

2014年03月25日

盛屯矿业 (600711.SH)

保理先行，打造金属金融服务平台

■打造集矿山勘探、采选建设、外延并购、矿产品贸易为一体的专业矿业公司。银鑫矿业（铜银伴生钨）、埃玛（铅锌）净利率分别超过30%、60%，贵州华金（金精矿）并表及矿山技改陆续达产将继续提升有色金属采选盈利。综合贸易收入已接近20亿元，与保理业务和外延并购形成协同效应。

■重点布局西南、内蒙，勘探、收购并举，持续增储。公司集结了一批经验老道、资源丰富地勘专家，勘探、收购并举持续增储：一是艾玛、贵州华金所处矿区地勘程度低，公司已在艾玛矿区内做了大量勘探工作，资源增储预期强烈。二是以类PE矿业投资基金运作收购优质矿山，呼伦贝尔基金已有数个优质项目进入考察、论证阶段。三是在贵州立金精矿综合利用项目，获得册亨县众多优质金矿整合机会。

■保理先行，打造金属金融服务平台。2013年支持政策陆续出台，商业保理在国内井喷式发展，汇聚了苏宁、京东、海航、IBM等各路资本。有色金属行业应收账款保理市场空间巨大，盛屯具备低成本融资渠道、专业风险评估能力两大关键优势，与银行形成错位竞争。我们预计2014年底可实现6亿元保理量，保理余额3亿元，三年内实现保理余额40亿元，净息差收益率5%。随着自贸区金融业务许可的逐步放开，公司还将拓展租赁等融资服务，打造金属金融服务平台。

■给予买入-B评级，12个月目标价11.20元。预计2014-2016年营业收入分别为24.62亿元、30.88亿元、38.24亿元，净利润分别为1.62亿元、2.42亿元和3.87亿元，增速分别为52.5%、49.3%和60.2%，EPS分别为0.26元、0.39元和0.63元。首次给予买入-B的投资评级，12个月目标价为11.20元，相当于2015年传统业务25x，保理业务40x的动态市盈率。

■风险提示：铅锌价格大幅下滑；保理政策收紧；应收款质量恶化

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,369.4	2,037.6	2,462.3	3,088.5	3,824.2
净利润	15.5	106.1	161.8	241.6	387.0
每股收益(元)	0.03	0.23	0.26	0.39	0.63
每股净资产(元)	1.93	5.36	6.09	6.49	7.12
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	242.9	35.5	31.5	21.1	13.2
市净率(倍)	4.3	1.5	1.4	1.3	1.2
净利润率	1.1%	5.2%	6.6%	7.8%	10.1%
净资产收益率	1.1%	4.2%	4.2%	6.0%	8.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.2%	14.2%	7.5%	8.2%	12.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

贸易Ⅲ

投资评级

买入-B

首次覆盖

12个月目标价

11.20元

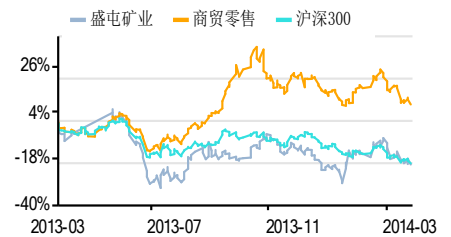
股价(2014-03-24)

8.32元

交易数据

总市值(百万元)	3,764.04
流通市值(百万元)	2,657.14
总股本(百万股)	453.50
流通股本(百万股)	320.14
12个月价格区间	6.91/10.70元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.19	11.92	0.20
绝对收益	-10.85	6.68	-17.25

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-66581768

报告联系人

陈书炎

010-66581841
chensy3@essence.com.cn

相关报告

目录

1. 转型专业矿业公司，拓展金属金融服务	4
2. 金属采选为基础，矿产品贸易协同	4
2.1. 综合贸易业务与保理、矿山并购形成协同效应.....	4
2.2. 铜银、铅锌，扎根内蒙.....	5
2.3. 再添金矿，深耕西南.....	6
3. 重点布局西南、内蒙，勘探、收购并举，持续增储	7
3.1. 艾玛增储在即，华金前景可期.....	8
3.2. 矿业基金挖掘优质矿山，西南、内蒙两地开花.....	8
4. 保理先行，打造金属金融服务平台	9
4.1. 商业保理步入快车道.....	9
4.2. 多路资本涌入，产融结合，各有千秋.....	11
4.3. 低成本融资、风险评估能力是商业保理业务的关键.....	13
4.4. 打造专业金属金融服务平台.....	14
5. 盈利预测和投资评级	16
5.1. 关键假设.....	16
5.2. 盈利预测和估值讨论.....	16

图目录

图 1: 盛屯矿业组织架构图.....	4
图 2: 公司营业收入和构成 (2013 年)	5
图 3: 贸易业务快速增长 (2013 年)	5
图 4: 有色金属采选收入逐年增长.....	5
图 5: 银鑫矿业收入构成 (2012 年)	5
图 6: 盛屯矿业设立矿业投资基金发掘优质矿山	9
图 7: 中国银行业保理业务体量巨大.....	9
图 8: 2013 年国内商业保理市场井喷.....	9
图 9: 政策放开后融资租赁迅猛发展.....	14
图 10: 规模以上企业应收账款迅速增加	15
图 11: 保理业务流程图.....	16
图 12: 国内商业保理业务结构	16
图 13: 海航集团保理服务的协同效应.....	162
图 14: 典型的综合保理服务.....	172
图 15 茂通的供应链服务.....	12
图 16 苏宁供货商、平台客户的融资需求旺盛	12
图 17 阿里巴巴的互联网金融服务.....	13
图 18 有色金属冶炼、压延加工业应收账款净额攀升	14
图 19 盛屯矿业资产负债率较低	15
图 20 预计盛屯的保理业务将快速放量.....	16

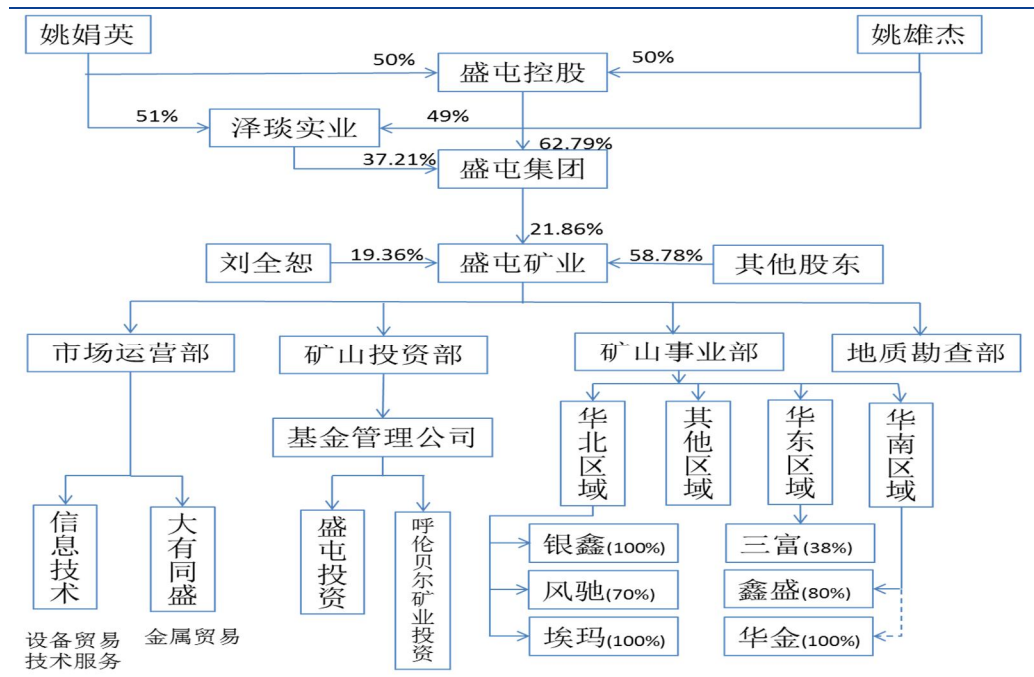
表目录

表 1: 盛屯矿业非公开发行募集资金方案.....	6
表 2: 贵州华金已探明金资源储量情况.....	6
表 3: 盛屯集团对贵州华金采矿证办理的承诺.....	7
表 4: 盛屯矿业的资源情况.....	7
表 5: 黔西南金三角地区有多个大型金矿	8
表 6: 2012 年起商业保理支持政策陆续出台	10
表 7: 三类商业保理公司.....	13
表 8: 三类商业保理公司竞争力排序	13
表 9: 上海盛屯商业保理与四川四环签订的保理合作协议	14
表 10: 搭建行业大数据库, 建立资信评估标准流程:	15
表 11: 矿山采选产能预测 (单位: 万吨)	16
表 12: 有色金属基准价格预测 (单位: 元/吨, 元/克)	16
表 13: 盛屯保理业务预测 (亿元)	16
表 14: 公司业绩细项预测.....	17
表 23: 公司业绩细项预测.....	17
表 15: A 股可比上市公司估值比较	17

