

收购符合预期, 但价值仍低估, 评级维持买入

- **事件:** 建新矿业公告称拟议 1.1 亿元收购中都矿产 95% 的股权。
- 我们认为这一收购是在预期之中的。建新矿业曾计划通过非公开发行的方式进行收购, 后因铅锌金价格波动, 开发方案需重新拟定而告吹。建新集团未来仍有望将新洲矿业有等几家公司注入上市公司。在这其中, 新洲矿业最应被看好, 其保有的钨储量位列全国前十(据 Randiz 统计数据), 且其开采配额较大。此外, 公司还具有强烈的对外扩张意识, 值得重点关注。
- 此外, 我们认为, 从资源估值看, 建新矿业存在低估。1) 从整体保有的资源储量来看, 建新矿业在铅锌矿业公司中排名第二; 2) 我们对四家铅锌矿业公司现阶段的市值储量比进行了测算, 建新矿业在所有四家铅锌矿业公司中排名倒数第二, 低于平均市值储量比, 即公司的市值存在相对低估。
- 我们认为, 从 P/E 估值看, 建新矿业也存在低估。1) 我们对铅锌银价格整体上的判断是稳中有升。2) 结合现有股价, 四家铅锌矿业公司的 2014-16E 平均 P/E 分别为 44x, 45x 和 39x, 建新矿业的 P/E 远低于该水平, 我们认为其相对存在低估。
- **矿山资源丰富, 露天开采成本低。**据研究机构 Randiz 的统计显示, 主力矿山东升庙多金属矿按铅锌储量总量计是内蒙古地区第四大铅锌矿, 矿石品位在内蒙古十大铅锌矿中位于中游, 且露天开采, 因此其开采成本具有相当的竞争力。主力矿山东升庙多金属矿现有采选矿石生产规模为 80 万吨/年, 在重组报告中已披露的 50 万吨/年矿石采选系统扩建工程预计将于今年年底建成。此外, 建新矿业于 2013 年 8 月决定在 130 万吨/年矿石采选能力的基础上, 进一步扩建 50 万吨达到 180 万吨/年的采选能力, 预计将于明年底达此产能。我们认为随着扩产的推进, 未来几年公司铅锌精矿产量都将得到持续的增长。
- **业绩预测与估值:** 我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.23 元, 0.31 元和 0.38 元, 对应的 P/E 分别为 40x, 30x 和 24x。评级维持“买入”。
- **风险提示:** 对外扩张慢于预期、项目进展低于预期等市场风险。

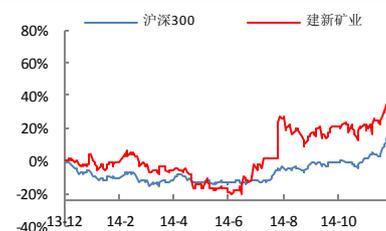
指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	669.69	827.03	957.95	1077.46
增长率	3639.48%	23.49%	15.83%	12.48%
归属母公司净利润(百万元)	282.25	262.79	348.41	426.74
增长率	1594.16%	-6.89%	32.58%	22.48%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.23	0.31	0.38
净资产收益率 ROE	29.06%	21.30%	22.02%	21.24%
PE	36.51	40.30	29.90	24.39
PB	10.61	8.35	6.51	5.13

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 兰可
执业证号: S1250514030001
电话: 010-57631191
邮箱: lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



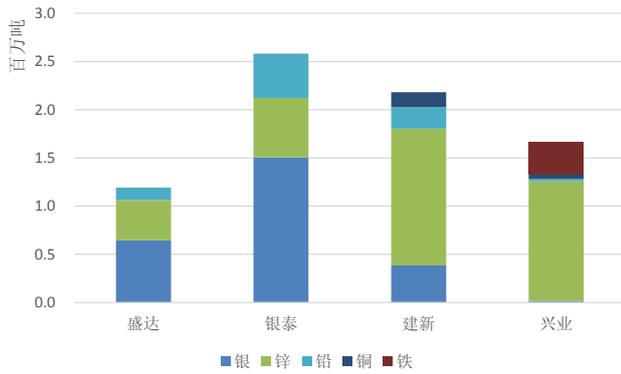
数据来源: 西南证券

基础数据

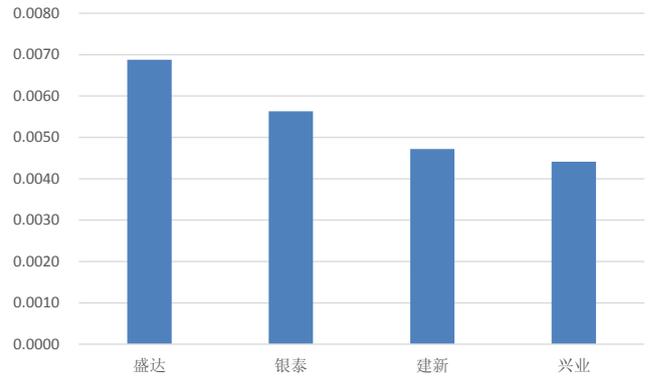
总股本(亿股)	11.37
流通 A 股(亿股)	2.96
52 周内股价区间(元)	4.68-9.66
总市值(亿元)	105.43
总资产(亿元)	15.08
每股净资产(元)	1.00

相关研究

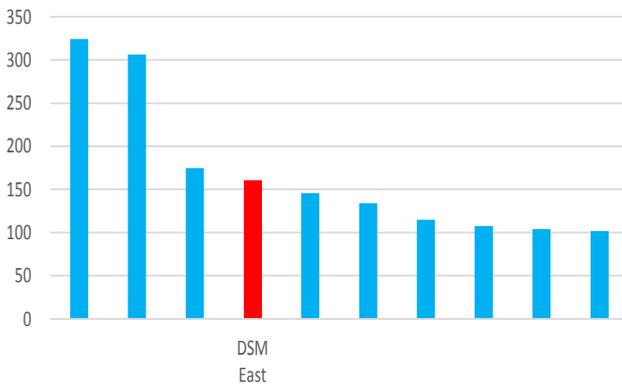
1. 建新矿业(000688): 扩产, 再扩产 (2014-07-29)

图 1: 铅锌矿业公司锌资源量比较


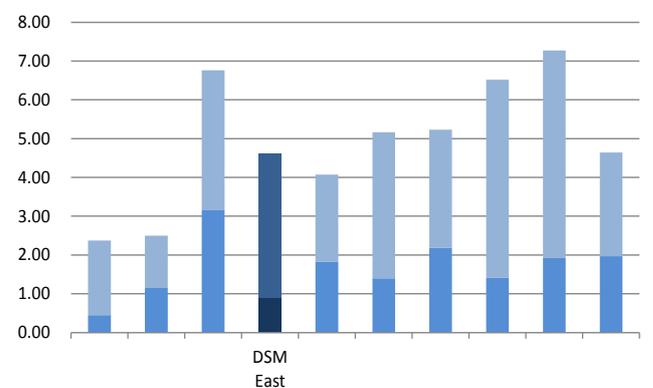
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 2: 市值/储量比


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 按储量计, 东升庙是内蒙古第四大铅锌矿山


数据来源: Randiz, 西南证券

图 4: 东升庙的铅锌品位位于行业中游


数据来源: Randiz, 西南证券

表 1: A 股铅锌矿业公司估值比较

	股价	投资评级	每股收益			P/E		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
建新矿业	9.27	增持	0.23	0.31	0.38	40.30	29.90	24.39
银泰资源	14.47	增持	0.23	0.26	0.29	62.91	55.65	49.90
兴业矿业	12.91	中性	0.28	0.18	0.22	46.11	71.72	58.68
盛达矿业	16.05	未评级	0.59	0.64	0.71	27.20	25.08	22.61
平均值						44.13	45.59	38.89

数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	669.69	827.03	957.95	1077.46	净利润	282.25	262.79	348.41	426.74
营业成本	265.90	430.22	443.10	454.65	折旧与摊销	41.73	41.97	41.97	41.97
营业税金及附加	10.06	8.27	9.58	10.77	财务费用	2.72	5.04	10.93	14.50
销售费用	3.75	9.10	10.54	11.85	资产减值损失	-1.59	2.00	0.00	0.00
管理费用	54.07	58.31	67.54	75.96	经营营运资本变动	-214.30	0.72	-127.37	102.87
财务费用	2.72	5.04	10.93	14.50	其他	105.18	-10.43	-19.19	-28.00
资产减值损失	-1.59	2.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	216.00	302.09	254.74	558.06
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-135.52	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-13.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-0.50	-0.50	-0.50	投资活动现金流净额	-148.94	-150.00	-150.00	-150.00
营业利润	334.79	313.59	415.76	509.23	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.83	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	337.62	313.59	415.76	509.23	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	55.37	50.80	67.35	82.50	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	282.25	262.79	348.41	426.74	其他	-189.47	6.96	9.57	14.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-189.47	6.96	9.57	14.70
归属母公司股东净利润	282.25	262.79	348.41	426.74	现金流量净额	-122.41	159.05	114.31	422.76
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	285.05	444.10	558.41	981.18	成长能力				
应收和预付款项	144.45	51.71	167.44	72.68	销售收入增长率	3639.48%	23.49%	15.83%	12.48%
存货	24.02	14.85	25.19	15.89	营业利润增长率	-1872.29%	-6.33%	32.58%	22.48%
其他流动资产	66.38	66.38	66.38	66.38	净利润增长率	1594.16%	-6.89%	32.58%	22.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	2168.81%	-8.69%	28.56%	19.71%
投资性房地产	64.96	58.41	51.86	45.31	获利能力				
固定资产和在建工程	412.07	528.04	646.01	613.99	毛利率	60.30%	47.98%	53.74%	57.80%
无形资产和开发支出	70.86	67.47	64.08	60.69	三费率	9.04%	8.76%	9.29%	9.50%
其他非流动资产	46.78	46.78	46.78	46.78	净利率	42.15%	31.78%	36.37%	39.61%
资产总计	1114.56	1277.74	1626.15	1902.89	ROE	29.06%	21.30%	22.02%	21.24%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	30.51%	24.00%	24.98%	25.99%
应付和预收款项	118.96	19.34	19.34	19.34	ROIC	-288.29%	37.09%	42.65%	40.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	57.01%	42.15%	46.78%	49.79%
其他负债	24.43	24.43	24.43	24.43	营运能力				
负债合计	143.39	43.77	43.77	43.77	总资产周转率	0.60	0.65	0.59	0.57
股本	1137.30	1137.30	1137.30	1137.30	固定资产周转率	2.17	2.19	2.77	3.43
资本公积	269.32	269.32	269.32	269.32	应收账款周转率	6.15	31.50	7.35	23.53
留存收益	-435.45	-172.66	175.75	602.49	存货周转率	11.07	28.98	17.59	28.61
归属母公司股东权益	971.17	1233.96	1582.37	2009.11	销售高增长期间现金营业收入	1.08	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	971.17	1233.96	1582.37	2009.11	资产负债率	12.87%	3.43%	2.69%	2.30%
负债和股东权益合计	1114.56	1277.74	1626.15	2052.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.37	29.83	42.26	58.73
					速动比率	3.61	25.63	37.52	54.48
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2013A	2014E	2015E	2016E					
EBITDA	381.78	348.60	448.16	536.50	每股收益	0.25	0.23	0.31	0.38
PE	36.51	39.21	29.57	24.15	每股净资产	0.85	1.08	1.39	1.77
PB	10.61	8.35	6.51	5.13	每股经营现金	0.19	0.27	0.22	0.49
PS	15.39	12.46	10.76	9.56	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	26.26	28.31	21.77	17.40					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn