

有色金属

盛屯矿业(600711)

评级：增持

三足鼎立，业务协同发展

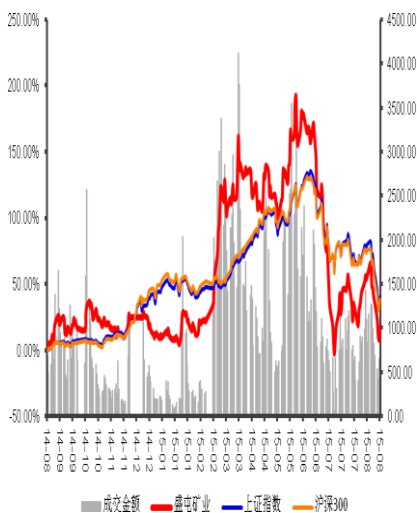
2015年8月28日

公司研究/深度报告

市场数据：2015年8月27日

收盘价(元)	7.18
一年内最高/最低(元)	19.09/5.41
市盈率(TTM)	96.32
市净率	4.26
总股本/流通股本(亿股)	14.97/11.89
总市值(亿元)	107.49

最近一年股价走势



分析师：郭瑞

执业证书编号：S0760514050002

Tel: 0351-8686977

E-mail: sxzqyjs@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层山

西证券股份有限公司

盈利预测表：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	EPS	PE
2012A	1369.42		9.92		0.05	135.47
2013A	2037.57	48.79	104.76	955.59	0.24	29.79
2014A	3347.96	64.31	150.27	43.45	0.11	62.98
2015E	4435.05	32.47	214.75	42.90	0.14	50.05
2016E	5954.18	34.25	288.30	34.25	0.19	37.28
2017E	8070.45	35.54	390.77	35.54	0.26	27.51

投资要点：

有色金属业务方面，公司目前控股及参股的矿业公司有6家，分别为三富矿业(38%)、鑫盛矿业(80%)、银鑫矿业(100%)、风驰矿业(89.35%)、埃玛矿业(100%)、华金矿业(100%)，其中三富矿业仅拥有采矿权，其余矿业公司则同时拥有采矿权和探矿权。公司在探矿力度加码，资源储量有望进一步增长。矿山扩建也同步进行，未来采选能力将进一步提高。

保理业务方面，我国有色金属冶炼及加工行业应收账款净额巨大，中小企业通过银行融资的渠道现阶段存在一定障碍，而公司由于自身在金属矿采选业、贸易业方面的专业优势及完善的风控体系，能够在众多有融资需求的企业中筛选出资质较好、还款能力较强的标的，有色金属保理业务市场空间巨大。

融资租赁有利于缓解中小型企业融资难融资贵的问题，对拉动企业设备投资，带动产业升级具有非常重要的作用，预计未来在政策支持下将有非常大的发展空间。

三主业协同发展。公司通过有色金属矿采选业、贸易业为金属金融服务业工作的开展积累丰富的经验，金融服务业反过来促进实体业务的发展，三业务相互合作，大幅提升了经营效率。

估值及投资建议：

在传统有色金属采选业务及综合贸易业务稳步发展、金属金融服务业业务增速逐年提高的假设下，我们测算公司2015年-2017年的EPS分别为0.14元、0.19元、0.26元，不考虑本次定增对应的PE分别为50.05倍、37.28倍、27.51倍。公司2014年开始涉足毛利率较高的金属金融行业，客户量逐步扩张；有色金属业务未来有望在资源储量增加及采选能力提高的条件下稳定发展。公司有望形成三业务稳定发展的局面，抗风险能力将增强。给予“增持”评级。

请务必阅读正文之后的特别声明部分



## 目 录

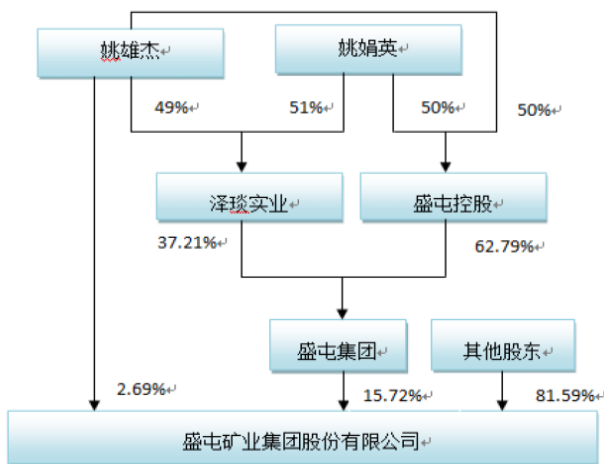
公司简介 .....	3
公司主营业务分析——有色金属矿采选 .....	3
公司主营业务分析——金属金融服务 .....	4
保理业务 .....	5
黄金租赁 .....	6
融资租赁 .....	7
供应链金融 .....	7
三主业协同发展助业绩提升 .....	8
搭建信息平台、第三方支付平台，助力主业发展 .....	9
估值及投资建议 .....	9
投资风险 .....	10

## 公司简介

公司自上市以来主营业务几经变迁，2007年，受让三富矿业42%（后实际受让38%）股权后，开始了主营业务由智能售卡机、自动售卖机等设备贸易和销售业务向有色金属矿采选行业的战略转型。此后陆续通过增资扩股和兼并重组夯实有色金属采选业务，2013年，公司在原有矿产品贸易、有色金属采选业务的基础上，增加了金属金融服务业务。至此，公司的主营业务主要包括有色金属矿采选业、贸易业、金属金融服务业三大板块。

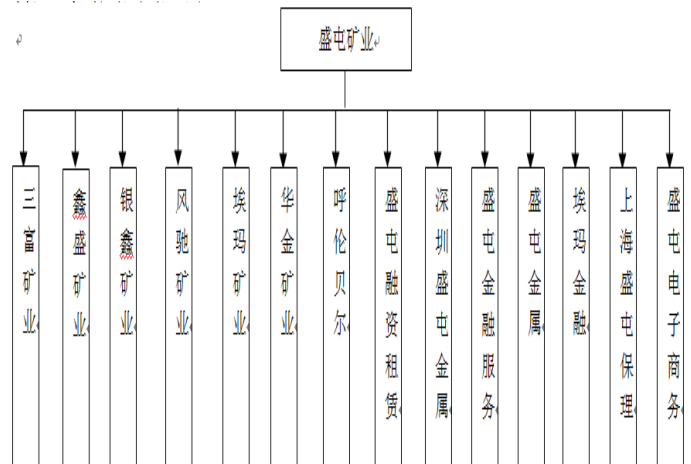
公司第一大股东深圳盛屯集团有限公司持有公司15.72%的股权，实际控制人为姚娟英、姚雄杰姐弟。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告

图表 2 公司主要子公司



资料来源：公司公告

## 公司主营业务分析——有色金属矿采选

2007年公司经营战略进行了重大调整，收购了三富矿业42%股权（后实际收购38%），主业转向有色金属矿采选业。此后陆续通过增资扩股和兼并重组夯实有色金属采选业务，目前控股及参股的矿业公司有6家，分别为三富矿业（38%）、鑫盛矿业（80%）、银鑫矿业（100%）、风驰矿业（89.35%）、埃玛矿业（100%）、华金矿业（100%），其中三富矿业仅拥有采矿权，其余矿业公司则同时拥有采矿权和探矿权。

探矿力度加大，资源储量有望进一步增加。公司矿区处在大兴安岭有色金属成矿带，地质条件优越，随着项目勘探工作的持续推进，找矿潜力巨大。2014年5月，公司发布公告称埃玛矿业地质勘查取得重大进展，全区共新增铅+锌金属量240512吨，平均品位7.44%；全铁矿石量14.05万吨，平均品位35.20%；银金属量116.31吨，平均品位37.32g/t。公司2014年设立呼伦贝尔

