

2014年05月14日

盛屯矿业 (600711.SH)

公司快报

证券研究报告

贸易Ⅲ

投资评级

买入-B

维持评级

12个月目标价

11.2元

股价 (2014-05-13)

8.24元

交易数据

总市值 (百万元) 3,736.83

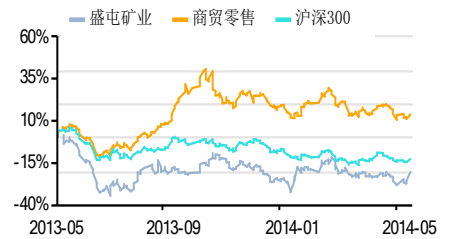
流通市值 (百万元) 2,637.93

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	3.62	-2.62	0.16
绝对收益	-0.60	-7.21	-13.90

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001

qiding@essence.com.cn

010-66581768

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-66581658

报告联系人

陈书炎

010-66581841

chensy3@essence.com.cn

相关报告

季节性亏损, 保理已发力 2014-04-30

保理先行, 打造金属金融服 2014-03-25

务平台

## 艾玛深部探矿有收获,再增储前景可观

■艾玛矿业采矿权内增储约 40%, DCF 评估值 8.91 亿元。艾玛矿业新增铅+锌矿石量 323.36 万吨, 金属量 240,512 吨, 平均品位分别为 2.17%、5.27%; 伴生银金属量 116.31 吨, 平均品位 37.32g/t。新增全铁矿石量 14.05 万吨, 平均品位 35.20%。

一, 铅、锌、银资源储量分别增加 33.19%、41.20%、65.49%, 矿山服务年限提高约十年 (以矿石量计)。新增储量 90% 以上集中在 45 号矿体, 正好是艾玛的主采区, 假设深部矿体不增加采选成本, 则新增资源储量的 DCF 法评估值为 8.91 亿元;

二, 鉴于公司完成 2014/2015 年 1.57 亿元业绩承诺难度不大, 且艾玛矿业 2014 年刚达到 30 万吨设计产能, 铅、锌价格又处于周期底部, 我们认为公司短期不会扩建采选产能, 因而增储暂不提振业绩。

三, 此次仅是现有采矿权内深部探矿, 玛矿业位于中蒙交界的矿石勘探、开发处女地, 持有探矿权勘查面积 31.55 平方公里, 分布于采矿权四周 (著名的内蒙古巴根黑格其尔铅锌多金属矿床), 增储前景依然可观。

■5月8日公司与志成金铅签订保理合作协议 (第二家), 预计近期还将与 3-4 家冶炼企业签订保理协议。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 3-5%。随着自贸区金融业务许可逐步放开, 公司还将拓展租赁等融资服务。

■非公开发行方案已无条件审核通过, 发行底价为 7.14 元/股。

■维持买入-B 评级, 12 个月目标价 11.20 元。预计 2014-2016 年净利润增速分别为 52.5%、49.3% 和 60.2%, EPS 分别为 0.26 元、0.39 元和 0.63 元。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)	223.0	32.6	29.0	19.4	12.1
市净率(倍)	3.9	1.4	1.3	1.2	1.1
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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年05月14日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	1,369.4	2,037.6	2,462.3	3,088.5	3,824.2	营业收入增长率	304.3%	48.8%	20.8%	25.4%	23.8%
减:营业成本	1,263.4	1,761.5	2,118.7	2,641.8	3,193.3	营业利润增长率	-72.4%	999.2%	64.8%	49.6%	60.4%
营业税费	3.9	9.3	2.3	2.9	4.1	净利润增长率	-43.3%	584.7%	52.5%	49.3%	60.2%
销售费用	-	-	-	-	-	EBITDA 增长率	-4.8%	211.4%	34.6%	30.4%	42.5%
管理费用	49.2	106.6	120.6	130.5	141.0	EBIT 增长率	-20.2%	244.4%	42.0%	42.2%	54.1%
财务费用	35.0	41.8	33.1	33.1	33.1	NOPLAT 增长率	-33.6%	259.1%	31.3%	42.9%	54.8%
资产减值损失	4.1	5.2	-	-	-	投资资本增长率	6.1%	150.3%	30.7%	3.9%	0.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-9.0%	165.9%	52.7%	6.3%	9.6%
投资和汇兑收益	-3.3	1.7	1.7	3.0	1.7	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>10.5</b>	<b>114.9</b>	<b>189.4</b>	<b>283.2</b>	<b>454.3</b>	毛利率	7.7%	13.6%	14.0%	14.5%	16.5%
加:营业外净收支	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	营业利润率	0.8%	5.6%	7.7%	9.2%	11.9%
<b>利润总额</b>	<b>11.5</b>	<b>116.0</b>	<b>190.4</b>	<b>284.2</b>	<b>455.3</b>	净利润率	1.1%	5.2%	6.6%	7.8%	10.1%
减:所得税	1.5	11.2	28.6	42.6	68.3	EBITDA/营业收入	5.4%	11.3%	12.5%	13.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>15.5</b>	<b>106.1</b>	<b>161.8</b>	<b>241.6</b>	<b>387.0</b>	EBIT/营业收入	3.3%	7.7%	9.0%	10.2%	12.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	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	<b>投资回报率</b>					
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	<b>费用率</b>					
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%
<b>资产总额</b>	<b>1,781.6</b>	<b>3,918.8</b>	<b>5,133.1</b>	<b>5,374.7</b>	<b>5,761.8</b>	<b>偿债能力</b>					
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	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>843.6</b>	<b>1,425.0</b>	<b>1,325.7</b>	<b>1,325.7</b>	<b>1,325.7</b>	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						
<b>股东权益</b>	<b>938.0</b>	<b>2,493.8</b>	<b>3,807.4</b>	<b>4,049.0</b>	<b>4,436.1</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.03	0.23	0.26	0.39	0.63
净利润	9.9	104.8	161.8	241.6	387.0	BVPS(元)	1.93	5.36	6.09	6.49	7.12
加:折旧和摊销	29.4	74.2	86.5	86.5	86.5	PE(X)	223.0	32.6	29.0	19.4	12.1
资产减值准备	4.1	5.2	-	-	-	PB(X)	3.9	1.4	1.3	1.2	1.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-168.3	-2.8	-5.8	41.2	13.2
财务费用	35.0	39.4	33.1	33.1	33.1	P/S	2.5	1.7	1.9	1.5	1.2
投资损失	3.3	-1.7	-1.7	-3.0	-1.7	EV/EBITDA	47.4	15.9	13.6	10.1	6.5
少数股东损益	-5.6	-1.4	-	-	-	CAGR(%)	189.8%	54.6%	61.6%	189.8%	54.6%
营运资金的变动	-30.8	378.2	19.8	-103.8	-119.3	PEG	1.2	0.6	0.5	0.1	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>46.7</b>	<b>258.0</b>	<b>299.4</b>	<b>254.5</b>	<b>385.6</b>	ROIC/WACC	0.3	1.1	0.6	0.6	0.9
投资活动产生现金流量	-174.8	-178.7	0.8	3.0	1.7	REP	10.8	1.3	2.2	1.9	1.2
融资活动产生现金流量	-4.9	108.2	798.0	-33.1	-33.1						

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、衡昆分别声明, 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