1. 转型专业矿业公司，拓展金属金融服务

打造集矿山勘探、采选建设、外延并购、矿产品贸易为一体的专业矿业公司，并拓展金属金融综合服务业务。公司转型前为厦门雄震集团，从事 IT 设备贸易和技术服务业务。2007 年成功收购尤溪县三富矿业，确立以矿产资源开发为新方向，目前主营业务包括有色金属采选和矿产品综合贸易。2007 年至今，先后收购了三富矿业(38%)、鑫盛矿业(80%)、银鑫矿业(100%)、风驰矿业(70%)、艾玛矿业(100%)，2014 年还将收购贵州华金(100%)。经过几年连续并购运作，已打造成集矿山勘探、采选建设、外延并购一体的专业矿业公司。2013 年公司开始切入商业保理市场，资金已到位、业务框架搭建完成，保理业务步入收获期。随着自贸区金融业务许可的逐步放开，公司还将拓展租赁等融资服务，打造专业金属金融服务平台。

图 1：盛屯矿业组织架构图



数据来源：安信证券研究中心

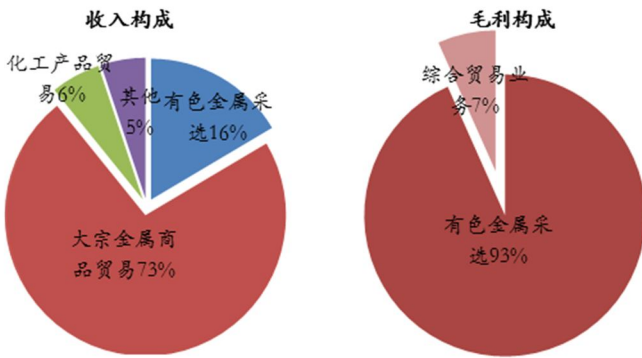
2. 金属采选为基础，矿产品贸易协同

2.1. 综合贸易业务与保理、矿山并购形成协同效应

建立专业贸易团队，与保理业务和外延并购形成协同效应。盛屯矿业的综合贸易业务，按产品可分为有色金属贸易和 IT 设备贸易，一是延续转型前的 IBM、HP 小型机及服务器贸易业务，二是矿产品及有色金属贸易平台，产品包括铁精粉、电解铜、铝锭、电解石、铝锭、稀土等。按运行模式，则可分为供应链服务（毛利率约 10%）和转手贸易（毛利率约 3%）。2010、2011 年公司贸易业务主要为供应链服务，2012 年后逐步开展低毛利率的转手贸易（锁定价差），因此综合贸易业务收入增加、综合毛利率降低。

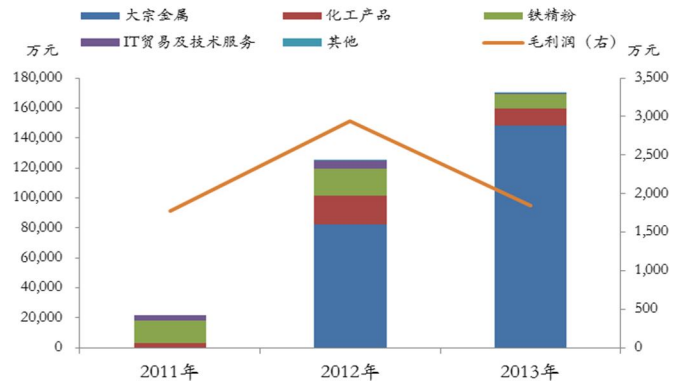
尽管贸易业务毛利率偏低，但对金属保理业务和外延式并购有协同效应：1) 做大收入规模，增强公司资信能力，降低融资成本；2) 为金属保理和收矿寻找潜在客户。公司已具备一支能力强、经验丰富的业务团队，建立了完善的采购、销售体系，积累了相当规模的客户群体，将继续做大做强综合贸易业务。

图 2：公司营业收入构成（2013 年）



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 3：贸易业务快速增长（2013 年）

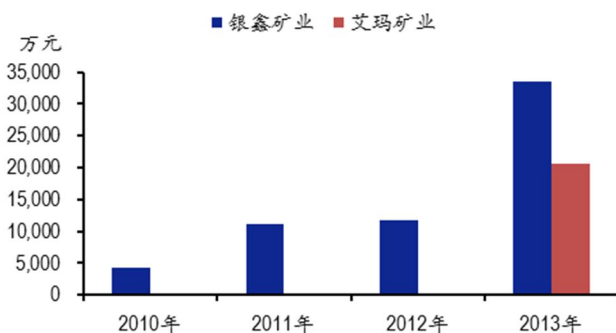


数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2.2. 铜银、铅锌，扎根内蒙

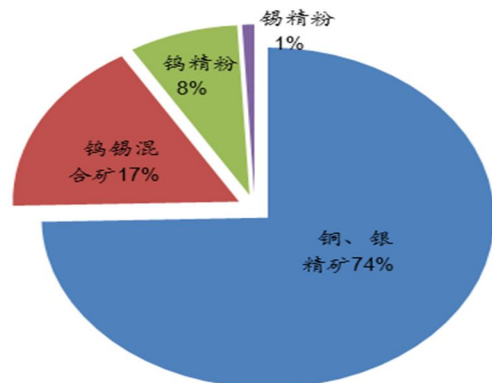
银鑫矿业(铜)和艾玛矿业(铅锌)盈利能力强，并伴生银、钨、锡。位于内蒙的银鑫和艾玛矿业是公司的主力矿山，银鑫矿业是铜矿并伴生银、钨、锡，2013 年并表的艾玛矿业以铅、锌为主，伴生银、铜。银鑫、艾玛品位高、盈利强，银鑫矿业净利率持续高于 30%，艾玛更是超过 60%。

图 4：有色金属采选收入逐年增长



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 5：银鑫矿业收入构成（2012 年）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

银鑫矿业技改后产能将提高，尾矿再利用进一步提高钨锡收入。银鑫矿业位于内蒙古自治区西乌珠穆沁旗，下属道伦达坝铜矿，主要有用组分为铜（金属量 17.25 万吨，平均品位 1.05%，近几年实际入选品位 0.8-0.9%）、钨（金属量 3.59 万吨，主要黑钨矿，少部分白钨矿）、锡（3.15 万吨），并伴生银（585 吨）和硫（96.8 万吨）。2011 年技改扩产后，伴生的钨、锡金属回收率在逐步提高。

第一，技改方案提升采矿产能，匹配选矿规模。道伦达坝铜金属矿 2013 年采选规模为 23 万吨，实际上已有 45 万吨/年选矿厂，产能制约在采矿环节。矿山建有 14 条竖井、深部 3 条倒段盲竖井，但建设初期没有系统规划，竖井断面、提升设备规格都过小，单个竖井的提升能力有限。公司计划募集 1.86 亿元用于银鑫技改项目，新掘一条主竖井和盲副井，预计 2016 年可完成，采矿产能提升至 45 万吨/年，与选矿规模匹配。

第二，尾矿再利用进一步提高钨锡收入。道伦达坝铜矿伴生钨锡丰富，但回收率低，钨和锡金属量绝大部分保留在尾矿中，公司已着手尾矿再利用项目，进一步提高钨锡收入。

艾玛矿业已达到设计产能，2014、2015 年扣非业绩承诺为 1.57 亿元。艾玛矿业巴根黑格其尔矿区采选矿场位于内蒙古自治区兴安盟科尔沁右翼前旗满族屯乡，铅、锌品位分别

为 3.3%、6.5%，并伴生银 36.72 克/吨。2012 年 7 月矿山主井完成安装并投入使用，大大提高了矿山矿石采矿及提升能力。另外，艾玛矿区处于极寒地区，公司完成井口供暖工程，作业时间可延长近 2 个月（过往每年只能生产 220 天左右）。2012、2013 年艾玛矿业实际采选量分别为 8 万吨、20 万吨，2014 年起已可实现 30 万吨/年的设计产能。2013 年增发收购艾玛矿业时，盛屯集团和刘全恕均承诺艾玛矿业 2013 年度-2015 年度实现扣非净利分别 12,475 万元、15,681 万元和 15,681 万元，否则以回购股份并注销的方式进行补偿。

2.3. 再添金矿，深耕西南

拟收购贵州华金股权至 100%控股。2014 年公司计划非公开发行募集资金不超过 11.51 亿元，发行底价 7.14 元/股，不超过 1.61 亿股，用于收购贵州华金、增资贵州华金开展勘探项目、银鑫矿业技改项目以及补充公司流动资金。受金价下跌及评估资源量减少（由 18.06 吨减少至 16.81 吨）影响，非公开发行的修改方案将盛屯投资 85.71% 股权及贵州华金 3% 股权评估价由 7.24 亿元下调为 6.22 亿元。盛屯矿业此前以盛屯投资持有贵州华金 13.86% 股权，收购完成后将 100% 控股贵州华金。

表 1：盛屯矿业非公开发行募集资金方案

项目名称	预案募集金额	修改后募集金额
收购盛屯投资 85.71% 股权及贵州华金 3% 股权	72,357	62,166
增资贵州华金开展勘探项目	4,400	4,400
银鑫矿业技改项目	---	18,554
金精矿综合利用项目	25,762	---
增资大有同盛	20,000	---
补充公司流动资金	21,000	30,000
合计	143,519	115,121

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3 个采矿权、2 个探矿权，可获金资源量约 31.6 吨。贵州华金位处黔西南金三角地区，是国内最大的卡林型金矿密集区，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。贵州华金各矿区已探明保有金资源储量合计 23.41 吨，投入 4400 万用于开展勘探项目，初步预计可探获资源量 8.2 吨。

表 2：贵州华金已探明金资源储量情况

权证类型	矿区	矿权面积-平方公里	保有金资源量-千克	平均品位--克/吨
采矿	丫他	2	17,733	3.2
	板其	1.665	3,784	3.4
	板万	1.432	1,892	2.9
探矿	丫他	20.23		
	板万	49.38		
合计		74.71	23.41	3.2

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

突破采矿产能制约，贵州华金收入渐增。贵州华金已建成 1,200 吨/日（36 万吨/年）的选矿产能，但受采矿环节制约，实际采选规模仅约 460 吨/日（15 万吨/年）。根据盛屯集团对贵州华金采矿证扩证的承诺，2014、2015 年将逐步提升采矿产能至 36 万吨/年。我们预计 2014-2016 年贵州华金采选产量可以分别达到 20 万吨、32 万吨、36 万吨。以平均品位 3.38 克/吨、金价 260 元/克、金精矿 75% 折价系数以及 220 元/吨原矿成本计算，我们预计贵州华金 2014-2016 年可实现净利润 3,846 万元、6,829 万元、7,823 万元。

表 3: 盛屯集团对贵州华金采矿证办理的承诺

	现有规模	扩建后规模	完成日期
丫他采矿权证	15 万吨/年	18 万吨/年	2014.9.30
板其采矿权证	3 万吨/年	12 万吨/年	2014.9.30
丫他探矿权证	0 万吨/年	6 万吨/年	2015.9.30

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 重点布局西南、内蒙, 勘探、收购并举, 持续增储

已控制总矿石储量达 3,647 万吨, 涵盖铜、钨、锡、铅、锌、银等多资源。2007 年至今, 依靠自有资金、资产置换、增发收购等方式先后收购了三富矿业(38%)、鑫盛矿业(80%)、银鑫矿业(100%)、风驰矿业(70%)、艾玛矿业(100%), 并计划 2014 年非公开发行收购贵州华金(100%)。目前全资、控股及参股子公司控制了 4 个采矿权、4 个探矿权, 即将完成收购的贵州华金还拥有 3 个采矿权、2 个探矿权。已控制的总矿石储量达 3,647 万吨, 其中艾玛矿业 652.59 万吨, 银鑫矿业为 2,124.49 万吨, 风驰矿业为 497.12 万吨, 鑫盛矿业为 373.26 万吨, 涵盖铜、钨、锡、铅、锌、银等多资源。

表 4: 盛屯矿业的资源情况

子公司	矿业权	控股比例	收购时间和方式	资源保有储量	目前状态	规划采选产能	剩余服务年限	目前满产产量
尤溪三富矿业	尤溪县梅仙丁家山矿, 采矿权	38%	2007 年 9 月股权收购	2007 年 11 月: 矿石量 111.82 万吨, 铅 1.22 万吨、锌 4.20 万吨、银 45.12 吨	外包经营	--	-	--
云南玉溪鑫盛矿业	元阳县城采山坪多金属矿, 采矿权	80%	2008 年资产置换收购得 60%, 2009、2010 年分别增持 10%	2008 年: 矿石量 392.94 万吨, 铜金属量 1.88 万吨 (0.58%); 金 539.32 千克 (0.23g/吨); 镍 558.9 吨 (0.28%)	建设期	16 万吨	15	--
	元阳县城头山铜多金属, 探矿权			普查勘探中	--	--	--	--
锡林郭勒盟银鑫矿业	道伦达坝铜多金属矿, 采矿权	100%	2010 年非公开发行, 现金收购 72%, 2011、2012 年分别增持 5%、23%	2009 年: 矿石总量 2124.49 万吨, 铜金属量 16.4 万吨 (平均 1.05%, 08、09 年入选 0.84%、0.86%), 锡 2.385 万吨, 钨 3.27 万吨, 银 547 吨 (伴生于铜)	在产/建设	45 万吨	>30	选矿 36 万吨, 采矿 21 万吨
	热哈达铅锌多金属矿区, 探矿权			勘探中	--	--	--	--
克什克腾风驰矿业	克什克腾旗安乐锡矿, 采矿权	70%	2011 年增资收购风驰矿业 70% 股权	2011 年: 矿石量 497 万吨, 铜 6.47 万吨(1.77%), 锡 2.39 万吨 (0.47%), 银 155 吨(高于 30 克/吨), 锌 6168 吨 (2.24%) 三氧化钨 238 吨, 金、铋、硫、铅等	建设期	20 万吨	>25	--吨
	安乐锡矿外围多金属普查, 探矿权			勘探中	--	--	--	--
兴安艾玛矿业	内蒙古右前旗巴根黑格其尔矿区铅锌矿, 采矿权	100%	2013 年增发收购 100%	2011 年 6: 矿石量 652 万吨, 铅 21.15 万吨 (3.24%); 锌 41.33 万吨(6.33%); 伴生银 177.6 吨 (36.72g/t); 铜 9558 吨(0.15%)	生产/建设	30 万吨	>20	30 万吨
	右前旗巴根黑格其尔地区铜及多金属矿, 探矿权			勘探中	--	--	--	--
贵州华金矿业 (计划注入)	贵州省亨县丫他、板其、板万 3 个金矿, 采矿权	100%	2013 计划增发收购 100%	探明金金属量合计 23,41 吨, 平均品位 3-3.5 克/吨, 丫他金矿勘探预计可探获资源量 8.23 吨	生产/建设	30 万吨 (一期)	4-15 年	30 万吨
	丫他、板万 2 个金矿, 探矿权			勘探中	--	--	--	--

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

注: 剩余服务年限按照扩产后的采选规模计算

集结了一批经验老道、资源丰富的地勘专家，并与内蒙、西南几个地勘院紧密合作，勘探、收购并举实现持续增储：一是依托现有矿山，积极开展后续勘探项目，鑫盛、风驰、艾玛、银鑫、华金都配有探矿权证，艾玛和华金的增储前景最可观。二是不断寻找有潜力的矿山并购机会，采取矿业基金方式专业化运营，重点挖掘内蒙、西南地区的优质早期矿山，外延式扩张持续增储。三是在贵州册亨县设立金精矿综合利用项目，获得册亨县 100 多个金矿整合机会。

3.1. 艾玛增储在即，华金前景可期

艾玛矿业位处地勘处女地，铅锌资源增储在即。艾玛矿业位于著名的内蒙古巴根黑格其尔铅锌多金属矿床，是一个以铅锌为主，兼含铁、铜等金属的多金属矿床，地质环境简单、矿体品位高、厚度大、埋藏浅，开采成本低。由于地处外蒙边境交界，过去属于国防战略缓冲区，仍是矿石勘探、开发处女地。艾玛矿业持有采矿权面积 22.127 平方公里，已探明保有的 652.59 万吨矿石中，集中分布在 2 平方公里区域内，其中有 400 多万吨来自最大的 45 号矿体，控制矿体长度 386m，最大垂深 96m。探矿权勘查面积 31.55 平方公里，探矿权分布于采矿权四周。收购艾玛矿业后公司已在矿权内做了大量勘探工作，我们预计铅锌资源增储很快就会有收获。

贵州华金位处黔西南金三角，勘探投入前景值得期待。公司拟收购的贵州华金位处黔西南金三角地区，是国内最大的卡林型金矿密集区，也是中国重要的黄金资源勘查基地及产地，烂泥沟、水银洞、太平洞、紫木涵、Y 他等大型、特大型金矿均位于州内。2011 年贵州找矿工作取得突破，新增资源量 240 吨，黔西南地区金矿资源量已经超过 540 吨。水银洞最早探明仅 10 余吨，通过每年持续的地质勘查投入，开展区域地质找矿，金资源总储量逐年递增，保有金资源储量已超过 100 吨。Y 他、板其金矿是贵州地区最早发现的卡林型金精矿，但一直未投入资金进行系统后续探矿，资源储量也仍停留在原有勘探发现水平。盛屯矿业控股后，贵州华金将获得充足的勘探投入支持，增储前景值得期待。

表 5：黔西南金三角地区有多个大型金矿

矿山	控股方	储量	品位	产量
烂泥沟	Eldorad	110 吨	7g/吨	3-5 吨
水银洞	贵州紫金	100 吨	6-7g/吨	2 吨
太平洞	紫金矿业	40 吨	2.5g/吨	1 吨

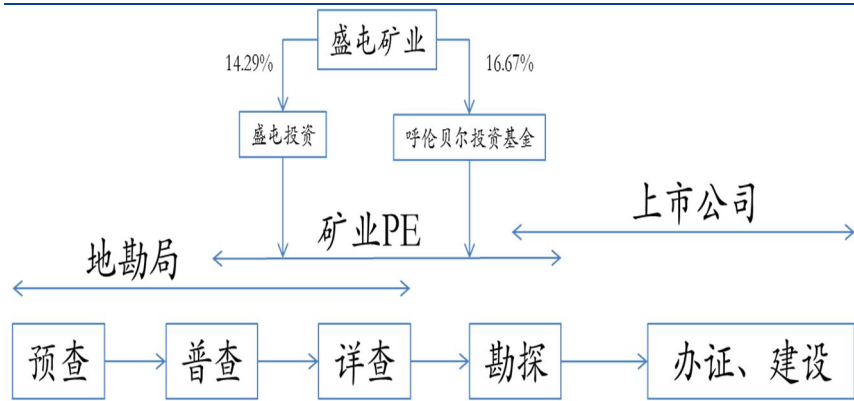
数据来源：安信证券研究中心

3.2. 矿业基金挖掘优质矿山，西南、内蒙两地开花

依托地勘专家，重点布局内蒙、西南，开发优异项目。盛屯矿业于 2011 年成立地质矿产勘查院，负责已有矿山资源勘查及开发、潜在矿山项目考察及专业人才引进，集结了一批经验老道、资源丰富的地勘专家：现任副董事长尉琪瑛曾任云南省有色地质局党委书记，独立董事张健曾任中色集团总经理，现任地勘院院长罗荣生曾任云南省有色地质局地质矿产处处长。尉琪瑛与张健作为带头人，分别负责西南、内蒙两地，以点带面，开发优异项目。

运作上采用类 PE 的矿业投资基金，2011 年设立的盛屯投资已有收成，内蒙呼伦贝尔矿业投资望再下一城。大部分优质矿山在早期阶段，都有证件不齐、缺乏详勘资料等问题，从风险性及合规性考量都不适合上市公司直接介入。为解决这一问题，2011 年公司发起成立了盛屯矿业投资公司，由专业管理团队负责考察、收购、孵化有潜力的项目，通过 1-2 年的勘探投入、经营管理规范等，待到项目成熟再伺机注入上市公司，贵州华金即是盛屯投资在西南地区的第一个成果。2012 年公司还设立了呼伦贝尔投资公司，主要与当地地勘局合作，由当地地勘局提供拟投资项目，投资公司负责资金投入、探矿方案设计，目前已有 2-3 个优质项目进入考察、论证阶段，预计很快将有斩获。

图 6：盛屯矿业设立矿业投资基金发掘优质矿山



数据来源：安信证券研究中心

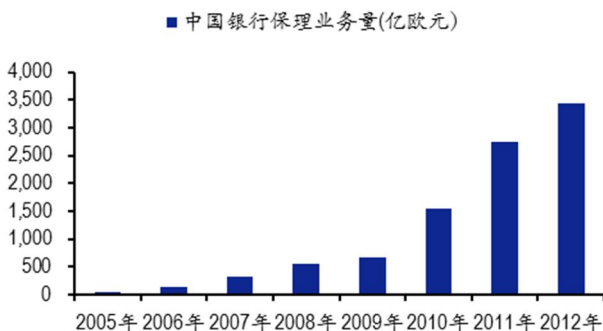
设立金精矿综合利用项目，获得册亨县众多优质金矿整合机会。2013 年贵州省册亨县人民政府与盛屯矿业签订了《战略合作框架协议》，盛屯矿业在册亨县建立金精矿综合利用项目（拟定规模为 6.6 吨金/年，华金设计产能仅 1 吨金/年）。一方面，能解决贵州华金的金精矿含砷、含硫，外售折价的问题，另一方面还能就近利用黔西南州及附近广西地区储量丰富的难选冶金精矿。更重要的是，目前册亨县境内有 100 多个黄金矿权，其中大部分矿区投入不足、管理不到位，地勘、开发程度都还很低，盛屯因此获得整合当地优质黄金矿权的机会。

4. 保理先行，打造金属金融服务平台

4.1. 国内商业保理市场步入快车道

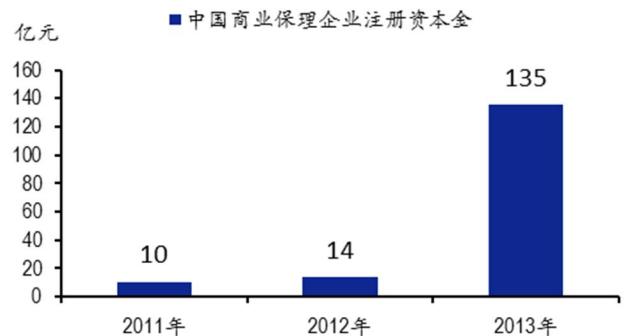
保理是基于应收账款的综合信用服务，国内市场主力是银行保理。保理是基于企业交易过程中订立的货物销售或服务合同所产生的应收账款，由商业银行或商业保理公司提供的贸易融资、销售账务管理、应收账款催收、信用风险控制与坏账担保等服务功能的综合性信用服务。目前国内保理市场主力是商业银行，2012 年中国银行保理业务量近 2.83 万亿元，商业保理业务量仅约 100 亿。

图 7：中国银行业保理业务体量巨大



数据来源：FCI，安信证券研究中心

图 8：2013 年国内商业保理市场井喷



数据来源：CFEC，安信证券研究中心

支持政策陆续出台，2013 年商业保理在国内井喷式发展。实际上，国内商业保理早在 1993 年就开始萌芽，2004 年起陆续有商业保理公司获准经营。2012 年，随着主管部门支持政策的不断出台，我国商业保理市场才真正发力。当年 6 月商务部发文同意在天津滨海新区、上海浦东新区开展商业保理试点，11、12 月浦东、滨海新区分别出台商业保理试点办法。2013 年，试点范围不断扩大（广州、深圳、上海、重庆、苏南、北京、浙江、河

南、辽宁等),国内商业保市场呈井喷式发展,业务总量翻倍至200亿元以上。截至2013年底,全国注册商业保理企业达284家,仅2013年就注册了200家,新增注册资本135亿元。随着2014年下半年商务部《商业保理业管理办法》制定,相关实施细则也会陆续颁布,预计将带动更多企业涌入商业保理市场。

表 6: 2012 年起商业保理支持政策陆续出台

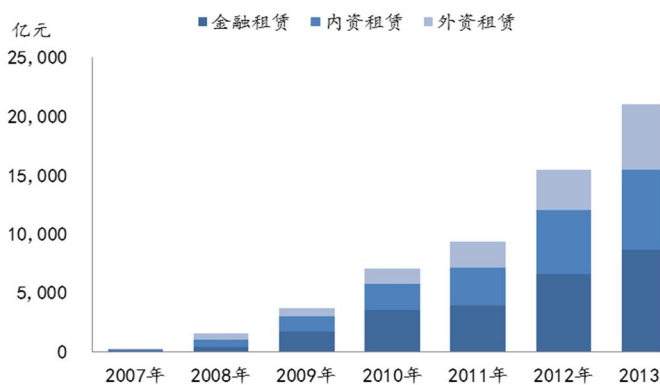
时间	部门	法规条例
2012.4.19	国务院	《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》
2012.6.27	商务部	《关于商业保理试点有关工作的通知》
2013.8.12	国务院	《关于金融支持小微企业发展的实施意见》
2013.8.12	深圳经贸和信息化委员会	《深圳市外资商业保理试点审批工作暂行办法》
2013.8.15	商务部	《关于做好商业保理行业管理工作的通知》
2013.9.2	上海浦东新区商务委员会	《浦东新区商业保理试点期间监管暂行办法》
2013.11.27	天津市人民政府办公厅	《天津市商业保理业试点管理办法的通知》
2013.12.10	银监会	《商业银行保理业务管理暂行办法》
2014.2.24	上海浦东新区商务委员会	《中国(上海)自由贸易试验区商业保理业务管理暂行办法》

数据来源:安信证券研究中心整理

商业保理来自实体经济内生需求,随着支持政策逐渐落地,国内商业保理市场已步入快车道:

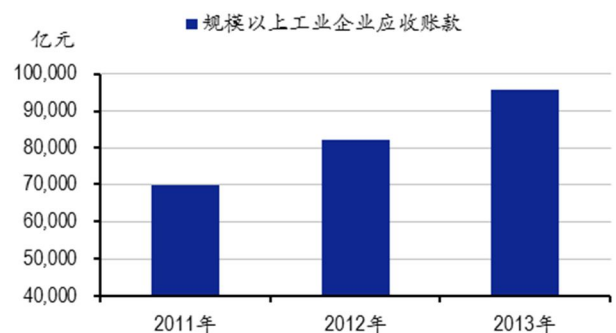
第一,普惠金融发展滞后,中小企业融资需求有待开发。2007年1月银监会文重新允许国内商业银行介入金融租赁并批准银行成立金融租赁公司,上海、天津等城市陆续出台鼓励融资租赁业务发展的优惠政策,内资租赁公司开始试点,外资租赁公司审批权下放至地方商务委。政策放开后融资租赁业迅速进入蓬勃发展期,行业复合增速超过200%。融资租赁的快速崛起,根源是国内普惠金融发展滞后,大量中小企业融资需求有待解决。融资租赁解决的是企业固定资产资金需求,大量中小企业的流动资金需求缺口尚在,因此商业保理政策放开后,同样有望迅速壮大。

图 9: 政策放开后融资租赁迅猛发展



数据来源:国家统计局,安信证券研究中心

图 10: 规模以上企业应收账款迅速增加



数据来源:国家统计局,安信证券研究中心

第二,保理业务具逆周期性,经济下行、应收账款增加,刺激保理需求。保理业务的基础是赊销交易,有明显的逆周期特征。2013年全国规模以上(主营业务收入2000万元以上)工业企业应收账款总额达到9.5万亿元,据估算全国企业应收账款规模则超过20万亿。随着经济下行压力加大,赊销比例提高,企业应收账款增加,回收周期延长,应收账款拖欠和坏账风险明显加大,企业周转资金紧张,对保理需求会增加。

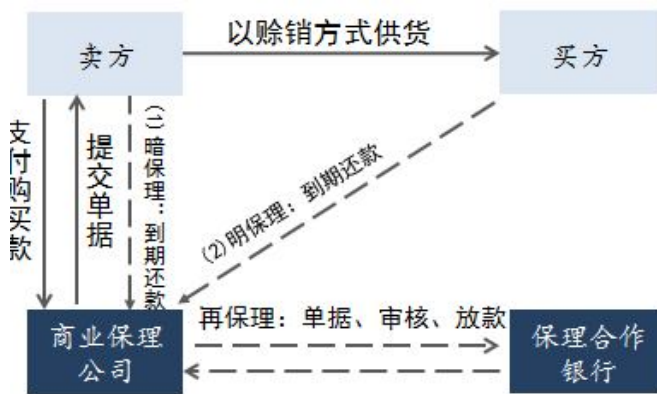
第三,商业银行不能满足中小企业需求,商业保理专业、灵活。中小企业对短期流动资金贷款,往往只有应收账款和库存资产可供抵押。银行由于信贷偏好、资质严格、不接受流动资产抵押物、审批流程等因素,不能有效满足中小企业需求。商业保理更具灵活

性和创新性，能够开发适合中小企业的业务品种，满足融资要求；可专注于某个行业或区域，在深入了解行业和区域特点的基础上，提供有针对性的服务，盘活中小企业流动资产，有效缓解周转资金问题。总之，商业保理具备银行无法企及的优势--专业资信评估能力、可接受抵押品范围广、快速响应贷款需求，因而能覆盖银行不愿或不敢服务的中小企业，与银行保理形成互补。

4.2. 多路资本涌入，产融结合，各有千秋

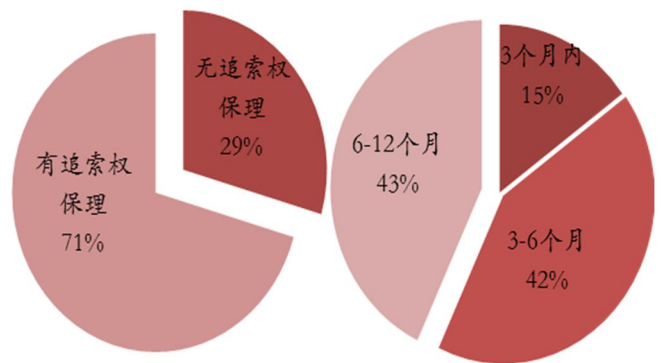
商业保理的一般操作流程是，买方企业与保理商签订保理协议，卖方将通过赊销（一般账期在3个月以内）而产生的合格应收款出售给保理商。根据应收账款转让时是否通知债务人，可分为明保理和暗保理；根据保理商是否承担应收账款的坏账风险，可分为有追索权和无追索权保理。

图 11：保理业务流程图



数据来源：安信证券研究中心

图 12：国内商业保理业务结构



数据来源：CFEC，安信证券研究中心

注：2013年天津、上海27家商业保理企业186笔业务的抽样统计

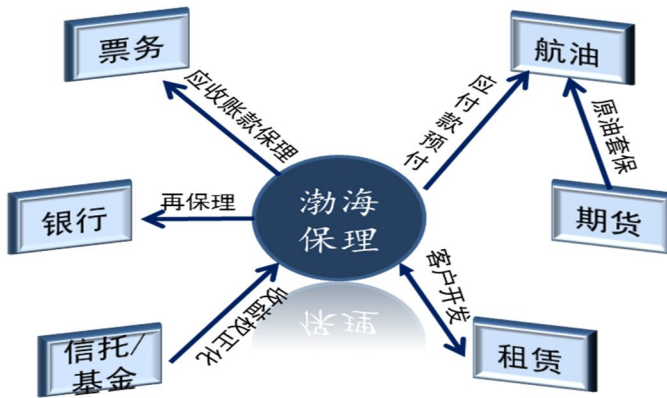
2012年起商业保理行业汇聚了苏宁、京东、海航、IBM等各路资本，业务范围涉及商贸流通、医疗、环保、教育、物流、航空、建筑等行业，我们将其分为三类：

第一，依托大集团的股东背景，提供综合金融服务，保理子公司得益于资源共享、业务协同，比如海航资本(渤海保理)、中信资产、高银金融。

拥有深厚产业背景的海航，打造了投行、租赁、保险、信托、证券、银行、期货、基金等完整金融链条，开展保理服务作为综合金融服务一环，与大股东产业、金融业务形成协同效应：为航空公司提供票务应收账款保理服务，为航油公司提供应付款的预付业务（还能提供原油期货套保），开展租赁保理与物流保理业务，发起应收账款收益权集合资金信托计划等为保理公司再融资提供支持。另外，商业保理公司需要融资加大杠杆时，还可以借助集团隐性担保、代偿承诺等方式获得增信。类似的，中信资产在原有租赁、典业务外，也设立了保理子公司以拓宽综合金融服务。

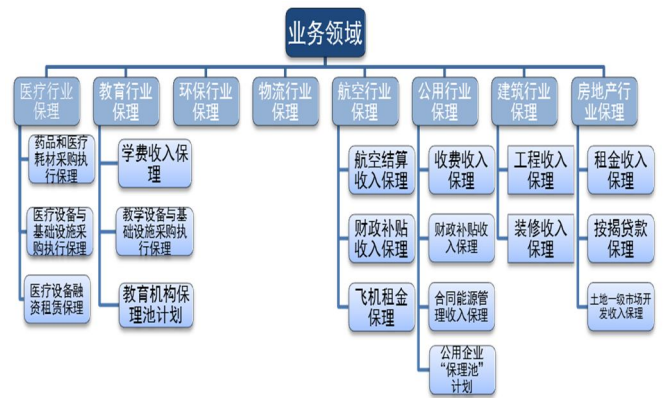
大集团产融结合的优势在于资源共享、业务协同，但没有明确地位。依托大集团的保理公司，通常力图打造大而全的综合保理服务，覆盖多行业、多链条。大而不专反倒造成缺乏明确产业定位，初期开展集团外业务有困难，先期要投入资金、完善系统，会经历一个相对的沉默期。

图 13: 海航集团保理服务的协同效应



数据来源: 安信证券研究中心

图 14: 典型的综合保理服务



数据来源: 鑫银国际保理, 安信证券研究中心

第二, 依托产业经验, 为产业链上下游合作企业提供贸易融资与保理服务, 做细分行业的专业保理, 比如瑞茂通、盛屯矿业、苏宁云商。

瑞茂通从事煤炭采购、加工、仓储、物流到分销的供应链管理, 拥有丰富的资源渠道和分销网络。煤炭行业持续疲软, 销售难度加大, 供应链各环节应收账款增加, 公司率先发掘了供应链金融平台的机会, 2013 年分别设立了天津瑞茂通商业保理、天津瑞茂通融资租赁, 开展供应链金融服务。随着保理余额不断增加, 瑞茂通 3 次对保理子公司增资, 注册资本金由 5000 万增加至 3 亿元, 我们预计保理余额很快将突破 30 亿元。

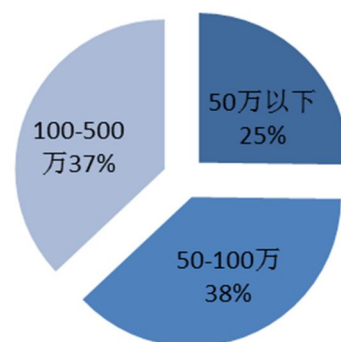
苏宁则结合了产业链经验与电商平台优势, 其数万供应商和平台商户中, 有 90% 以上是中小企业, 80% 以上有融资需求。其中, 25.2% 的企业有 50 万以下的融资需求, 37.8% 的企业有 50 万~100 万的融资需求, 37% 的企业有 100 万~500 万的融资需求。苏宁设立商业保理子公司, 通过线上线下供应链资源的有效整合, 建立完备的客户历史交易数据库, 集团信息系统还能对企业交易行为、经营状况进行分析, 成为开展保理业务的天然平台。

图 15: 瑞茂通的供应链服务



数据来源: 瑞茂通, 安信证券研究中心

图 16: 苏宁供货商、平台客户的融资需求旺盛



数据来源: 苏宁商业保理, 安信证券研究中心

专业保理公司的优势来自两方面: 1) 位于产业链中游起承接作用, 贸易和融资领域已有大量业务开展, 业内有一定认同度, 积累了客户资源和供应链金融服务经验; 2) 熟悉产业链上下游的经营、财务风险, 专业评估客户资信、应收账款风险, 快速响应融资需求。

第三, 依托电子商务平台, 设立保理子公司作为电商互联网金融服务的业务主体之一, 比如京东和阿里巴巴。

2013 年京东在上海成立了上海邦汇商业保理有限公司, 携手京汇小贷打造其互联网金融服务平台。阿里金融事业群则涵盖商诚 (上海) 商业保理有限公司、阿里小额贷款公司、

重庆/浙江商诚担保公司,共同为其小微企业客户提供融资服务。快钱等第三方支付平台,由于其支付结算平台掌握产业链上下游企业的交易行为和资信记录,因而也开展了保理业务。

图 17: 阿里巴巴的互联网金融服务



数据来源: 阿里巴巴, 安信证券研究中心

大型电商核心优势来自两方面: 1) 拥有庞大客户资源、供应商、经销商,且大部分是贷款需求强劲的小微企业; 2) 利用平台大数据,跟踪客户交易,掌握其应收账款动向,实时把握客户信用水平和还款能力。

表 7: 三类商业保理公司

类型	依托大集团	依托产业经验	依托电商平台
代表	海航资本(渤海保理)、中信资产、高银金融	瑞茂通、盛屯矿业、苏宁云商	京东、阿里巴巴
优势	集团资源共享、业务协同	有认同度、客户资源; 熟悉上下游经营、财务风险	庞大客户资源、供应商、经销商,平台数据实时把握客户还款能力

数据来源: 安信证券研究中心

4.3. 低成本融资、风险评估能力是商业保理业务的关键

保理公司净收益=[综合收益率(服务佣金+保理利率)-保理业务成本(资金成本+运营成本+坏账损失)]*保理贷款余额。商业保理公司收取的费用包括两部分: 一是保理服务佣金,包括对买方进行信用评估,回收和管理应收账款等服务,费率约 0.5-1.5%; 二是保理融资利息,即在应收账款到账之前垫给企业的资金利息,年化利率约 12-15%。成本端包含三部分: 一是保理公司自身的资金成本; 二是资信评估、风控等环节的运营成本; 三是应收账款质量隐含的坏账成本。其中,运营成本取决于保理公司的经营效率,保理利率、坏账损失取决于应收账款的风险定价水平。

低成本融资渠道、专业风险评估能力是开展商业保理业务的关键。在我们划分的三类商业保理公司中,依托大集团的优势在于资信等级较高,较容易低成本融资; 依托产业经验的核心竞争力则是专业的风险评估能力; 电商平台由于掌握了企业几乎全部运营、财务数据,又天然拥有大量融资需求旺盛的小微企业客户,因此具备保理业务的条件最佳。

表 8: 三类商业保理公司竞争力排序

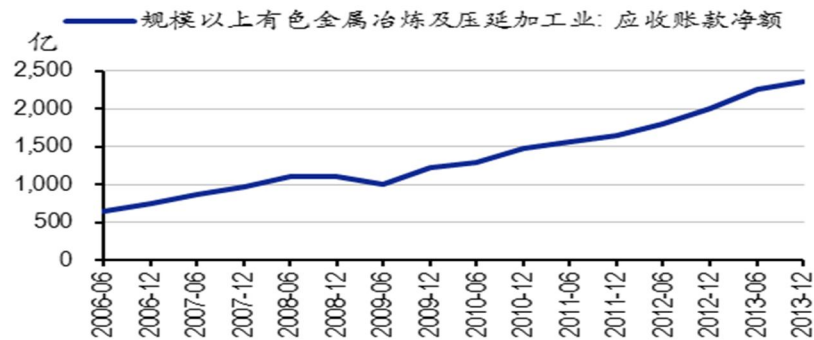
	依托大集团	依托产业经验	依托电商平台
资金成本	★★★	★★	★
运营成本	★	★★	★★★
风险评估	★	★★★	★★★
业务拓展	★★	★★	★★★

数据来源: 安信证券研究中心

4.4. 打造专业金属金融服务平台

有色金属行业流转金额大，周转资金需求高，应收账款保理市场空间巨大。有色金属行业产值高，年流转金额达数万亿，整个产业链从矿山开发、精矿销售、精矿贸易、金属冶炼、金属贸易、金属制品等各个生产环节都存在大量的融资需求。尤其是冶炼企业，由于生产环节较多，大量流动资金以在产品、辅助材料、产成品等存货所占，对原料采购的资金周转需求较高。2013年底规模以上有色技术冶炼及压延加工企业（2000万以上主营收入）应收账款净额就达2500亿元，保理市场空间巨大。但国内银行不具备把控金属行业贷款风险的专业能力，大量中小企业融资需求有待开发。

图 18：有色金属冶炼、压延加工业应收账款净额攀升



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

商务部放开商业保理试点资格后，盛屯于2013年10月率先设立了有色金属专业保理公司——上海盛屯金属保理，注册资本金2亿元，以冶炼企业应收账款保理作为介入金属金融业务的第一步。2014年2月20日，上海盛屯商业保理与四川四环电锌签下第一单保理合作协议，三年内保理业务不低于5亿元。

表 3：上海盛屯商业保理与四川四环签订的保理合作协议

保理额度及保理业务量	2014年3月1起三年内的保理业务不低于5亿元，保理额度不超过1亿元，单笔应收账款金额在1千万以下，账期不超过3个月
业务手续费及融资利息	保理业务手续按照卖方实际转让的应收账款金额的0.25%，融资利息按年化利率12%-15%
担保措施	四环股东提供个人无限连带责任担保、股权质押，提供设备、厂房、用地、30万吨尾渣（含锗、铜、银、铅等金属）作为抵押
偿债能力跟踪	四环提供年度采购计划、财务会计资料及生产经营状况资料，包括但不限于财务报告、有关债权债务及其它必要资料，无条件接受盛屯派驻现场人员的监督
锌锭销售业务合作	四环与盛屯金属开展锌锭、锗、银等金属产品的销售合作业务，业务量不低于5亿元

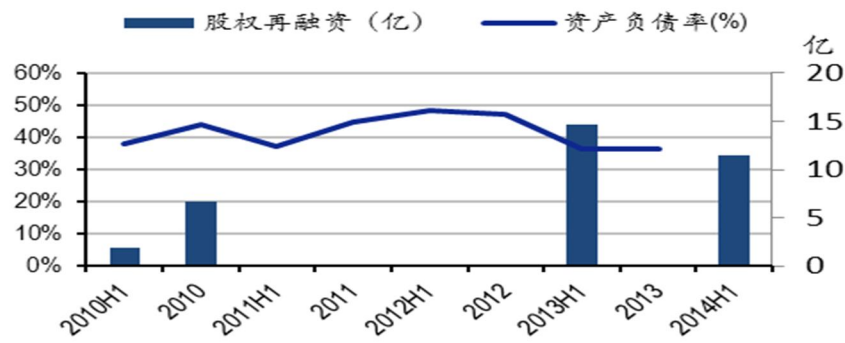
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

前文我们提出，低成本融资渠道、专业风险评估能力是开展商业保理业务的关键，盛屯商业保理作为依托产业经验、细分领域的专业保理公司，具备充足竞争力：

第一，集团给予充足的低成本资金支持。理论上，保理企业可通过发债、银行借款、资产证券化等方式提高杠杆（最高10倍），但目前商业保理公司几乎都依赖股东的资金支持或者增信承诺。

盛屯矿业近几年连续收购优质矿山，都是借助股权再融资方式，充分利用了上市公司的融资平台，目前资产负债率仅36%，债券融资空间很高。2014年盛屯矿业获得了工行厦门分行30亿元综合授信，支持公司向金属金融服务商转型。我们预计贷款成本仅需基准利率上浮10%，不逊于中信、渤海等大集团保理子公司的资金成本。

图 19: 盛屯矿业资产负债率较低



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

第二，搭建行业大数据库，专业风险评估、快速响应融资需求。公司旗下有专业的矿业技术、矿业管理、矿业投融资团队，加上多年的矿产品贸易经验，熟识了大量下游客户群体，知道如何从原料采购、经营数据、工艺技术、市场信誉等多角度评估冶炼企业的资信，还能协助客户套期保值，提供原料采购、产品销售渠道。公司在内蒙和云贵川有多年矿业勘探、采选、贸易经验，保理业务首先布局在这两个地区，能充分发挥熟悉当地市场和企业的优势。另外，为建立企业信用评估的标准流程，加快评估速度，公司正在搭建行业大数据库，以便快速响应贷款需求。

表 9: 搭建行业大数据库，建立资信评估标准流程:

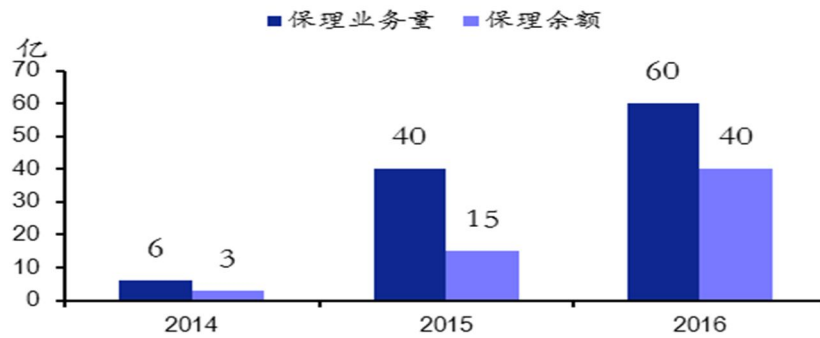
评估参数	经营数据（电力消耗、加工成本、原材料投入） 生产技术（冶炼技术、副产品回收利用程度） 从市场信誉、历史交易等多方面综合评估企业资信
评估对象	贸易业务客户，或主动提出资金需求的客户 中大型冶炼企业 300 家，小型冶炼企业 100-200 家
行业/品种	铅锌和铜金为主，逐步拓展其他品种
地理区域	东北（内蒙）、云贵川，充分利用现有采、选矿领域的人脉、经验

数据来源: 安信证券研究中心

第三，目标客户是难以获得银行授信的中小型民营冶炼企业，与银行错位竞争。冶炼企业的设备、厂房价值不高，以存货、原料等流动性资产为主，不符合银行的抵押品要求。中小型冶炼企业融资又常是少量、多次的贷款，贷前调查、贷后风险控制的成本高。加上银行缺乏冶炼行业的专业经验，资信评估能力差，因而通常只给大型、国有冶炼厂提供融资服务。盛屯本身就是冶炼厂的上游，能对矿粉原料进行评估、监督，有足够的风险控制、抵押品管理能力，甚至可以实时现场监督，因而能满足这些中小民营冶炼企业的融资需求，与银行形成错位竞争。

资金到位、业务框架搭建完成，保理业务步入收获期。有色金属行业应收账款保理市场空间巨大，盛屯具备低成本融资渠道、专业风险评估能力两大关键优势，与银行形成错位竞争，建立了强大的先发优势。我们预计 2014 年底可实现 6 亿元保理量，保理余额 3 亿元，三年内实现 60 亿保理收入、40 亿元保理余额。以 7%-8% 资金成本、12-15% 保理综合收益率计算，息差收益率可达 5%。随着自贸区金融业务许可的逐步放开，公司还将拓展租赁等融资服务，打造专业金属金融服务平台。

图 20: 预计盛屯的保理业务将快速放量



数据来源: 安信证券研究中心

5. 盈利预测和投资评级

5.1. 关键假设

表 10: 矿山采选产能预测 (单位: 万吨)

矿山	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
银鑫矿业	21	23	23	23	45
艾玛矿业	8	20	30	30	30
贵州华金	9	0	20	32	36

数据来源: 安信证券研究中心

表 11: 有色金属基准价格预测 (单位: 元/吨, 元/克)

品种	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
铜	57,421	52,500	48,000	45,000	45,000
铅	15,427	14,233	14,000	14,000	14,000
锌	15,076	14,712	14,000	14,000	14,000
金	339.5	282.5	260	260	260

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

表 12: 盛屯保理业务预测 (亿元)

	2014E	2015E	2016E
保理量	6	40	60
保理余额	3	15	40
净息差	5%	5%	5%

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

5.2. 盈利预测和估值讨论

盈利预测方面, 有色金属采选收入增长主要来自艾玛、银鑫采选规模扩大, 以及贵州华金并表和扩产; 综合贸易以做大收入为主; 保理业务 2014 年开始放量, 预计三年内保理余额将突破 40 亿元。假设 2014 年实施增发价格为 7.14 元/股, 总股本增加 1.61 亿股。我们预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 24.62 亿元、30.88 亿元 38.24 亿元, 增速分别为 20.9%、25.4%和 23.8%; 净利润分别为 1.62 亿元、2.42 亿元和 3.87 亿元, 增速分别为 52.5%、49.3%和 60.2%。EPS 分别为 0.26 元、0.39 元和 0.63 元。

表 13: 公司业绩细项预测

	税收净利润 (百万元)			
	2013A	2014E	2015E	2016E
银鑫矿业	34	34	34	86
艾玛矿业	125	157	157	157
贵州华金	0	38	68	78
贸易业务	13	15	19	23
保理业务	0	13	64	170
无形资产摊销额	49	75	86	96

数据来源: 安信证券研究中心预测

注: 1. 铜价下跌拖累银鑫利润, 但钨、锡回收率在提升

2. 分公司净利润预测未考虑并表后的采矿权摊销、管理费用、财务费用等

表 15: 公司业绩细项预测

单位: 百万元	EPS(元)			
	2013A	2014E	2015E	2016E
有色金属采选	159	229	259	321
业绩增速		44.03%	13.10%	23.94%
综合贸易	13	15	19	23
业绩增速		15.38%	26.67%	21.05%
金属保理	0	13	64	170
业绩增速		--	392.31%	165.63%

数据来源: 安信证券研究中心预测

表 146: A 股可比上市公司估值比较

名称	代码	股价	EPS(元)				P/E(x)			
			3月21日	2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E
驰宏锌锗	600497	8.85	0.27	0.32	0.38	0.50	33.33	27.90	23.15	17.62
中金岭南	000060	5.59	0.21	0.14	0.20	0.25	26.62	40.36	27.78	22.21
中色股份	000758	9.81	0.26	0.05	0.13	0.48	37.16	207.84	75.69	20.31
西部资源	600139	8.15	0.28	0.10	0.14	0.33	28.93	85.61	57.64	24.41
平均							31.51	90.43	46.07	21.14

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

估值方面, 我们认为, 公司理应享有以下两重溢价。

第一, 连续收购大型矿山, “无形资产-采矿权摊销”拖累会计利润, 盈利能力被低估。公司收购艾玛、银鑫、华金矿业权评估值分别高达 13.47 亿、6.99 亿、5.99 亿元, 按照剩余使用年限进行摊销计入管理费, 2013 年艾玛、银鑫矿业权合计摊销值达 4886 万, 而公司净利润仅 1.06 亿元, 会计利润低估了公司实际的经营现金净流入。我们预计 2014-2016 年合并报表的净利润 1.62 亿元、2.42 亿元和 3.87 亿元, 而艾玛、银鑫、华金采矿权摊销合计分别达 7564 万元、8551 万元、9605 万元, 会计利润受采矿权摊销影响较大。

第二, 资金到位、业务框架搭建完成, 保理业务步入收获期。有色金属行业应收账款保理市场空间巨大, 盛屯具备低成本融资渠道、专业风险评估能力两大关键优势, 与银行形成错位竞争, 建立了强大的先发优势。我们预计 2014 年底可实现 6 亿元保理量, 保理余额 3 亿元, 三年内可实现保理业务余额 40 亿元, 保理业务已步入收获期。

第三, 艾玛矿业资源增储在即, 矿业 PE 持续外延扩张。公司集结了一批经验老道、资源丰富的地勘专家, 重点布局西南、内蒙, 将持续增储: 一是艾玛、贵州华金所处矿区地勘程度都很低, 公司已在艾玛矿权内做了大量勘探工作, 资源增储在即。二是以矿业投资基金寻求收购优质矿山, 呼伦贝尔基金已有 2-3 个优质项目进入考察、论证阶段。三是

在贵州设立金精矿综合利用项目，获得册亨县 100 多个金矿整合机会。

给予“买入-B”投资评级，12 个月目标价 11.20 元/股。盛屯矿业 3 月 21 日股价为 8.30 元，2013 年静态市盈率为 35.5x。考虑到 2014 年公司保理业务将获得业绩贡献，艾玛矿业增储在即，有色金属采选部分也会有所增长，特别是艾玛矿业、贵州华金、银鑫矿业采选产能都将提高。我们给予公司 2015 年传统业务 25x，保理业务 40x 的动态市盈率，12 个月目标价为 11.20 元，投资评级为“买入-B”。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年03月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,369.4	2,037.6	2,462.3	3,088.5	3,824.2	成长性					
减:营业成本	1,263.4	1,761.5	2,118.7	2,641.8	3,193.3	营业收入增长率	304.3%	48.8%	20.8%	25.4%	23.8%
营业税费	3.9	9.3	2.3	2.9	4.1	营业利润增长率	-72.4%	999.2%	64.8%	49.6%	60.4%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	-43.3%	584.7%	52.5%	49.3%	60.2%
管理费用	49.2	106.6	120.6	130.5	141.0	EBITDA 增长率	-4.8%	211.4%	34.6%	30.4%	42.5%
财务费用	35.0	41.8	33.1	33.1	33.1	EBIT 增长率	-20.2%	244.4%	42.0%	42.2%	54.1%
资产减值损失	4.1	5.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	-33.6%	259.1%	31.3%	42.9%	54.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.1%	150.3%	30.7%	3.9%	0.9%
投资和汇兑收益	-3.3	1.7	1.7	3.0	1.7	净资产增长率	-9.0%	165.9%	52.7%	6.3%	9.6%
营业利润	10.5	114.9	189.4	283.2	454.3	利润率					
加:营业外净收支	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	毛利率	7.7%	13.6%	14.0%	14.5%	16.5%
利润总额	11.5	116.0	190.4	284.2	455.3	营业利润率	0.8%	5.6%	7.7%	9.2%	11.9%
减:所得税	1.5	11.2	28.6	42.6	68.3	净利润率	1.1%	5.2%	6.6%	7.8%	10.1%
净利润	15.5	106.1	161.8	241.6	387.0	EBITDA/营业收入	5.4%	11.3%	12.5%	13.0%	15.0%
						EBIT/营业收入	3.3%	7.7%	9.0%	10.2%	12.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	73	67	84	86	75
货币资金	69.2	279.0	630.5	744.1	1,100.1	流动营业资本周转天数	-11	-8	-8	0	10
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	101	83	123	136	143
应收帐款	42.5	138.1	98.5	123.5	153.0	应收帐款周转天数	17	16	17	13	13
应收票据	40.5	-	-	-	-	存货周转天数	3	4	4	2	2
预付帐款	152.4	175.0	317.8	396.3	479.0	总资产周转天数	479	504	662	612	524
存货	7.1	34.8	14.2	14.5	21.6	投资资本周转天数	254	307	419	386	320
其他流动资产	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	1.1%	4.2%	4.2%	6.0%	8.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.6%	2.7%	3.2%	4.5%	6.7%
长期股权投资	106.9	108.5	109.5	109.5	109.5	ROIC	4.2%	14.2%	7.5%	8.2%	12.2%
投资性房地产	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	费用率					
固定资产	292.2	469.3	685.1	794.9	802.7	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	7.9	0.1	0.1	0.1	管理费用率	3.6%	5.2%	4.9%	4.2%	3.7%
无形资产	951.8	2,265.1	2,833.3	2,747.8	2,651.8	财务费用率	2.6%	2.1%	1.3%	1.1%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	6.2%	7.3%	6.2%	5.3%	4.6%
资产总额	1,781.6	3,918.8	5,133.1	5,374.7	5,761.8	偿债能力					
短期债务	161.5	120.0	120.0	120.0	120.0	资产负债率	47.4%	36.4%	25.8%	24.7%	23.0%
应付帐款	178.7	111.6	176.6	176.6	176.6	负债权益比	89.9%	57.1%	34.8%	32.7%	29.9%
应付票据	57.0	215.6	257.7	257.7	257.7	流动比率	0.70	1.21	1.75	2.11	2.90
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.68	1.14	1.73	2.09	2.86
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	1.30	3.75	6.72	9.56	14.74
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	843.6	1,425.0	1,325.7	1,325.7	1,325.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	62.4	61.1	61.9	61.9	61.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	293.8	453.5	614.7	614.7	614.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	581.7	1,979.2	3,130.8	3,372.4	3,759.4						
股东权益	938.0	2,493.8	3,807.4	4,049.0	4,436.1						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	9.9	104.8	161.8	241.6	387.0	EPS(元)	0.03	0.23	0.26	0.39	0.63
加:折旧和摊销	29.4	74.2	86.5	86.5	86.5	BVPS(元)	1.93	5.36	6.09	6.49	7.12
资产减值准备	4.1	5.2	-	-	-	PE(X)	242.9	35.5	31.5	21.1	13.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	1.5	1.4	1.3	1.2
财务费用	35.0	39.4	33.1	33.1	33.1	P/FCF	-183.3	-3.1	-6.4	44.9	14.3
投资损失	3.3	-1.7	-1.7	-3.0	-1.7	P/S	2.7	1.8	2.1	1.7	1.3
少数股东损益	-5.6	-1.4	-	-	-	EV/EBITDA	47.4	15.9	14.9	11.2	7.2
营运资金的变动	-30.8	378.2	19.8	-103.8	-119.3	CAGR(%)	189.8%	54.6%	61.6%	189.8%	54.6%
经营活动产生现金流量	46.7	258.0	299.4	254.5	385.6	PEG	1.3	0.6	0.5	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-174.8	-178.7	0.8	3.0	1.7	ROIC/WACC	0.3	1.1	0.6	0.6	0.9
融资活动产生现金流量	-4.9	108.2	798.0	-33.1	-33.1	REP	10.9	1.4	2.5	2.1	1.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