尔矿业股权投资公司，致力于内蒙古呼伦贝尔地区有色金属矿勘探、建设、价值提升工作，并积极参与地区有色金属资源整合，为公司储备矿产资源，不断提高资源规模和抗风险能力。2015 年公司与云南地矿总公司签订《战略合作框架协议》，将在资源勘探及资本市场运作方面进行合作，同时签订《保山恒源鑫茂矿业有限公司重组协议书》，拟对云南地矿控股的恒源鑫茂矿业有限公司进行收购，届时，公司的资源储量将进一步提高。

图表 3 公司主要权益资源储量统计

金属种类	铅锌 (吨)	银 (千克)	铜 (吨)	钨 (吨)	锡 (吨)	硫 (吨)	金 (千克)	铋 (吨)
权益资源储量	892450	17909	260627	35882	31493	17457	27758	253

资料来源：公司公告 山西证券研究所整理

采选业务有望快速发展。2015 年上半年，受益于技改扩产的进行以及矿山保暖工程的实施，公司主要矿山埃玛矿业和银鑫矿业实现提前开工，埃玛上半年实现收入 10900.13 万元，同比增长 22.46%，净利润 6113.67 万元，同比增长 26.09%；银鑫上半年实现收入 4,964.44 万元，同比增长 38.45%，净利润 944.72 万元，同比增长 23.90%。公司矿山业务集中在毛利较高的采选业，加之公司矿山品位较高，因此毛利率相对较高。2014 年、2015 年上半年，公司矿山产品毛利率分别达到 73.24%、68.44%。华金矿业已于 2015 年 2 月 11 日完成了他采矿权和板其采矿权生产规模扩大手续，丫他金矿生产规模从 1 万吨/年扩大至 25 万吨/年，板其金矿生产规模从 3 万吨/年扩大至 12 万吨/年，目前，华金矿业由于公路改造停产，在此期间进行扩产方面的论证。未来随着华金矿业复产及其他矿山的陆续开工，公司采选能力有望进一步提高。

图表 4 公司各矿山采选能力

单位：万吨/年

矿山名称	扩产后产能
华金矿业	37
银鑫矿业	45
风驰矿业	20
埃玛矿业	30
三富矿业	33
鑫盛矿业	16

资料来源：公司公告

## 公司主营业务分析——金属金融服务

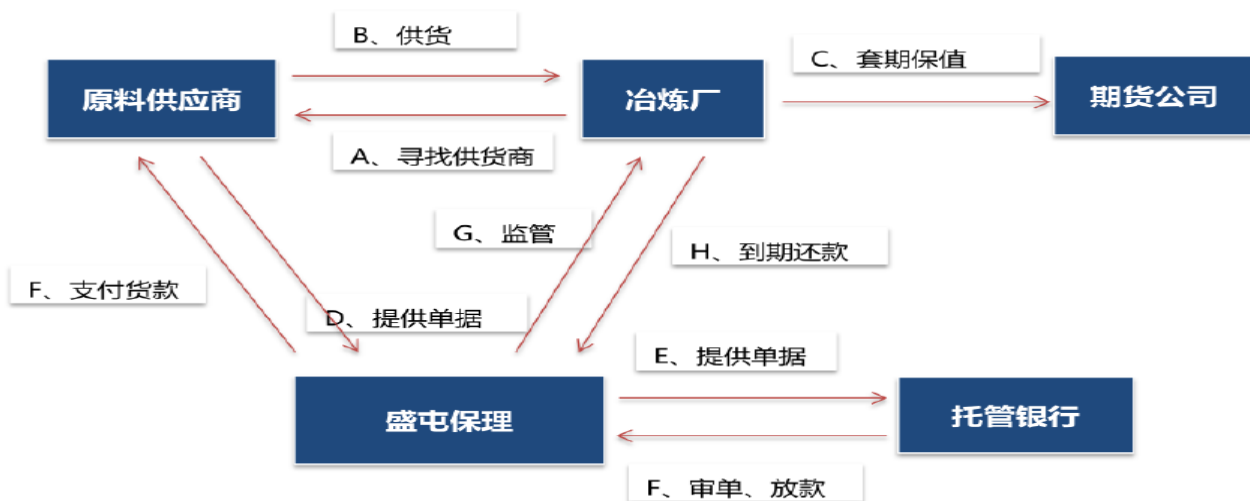
公司金属金融服务业主要包括两方面，一是针对金属和金属矿流通领域开展的包括融资、监管、仓储、物流等供应链金融服务业务，对应子公司为盛屯金属（100%）；二是围绕金属产业链开展的商业保理、设备融资租赁、黄金租赁等金融融资及服务业务，对应子公司分别有盛屯保理（100%）、盛屯融资租赁（100%）、埃玛黄金租赁（100%）、盛屯黄金租赁（60%）。

### 保理业务

保理又称托收保付，指卖方将其现在或将来的基于其与买方订立的货物销售/服务合同所产生的应收账款转让给保理商（提供保理服务的金融机构），由保理商向其提供资金融通、买方资信评估、销售账户管理、信用风险担保、账款催收等一系列服务的综合金融服务方式。它是商业贸易中以托收、赊账方式结算货款时，卖方为了强化应收账款管理、增强流动性而采用的一种委托第三者（保理商）管理应收账款的做法。

公司商业保理业务的经营主体为盛屯保理。盛屯保理于 2013 年 12 月 31 日成立于上海浦东新区，注册资本 2 亿元，主要为有色金属冶炼企业提供保理服务。2014 年 2 月 20 日开展其第一单业务，具体为公司（甲方）与四川四环电锌有限公司（乙方）就保理业务达成战略合作协议，甲方受让卖方对乙方的应收账款，取得对乙方收款的权利，向乙方提供综合性金融服务，融资利息为 12%-15%，同时乙方与甲方指定的盛屯金属有限公司开展锌锭、锗、银等金属产品的销售合作业务，业务量不低于 5 亿元。公司 2013 年 8 月公告非公开发行预案，拟募集资金其中的 10 亿元对盛屯保理进行增资。本次增资顺利完成后，公司现存的待授信客户的资金需求将得到满足，也有利于未来客户量的增长。2015 年上半年，公司保理业务实现营业收入 1587.42 万元，是 2014 年全年保理业务收入的 2.90 倍。

图表 5 公司保理业务运作模式



资料来源：公司公告

我国有色金属冶炼企业融资需求庞大。2015 年 6 月，我国有色金属冶炼及压延加工业企业共计 7234 家，应收账款净额为 2778.34 亿元。有色金属企业融资的主要来源为银行贷款，但近年来随着有色金属价格下跌，为控制不良贷款率，银行业加快了信贷结构调整，对部分有色金属行业贷款实施控制，如招商银行 2014 年年报中明确声明对钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝、船舶制造、多晶硅、风电设备、煤化工等产能过剩行业，按照“控总量、调结构、增担保、退风险”的总体方针，通过提高准入标准，采取名单制、限额和核准管理，支持优质客户、退出风险贷款，优化风险缓释手段。而公司由于自

身在金属矿采选业、贸易业方面的专业优势及完善的风控体系，能够在众多有融资需求的企业中筛选出资质较好、还款能力较强的标的，有色金属保理业务市场空间巨大。

多重措施控制风险。从保理合同条款来看，公司除保留应收账款追索权外，要求客户所提供的保证措施能覆盖保理业务发生金额的至少 1.2 倍，根据不同的客户情况提供不同的保证措施,如可接受客户的资产（房产、设备、在产品、产成品、矿渣）、股权、专利、矿权、有价证券等提供保证。此外，公司还通过在期货市场套期保持控制风险。与商业银行相比，由于公司本身涉及有色金属矿山的勘探、采选业务，在有色金属保理业务方面具有专业性，风控能力也较强。作为上市公司，随着保理业务逐渐发展成熟，公司未来还有望通过银行贷款、再保理、保理资产证券化等方式进行融资，有色金属保理业务前景广阔。

### 黄金租赁

黄金租赁是指企业以租赁方式向国内有资质的金融机构租用黄金，到期后归还同等数量、同等品种的黄金并支付黄金租赁利息的业务，企业拥有黄金在租赁期间的处置权。公司黄金租赁业务主要经营主体为盛屯黄金租赁和埃玛黄金租赁，分别成立于 2014 年 9 月和 12 月。

图表 6 盛屯黄金租赁与埃玛黄金租赁公司基本情况

	盛屯黄金租赁	埃玛黄金租赁
成立日期	2014.9	2014.12
注册资本	2 亿元	3000 万元
主要服务对象	中型黄金首饰加工企业、黄金经贸企业。 主要客户为深圳水贝地区加入莆田商会的 珠宝、黄金商户	大中型黄金首饰加工企业或黄金经贸企业
租赁期限	—	7-30 天

资料来源：公司公告

2015 年 6 月 18 日，公司发布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，合作内容包括为周大发珠宝旗下商铺提供包括黄金租赁在内的全方位金融服务，利用公司合作伙伴易票联的行业优势为周大发打通资金结算环节，提供 POS 机服务，提供不低于 20 亿资金支持周大发珠宝在未来五年将直营门店拓展至五千家等。2015 年 7 月 1 日，公司发布公告与四川六喜珠宝签署战略合作协议，合作内容包括公司在未来 3-5 年内为六喜珠宝发展 500 家连锁店，提供融资不超过 15 亿元，条件成熟时相互投资，为六喜珠宝提供第三方支付等全方位配套金融服务，共享行业及客户信息等。周大发珠宝和六喜珠宝均为国内规模较大的黄金珠宝首饰生产商，公司与两位客户的合作有望在行业内起到示范效应，形成可以复制的商业模式。

从以上协议内容同时可以看出，公司在发展黄金租赁业务同时，打包提供第三方支付业务、供应链金融业务及其他金融业务服务，整体提升公司的

运营效率，在与客户共同发展的同时，为公司其他业务条线打开空间。

## 融资租赁

融资租赁又称设备租赁或现代租赁，是指实质上转移与资产所有权有关的全部或绝大部分风险和报酬的租赁。资产的所有权最终可以转移，也可以不转移。

公司融资租赁业务经营主体为深圳市盛屯融资租赁有限公司，成立于2015年3月，注册资本5亿元。首期出资由盛屯矿业、尚辉有限公司按比例出资人民币8000万元，剩余部分由股东自公司成立之日起两年内缴足。本次非公开发行项目包括对盛屯融资租赁增资3.19亿元，加上子公司尚辉公司自筹资金1.01亿元，公司注册资本将达到5亿元。其中公司持有75%股权，尚辉持有25%股权。盛屯融资租赁主要为符合资质条件的中小型矿山及冶炼厂的新建、技改、环保项目等提供设备融资租赁服务，租赁期限一般为1-5年。

融资租赁有利于缓解中小型企业融资难融资贵的问题，对拉动企业设备投资，带动产业升级具有非常重要的作用，预计未来将有非常大的发展空间。国务院总理李克强在8月26日主持召开的国务院常务会议上，确定加快融资租赁和金融租赁行业发展的措施，更好服务实体经济。

有色金属行业从采矿、冶炼、加工等各个环节都存在大量的融资需求，其中矿山开发及冶炼环节设备一次性投入巨大。2014年，我国有色金属采选业固定资产投资1636亿元，虽然近两年投资力度有轻度下滑，但仍维持在一个较高水平，按目前设备投资占比35%左右测算，设备投资额在570多亿元左右，有色金属设备租赁业发展空间巨大。截至目前，盛屯融资租赁已与陕西德源矿业投资有限公司签署了售后回租协议，租赁金额为3,500万元，同时，盛屯融资租赁与山东景津环保股份有限公司、烟台金鹏矿业机械有限公司、烟台东方冶金设计研究院有限公司、沈阳有色冶金设计院等多家国内知名设计院、机械厂商签订了战略合作协议。

## 供应链金融

供应链金融是指围绕核心企业，通过多样化的结算方式，为行业上下游客户提供垫资结算等金融服务，是供应链金融企业向产业链上下游所有成员企业提供的系统性融资安排。

公司供应链金融业务主要由盛屯金属和深圳盛屯金属负责。其中盛屯金属主要从事综合贸易及供应链金融业务；深圳盛屯金属主要从事供应链金融业务，目前暂未开展业务。盛屯金属的前身厦门大有同盛贸易有限公司成立于2009年，是本公司全资子公司。目前，盛屯金属注册资本3亿元。

公司供应链金融业务分为委托采购业务和委托销售业务，公司在其中充当中介人及垫资人/销售人角色。

委托采购业务模式指公司受托采购货物，向原料供应商预付采购款，由原料供应商发货至供公司仓库，待下游客户完成相关内部程序后，向其供货并收取货款。委托销售业务模式指根据付款方式的不同，分为两种，一是为

了保证冶炼企业的正常生产，公司向冶炼企业支付一定数额的预付款，下游企业向公司支付预付款，由供应链金融企业受托向下游企业完成销售；二是冶炼企业为了及时收回货款，由公司按照一定货值折扣直接购买货物，向下游企业完成销售。

公司本次拟以非公开募资其中的 7 亿元对盛屯金属增资，用于仓储物流基地建设和补充供应链金融服务业务运营资金需求。仓储物流基地作为供应链金融的主要环节和保理业务的配套设施，在公司业务的发展中必不可少。

### 三主业协同发展助业绩提升

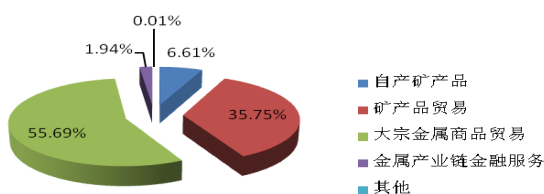
2015 年上半年，公司实现营业收入 2414.02 百万元，同比增长 83.59%，实现归属于母公司股东的净利润 36.02 百万元，同比增长 168.38%，实现基本每股收益 0.02 元，上年同期为 0.03 元。业绩高增长的主要原因为金属金融业务有序开展，开始为公司贡献业绩。

目前，自产矿产品仍是公司利润的主要来源，2014 年及 2015 年上半年营业利润分别占到 89.05 和 60.65%。随着探矿及矿山并购项目取得进展，公司资源储量有望进一步增加。此外，华金矿业未来复产、扩产及其他矿山建设竣工复产是可以预计到的业绩增长点。公司有色金属矿采选业的经营可以为金属金融服务业务积累丰富的经验。

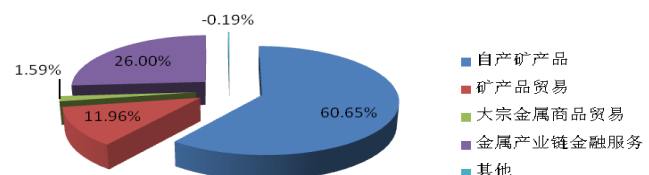
公司金属金融服务业务进入快速发展期。报告期，金属金融服务营业收入较上年同期大幅增长，其中金属供应链金融业务、金属产业链金融服务营业收入同比分别增长 1648.36%、2356.25%，营业利润同比分别增长 725.29%、2364.74%，营业利润占比分别由上年同期的 2.62%、1.91%提高到 11.96%、26.00%，而传统自产矿产品营业利润则由上年的 91.70%下降到 60.65%，直接原因是公司金属产业链服务业务多于 2014 年后半年开始接单，2015 年上半年客户量逐步增多。其中供应链金融业务的委托采购业务可直接带动公司自产矿产品的销售，公司可获得自产矿销售环节和委托采购环节的双重利润。另，公司与客户在开展金融合作的同时也为贸易业务寻找合作机会。

公司在综合贸易领域深耕多年，虽然这部分业务营业利润占比较低，但通过该业务可把握有色金属产业链上下游企业的经营管理、供求信息最新动态，在贡献一定业绩的同时协助公司产业链金融业务的发展。

图表 7 公司 2015 年上半年主要产品营业收入占比



图表 8 公司 2015 年上半年主要产品营业利润占比



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告



## 搭建信息平台、第三方支付平台，助力主业发展

公司拟以 10 元/股受让安泰科 279.58 万股股份，占安泰科增资扩股后股本的 6.5%。安泰科隶属于中国有色金属工业协会有色金属技术经济研究院，专注于有色金属行业生产、消费、市场、管理、政策等方面的分析研究，目前已形成基础信息、专业会展、产业咨询三大主业，在行业内已经具有一定的影响力并具有大量客户。此次合作有助于公司通过整合最新资讯、供求信息等搭建金属 O2O 金融服务线上平台，直接服务于公司供应链金融业务及行业客户，提高公司及整个有色行业的运行效率。

公司通过与业界知名的第三方支付公司——易票联合作，依托其成熟的第三方支付技术和行业经验，快速搭建自身第三方支付平台，为公司供应链金融、商业保理、黄金租赁、融资租赁等业务提供支付便利，在实现资金、信息、物流的全面对接，未来有望成为公司提升业绩的又一个突破口。

## 估值及投资建议

在传统有色金属采选业务及综合贸易业务稳步发展、金属金融服务业务增速逐年提高的假设下，我们测算公司 2015 年-2017 年的 EPS 分别为 0.14 元、0.19 元、0.26 元，不考虑本次定增对应的 PE 分别为 50.05 倍、37.28 倍、27.51 倍。公司 2014 年开始涉足毛利率较高的金属金融行业，客户量逐步扩张；有色金属业务未来有望在资源储量增加及采选能力提高的条件下稳定发展。公司有望形成三业务稳定发展的局面，抗风险能力将增强。给予“增持”评级。

图表 9 盈利预测表

单位：百万元

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	1369.42	2037.57	3347.96	4435.05	5954.18	8070.45
二、营业总成本	1355.63	1924.44	3206.19	4196.45	5633.84	7636.26
营业成本	1263.40	1761.47	2968.92	3947.20	5299.22	7182.70
营业税金及附加	3.92	9.33	13.97	15.52	20.84	28.25
销售费用	0.00	0.00	0.41	0.44	0.60	0.81
管理费用	49.21	106.65	159.42	145.91	195.89	265.52
财务费用	35.04	41.80	54.20	87.37	117.30	158.99
资产减值损失	4.05	5.19	9.27	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	1.88	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(3.34)	1.75	12.18	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	10.45	114.88	155.83	238.61	320.33	434.19
加：营业外收入	1.34	3.24	5.31	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.33	2.16	1.39	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	11.45	115.96	159.75	238.61	320.33	434.19
减：所得税	1.53	11.20	9.47	23.86	32.03	43.42
六、净利润	9.92	104.76	150.27	214.75	288.30	390.77



减：少数股东损益	(5.57)	(1.35)	0.08	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	15.50	106.11	150.19	214.75	288.30	390.77
七、基本每股收益(元)	0.05	0.24	0.11	0.14	0.19	0.26

## 投资风险

1、国内外宏观经济进一步下行；2、金融行业政策风险；3、有色金属价格持续大幅波动风险；4、信用风险；5、定增项目竣工慢于预期的风险。

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。