

研究所

 证券分析师：李会坤 S0350512050001  
 0755-83706284 lihk@ghzq.com.cn

## 收购华金定增价格调整，投资价值明显

### ——盛屯矿业（600711）定增方案更改点评

#### 事件：

**盛屯矿业公告称：**（1）由于市场环境发生变化公司近期的非公开发行股票价格由 8.77 元调低为 7.14 元每股，对应的募集资金的总额有 14.35 亿下调到 11.51 亿；（2）募集资金投向较原方案有一定的变化，具体如下表 1；（3）鉴于公司非公开发行股票事项已经确定，公司股票于 2013 年 8 月 20 日开始复牌。

**表 1、公司两次非公开定增项目的对比（单位，万元）**

| 序号 | 项目名称                        | 原拟募集资金金额       | 新方案拟募集资金金额     |
|----|-----------------------------|----------------|----------------|
| 1  | 收购盛屯投资 85.71% 股权及贵州华金 3% 股权 | ( 预估 ) 72,357  | 62,165         |
| 2  | 增资贵州华金开展勘探项目                | 4,400          | 4,400          |
| 3  | 金精矿综合利用项目                   | 25,000         | ——             |
| 4  | 增资大有同盛                      | 20,000         | ——             |
| 5  | 银鑫矿业技改项目                    | ——             | 18,550         |
| 6  | 补充公司流动资金                    | 21,000         | 30,000         |
| 合计 |                             | ( 预估 ) 142,757 | ( 预估 ) 115,115 |

资料来源：公司公告

#### 评论：

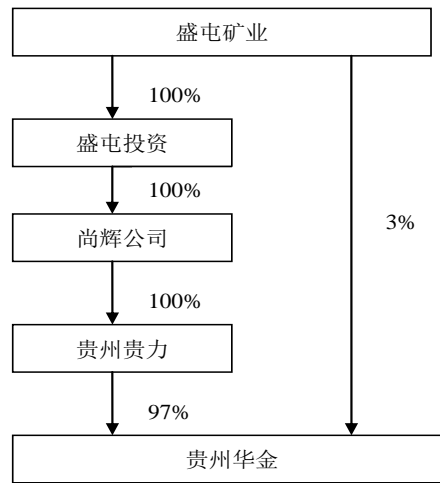
##### （1）收购华金的价款变化主要是因金价及评估采用的资源量储量的变化。

自公司上次公布的定增预案以来，黄金价格出现一定程度的下跌，经充分考虑黄金市场行情，此次评估所采用的黄金价格较之前预估时所采用的黄金价格有较大幅度的下降，更加谨慎合理，导致本次评估结果低于之前预估结果。此外，此次评估依据为评审后的《贵州省册亨县丫他金矿资源储量核实报告》、《贵州省册亨县板其金矿资源储量核实报告》进行，评估采用的资源量为丫他采矿证内资源量、板其采矿证内资源量、丫他探矿证内资源量，合计参与评估的资源量为 16,814.5KG。评估采用的黄金资源量较预估采用的黄金资源量减少 1,806.29KG，导致评估结果与预估值相比有一定幅度下降。

##### （2）通过此次定增公司将成功进军黄金采选业，华金矿对公司利润增厚明显目。

本次盛屯矿业（600711）拟投入 6.2 亿元收购盛屯投资 85.71% 股权及贵州华金 3% 股权，加上之前控制的盛屯投资股权 14.29%，本次发行完成后，公司将持有贵州华金矿业 100% 的股权，成功进军黄金矿采选业。

图 1、此次定增完成后贵州华金的产权关系图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

**华金矿质地优良，将增厚公司业绩。**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。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。根据公司披露的地质报告，截至 2012 年 12 月 31 日，贵州华金各矿区合计保有黄金金属资源储量合计 23,408.64KG，间接价值约 60 亿元（因不详资源储量分类情况上述估算较粗略）。根据公司披露的盈利预测，**华金矿在 2014 年约净利润约为 4434.23 万元，以收购价计算折合 PE 约为 14 倍，低于公司现有估值，考虑到目前的金价已经过充分调整且华金矿探矿潜力较大，此次价格较为合理。**

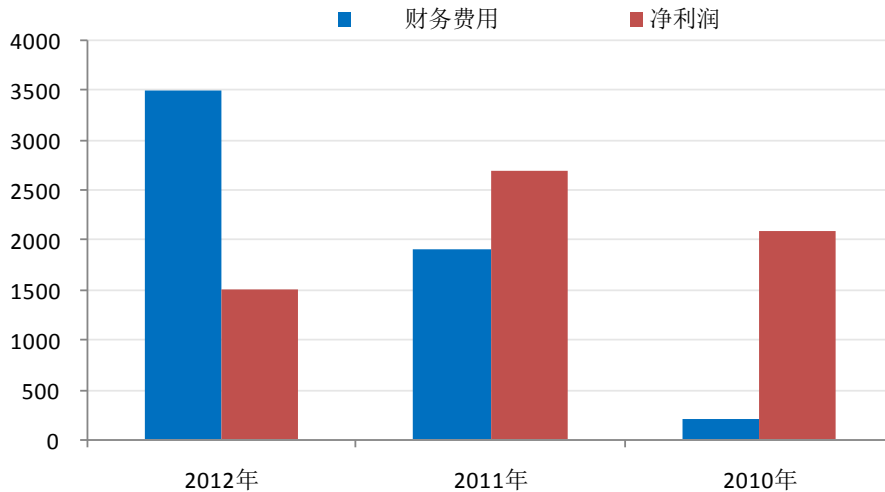
### （3）增资贵州华金探矿项目，潜力空间大。

贵州华金丫他、板其金矿是我国最早发现的卡林型金精矿之一，但由于历史原因，矿区自上世纪 80 年代探明后，一直未投入资金进行系统后续探矿，资源储量也一直停留在原有勘探发现水平，变化不大。反观同一区域、同一成矿条件的烂泥沟金矿、水银洞金矿等矿山，在被国内、国际大型矿业收购后，重新投入资金进行大规模探矿，目前新增资源储量均实现巨大增长，跻身国内大型、甚至超大型金矿行列。本次发行专门安排 4400 万资金对贵州华金进行探矿，目的是充分发掘贵州华金的资源潜力，为上市公司创造更多的黄金储量，提升上市公司价值。

### （4）补充流动资金有利于优化公司财务结构

目前公司资产负债比例较高,严重制约了业务的开展和吞噬了公司的部分业绩——2012年公司财务费用共3504万元,吞噬了公司大部分利润。本次发行完成补充流动资金后,公司财务费用将大大降低,同时,新增资金将作为贸易业务的营运资本,支持公司改善资产负债结构和后续贸易业务扩张,为公司带来新的利润增长点,提升公司贸易业务的盈利能力。

图 2、近年收购扩张导致财务费用吞噬了大部分利润 (单位,万元)



资料来源：公司公告、国海证券研究所

#### (5) 实际控制人、公司高管及核心骨干均参与认购是定增方案的亮点。

本次非公开发行股票盛屯矿业实际控制人姚雄杰拟以现金认购本次发行规模的 10%；盛世资产管理计划拟以现金认购本次发行规模的 6%。盛世资产管理计划（即盛世成长双喜添富牛 1 号资产管理计划），是由盛屯矿业公司高管、骨干员工自筹资金后交由汇添富设立和管理，该资产管理计划资金主要用于投资盛屯矿业本次非公开发行的股票。公司实际控制人和高管团队、骨干员工均参与本次认购，从侧面反映公司内部管理人员对公司后续发展潜力的高度认同。

## 盈利预测、估值和投资建议

若华金矿在 2013 年能并入上市公司，我们预期公司 2013 至 2015 年的每股收益分别为 0.26 元、0.40 元、0.47 元，对应 PE 分别为 33.38 倍、21.65 倍和 18.22 倍，相对估值具有较大优势。

我们分析，公司已度过最为艰难的转型期，前期的业务布局收获在即，且未来还有资产注入的预期，建议密切关注公司外延式扩张进展情况，给予公司增持的评级。

表 2 公司相对可比公司的估值情况

| 代码               | 简称          | 基准股价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS (元) |      |      | PE (倍) |       |       | PB(LF) |
|------------------|-------------|-------------|-------------|---------|------|------|--------|-------|-------|--------|
|                  |             |             |             | 12E     | 13E  |      | 12E    | 13E   |       |        |
| 600362.SH        | 江西铜业        | 17.24       | 596.97      | 1.57    | 1.68 | 2.05 | 10.96  | 10.26 | 8.43  | 1.42   |
| 601168.SH        | 西部矿业        | 6.17        | 147.03      | 0.16    | 0.25 | 0.35 | 39.10  | 25.01 | 17.59 | 1.32   |
| 600497.SH        | 驰宏锌锗        | 11.32       | 188.77      | 0.30    | 0.28 | 0.41 | 37.19  | 40.08 | 27.58 | 2.67   |
| 000960.SZ        | 锡业股份        | 13.39       | 154.15      | 0.33    | 0.59 | 0.40 | 40.25  | 22.56 | 33.53 | 1.73   |
| 002155.SZ        | 辰州矿业        | 9.50        | 94.65       | 0.60    | 0.65 | 0.70 | 15.88  | 14.53 | 13.62 | 3.25   |
| 000603.SZ        | 盛达矿业        | 15.50       | 78.27       | 0.68    | 0.73 | 0.77 | 22.96  | 21.20 | 20.04 | 23.71  |
| 000697.SZ        | 炼石有色        | 12.64       | 60.81       | 0.11    | 0.13 | 0.14 | 116.93 | 98.06 | 93.56 | 11.65  |
| 600139.SH        | 西部资源        | 8.16        | 54.01       | 0.24    | 0.32 | 0.43 | 34.56  | 25.40 | 19.03 | 3.98   |
| 000426.SZ        | 兴业矿业        | 8.38        | 40.37       | 0.28    | 0.35 | 0.40 | 30.15  | 24.22 | 20.96 | 2.34   |
| <b>600711.SH</b> | <b>盛屯矿业</b> | 8.65        | 39.23       | 0.26    | 0.40 | 0.47 | 33.38  | 21.65 | 18.22 | 1.69   |
| 000060.SZ        | 中金岭南        | 7.53        | 155.34      | 0.27    | 0.34 | 0.40 | 27.69  | 21.85 | 18.62 | 2.73   |

数据来源：Wind，国海证券研究所

## 5、风险提示

(1) 华金矿能否注入上市公司尚需监管机构审批，存在较大不确定性；

(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) 矿山经营存在较多的风险，如地质风险、安全生产风险等，其中很多风险无法回避。

图 3、盈利预测

| 证券代码:              |             | 600711.sh   |             | 股票价格:       |                    | 8.65   |       | 投资评级: |       | 增持 |  | 日期: |  | 2013/8/17 |  |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------|-------|-------|-------|----|--|-----|--|-----------|--|
| 财务指标               | 2012        | 2013E       | 2014E       | 2015E       | 每股指标与估值            | 2012   | 2013E | 2014E | 2015E |    |  |     |  |           |  |
| <b>盈利能力</b>        |             |             |             |             | <b>每股指标</b>        |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| ROE                | 2%          | 7%          | 11%         | 12%         | EPS                | 0.05   | 0.26  | 0.40  | 0.47  |    |  |     |  |           |  |
| 毛利率                | 8%          | 20%         | 21%         | 21%         | BVPS               | 2.98   | 3.41  | 3.60  | 3.83  |    |  |     |  |           |  |
| 期间费率               | 6%          | 6%          | 6%          | 6%          | 估值                 |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| 销售净利率              | 1%          | 13%         | 14%         | 15%         | P/E                | 164.00 | 33.38 | 21.65 | 18.22 |    |  |     |  |           |  |
| <b>成长能力</b>        |             |             |             |             | P/B                |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| 收入增长率              | 304%        | -11%        | 39%         | 12%         | P/S                | 1.86   | 4.35  | 3.14  | 2.80  |    |  |     |  |           |  |
| 利润增长率              | -43%        | 928%        | 54%         | 19%         |                    |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| <b>营运能力</b>        |             |             |             |             | <b>利润表 (百万元)</b>   |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| 总资产周转率             | 0.77        | 0.41        | 0.55        | 0.59        | 营业收入               | 1369   | 1223  | 1694  | 1902  |    |  |     |  |           |  |
| 应收账款周转率            | 16.50       | 10.43       | 10.43       | 10.43       | 营业成本               | 1263   | 972   | 1338  | 1497  |    |  |     |  |           |  |
| 存货周转率              | 177.12      | 177.12      | 177.12      | 177.12      | 营业税金及附加            | 4      | 4     | 5     | 5     |    |  |     |  |           |  |
| <b>偿债能力</b>        |             |             |             |             | 销售费用               |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| 资产负债率              | 47%         | 28%         | 28%         | 27%         | 管理费用               | 49     | 54    | 75    | 84    |    |  |     |  |           |  |
| 流动比                | 0.70        | 3.14        | 3.26        | 3.50        | 财务费用               | 35     | 29    | 29    | 28    |    |  |     |  |           |  |
| 速动比                | 0.68        | 3.13        | 3.24        | 3.48        | 其他费用/(-收入)         | (7)    | (2)   | 5     | 15    |    |  |     |  |           |  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |             |             |             |             | <b>营业利润</b>        |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| 现金及现金等价物           | 69          | 1088        | 1111        | 1209        | 营业外净收支             | 1      | 0     | 0     | 0     |    |  |     |  |           |  |
| 应收款项               | 83          | 117         | 162         | 182         | 利润总额               | 11     | 162   | 253   | 303   |    |  |     |  |           |  |
| 存货净额               | 7           | 6           | 8           | 8           | 所得税费用              | 2      | 22    | 34    | 40    |    |  |     |  |           |  |
| 其他流动资产             | 153         | 137         | 189         | 213         | 净利润                | 10     | 140   | 219   | 262   |    |  |     |  |           |  |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>312</b>  | <b>1348</b> | <b>1471</b> | <b>1613</b> | 少数股东损益             | (6)    | (19)  | (26)  | (30)  |    |  |     |  |           |  |
| 固定资产               | 292         | 363         | 457         | 531         | 归属于母公司净利润          | 15     | 159   | 246   | 292   |    |  |     |  |           |  |
| 在建工程               | 0           | 80          | 70          | 70          | <b>现金流量表 (百万元)</b> |        |       |       |       |    |  |     |  |           |  |
| 无形资产及其他            | 952         | 952         | 857         | 761         | 经营活动现金流            | 47     | 247   | 202   | 310   |    |  |     |  |           |  |
| 长期股权投资             | 107         | 107         | 107         | 107         | 净利润                | 10     | 140   | 219   | 262   |    |  |     |  |           |  |
| <b>资产总计</b>        | <b>1782</b> | <b>2968</b> | <b>3079</b> | <b>3200</b> | 少数股东权益             | (6)    | (19)  | (26)  | (30)  |    |  |     |  |           |  |
| 短期借款               | 162         | 162         | 162         | 162         | 折旧摊销               | 28     | 124   | 131   | 131   |    |  |     |  |           |  |
| 应付款项               | 74          | 57          | 79          | 88          | 公允价值变动             | 0      | 0     | 0     | 0     |    |  |     |  |           |  |
| 预收帐款               | 3           | 2           | 3           | 4           | 营运资金变动             | 14     | 1     | (122) | (54)  |    |  |     |  |           |  |
| 其他流动负债             | 208         | 208         | 208         | 208         | 投资活动现金流            | (175)  | (151) | (84)  | (74)  |    |  |     |  |           |  |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>446</b>  | <b>429</b>  | <b>452</b>  | <b>461</b>  | 资本支出               | (28)   | (151) | (84)  | (74)  |    |  |     |  |           |  |
| 长期借款及应付债券          | 0           | 0           | 0           | 0           | 长期投资               | (37)   | 0     | 0     | 0     |    |  |     |  |           |  |
| 其他长期负债             | 397         | 397         | 397         | 397         | 其他                 | (110)  | 0     | 0     | 0     |    |  |     |  |           |  |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>397</b>  | <b>397</b>  | <b>397</b>  | <b>397</b>  | 筹资活动现金流            | 1147   | 1062  | (130) | (151) |    |  |     |  |           |  |
| <b>负债合计</b>        | <b>844</b>  | <b>826</b>  | <b>849</b>  | <b>859</b>  | 债务融资               | 21     | 0     | 0     | 0     |    |  |     |  |           |  |
| 股本                 | 294         | 615         | 615         | 615         | 权益融资               | 0      | 1151  | 0     | 0     |    |  |     |  |           |  |
| 股东权益               | 938         | 2141        | 2230        | 2341        | 其它                 | 1126   | (89)  | (130) | (151) |    |  |     |  |           |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>1782</b> | <b>2967</b> | <b>3079</b> | <b>3200</b> | 现金净增加额             | 1019   | 1159  | (12)  | 85    |    |  |     |  |           |  |

资料来源：国海证券研究所

## 【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，除法律规定的情况外，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1008室

| 姓名 | 固话               | 手机          | 邮箱               |
|----|------------------|-------------|------------------|
| 林莉 | 010-88576936-818 | 13811639168 | linl@ghzq.com.cn |
| 白丹 | 010-88576933-803 | 18801090832 | baid@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     |
| 梁柳欣 | 021-20281099 | 13524364843 | lianglx@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 |
| 王帆  | 0755-83025049 | 13509639899 | wangf01@ghzq.com.cn   |
| 李慧  | 0755-83707040 | 13823570518 | lih03@ghzq.com.cn     |
| 张宇松 | 0755-83716857 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |
| 周振宁 | 0755-82835810 | 15220268966 | zhouzn@ghzq.com.cn    |
| 马鑫  | 0755-83702072 | 18630119510 | max01@ghzq.com.cn     |