董事会第二十次会议决议公告日）前二十个交易日公司 A 股股票交易均价的 90%，即每股 10.214 元。若公司 A 股股票在定价基准日至发行日期间发生除权、除息的，发行价格将进行相应调整。

本次非公开发行股票募集资金预计为 66,500 万元，扣除发行费用后的募集资金净额约 65,200 万元将用于收购银鑫矿业 72% 的股权，同时受让转让方持有的对银鑫矿业的相应债权 33,171 万元（最终金额以审计结果为准）。

本次非公开发行对象为自然人孙汉宗、自然人杨学平、自然人顾斌、自然人郭忠河、自然人高建明、自然人王丽娟、自然人陈建煌、自然人吴光蓉、自然人何小丽、厦门三微投资管理股份有限公司。其中，孙汉宗拟以现金认购 1,200 万股，杨学平拟以现金认购 1,000 万股，顾斌拟以现金认购 800 万股，郭忠河拟以现金认购 720 万股，高建明拟以现金认购 700 万股，王丽娟拟以现金认购 600 万股，陈建煌拟以现金认购 550 万股，吴光蓉拟以现金认购 426.85 万股，何小丽拟以现金认购 360 万股，厦门三微投资管理股份有限公司拟以现金认购 150 万股。

2011 年 8 月以 10.35% 年利率发行信托 2.5 亿，继续收购银鑫矿业。

公司于 2011 年 8 月底将银鑫矿业的 72% 股权质押给中航信托股份有限公司，以银鑫矿业的 72% 股权收益权作为基础资产委托中航信托公司设立 2.5 亿元单一财产信托。信托产品期限为：5 年，利率为年利率 10.35%，按年支付利息。

2012 年 5 月定向增发 14.6 亿，大手笔拿下埃玛矿业。

公司 2012 年第二次临时股东大会审议通过了发行股份购买资产暨关联交易相关议案，公司拟以 16.48 元/股的价格发行 8876.96 万股股份收购刘全恕持有的埃玛矿业 55% 股权和公司控股股东深圳盛屯集团有限公司持有的深圳市源兴华矿产资源投资有限公司 100% 股权，其中深圳源兴华持有埃玛矿业 45% 股权。本次拟购买资产的交易价格为 14.63 亿元，收购完成后，公司持有深圳源兴华 100% 股权、实际控制埃玛矿业 100% 股权。

2012 年 6 月资本金转增股本，高配股提高投资者预期

2012 年上半年，公司实现营业收入 23,046 万元，上年同期为 3,809 万元，同比增长 505.11%；归属于上市公司股东的净利润为亏损 2,418 万元，上年同期为亏损 920 万元，同比亏损增加 162.83%。

截止 2012 年 6 月 30 日，公司资本公积金余额为 742,743,206.78 元。公司目前资本公积金较高，为了公司未来发展和股本扩张的需要，与全体股东共同分享公司成长的经营成果，经董事会提议，公司《2012 年半年度利润分配及资本公积金转增股本方案》规定如下：以 2012 年 6 月 30 日公司总股本 163,217,300 股为基数，向公司全体股东进行资本公积金转增股本，每 10 股转增 8 股，共计转增 130,573,840 股，转增后公司总股本将增加至 293,791,140 股。

【分析师承诺】

李会坤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
胡建	010-88576898-832	13693335969	huj03@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn