

盛屯矿业 (600711)

有色供应链金融先锋力量

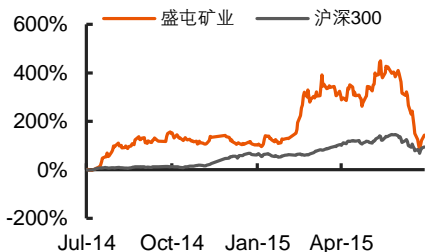
强烈推荐 (首次)

现价: 8.8 元

主要数据

行业	有色
公司网址	www.600711.com
大股东/持股	盛屯矿业/15.72%
实际控制人/持股	姚娟英/78.14%
总股本(百万股)	1,497
流通 A 股(百万股)	1,189
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	119.76
流通 A 股市值(亿元)	95.14
每股净资产(元)	2.40
资产负债率(%)	37.30

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@pingan.com.cn

研究助理

王青 一般从业资格编号
S1060115030028
WANGQING269@Pingan.Com.Cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

近期我们与公司管理层就战略规划及新业务进展情况进行了深入沟通。

平安观点:

- **联姻香港周大发, 开启黄金租赁新纪元, 实现市场资源和供应链服务平台的协同发展。** 公司通过为周大发提供包括黄金租赁在内的全方面金融服务, 切入到更为广阔的黄金销售乃至珠宝产业链环节, 同时也可进一步积累公司在支付领域的经验和技能, 为公司第三方支付平台的搭建做好铺垫。
- **多元化渠道融资, 下半年资金弹药储备充足。** 此轮定增完成后, 公司将获得 28.8 亿元资本进一步充实其在保理、融资租赁、黄金租赁等供应链金融服务及信息化平台搭建方面的资金储备。另公司近期已经获得 5 亿额度的公司债批文, 并在积极申请短融中, 我们预计下半年公司资金充裕程度将显著高于上半年。
- **参股有色行业权威互联网咨询平台安泰科, 助推供应链整合进程。** 公司将借助安泰科在有色业内的公信力、专业数据积累和广泛客户资源, 扩大公司在金属 O2O 金融服务平台的影响力, 完善公司在有色下游加工领域的信息积累, 加速供应链平台整合进程。
- **积极拓展上游金属资源, 矿业投资基金蓄势待发。** 保山恒源鑫茂矿业铅锌综合品位较高, 有利于进一步增厚公司矿采选业务利润。同时公司旗下呼伦贝尔投资基金正着手在当地进行铅锌和银等前期勘探工作中。
- **公司是有色供应链金融领域的先锋力量, 主要股东联合维稳股价凸现公司信心。** 我们预计公司 2015-2016 年 EPS 分别为 0.22 元和 0.37 元/股, 对动态 PE 分别为 37.1 倍和 21.7 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 金属价格波动, 供应链金融业务推进低于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2038	3,348	5,725	8,130	10,812
YoY(%)	48.8	64.3	71.0	42.0	33.0
净利润(百万元)	106.1	150	323	553	828
YoY(%)	256.8	41.6	115.0	71.3	49.7
毛利率(%)	13.6	11.3	12.0	13.0	13.5
净利率(%)	5.2	4.5	5.6	6.8	7.7
ROE(%)	4.2	4.1	8.2	12.3	15.6
EPS(摊薄/元)	0.07	0.10	0.22	0.37	0.55
P/E(倍)	112.9	79.7	37.1	21.7	14.5
P/B(倍)	4.9	3.3	3.1	2.7	2.3

正文目录

一、战略明确，搭建有色一体化供应链产融平台	4
1.1 整合产业+布局供应链金融，两手都要硬	4
1.2 金属供应链服务平台搭建稳步推进	4
二、新业务进展，多点突破	5
2.1 联姻周大发,开启黄金租赁新纪元	5
2.2 多元渠道融资，资金弹药充裕	6
2.3 参股安泰科，助推有色 O2O 金融平台整合进程	7
三、积极拓展资源储备，夯实矿采基石	7
四、有色供应链金融领域先锋力量	9
五、风险提示	9

图表目录

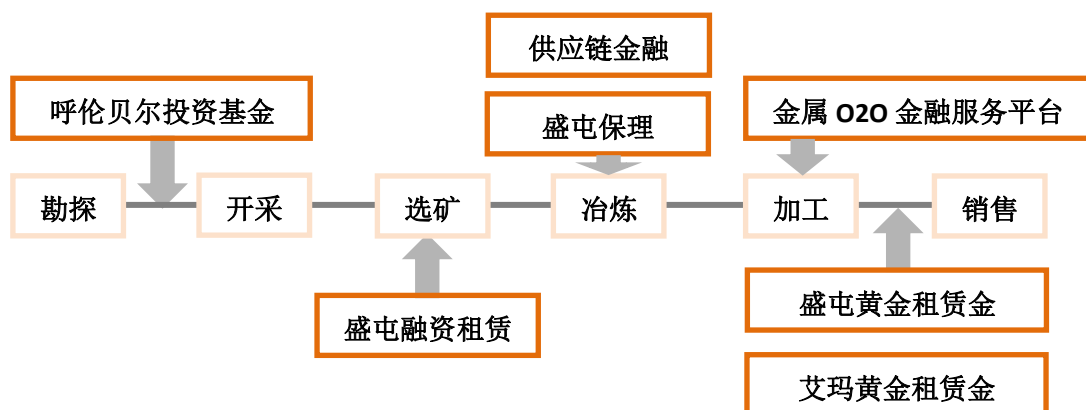
图表 1	整合产业+布局供应链金融，两手都要硬	4
图表 2	公司 2014 年收入结构（单位：亿元）	4
图表 3	公司供应链金融业务发展迅速（单位：万元）	4
图表 4	供应链服务平台搭建稳步推进	5
图表 5	与周大发战略合作，市场和平台的协同	6
图表 6	黄金租赁市场估算（单位：亿元）	6
图表 7	联姻周大发黄金租赁收入弹性估算（亿元）	6
图表 8	定增项目	7
图表 9	公司下半年资金充裕程度有望显著提高（不考虑杠杆）	7
图表 10	公司资源储量(含进行中项目)	8
图表 11	呼伦贝尔市已探明金属储量占全区同类金属的 18%	9

一、 战略明确，搭建有色一体化供应链产融平台

1.1 整合产业+布局供应链金融，两手都要硬

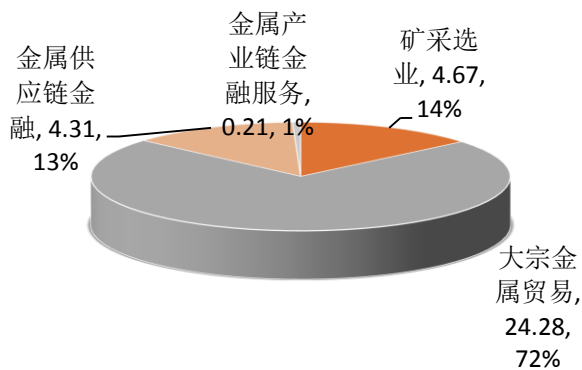
公司发展战略明晰,上游借助投资基金拓展资源储备,中下游加速供应链金融业务布局,为客户提供融资租赁、供应链金融、商业保理、黄金租赁在内的多元化产业链资金支持服务,借力互联网搭建有色一体化供应链产融平台。

图表1 整合产业+布局供应链金融，两手都要硬



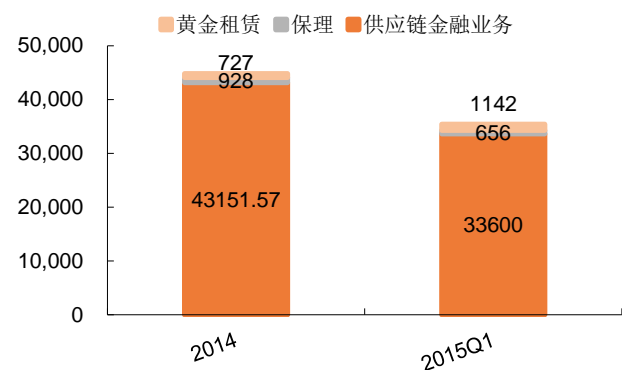
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司 2014 年收入结构（单位：亿元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 公司供应链金融业务发展迅速（单位：万元）



资料来源：WIND，平安证券研究所

1.2 金属供应链服务平台搭建稳步推进

公司正稳步推进信息平台、交易平台、金融平台等金属供应链服务核心平台的建设。

在信息平台方面，公司将借助安泰科在有色业内的公信力、专业数据积累和广泛客户资源，完善公司在有色下游产业链的信息积累，加速金属 O2O 服务平台整合进程。

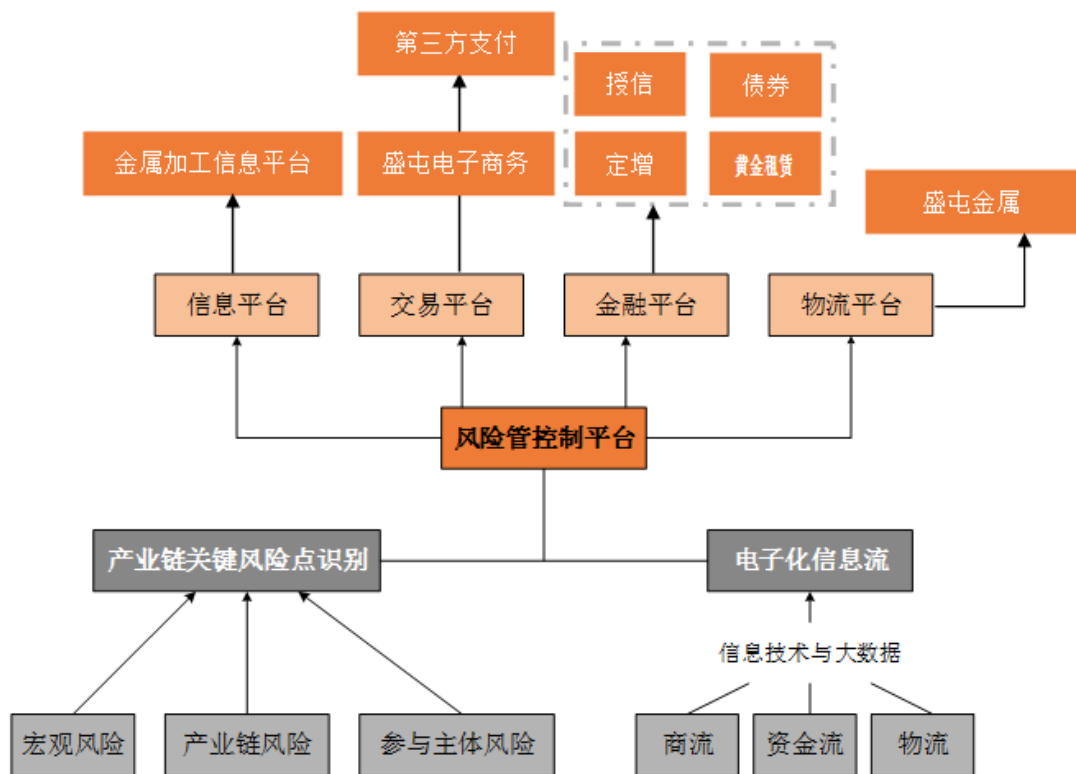
在交易平台方面，公司与战略合作方广州易票联共同搭建第三方支付平台，致力于把握交易平台重要入口。公司与周大发等产业链上公司围绕资金服务展开的深度合作也有助于公司积累第三方支付经验及数据。

在金融平台方面，除了传统银行信贷渠道和上市平台多元化融资安排以外，黄金租赁业务的快速发展也有助于进一步降低公司综合融资成本。

在物流平台方面，公司将以贸易背景的盛屯金属作为主体整合线下采购、仓储、物流、交收等环节。

在核心风控平台环节，公司同时拥有矿业和金融牌照双重资质，审慎介入矿权抵押、非标精矿等高壁垒领域，以高度专业化的核心优势将银行认为的高风险的市场，以低风险的方式占领了。

图表4 供应链服务平台搭建稳步推进



资料来源：公司网站，平安证券研究所

二、 新业务进展，多点突破

2.1 联姻周大发,开启黄金租赁新纪元

公司近期公告与香港周大发珠宝首饰有限公司签署战略合作框架协议,双方合作领域包括:盛屯矿业为周大发旗下商铺提供含黄金租赁在内的全方位金融服务;公司利用其战略合作伙伴广州易票联在第三方支付领域的行业经验和技術优势为周大发打通资金结算环节,服务零售客户端;公司计划提供不低于 20 亿元资金支持周大发“五年千家门店计划”等。

我们认为两者联姻有望带来市场和平台的协同效应，周大发可以享受更多资金便利，提高自身运营效率；而公司则借此进入到更为广阔的黄金销售领域的黄金租赁市场，同时通过为周大发及旗下门店提供包含 pos 机在内的资金结算服务，有助于公司密切掌握流水数据，积累第三方支付经验，为自有第三方支付平台的搭建做好前期铺垫。

图表5 与周大发战略合作，市场和平台的协同



资料来源：平安证券研究所

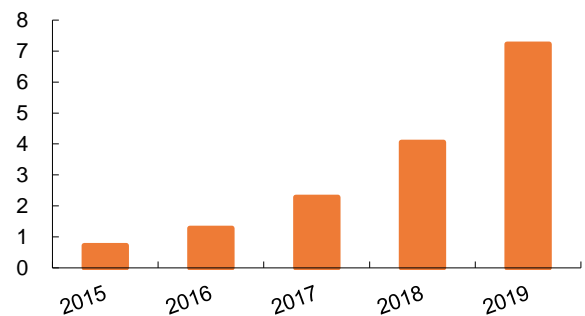
图表6 黄金租赁市场估算（单位：亿元）

黄金租赁市场空间估算：	
国内黄金消费	886 吨
金价	250 元/克
黄金市场	2215 亿元
黄金销售的黄金租赁空间	370 亿元
黄金加工企业黄金租赁市场空间	50-60 亿元

资料来源：平安研究

资料来源：平安证券研究所

图表7 联姻周大发黄金租赁收入弹性估算（亿元）



资料来源：平安证券研究所

2.2 多元渠道融资，资金弹药充裕

公司此次定增拟募集不超过 28.8 亿元，投向供应链金融及信息化平台项目。在不考虑杠杆的情况下，上述供应链金融项目将为公司带来 2015 年 1.35 亿元的年利润贡献。

公司近期已获得 5 亿额度公司债发行批文，同时正在申请 2.5 亿元短融发行额度，我们预计随着定增和债项资金的逐步到位，公司下半年后可用于供应链金融业务投放的资金弹药将较上半年明显充裕。

黄金租赁业务的快速拓展，有利于显著降低公司融资成本，提升盈利空间。目前公司银行端黄金租赁成本在 4%左右，较传统银行授信渠道和发债端 7%的综合利率具有明显成本优势。用较低成本的黄金租赁融资资金逐步替代部分银行信贷资金将进一步提高公司供应链金融盈利空间。

图表8 定增项目

项目序号	项目投向	项目金额 (亿元)	杠杆	资金账期	利息收益 %
1	增资盛屯保理	10	1-2 倍	3-4 个月	14%-15%
2	增资盛屯融资租赁	4.2	没有杠杆, 矿权抵押专业壁垒高, 业务开拓周期相对较长	5-15 年	15%
3	增资盛屯金属	7			
4	增资盛屯黄金租赁	2.8			18%
5	增资艾玛黄金租赁	4.7	杠杆 1-2 倍	1-2 个月, 低于 3 个月为多数	
6	投资金属产业链金融服务整合信息化平台项目	0.71			

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司下半年资金充裕程度有望显著提高（不考虑杠杆）

	保理放款（百万元）	黄金租赁放款（百万元）
2014 年	142	186
2015 年 1 季度	131	190
定增融资额（百万元）	1000	750
公司债额度（百万元）		500
短融申请额度（百万元）		250

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 参股安泰科，助推有色 O2O 金融平台整合进程

安泰科隶属于有色金属工业协会中国有色金属工业信息中心，旗下拥有“中国金属网”和“安泰科报价网”等业内权威信息平台，在业内拥有极高行业影响力。公司将借助安泰科在有色业内的公信力、专业数据积累和广泛客户资源，扩大公司在金属 O2O 金融服务平台的影响力，完善公司在有色下游加工领域的信息积累，加速供应链平台整合进程。

三、积极拓展资源储备，夯实矿采基石

公司目前拥有艾玛、银鑫、风驰、鑫盛、华金以及三富矿业六大矿山。其中艾玛矿业作为公司主力矿山，2014 年贡献了 58%的矿业采选收入。

公司即将收购的保山恒源鑫茂矿业拥有西邑铅锌矿区 4 个探矿权和 2 个采矿权,铅锌平均品位 5.02%,伴生银品位 31.71 克/吨,矿山综合品位较高,按照年采选规模 90 万吨估算,将为公司贡献每年 5 亿元左右的权益收入。

公司参股 10%的厦门兴景翔旗下全资子公司新疆锦邦原矿业拥有桦木沟铅锌矿和特萨尔布拉克铅锌矿两处探矿权,目前年采选规模 15 万吨,随着地质勘探程度的不断深入,存在新增储量可能。

图表10 公司资源储量(含进行中项目)

子公司	持股比例	探矿权	采矿权	资源量	选采规模 (万吨)
三富矿业	38%		梅仙丁家山	矿石量 111.82 万吨, 铅品位 1.22%、锌品位 4.2%, 银金属量 45.12 吨	
玉溪鑫盛矿业	80%	头山铜矿	采山坪	矿石量 392.94 万吨, 铜品位 0.58%; 金品位 0.23 克/吨; 镍品位 0.29%	16
银鑫矿业	100%	热哈达铅锌多金属矿	道伦达坝	矿石量 2124.49 万吨, 铜 16.4 万吨 (1.05%), 锡 2.385 万吨, 钨 3.27 万吨, 银 547 吨	45
风驰矿业	70%	安乐锡矿外围多金属矿	安乐锡矿	矿石量 497 万吨, 铜 6.47 万吨 (1.77%), 锡 2.39 万吨 (0.47%), 银 155 吨, 锌 6168 吨 (2.24%), 三氧化钨及其他伴生资源	20
艾玛矿业	100%	巴根黑格其尔矿区铜钼多金属矿, 探矿权。	巴根黑格其尔矿区铅锌矿	矿石量 652 万吨, 铅 21.15 万吨 (3.24); 锌 41.33 万吨 (6.33%), 银 177.6 吨 (36.72 克吨), 铜 9558 吨 (0.15%)	30
贵州华金	100%	丫他、板万	丫他、板其、板万等三个金矿	金金属量 23.41 吨, 平均品位 3-3.5 克/吨。	30
厦门兴景翔(新疆锦邦原矿业 100%)	10%	霍城县桦木沟铅锌探矿权、特萨尔布拉克铅锌探矿权		桦木沟矿石量 79.79 万吨, 铜品位 1.79%, 铅品位 1.56%, 锌品位 1.46%; 特萨尔布拉克矿	15

子公司	持股比例	探矿权	采矿权	资源量	选采规模 (万吨)
保山恒源鑫茂矿业(进行中)	80%	西邑铅锌矿区 4 个探矿权	西邑铅锌矿区 2 采矿权	石量 93.94 万吨, 矿石量 2012 万吨, 金属量铅锌 101.2 万吨, 伴生银 637.33 吨, 平均品位铅锌 5.02%, 银 31.71 克/吨	90

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

呼伦贝尔投资基金作为公司地区矿业收购主体之一, 将积极参与呼伦贝尔地区有色金属资源整合进程中。当地拥有丰富的铅锌、钼、银金属储量, 已探明金属储量达 329 万吨, 占全区同类金属储量的 18%。公司已投入 5000 万元用于前期铅锌、银等金属的探矿工作。

图表11 呼伦贝尔市已探明金属储量占全区同类金属的 18%

金属种类	探明储量(万吨)
铜	136.5
铅	40.5
锌	68.1
钼	26.9
黄金	32 吨
白银	>4000 吨

资料来源: 中国金属网, 平安证券研究所

四、 有色供应链金融领域先锋力量

我们看好公司在高壁垒矿业领域的专业化产融结合战略及其在金属供应链金融业务推进方面的高效执行力。同时公司近日公告以控股股东牵头构成联合投资体, 出资总额 12.4 亿元通过大宗交易溢价收购方式维稳股价, 并承诺 2015 年净利润增幅不低于 50%, 凸显公司增长信心。

我们认为公司发展战略明晰, 上游借助投资基金拓展资源储备, 中下游加速供应链金融业务布局, 为客户提供融资租赁、供应链金融、商业保理、黄金租赁在内的多元化产业链资金支持服务, 借力互联网搭建有色一体化供应链产融平台。且从业绩表现来看, 公司供应链金融业务拓展迅速, 业绩贡献明显, 有望逐步比肩传统矿采选业务, 是有色行业中供应链金融盈利增速最为显著的标的。我们预计公司 2015、2016 年 EPS 分别为 0.22 和 0.37 元/股, 对应 7 月 13 日收盘价动态 PE 分别为 37.10 倍和 21.65 倍。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级, 目标价 12 元。

五、 风险提示

金属价格波动, 供应链金融业务推进低于预期

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	627	1763	2497	2687
现金	279	606	910	1259
应收账款	117	371	453	405
其他应收款	21	34	23	38
预付账款	175	466	807	722
存货	35	85	116	115
其他流动资产	1	201	188	148
非流动资产	3291	4181	4173	4328
长期投资	48	47	39	-10
固定资产	469	634	667	688
无形资产	2265	2787	2984	3075
其他非流动资产	509	713	484	576
资产总计	3919	5944	6670	7016
流动负债	518	788	1564	1270
短期借款	120	221	250	197
应付账款	31	46	84	102
其他流动负债	367	522	1230	971
非流动负债	907	1478	1181	1267
长期借款	200	685	548	557
其他非流动负债	707	792	632	711
负债合计	1425	2266	2745	2537
少数股东权益	61	71	71	71
股本	453	1497	1497	1497
资本公积	1888	1898	1898	1898
留存收益	92	212	535	1088
归属母公司股东权益	2433	3607	3855	4408
负债和股东权益	3919	5944	6670	7016

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	258	-466	502	775
净利润	105	150	323	553
折旧摊销	25	115	137	147
财务费用	42	54	44	88
投资损失	-2	-12	-8	-7
营运资金变动	0	-745	175	-84
其他经营现金流	88	-28	-169	79
投资活动现金流	-179	-862	-138	-289
资本支出	97	182	176	111
长期投资	-87	-60	8	20
其他投资现金流	-169	-740	46	-158
筹资活动现金流	108	1673	-60	-137
短期借款	-42	101	30	-53
长期借款	200	485	-137	9
普通股增加	160	1044	0	0
资本公积增加	1212	10	0	0
其他筹资现金流	-1422	33	47	-92
现金净增加额	188	345	304	349

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2038	3348	5725	8130
营业成本	1761	2969	5038	7073
营业税金及附加	9	14	23	35
营业费用	0	0	0	0
管理费用	107	159	269	325
财务费用	42	54	44	88
资产减值损失	5	9	14	21
公允价值变动收益	0	2	1	1
投资净收益	2	12	8	7
营业利润	115	156	345	596
营业外收入	3	5	3	4
营业外支出	2	1	1	2
利润总额	116	160	347	598
所得税	11	9	24	45
净利润	105	150	323	553
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	106	150	323	553
EBITDA	153	313	500	752
EPS (元)	0.23	0.10	0.22	0.37

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	48.8	64.3	71.0	42.0
营业利润(%)	365.2	35.6	121.5	72.6
归属于母公司净利润(%)	256.8	41.6	115.0	71.3
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	13.6	11.3	12.0	13.0
净利率(%)	5.2	4.5	5.6	6.8
ROE(%)	4.2	4.1	8.2	12.3
ROIC(%)	3.9	3.9	6.7	10.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	36.4	38.1	41.1	36.2
净负债比率(%)	1.6	8.2	0.7	(8.2)
流动比率	1.2	2.2	1.6	2.1
速动比率	1.1	2.1	1.5	2.0
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.2
应收账款周转率	29.3	13.7	13.9	19.0
应付账款周转率	73.4	77.3	77.4	76.1
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.10	0.22	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	-0.15	0.34	0.52
每股净资产(最新摊薄)	1.62	2.41	2.57	2.94
估值比率	-	-	-	-
P/E	112.9	79.7	37.1	21.7
P/B	4.9	3.3	3.1	2.7
EV/EBITDA	80.33	40.1	24.6	15.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033