

中矿资源 (002738.SZ)

暂无评级

合理估值区间：6.24-9.75 元

分析师

鲍荣富

建筑行业首席分析师

电话：021-68097609

邮箱：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

联系人

周松

电话：021-68596786

邮箱：zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130114120010

梁清对本报告亦有贡献

相关研究

核心观点：

- **综合地质勘查技术服务商，“走出去”战略先行者。**公司主营业务包括固体矿产勘查技术服务、房屋建筑服务、矿权投资业务和海外勘查后勤配套服务等。公司作为中国有色金属行业首批成规模“走出去”的商业性综合地质勘查技术服务公司，主要为大型矿业集团以及境内外矿业公司提供综合地质勘查技术服务；2011-2013年，国外业务占比分别为94.1%、85.4%、79.7%。
- **矿产品国内缺口大，矿业对外投资保持高速增长。**据不完全统计，在45种主要矿产中，国外进口的矿产品有23种，重要矿产品对外依存度较高。2006年至2013年，中国对外投资流量从211.6亿美元增至1078.40亿美元，CAGR高达26.2%。其中，采矿业位居中国对外投资存量金额的第三位。2003至2013十年间，中国采矿业投资净额从13.8亿美元增至248.1亿美元，增长了17倍，CAGR高达33.51%。
- **公司竞争优势突出：**(1) 海外业务先发优势：在市场意识、技术服务、综合管理水平等方面具有明显的市场竞争力。(2) 政策扶持优势：财政部、国土资源部为海外矿产风险勘查活动提供专项资金扶持，推动了海外矿权投资的发展。(3) 领先的技术优势。(4) 外部合作优势：与大型企业集团签署资源勘探战略合作协议，灵活吸收外部战略投资者。
- **“走出去”战略为公司海外勘察带来广阔市场，“基地化”发展战略，打造全球布局，矿权投资业务拓展新的增长空间。**目前我国企业控制的境外国际矿业生产市场的份额大约只占世界的1%，在“地勘先行”等配套政策和措施的引导下，无疑将会进一步促进国内企业“走出去”勘查、开发海外矿产资源。公司制定的“基地化”发展战略，通过本土化及规模化运营，公司项目人力物力的投入可以实现集约化管理，从而控制和降低项目成本。矿权投资业务是公司固体矿产勘查业务的有效延伸，与非勘查技术服务企业相比，公司从事矿权投资业务有较大的技术、经验优势和抗风险能力。
- **风险因素：**业务周期波动风险；客户集中度较高风险；境外经营风险等。
- **合理估值区间 6.24-9.75 元：**我们预计公司2014-16年EPS分别为0.39/0.45/0.58元，CAGR达12.54%，合理价值区间为6.24-9.75元(对应14年16-25倍PE)，合理市值7.5-11.7亿元，绝对估值7.51元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	299	330	346	388	453
增长率（%）	-8.2	10.5	4.76	12.17	16.75
归母净利润（百万）	67	49.01	47.01	53.78	69.86
增长率（%）	-18.4	-27.3	-4.08	14.40	29.90
每股收益	0.56	0.41	0.39	0.45	0.58

数据来源：wind，中国银河证券研究部

注：假定公司2014年公开发行3000万股，EPS所用总股本为12000万股。

目 录

一、公司概况	3
(一) 公司简述	3
(二) 股权结构	3
二、行业分析：中国矿业“走出去”空间巨大	4
(一) 固体矿产勘查技术服务行业概况	4
(二) 中国矿业“走出去”空间巨大	4
三、公司分析：海外矿勘先行者	5
(一) 公司主营业务及收入构成	5
(二) 公司财务分析	10
(三) 竞争优势	12
(四) 公司未来业绩的驱动因素	14
四、募投项目分析	15
五、风险提示	15
六、盈利预测与估值	16
(一) 盈利预测	16
(二) 合理估值与投价建议	17

一、公司概况

(一) 公司简述

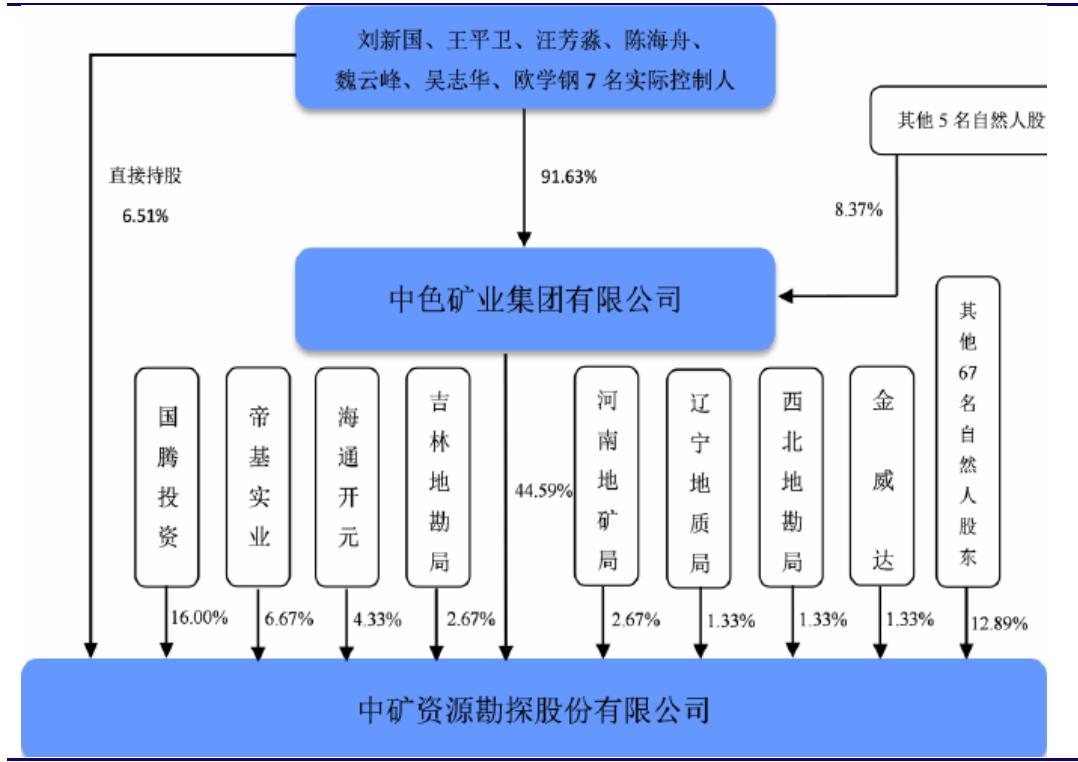
中矿资源勘探股份有限公司（本报告中简称“中矿资源”）前身“北京凯富源地质勘查有限公司”成立于1999年6月2日，2000年10月17日更名为“北京凯富源建设工程有限公司”，2002年9月2日更名为“北京中矿建设工程有限公司”，2008年2月4日整体变更并更名为“中矿资源勘探股份有限公司”。

中矿资源是一家综合地质勘查技术服务公司，主营业务包括固体矿产勘查技术服务、房屋建筑服务、矿权投资业务和海外勘查后勤配套服务等。固体矿产勘查技术服务是地质勘查技术服务工作中最主要的内容，矿权投资业务为固体矿产勘查技术手段的具体运用和服务领域的自然延伸。公司作为中国有色金属行业首批成规模“走出去”的商业性综合地质勘查技术服务公司，是国土资源部授予的“全国模范地勘单位”之一，是我国商业性固体矿产勘查技术服务领域的优势企业，主要为大型、特大型矿业集团及其下属公司、以及境内外矿业公司等中高端客户提供综合地质勘查技术服务。

(二) 股权结构

公司控股股东为中色矿业集团有限公司，持有公司本次发行前44.59%的股份。中色矿业的股东刘新国、王平卫等七人合计持有中色矿业91.63%的股权，直接持有本公司6.51%的股份，直接和间接持有本公司47.36%的股份，是本公司的共同控制人。

图 1：中矿资源勘探股份有限公司股权结构图



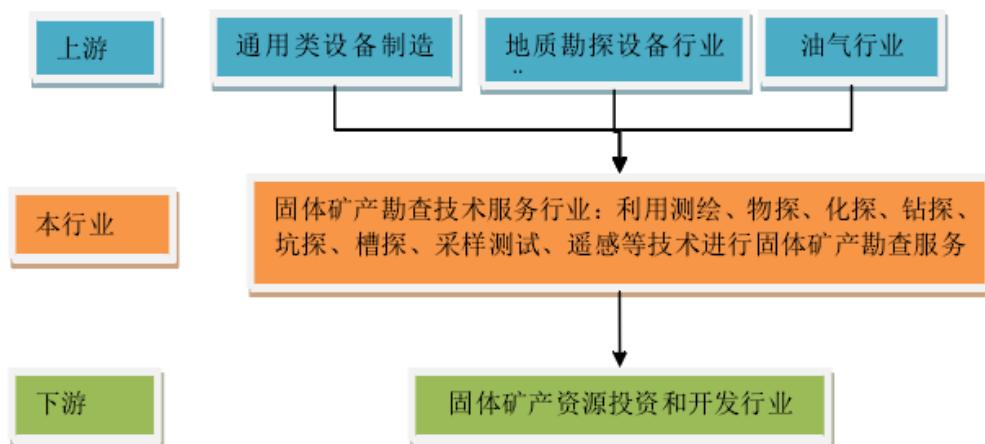
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

二、行业分析：中国矿业“走出去”空间巨大

(一) 固体矿产勘查技术服务行业概况

固体矿产勘查技术服务是综合运用地质、测绘、物探、化探、钻探、坑探、槽探、遥感、水文、岩矿鉴定、测试分析、信息处理等地质勘查技术，获取不同地层、构造、岩浆岩和地球物理、地球化学等成矿地质信息，向客户提供关于评价工作区固体矿产资源潜力的勘查报告与评价报告，为客户寻找与探明固体矿产资源提供依据。在勘查技术服务过程中，公司不需承担具体矿区是否有矿或储量大小的风险，只对勘查工作的质量负责，最终项目结算以实际完成的勘查工作量为依据，与受委托的工作区实际是否有矿或储量多少无关。

图 2：公司所处行业上下游关系图



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(二) 中国矿业“走出去”空间巨大

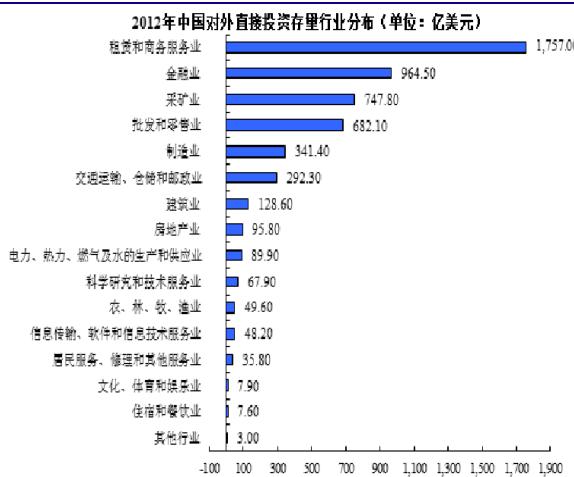
中国对外投资增速较快，2006年至2013年，中国对外投资流量从211.6亿美元增至1078.40亿美元，CAGR高达26.2%。其中，采矿业位居中国对外投资存量金额的第三位。

图 3：中国对外投资流量



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

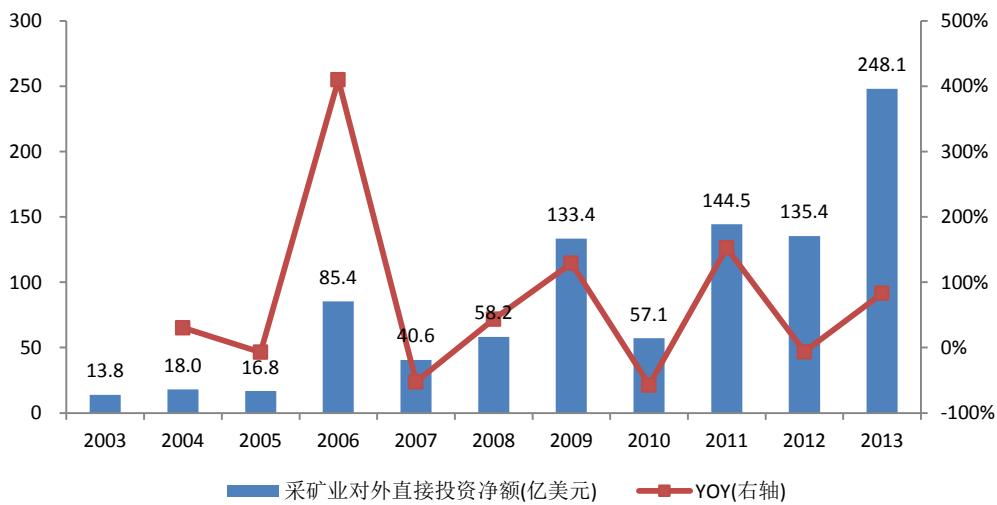
图 4：采矿业为中国“走出去”存量金额排名第三



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

2003至2013十年间，中国采矿业投资净额从13.8亿美元增至248.1亿美元，CAGR高达33.51%，可见中国矿业“走出去”空间巨大。未来再加上“一带一路”国家战略的不断深入，未来公司的海外业务将会有更大的发展机遇。

图 5：历年采矿业对外投资净额



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

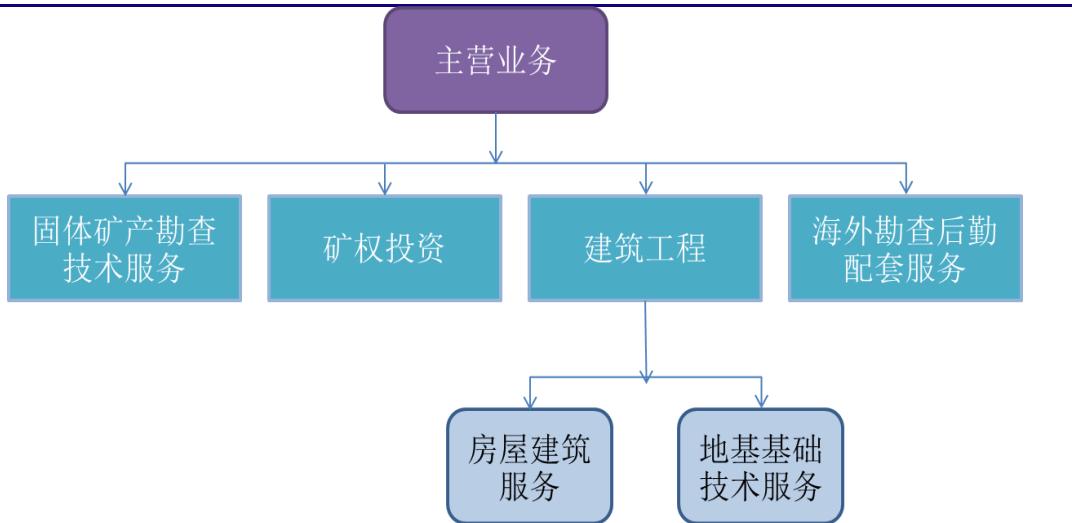
三、公司分析：海外矿勘先行者

（一）公司主营业务及收入构成

1、公司主营构成

公司的主营业务包括固体矿产勘查技术服务、矿权投资、建筑工程服务和海外勘查后勤配套服务四大板块。

图 6：公司主营业务



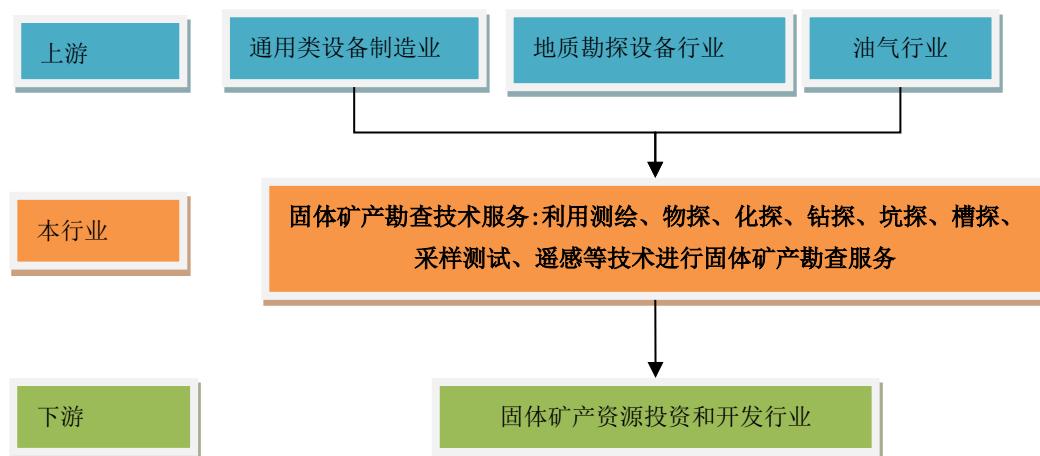
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(1) 固体矿产勘查技术服务

固体矿产勘查技术服务是综合运用地质、测绘、物探、化探、钻探、坑探、槽探、遥感、水文、岩矿鉴定、测试分析、信息处理等地质勘查技术，获取不同地层、构造、岩浆岩和地球物理、地球化学等成矿地质信息，向客户提供关于评价工作区固体矿产资源潜力的勘查报告与评价报告，为客户寻找与探明固体矿产资源提供依据。

在勘查技术服务过程中，公司不需承担具体矿区是否有矿或储量大小的风险，只对勘查工作的质量负责，最终项目结算以实际完成的勘查工作量为依据，与受委托的工作区实际是否有矿或储量多少无关。目前，公司承接的勘查项目主要为以钻探技术服务为主的综合性固体矿产勘查技术服务项目。勘查矿种以铜、铅、锌、镍、钴、金、银、铂等有色金属为主。

图 7：固体矿产勘查上下游产业关系

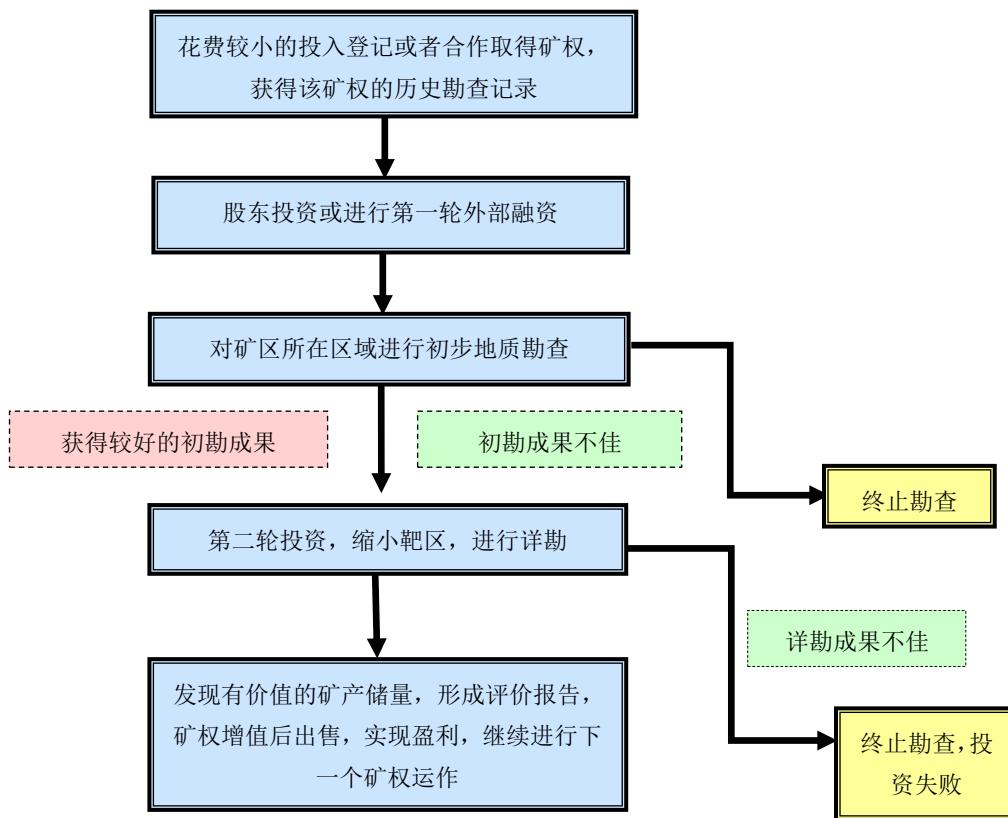


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(2) 矿权投资业务

矿权投资业务是利用公司特有的“矿产资源信息集成与地质勘查技术优势”而展开的，通过登记申请、合作开发等方式取得矿权，在取得阶段性勘查成果或探明矿区矿产品位及经济储量后，将矿权进行转让或评估作价入股以获取后续矿山开发收益的投资行为。

图 8：矿权投资核心业务流程



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

截至招股意向书签署日，公司在赞比亚和津巴布韦共拥有矿权 41 个。其中，通过合作方式取得的矿权共计 17 个，主要涉及赞比亚卡森帕矿业、首长公司和特惠公司等三家公司，发行人自行申请取得的矿权共计 24 个。公司拥有的矿权中，卡森帕矿业的 18659-HQ-LML、特惠公司和中矿铬铁名下所有矿权为采矿权，其他矿权为探矿权。

公司目前取得矿权主要位于赞比亚及津巴布韦，根据赞比亚矿业相关法规及政策，在有效期内，大规模采矿权/探矿权，经由矿业部部长审核批准后，可以进行转让；小规模探矿权和采矿权经由地质调研局局长审核批准后，可以进行转让。公司于 2013 年末实现赞比亚赛诺维名下部分矿权转让，实现矿权投资收益 288.50 万元。

公司 2011 年以来矿权投资支出共 10,119.13 万元，其中 6,401.05 万元已计入当期损益。截至 2014 年 6 月 30 日，采矿权/探矿权无形资产净值 5,667.88 万元。

(3) 海外勘查后勤配套服务及建筑工程服务

海外勘查后勤配套服务是发行人基于固体矿产勘查技术服务所提供的配套服务。海外勘查后勤配套服务主要包括勘查配套物资的生产加工、仓储、物流等。公司以天津海外基地为平台，辐射各境外子公司，利用其在信息和资源方面的优势，逐步发展基于固体矿产勘查技术服务的勘查配套物资的生产加工、仓储、物流等服务。2014 年起，公司赞比亚服务公司和赞比亚贸易公司逐步实现规模运营，赞比亚 2014 年上半年实现海外勘查后勤配套服务收入 1172.40 万元。

(4) 建筑工程服务

建筑工程服务是公司在承接成熟型矿山生产探矿项目的同时，根据服务对象的需求提供配套的矿山基础设施建设服务；公司凭借在赞比亚的地缘优势和良好的行业口碑择优开展民用建筑业务。2013 年，公司在赞比亚实施了三个房屋建筑项目，在世界矿业整体不景气，公司传统固体矿产勘测业务收入有所下降的情况下，对公司收入与利润的稳定增长起到了重要作用。

表 1：2013 年以来公司承接赞比亚房建项目情况（万元）

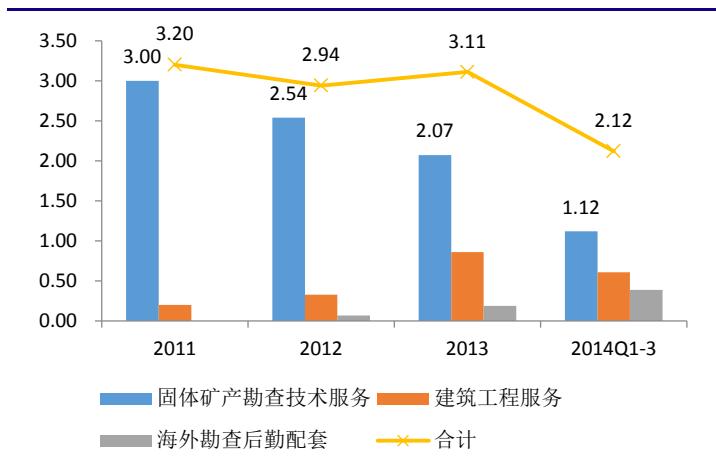
客户名称	项目名称	2013-1H2014 收入	2013-1H2014 毛利率
赞比亚教育部	玛格丽特中学项目	3224.71	48.35%
赞比亚中国经贸合作区发展有限公司	合作区房建项目	4017.47	39.40%
山东电力基本建设总公司赞比亚分公司	曼巴项目	1030.93	31.13%

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

2、四大主营业务收入

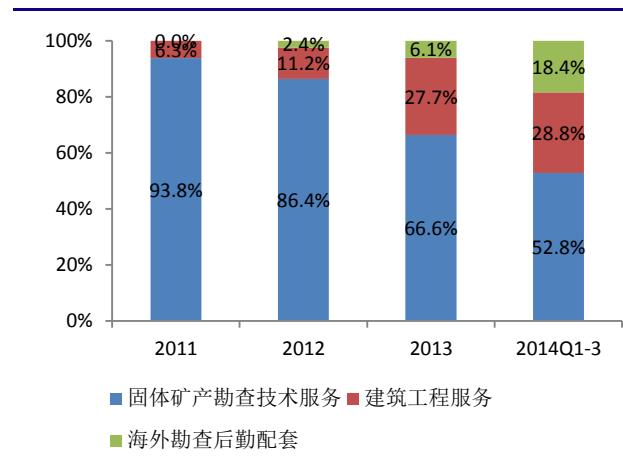
2011-2014 年 9 月，固体矿产勘查业务收入占主营业务收入比重分别为 93.8%、86.4%、66.6% 和 52.8%，呈逐年下降趋势，这是由于因金融危机后世界发达经济体长期未能有效复苏，导致有色金属等主要矿产品价格较长期地处于较低迷的状态；而建筑工程业务占比从 2011 年的 6.2% 提升至最新的 28.8%，海外勘查后勤配套业务的占比也达到 18.4%，均成逐年提升趋势。可见，公司在传统主营业务固体矿产勘查的基础上不断发展配套业务及拓展新业务，积极开展建筑工程服务、海外勘查后勤配套服务，以谋求多元化的发展路径。

图 9：历年主营收入和细分（亿元）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 10：历年主营业务占比

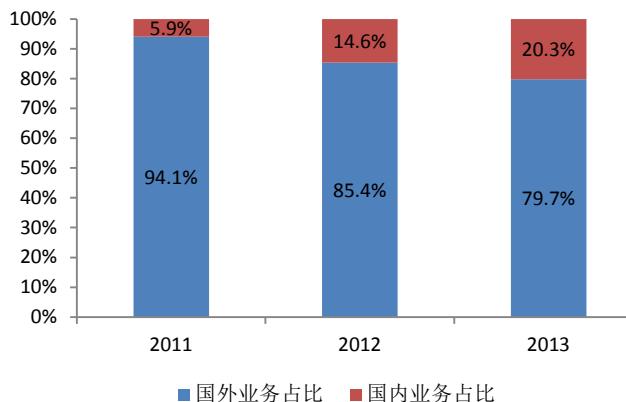


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

3、公司业务地域结构

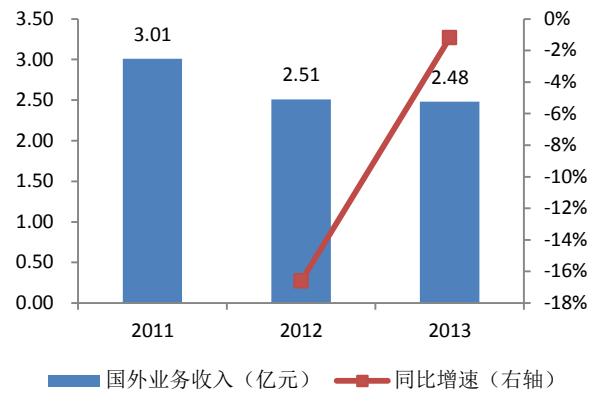
从业务区域方面来看，公司的主要业务区域在国外。2011-2013年，国外业务占比分别为94.1%、85.4%、79.7%，呈逐年下降态势，这是由于近年来金融危机后世界发达经济体长期未能有效复苏，导致有色金属等主要矿产品价格较长期地处于较低迷的状态，国内“走出去”的矿业投资者也相应缩减了海外的勘查投入。

图 11：历年业务区域占比



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 12：历年国外业务发展情况



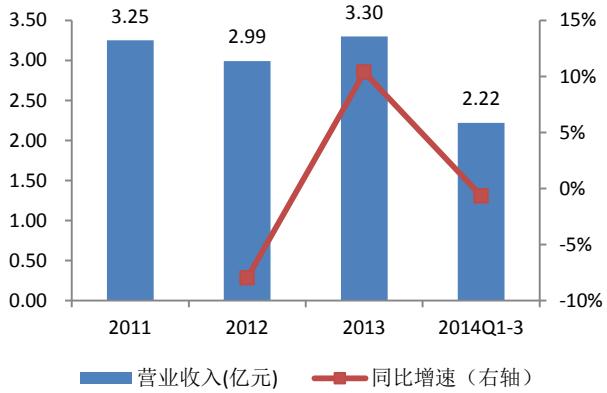
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

4、公司的营业收入和利润

2011年以来，全球宏观经济持续低迷，主要金属及矿产品价格下跌，固体矿产勘查行业处于低谷期，勘查投入降低，导致公司固体矿产勘查业务收入下滑。公司积极开展建筑工程服务、海外勘查后勤配套服务，收入来源实现多元化，保证了公司营业收入的稳定性。

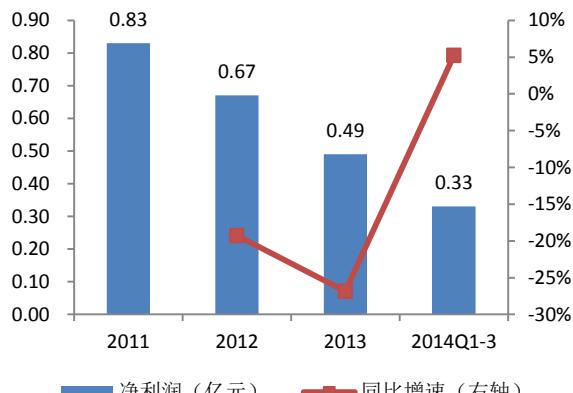
公司净利润成逐年下降趋势，主要原因是：(1)2012年以来，固体矿产勘查行业处于低谷期，毛利率较高的固体矿产勘查业务对公司的收入和利润贡献出现下滑；(2)子公司赞比亚中矿2011年、2012年的企业所得税享受免税政策，2013年免税政策到期，需要按照35%的企业所得税税率减半征收所得税，赞比亚中矿2013年企业所得税费用增加0.15亿元。

图 13：公司营业收入及增长率



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 14：公司净利润及增长率



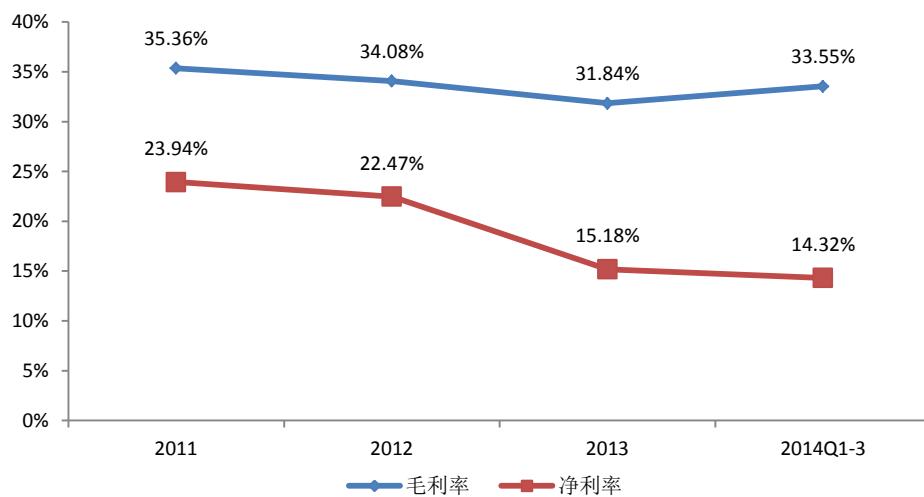
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

(二) 公司财务分析

1、毛利率分析

从公司综合毛利率和净利率来看，近年来均有逐年下滑趋势，这也是源于全球宏观经济持续低迷，主要金属及矿产品价格下跌，固体矿产勘查行业处于低谷期的缘故。

图 15：公司毛利率和净利率

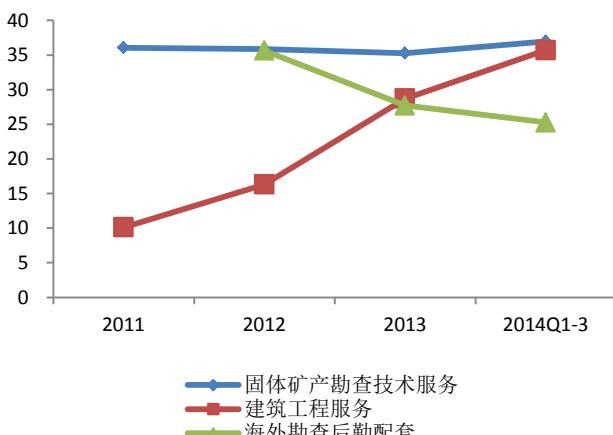


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

从分项业务毛利率来看，固体矿产勘查业务的毛利率相对稳定在 35%左右，建筑工程业务的毛利率呈逐年上升趋势，海外勘察后勤配套业务的毛利率呈下滑趋势。

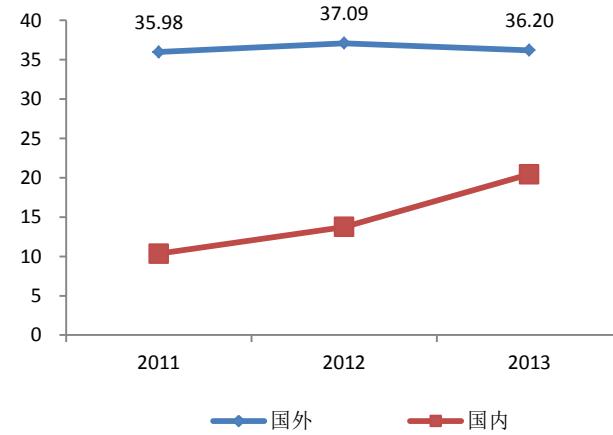
分区域来看，国外业务的毛利率稳定在 36%左右，明显高于国内业务；2011-2013 年国内业务的毛利率 10.34%增至 20.43%，呈逐年上升趋势。

图 16：各细分业务毛利率 (%)



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 17：国内外业务毛利率 (%)

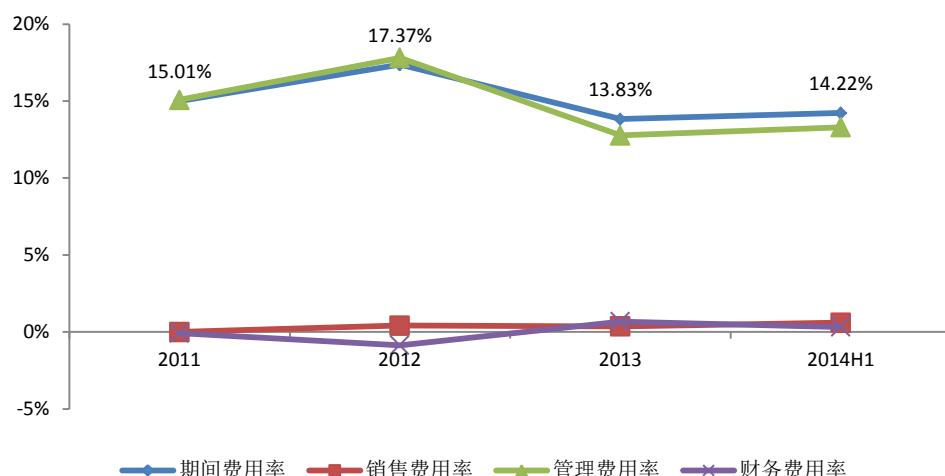


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

2、期间费用率

2011-2014H1，公司期间费用率分别为 15.01%、17.37%、13.83%、14.22%，且期间费用的主要来源是管理费用，公司每年的销售费用和财务费用均较低。

图 18：公司的期间费用率

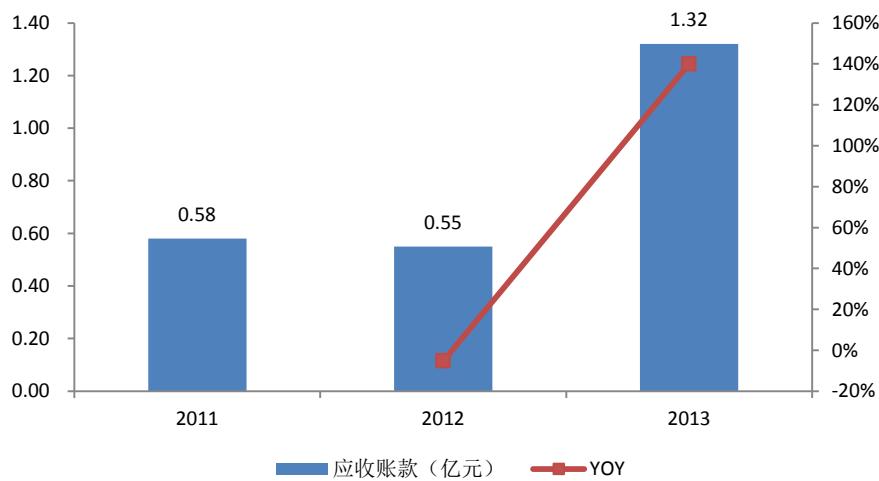


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

3、应收账款

2011-2013 年公司的应收账款分别为 0.58、0.55、1.32 亿元，2013 年应收账款突增，主要原因是个别客户的付款能力受到宏观经济影响所致，不能及时付款。

图 19：公司应收账款及增长率

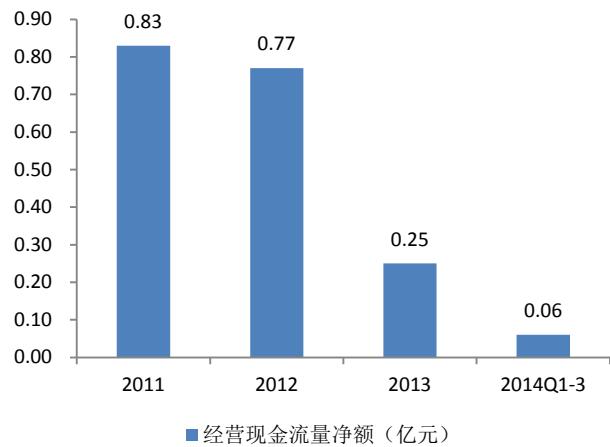


资料来源：wind，招股说明书，中国银河证券研究部

4、现金流

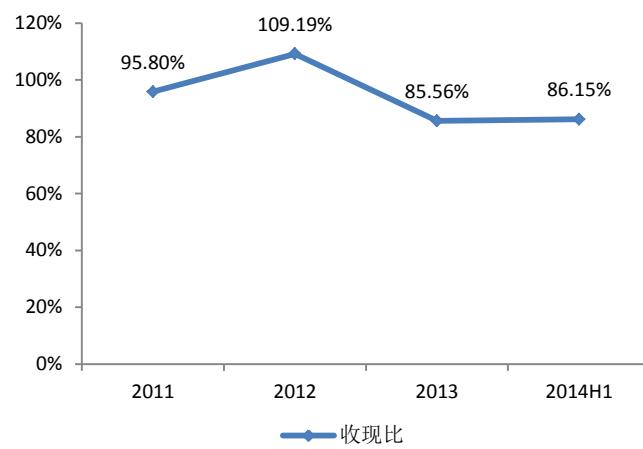
公司 2011-2014 年前三季度经营活动现金流量均为正，但现金流情况有恶化趋势；收现比率分别为 95.80%、109.19%、85.56% 和 86.15%。收现比逐年下降，公司的收款能力有所降低。受宏观经济环境的影响，整个行业的收现比率在今年都出现了下降。

图 20：公司经营现金流情况



资料来源:招股说明书, 中国银河证券研究部

图 21：公司的收现比率



资料来源:招股说明书, 中国银河证券研究部

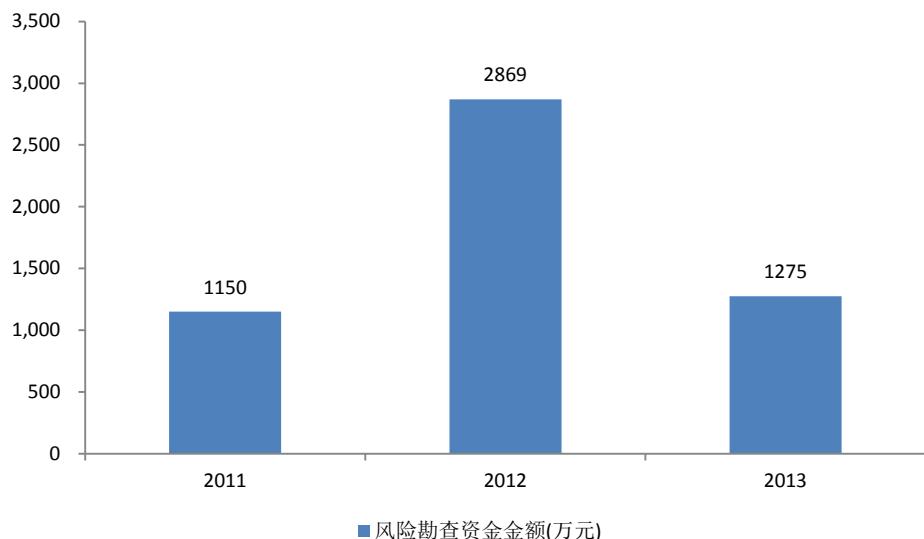
(三) 竞争优势

(1) 海外业务先发优势

公司是中国首批“走出去”的商业性专业勘查技术服务公司，在市场意识、技术服务、综合管理水平等方面具有明显的市场竞争力。开展海外固体矿产勘查技术服务，需要熟悉项目所在国的法律、市场规则等规定，需要与当地矿业主管部门和其他相关政府部门进行沟通和联系，需要在国际间运输设备和材料，为项目人员办理项目所在国工作签证等；此外，向客户提供关于评价工作区固体矿产资源潜力的具有国际标准的勘查报告与评价报告，往往需要掌握国际通行的 Jorc 标准、NI 43-101 标准，而积累在不同国家开展地质勘查业务的实践经验及掌握相关国际标准，均需要较长的时间，新进入本行业的国内企业往往因为缺乏经验而难以准确估算项目成本和风险，在争取项目时处于劣势。

(2) 政策扶持优势

近年来，我国提出“充分利用国内外‘两个市场、两种资源’”的战略，逐步加大对境外矿产资源的投资开发力度，对中国企业境外勘查、投资和开发矿产资源给予政策鼓励和资金支持，财政部、国土资源部为海外矿产风险勘查活动提供专项资金扶持，推动了海外矿权投资的发展。

图 22：公司历年国外风险勘查资金


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

公司对已取得矿权的后续运作，积极申请和利用取得的国外风险勘查资金，有效降低了矿权投资业务的财务风险。目前公司矿权预查、普查阶段的投入已全部进入了当期损益，并已有相关项目成为国土资源部的重点勘查项目，有可能继续获得国外风险勘查资金支持，进而在一定程度上进一步减少了矿权投资业务带来的财务风险。而国家对海外风险勘查项目实行严格的专家审核评估制度更是大大降低了公司矿权投资项目的整体风险。国家对国外风险勘查资金项目不分享其权益，因此若海外矿权投资取得成功时，则会相应地增加本公司的收入及业绩；同时将会进一步提升公司的市场声誉，从而带来更多的勘查业务。

(3) 领先的技术优势

随着地表矿、浅部矿、易识别矿的日益减少，矿产勘查工作正朝着寻找隐伏矿、深部矿、难识别矿的方向转变。钻探工作也向着深孔钻探、复杂地层钻探、缺水环境下的钻探、低温钻探等方向迈进。这就要求勘查技术服务企业的物探、化探、遥感、钻探、岩矿鉴定、样品测试及数据信息处理等各方面技术水平都要获得相应的进步，同时使用先进的电子技术，提高处理数据的效率和准确度。因此，熟练掌握并不断提高固体矿产勘查技术水平，既是固体矿产勘查技术服务单位发展的内在要求，也形成了新进入企业所面临的主要技术障碍。

目前公司全面掌握“地、物、化、遥”快速确定找矿靶区普查技术、三维可视化矿床模型成像技术及储量评价技术；创建了液压摇动式全套管灌注桩及钻孔咬合桩成套技术、大角度摆喷高压喷射注浆技术等国内领先技术；掌握了复杂破碎地层条件下的快速钻进技术和孔底动力钻进技术、孔底换钻头技术、斜孔钻进技术、钻井液用润滑剂及其制备方法、微泡沫钻探技术、微泡沫泥浆护壁堵漏技术、深部钻探高分子聚合物无固相系列冲洗液钻进技术等国内最先进钻探技术；并自行设计了塔机一体化岩芯钻机（传统立轴钻机与液压钻机的优化结合），极大提高了勘查效率。此外，公司在项目实施过程中，持续对应用技术进行研究和开发并实现设备改良。

(4) 外部合作优势

公司已经与相关大型企业集团签署资源勘探战略合作协议，后期将对现有矿权的运作进行积极地分类管理，并根据矿权投资业务的不同发展阶段、不同的找矿成果、具体开采的成熟条件和发展远景潜力，灵活地采取吸收外部战略投资机构加入、部分权益转让或作价入股等方式实现矿权项目的资金融通，实现矿权投资业务的滚动发展，以减少投资风险。

2013年，公司将赛诺维矿业名下5个矿权的70%的权益转让给江西省地质环境调查研究院，获得收入350万元，为公司矿权投资产生的第一笔收入。

(四) 公司未来业绩的驱动因素

1、驱动因素之一：矿产“走出去”战略为海外勘察带来广阔空间

我国近年来实施矿产勘查、开发“走出去”战略，将全球当成舞台，通过实施“充分利用国内外‘两个市场、两种资源’”的战略，在矿产资源全球配置中争取有利地位。目前我国企业控制的境外国际矿业生产市场的份额大约只占世界的1%，未来我国勘查、开发境外矿产资源的空间十分巨大，在“地勘先行”等配套政策和措施的引导下，无疑将会进一步促进国内企业“走出去”勘查、开发海外矿产资源，并为已“走出去”的海外勘查技术服务企业提供更大、更广的市场空间。

2、驱动因素之二：“基地化”发展战略，打造全球布局

公司“基地化”发展战略一方面可以将大量勘查设备运往目标国，在业主项目期完成生产性探矿、深部探矿、边部探矿和矿山建设的地质勘查工作后，钻探设备可以运回基地仓储中心以备再次利用，运输设备同理也可以做到统一调配；另一方面，人员雇佣的长期化和本土化也有利于规避风险和开展业务。通过长期扎根基地化运作，有利于形成市场口碑与信任感，同时与政府部门保持密切的联系，从而对承揽老客户的本地新业务及新客户，有助于合作长期性和业务持续性。目前，公司“基地化”建设主要在业务深耕的赞比亚、津巴布韦，并辐射整个南部非洲，随着公司规模的发展壮大，亚洲（如马来、印尼）、南欧（如阿尔巴尼亚）的基地也将会建立起来，与公司天津后勤基地相呼应，形成良好的全球基地布局。

3、驱动因素之三：矿权投资业务拓展公司增长空间

矿权投资业务是公司固体矿产勘查业务的有效延伸，与非勘查技术服务企业相比，公司从事矿权投资业务有较大的技术、经验优势和抗风险能力，这是因为：（1）公司获得的矿权都是在为客户提供勘查技术服务后，对服务区域的地质环境、成矿条件、找矿前景有了较深的了解后再进行的，所获得的矿权本身就在有利找矿的成矿区带上；（2）基于多年服务经验，除了对地质成矿条件有较深的了解外，对所在国的矿业政策和政治风险也有比较透彻的了解；（3）公司熟练掌握勘查技术，拥有地质找矿丰富经验，可以在矿权的具体投入过程中控制相应的风险，若前期找矿效果不好或风险较大，可以及时终止后期的投入。

四、募投项目分析

根据公司 2013 年年度股东大会和 2014 年第三届董事会第四次会议审议通过的发行方案，本次实际募集资金扣除发行费用后的净额，将用于勘探主辅设备购置及配套营运资金项目。

表 2：公司募集资金使用（万元）

项目名称	总投资额	募集资金使用额	项目备案文件
勘探主辅设备购置及配套营运资金项目	29395	19055	京丰台发改（备）【2013】30 号
合计	29395	19055	-

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

勘探主辅设备购置及配套营运资金项目中，勘探主辅设备购置主要用于整体设备的更新升级及满足境内、外勘查业务增量的需求。通过募投项目，公司可以增加钻机数量满足业务需求，提高成新率，此外，公司还可以购置一批便携式中深孔钻机及高性能的进口高端钻机，在提升公司总体服务能力的同时，改善现有钻探设备结构不合理的问题，以提高钻进效率。

另外，公司每年完成海外项目均超过 20 个，在钻探以外的物探、化探、遥感、坑探等领域也取得了一定业绩。但受限于有限的装备实力，公司整体协同勘查能力比较弱，阻碍了公司综合地质勘查业务的整体推进，通过募投项目补充物探、化探、遥感、坑探、岩矿鉴定、测试分析等勘查设备，可以获得勘查对象更为全面的综合信息，有利于提高勘查效率和成功率，对于公司承揽利润率较高的大型综合地质勘查项目有重要意义。

营运资金补充主要用于存货、项目实施过程中的进度款滞后支付所产生的垫付资金和履约保证金。该项目的实施有利于改善公司勘探主辅设备总量不足和现有设备结构配置不合理的现状，提高勘查设备的综合配套能力，提升勘查设备的专业性，改善公司总体装备水平，使公司在钻探、物探、化探、遥感等勘查技术服务方面的服务能力实现全面提升。营运资金的补充将有效提高公司资金实力，进而增强公司的市场承揽实力。

募投项目带来的收入测算：项目建设完成后，在不考虑原有钻探设备正常淘汰与更新的前提下，公司将新增年钻探能力 22.27 万米，同时年新增其它地质勘查服务收入 3,000.00 万元，项目达产后将新增 36,072.31 万元的年营业收入。

五、风险提示

经济周期波动风险：公司主营业务固体矿产勘查服务行业的投资规模与有色金属市场乃至全球经济有明显的相关性，其投资呈现周期性特征。2011 年以来，因金融危机后世界发达经济体长期未能有效复苏，且新兴经济体、特别是中国的经济增长速度下滑，导致有色金属等主要矿产品需求不足，价格长期处于低迷状态。如果宏观经济由衰退进入长期萧条或全球经济长期低迷并导致矿业公司大幅度缩减勘查投资规模，公司的固体矿产勘查业务将存在下滑的风险。

建筑工程服务业务毛利率下滑风险：公司在赞比亚发挥资金与成本优势，项目毛利率较高。赞比亚建筑市场当地企业较少，主要是外国企业，而其中中资企业是生力军。如果未来赞比亚当地建筑市场吸引的建筑服务企业越来越多，竞争加剧，毛利率将可能出现下滑。

客户集中度较高的风险：矿产资源开发属于资金技术密集型行业，海外开发矿产资源的风险

相对较大，“走出去”的中国企业中，国有大型矿业企业承受矿产资源开发风险的能力较强；因此，公司制定了以国有大型矿业企业为重点客户的经营战略。但以大型矿业企业为目标客户的市场策略使本公司的客户集中度较高，2013年主营业务前五大客户的销售收入占主营业务收入的比例为69.28%，如果国家改变“走出去”的宏观战略致使本公司主要客户也随之改变海外资源开发战略、或其自身经营情况发生不利变化而减少对海外矿产资源的投资规模，将对本公司扩大业务规模、提高收入和盈利水平产生不利影响。

境外经营风险：公司作为中国有色金属行业首批成规模“走出去”的固体矿产勘查技术服务企业，主要在赞比亚、津巴布韦、巴布亚新几内亚、马来西亚等国开展勘查业务，营业收入主要来源于境外。2013年公司境外收入占营业收入的比例为86.41%，其中来自赞比亚的主营业务收入占比58.09%。公司境外业务主要所在地大多属于发展中国家，经济欠发达，虽然现在看来均为我国友好国家且政局稳定，但如果未来我国与境外业务所在国的双边关系发生变化，或者境外业务所在国国内发生政治动荡、军事冲突等突发事件，或者境外业务所在国的外商投资政策发生重大变化，将影响本公司境外业务的资产安全和盈利水平。

汇率损失风险：尽管公司订单主要以人民币或美元结算，收到当地货币也尽快消费或者兑换，但公司还是面临当地货币汇率大幅波动造成损失的风险。另外，由于上述部分国家或地区经济条件欠发达，银行网点的普及率较低，公司需要保留一定额度的库存现金用于零星材料采购和发放当地员工工资。若当地社会治安情况不佳，公司的库存现金将存在安全风险。

六、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

2011-2013年，公司主营业务收入分别为3.25/2.99/3.3亿元，2012、2013年的同比增速分别为-8.3%和6.03%。2014Q1-3实现营收2.22亿元，同比下降0.67%。随着全球宏观经济的复苏，固体矿产勘查行业将逐渐走出低谷期，且公司积极开展建筑工程服务、海外勘查后勤配套服务，收入来源实现多元化，保证了公司营业收入的稳定性。因此，我们预计公司未来三年营业收入年均复合增速在11.11%左右。

表3：公司收入预测表（百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入合计	325.31	298.76	330.00	349.84	392.11	457.72
增长率	-8.16%	10.46%	6.01%	12.08%	16.73%	
固体矿产勘查技术服务	300.45	253.84	206.92	190.37	199.88	229.87
增长率	-15.51%	-18.48%	-8.00%	5.00%	15.00%	
建筑工程服务	19.78	32.87	85.73	107.16	126.45	147.95
增长率	66.18%	160.82%	25.00%	18.00%	17.00%	
海外勘查后勤配套	0.00	6.94	18.70	33.66	47.12	61.26
增长率	—	169.45%	80.00%	40.00%	30.00%	
其他	5.08	5.11	18.65	18.65	18.65	18.65
增长率	0.51%	265.06%	0.00%	0.00%	0.00%	

资料来源：wind，中国银河证券研究部

结合公司未来发展规划，我们对毛利率和期间费用等相关参数做如下假设：

表 4：公司分项毛利率假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
综合毛利率	35.36%	34.08%	31.84%	31.46%	31.68%	32.08%
其中：固体矿产勘查技术服务	36.06%	35.87%	35.27%	35.00%	35.00%	35.00%
建筑工程服务	10.11%	16.31%	28.69%	30.00%	31.00%	32.00%
海外勘查后勤配套	—	35.59%	27.70%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	—	57.79%	12.46%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：wind，公司招股说明书，中国银河证券研究部

表 5：公司期间费用率及税率假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	0.00%	0.42%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	15.08%	17.81%	12.77%	13.00%	14.00%	14.00%
财务费用率	-0.07%	-0.86%	0.68%	-0.05%	-0.46%	-0.44%
实际所得税率	9.49%	7.10%	24.80%	20.00%	17.00%	17.00%

资料来源：wind，公司招股说明书，中国银河证券研究部

在上述假设下，经模型测算，公司 2014 年、2015 年和 2016 年净利润分别为 0.47 亿元、0.53 亿元和 0.70 亿元，复合增长率为 12.54%，按发行后总股本 12000 万股计算的 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.39/0.45/0.58 元。

（二）合理估值与投价建议

按照上述盈利预测，我们假定公司主营业务收入未来三年（2014-2016 年）仍将保持 11.11% 的年均复合增速，2017-2023 年增速由 11% 逐渐下降至 5%，永续阶段增长率为 5%。

表 6：FCF 计算（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	31.50	83.87	115.82	88.86	130.72	141.27	148.13	161.40	172.92	186.54
所得税率	20.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
EBIAT	25.20	69.61	96.13	73.76	108.50	117.26	122.95	133.96	143.52	154.83
加：折旧和摊销	52.82	82.12	78.18	58.75	55.83	40.82	44.05	47.56	51.36	55.48
减：运营资金追加	-3.83	40.09	6.52	-2.29	53.19	45.26	38.04	42.80	42.75	45.54
资本性支出	53.00	81.70	79.72	60.13	61.70	45.40	47.23	49.21	51.36	53.68
FCF	56.91	76.04	88.07	76.68	52.22	70.66	84.86	92.87	104.44	115.01

资料来源：wind，中国银河证券研究部

表 7：估值参数假定

股票 Beta	1.05	T	17.00%
无风险利率	3.7%	Ka	14.20%
风险溢价	10.00%	Ke	14.20%
有息负债总额 (D)	50	E/(D+E)	50.00%

现金和投资 (百万元)	386.0	D / (D+E)	50. 00%
Kd	5. 80%	WACC	9. 51%

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

结合上述参数假定, 我们得到公司绝对 DCF 估值价格为 7.51 元。

参考相近公司的估值情况, 结合公司未来的成长性 (2014-16 年 EPS 为 0.39/0.45/0.58 元), 我们认为可给予一定的估值溢价, 相对合理价值区间为 6.24-9.75 元(对应 14 年 16-25 倍 PE), 其价值中枢 7.99 元, 合理市值为 7.5-11.7 亿元。

公司本次拟发行不超过 3000 万股, 不进行老股转让, 发行后总股本不超过 12000 万股。募集资金净额 19055 万元, 发行费用合计为 3655 万元, 在没有超募且足额发行的情况下, 对应发行理论价格不超过 7.57 元。

表 8: A 股可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
300157. SZ	恒泰艾普	12. 20	0. 35	0. 35	0. 58	0. 83	34. 9	34. 7	21. 1	14. 8
601808. SH	中海油服	18. 54	1. 49	1. 69	1. 87	2. 09	12. 4	11. 0	9. 9	8. 9
300284. SZ	苏交科	11. 02	0. 77	0. 49	0. 64	0. 80	14. 3	22. 3	17. 1	13. 7
行业平均							20. 5	22. 6	16. 1	12. 5

资料来源: wind, 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

注: 表中收盘价为 12 月 12 日价格, 各公司未来三年 EPS 取自万得一致预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	299	330	346	388	453	货币资金	175	60	342	365	424
营业成本	197	225	237	265	308	存货	51	64	66	74	86
毛利率	34.1%	31.8%	31.4%	31.6%	32.0%	应收账款	55	132	138	155	127
营业税金及附加	1	1	1	2	2	其他流动资产	32	20	20	23	26
营业费用	1	1	1	2	2	流动资产	313	276	542	591	667
营业费用率	0.42%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%	固定资产	134	195	204	208	213
管理费用	53	42	45	54	63	长期股权投资	15	22	22	22	22
管理费用率	17.81%	12.77%	13.00%	14.00%	14.00%	无形资产	26	25	24	22	21
财务费用	-3	2	0	-2	-2	其他长期资产	37	66	61	59	59
财务费用率	-0.86%	0.68%	-0.05%	-0.44%	-0.43%	非流动资产	212	308	310	311	314
投资收益	0	4	4	4	4	资产总计	524	584	852	902	982
营业利润	48	56	48	51	70	短期借款	40	30	0	0	0
营业利润率	16.04%	17.07%	13.89%	12.89%	15.46%	应付账款	17	20	21	23	27
营业外收入	25	12	13	14	16	其他流动负债	40	78	67	72	86
营业外支出	1	2	2	2	2	流动负债	96	127	88	96	113
利润总额	72	67	59	64	84	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	5	17	12	10	14	其他长期负债	13	23	23	23	23
所得税率	7.1%	24.8%	20.3%	15.7%	16.7%	非流动性负债	13	23	23	23	23
少数股东损益	0	1	0	0	0	负债合计	110	150	111	119	136
归属于母公司股东的净利润	67	49	47	54	70	股本	90	90	120	120	120
净利润	22.55%	14.85%	13.60%	13.87%	15.43%	资本公积	70	68	273	273	273
EPS(元)	0.56	0.41	0.39	0.45	0.58	股东权益合计	406	440	723	766	827

现金流量表(百万元)						主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	67	49	47	54	70	增长率(%)					
少数股东权益	0	1	0	0	0	营业收入	(8.16)	10.46	4.76	12.17	16.75
折旧和摊销	18	24	53	82	78	营业利润	(26.03)	17.58	(14.78)	6.69	36.69
营运资金变动	-8	-54	2	-42	-8	净利润	(18.37)	(27.25)	(4.08)	14.40	29.90
其他	0	5	35	16	8	利润率(%)					
经营现金流	77	25	137	110	148	毛利率	34.08	31.84	31.42	31.64	32.04
资本支出	-112	-108	-53	-82	-80	EBIT Margin	15.39	18.25	17.60	16.83	17.24
投资收益	0	0	4	4	4	EBITDA Margin	21.50	25.54	32.88	38.01	34.51
资产变卖	22	13	0	0	0	净利率	22.55	14.85	13.60	13.87	15.43
其他	-46	-13	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-136	-109	-49	-78	-76	净资产收益率	16.59	11.59	8.08	7.22	8.77
发行股票	-1	-6	236	0	0	总资产收益率	13.24	9.10	6.70	6.25	7.55
负债变化	42	-10	-30	0	0	其他(%)					
股息支出	-14	-16	-12	-11	-16	资产负债率	20.90	25.70	13.03	13.15	13.88
其他	10	6	0	2	2	所得税率	7.10	24.80	20.34	15.72	16.67
融资现金流	37	-26	194	-9	-14	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及现金等价物	-22	-110	281	24	58						

资料来源：中国银河证券研究部测算

插图目录

图 1: 中矿资源勘探股份有限公司股权结构图	3
图 2: 公司所处行业上下游关系图	4
图 3: 中国对外投资流量	5
图 4: 采矿业为中国“走出去”存量金额排名第三	5
图 5: 历年采矿业对外投资净额	5
图 6: 公司主营业务	6
图 7: 固体矿产勘查上下游产业关系	6
图 8: 矿权投资核心业务流程	7
图 9: 历年主营收入和细分（亿元）	8
图 10: 历年主营业务占比	8
图 11: 历年业务区域占比	9
图 12: 历年国外业务发展情况	9
图 13: 公司营业收入及增长率	9
图 14: 公司净利润及增长率	9
图 15: 公司毛利率和净利率	10
图 16: 各细分业务毛利率（%）	10
图 17: 国内外业务毛利率（%）	10
图 18: 公司的期间费用率	11
图 19: 公司应收账款及增长率	11
图 20: 公司经营现金流情况	12
图 21: 公司的收现比率	12
图 22: 公司历年国外风险勘查资金	13

表 格 目 录

表 1: 2013 年以来公司承接赞比亚房建项目情况 (万元)	8
表 2: 公司募集资金使用 (万元)	15
表 3: 公司收入预测表 (百万元)	16
表 4: 公司分项毛利率假设	17
表 6: FCF 计算 (百万元)	17
表 7: 估值参数假定	17
表 8: A 股可比公司估值情况	18

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（6002375.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn