

盛屯矿业 (600711.SH)

互联网金融行业

评级：增持首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 7.69 元  
 目标价格 (人民币): 9.00-10.00 元

## 进军非洲资源的产业链金融巨头

长期竞争力评级：高于行业均值

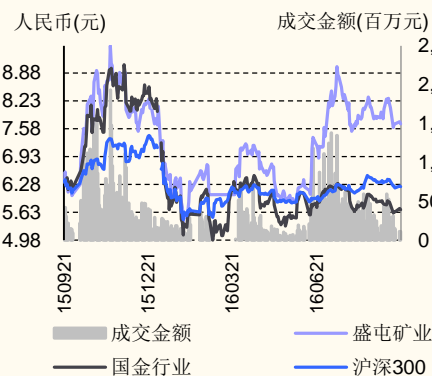
## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1,456.75  
 总市值(百万元) 11,512.33  
 年内股价最高最低(元) 9.51/5.40  
 沪深 300 指数 3257.40  
 上证指数 3023.00

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.110	0.090	0.192	0.235	0.269
每股净资产(元)	2.41	2.57	2.74	2.96	3.20
每股经营性现金流(元)	-0.31	-0.56	0.19	0.08	0.17
市盈率(倍)	61.45	85.22	40.23	32.88	28.81
行业优化市盈率(倍)	350.62	261.29	136.40	136.40	136.40
净利润增长率(%)	41.55%	-7.82%	108.04%	22.35%	14.14%
净资产收益率(%)	4.16%	3.60%	7.02%	7.97%	8.39%
总股本(百万股)	1,497.05	1,497.05	1,497.05	1,497.05	1,497.05

来源：公司年报、国金证券研究所



## 投资逻辑

- **公司进军非洲，意在铜钴资源。**目前铜、钴价格处于低位，正是非洲收矿良机；公司联手华友钴业，逐步积累资源运作能力，已决定在刚果（金）建立3000t钴、10000t铜的冶炼厂，未来或进一步进军上游资源。
- **定增助力产业链金融业务快速扩张。**2016年上半年，产业链金融业务收入达到31.31亿，同比增长242%；公司正在筹划36.88亿的定增事项，若成功，将大大加速产业链金融业务的发展。
- **锌价大涨，助力自有矿山业务触底反弹。**2016年上半年，自有矿山业务收入下滑40%，原因是锌价下跌和公司主动调整销售计划，看好下半年锌价上涨后公司自有矿山业务收入的触底反弹。

## 投资建议

- 我们看好公司具备的收购上游铜钴资源的期权效应，同时也看好产业链金融业务快速发展趋势。首次覆盖，予以增持评级

## 估值

- 我们预测，2016-2018年公司EPS分别是0.192、0.235、0.269。我们给予公司未来6-12个月8.64元目标价位，相当于45x16PE和相对于现在股价11.63%的空间。

## 风险

- 产业链金融业务发展速度低于预期，出现不良资产等。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：  
 S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

廖淦 联系人  
 (86755)83830558  
 liaogan@gjzq.com.cn

宋小浪 联系人  
 (86755)83831051  
 songxiaolang@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介 .....	4
公司沿革与现状 .....	4
主营业务 .....	4
进军非洲，意在铜钴资源 .....	6
铜、钴价格处于低位，正是非洲收矿良机 .....	6
新能源车销量大增，钴价拐点临近，未来铜钴矿山盈利能力有保障 .....	6
国际并购频繁，收购非洲矿山已积累较多经验 .....	6
成立盛屯国际，一箭双雕 .....	7
建立刚果（金）铜钴的冶炼厂 .....	7
未来或继续收购铜钴矿山 .....	8
自有金属采选业务：产量稳步提升，收入触底反弹 .....	16
产业链金融 .....	8
商业保理 .....	11
供应链金融 .....	12
黄金租赁 .....	12
融资租赁 .....	13
借助定增，加速产业链金融发展 .....	15
盈利预测与评级 .....	18
风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司发展历程一览 .....	4
图表 2：2015 年主营业务收入占比图 .....	4
图表 3：2015 年主营毛利占比图 .....	4
图表 4：公司股权结构图 .....	5
图表 5：2011 年至今，铜价处于腰斩的水平 .....	6
图表 6：目前钴价处于历史性底部 .....	6
图表 7：钴金属的供需平衡表（单位：吨） .....	6
图表 8：中国企业在非洲投资的铜钴项目一览 .....	7
图表 9：近期国内企业收购非洲资源的案例一览 .....	7
图表 10：非洲刚果（金）年产 3500 吨钴、10000 吨铜综合利用项目基本情况 .....	8
图表 11：盛屯矿业未来可能收购的铜钴矿山 .....	8
图表 12：有色金属行业的应收账款净额高达 3.2 万亿 .....	9
图表 13：每年有色行业的固定资产投资额超过 7000 亿 .....	9
图表 14：国内黄金消费市场接近 3000 亿 .....	9
图表 15：相较于商业银行，公司在产业链金融业务的风险管理能力更强 .....	10
图表 16：产业链金融业务收入快速增长 .....	10
图表 17：商业保理运营模式一览 .....	11
图表 18：商业保理收入高速增长 .....	11
图表 19：委托采购业务模式 .....	12
图表 20：委托销售业务模式 .....	12

图表 21: 供应链金融收入快速增长 .....	12
图表 22: 黄金租赁运营模式.....	13
图表 23: 黄金租赁业务收入变化.....	13
图表 24: 融资租赁运营模式.....	14
图表 25: 融资租赁业务收入变化.....	14
图表 26: 定增预案基本信息 .....	15
图表 27: 募集资金投向 (单位: 亿元) .....	15
图表 28: 子公司预计净利润 (单位: 亿元) .....	15
图表 29: 公司矿权一览 (截至 2015 年末) .....	16
图表 30: 公司矿山储量一览 (截至 2015 年末) .....	16
图表 31: 公司产销量 (单位: 吨) .....	17
图表 32: 截至 2016H, 矿山业务投资计划 (单位: 万元) .....	17
图表 33: 2016 下半年, 金属采选收入有望在触底反弹.....	18
图表 34: 2016 下半年, 金属采选毛利有望在触底反弹 .....	18
图表 35: 2011 年至今国内市场锌价变化 .....	18

## 公司简介

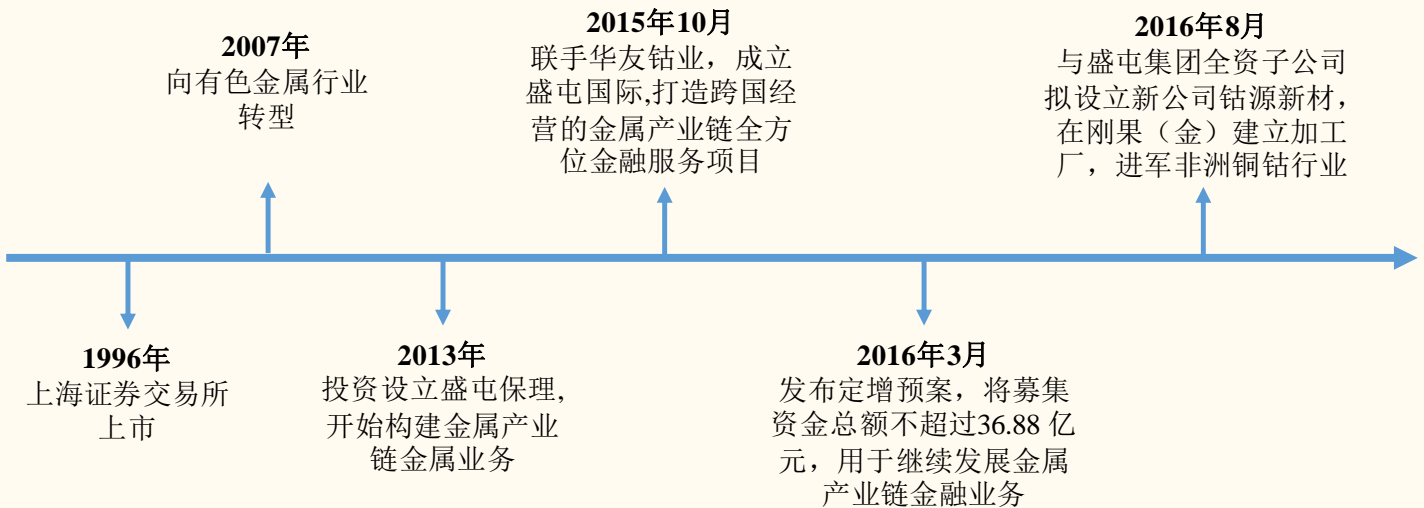
### 公司沿革与现状

公司于 1996 年上市，2007 年开始向有色金属行业的实施转型，不断并购优质矿山资源，从收购三富矿业开始，不断收购银鑫矿业、埃玛矿业、华金矿业为代表的各类型优质矿山，目前形成了有色金属采选、综合贸易、金属产业链金融等三大业务。

2013 年底，投资设立上海盛屯商业保理有限公司，开展金属商业保理业务，迈出构建金属产业链金融业务的第一步。2014 年至今，公司先后在商业保理、供应链金融、黄金租赁、融资租赁等领域进行快速布局。

2015 年 10 月，公司联手华友钴业，成立盛屯国际，布局金属产业链国际金融服务，并为进军非洲矿业作准备。2016 年 8 月，公司与盛屯稀有材料科技在厦门新设立公司——钴源新材，由钴源新材作为主体，投资非洲刚果（金）年产 3500 吨钴、10000 吨铜综合利用项目，正式进军非洲铜钴行业。

图表 1：公司发展历程一览

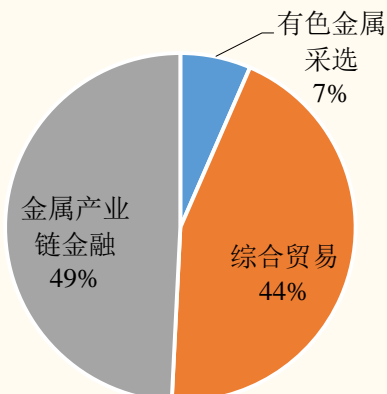


来源：国金证券研究所

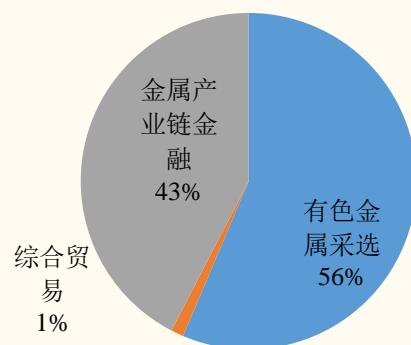
### 主营业务

公司主要业务为金属产业链金融和有色金属采选业务。2015 年，公司有色金属采选业务收入为 4.34 亿，贡献毛利 2.96 亿元；金属产业链金融收入 32.78 亿，贡献毛利 2.32 亿元。

图表 2：2015 年主营业务收入占比图



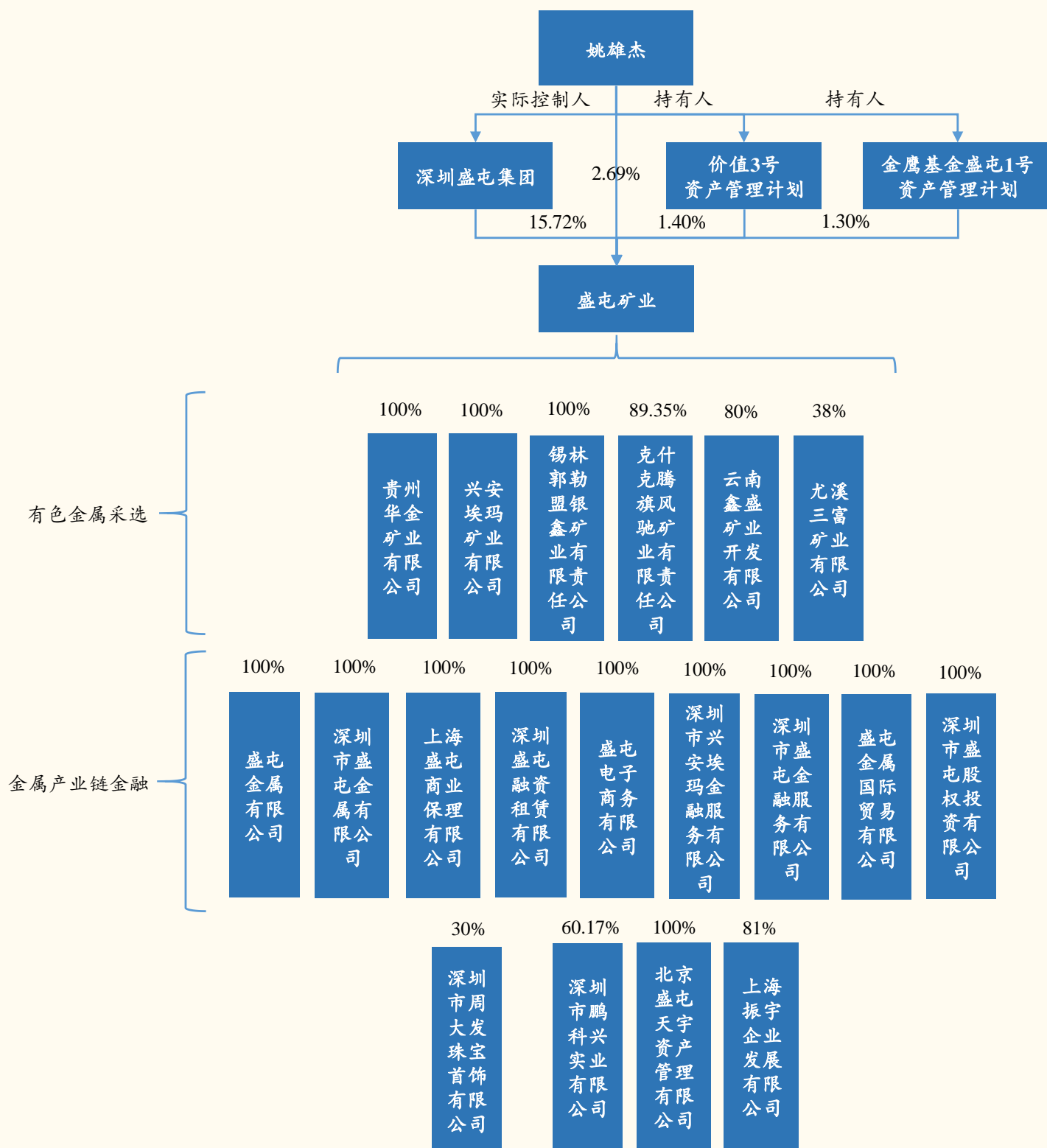
图表 3：2015 年主营毛利占比图



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

## 进军非洲，意在铜钴资源

### 铜、钴价格处于低位，正是非洲收矿良机

2011 年至今，国内铜价从 8 万元/吨下跌至 4 万元/吨，下跌幅度超过 50%；2008 年至今，钴价从 90 万元/吨跌至 21 万/吨，目前也是处于绝对的历史低位。在目前的价位对矿业资源进行收购，或为风险收益比上佳的收矿时机。

图表 5：2011 年至今，铜价处于腰斩的水平



来源：上海金属网，国金证券研究所

图表 6：目前钴价处于历史性底部



来源：百川资讯，国金证券研究所

### 新能源车销量大增，钴价拐点临近，未来铜钴矿山盈利能力有保障

未来几年，供给端，铜镍价格低迷将抑制钴原料供应增长，从而导致全球精炼钴产量增速降低；需求端，伴随着新能源车销量大增以及未来的持续发展，车用电池用钴将带动钴需求快速增长。预计 2017 年将出现供需缺口，短缺达 3600 吨。

图表 7：钴金属的供需平衡表 (单位：吨)

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016E	2017E	2018E
钴供给	82,247	77,189	85,904	91,754	102,399	101,546	103,304	111,484
同比	3.78%	-6.15%	11.29%	6.81%	6.93%	-0.83%	1.73%	7.92%
钴需求	75,000	80,000	85,000	85,600	91,500	99,000	106,920	114,404
同比	15.40%	6.67%	6.25%	0.71%	6.89%	8.20%	8.00%	7.00%
平衡	7,247	-2,811	904	6,154	10,899	2,546	-3,616	-2,920

来源：CDI，国金证券研究所

### 国际并购频繁，收购非洲矿山已积累较多经验

目前，中国企业已在非洲收购了一定数量的铜钴矿山或者参与相关项目建设。频繁的收购为后来者提供了大量可借鉴的经验。因此，若盛屯矿业未来进军非洲资源，风险系数无疑大大降低，同时运作效率将会有所提高。

**图表 8：中国企业在非洲投资的铜钴项目一览**

运营商	原料形式	2015 年产量 (金属吨)
华友刚果东方矿业 SPRL 项目	生产钴精矿及氢氧化钴运至中国国内	5,000
华友 CMSK SPRL 项目	生产铜钴矿	2,700
金川集团项目	生产氢氧化钴运至中国	4,000
中铁资源与中国水电建设集团投资项目	未来生产氢氧化钴	0
寒锐钴业投资项目	生产钴精矿运至中国	1,500
万宝矿产 Feza 项目	生产白合金运至中国	800
中铁资源 CIMCO 投资项目	生产粗制碳酸钴运至中国	500
佳远钴业 MJM 公司投资项目	生产钴精矿运至中国	300

来源：安泰科，国金证券研究所

**图表 9：近期国内企业收购非洲资源的案例一览**

宣布时间	收购项目名称	收购方	转让方	交易方式	产能 (吨)
2012.05	刚果 SEMHKAT 矿山	海亮股份	MWANA.AFRICA	现金收购 4000 万美元	仍处于勘探阶段
2015.06	刚果 PE527 采矿权	华友钴业	Gecamines	现金收购 5200 万美元	预计将在 2018 年形成 3100 吨钴产能，铜 1.43 万吨
2016.03	Gerald (杰拉德) 15.625% 权益	鹏欣资源	Gerald (杰拉德)	现金收购 2000 万美元	NA
2016.05.09	Tenke Fungurume	洛阳钼业	Freeport (自由港)	现金收购 26.5 亿美元	铜产能达到了 27 万吨，钴产能达到了 1.68 万吨

来源：公司公告，国金证券研究所

### 成立盛屯国际，一箭双雕

2015 年 10 月，盛屯矿业与华友钴业成立盛屯金属国际有限公司，其中盛屯矿业持股 70%，华友钴业持股 30%，首期出资 2 亿元。

成立盛屯国际，一方面是针对国内有色金属企业对非洲矿业资源的需求，将非洲资源和国内需求链接起来，打造跨国经营的金属产业链全方位金融服务项目；另一方面，也是加强与钴业巨头华友钴业的合作，增强铜钴资源运作的的能力。

### 建立刚果（金）铜钴的冶炼厂

2016 年 8 月，盛屯矿业与盛屯稀材在厦门成立盛屯钴源。盛屯矿业持股 51%；盛屯稀材持股 49%。

以钴源新材作为主体，投资非洲刚果（金）年产 3500 吨钴、10000 吨铜综合利用项目，项目位于刚果（金）科卢韦齐地区北部，项目建设期 13 个月，总投资额为 6000 万美元。

**图表10：非洲刚果（金）年产3500吨钴、10000吨铜综合利用项目基本情况**

项目概况	项目建设期	原料	产能
位于刚果（金）科卢韦齐地区，当地铜钴资源丰富，1941年开始采铜，现为重要的铜钴矿开采中心	预计13个月	以外购矿原料为主： (1) 高铜矿，含铜25%； (2) 钴矿，含钴5%；	达产后：(1) 日处理矿石约1750吨；(2) 阴极铜10000吨；(3) 回收粗制氢氧化钴含钴金属3500吨

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 未来或继续收购铜钴矿山

我们认为，在铜钴价格处于历史低位的大背景下，公司或不仅限于在刚果（金）建立冶炼厂，未来或有较大概率进军上游矿山领域。

**图表11：盛屯矿业未来可能收购的铜钴矿山**

矿山	所属公司	钴产能 (吨)	2015年产量 (吨)	产能 利用率	伴生 类型	铜产能 (吨)
CMSK	Gecamines	1,400	1,400	100.00%	铜钴	12,000
Mukondo Mountain	ENRC（欧亚资源）	12,000	3,500	29.17%	铜钴	100,000
Kolwezi tailings	ENRC（欧亚资源）	5,800	0	0.00%	铜钴	35,000
Etoile	Shalina Resources	6,000	2,300	38.33%	铜钴	30,000
Big Hill slag	George Forrest Group & Gecamines	5,000	4,900	98.00%	铜钴	10,000
Somika	Somika SPRL	2,400	2,200	91.67%	铜钴	22,000
Katanga Mining	Glencore（嘉能可）	4,400	2,900	65.91%	铜钴	160,400
Mutanda	Glencore（嘉能可）	21,200	16,500	77.83%	铜钴	222,000
Luishia（绿纱铜钴矿）	China Railway Group Ltd （中国中铁）	3,000	3,000	100.00%	铜钴	35,000
Miniere de Kalumbwe Myunga（MKM）	China Railway Group Ltd （中国中铁）	1,000	661	66.10%	铜钴	22,000

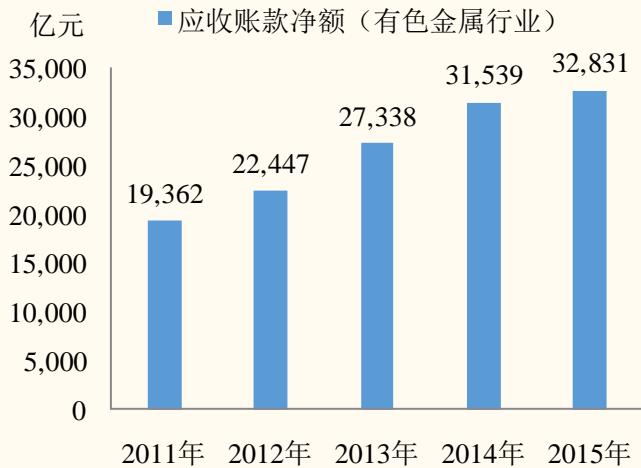
来源：Darton, USGS, 公司公告，国金证券研究所

#### 产业链金融：前景广阔，扩张迅速

有色金属行业是我国支柱产业之一，巨大的市场规模使得该行业存在巨大的融资需求。有色金属行业的应收账款净额高达3.2万亿，固定资产投资额超过7000亿，国内黄金市场消费额也接近3000亿。

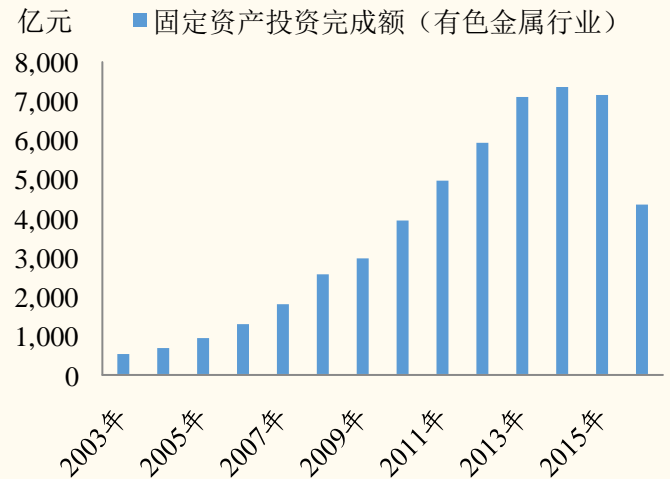


图表 12: 有色金属行业的应收账款净额高达 3.2 万亿



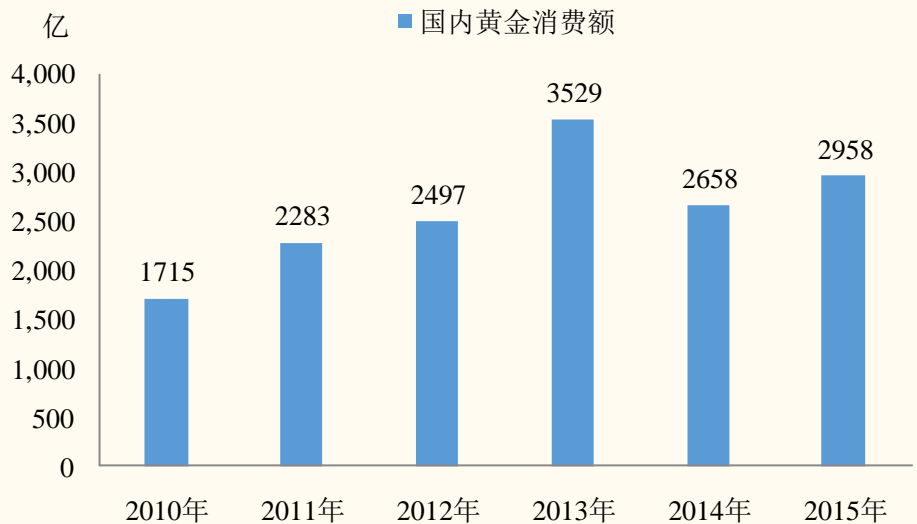
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 13: 每年有色行业的固定资产投资额超过 7000 亿



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 14: 国内黄金消费市场接近 3000 亿



来源: 中国黄金协会, 国金证券研究所。备注: 此处黄金价格按 300 元/g 计算。

在当前有色金属产品价格下跌, 行业盈利下滑的背景下, 由于无法识别内在风险, 社会和银行资金对有色金属行业采取惜贷态度, 无法满足有色金属行业的资金需求。

公司在有色金属领域沉淀和累积了较强的专业能力, 对整个产业链中各环节经营风险的识别能力强。本公司大力发展的金属产业链金融服务, 能够为产业链上下游企业提供综合解决方案, 与商业银行在专业性、风险管理、服务特点等方面比较如下:

图表 15: 相较于商业银行, 公司在产业链金融业务的风险管理能力更强

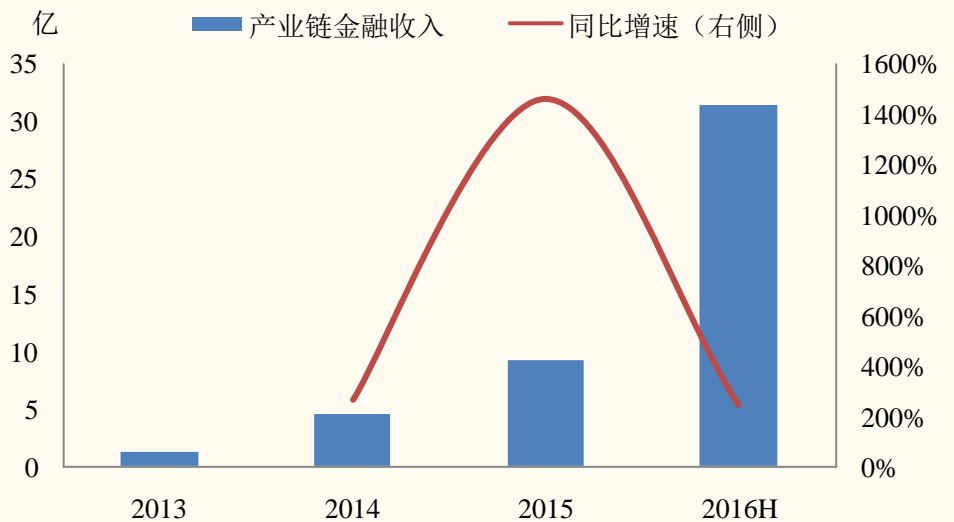
	专业性	风险管理	服务特点
商业银行	缺乏金属行业专业人 才和管理经验, 银行大多 依托外部机构对金属企 业业务进行调查评估;	①银行供应链金融业务起步较早, 建立 较为完善的通用授信风险体系; ②2014 年, 银监会发布《商业银行保理业务管 理暂行办法》, 加强银行开展保理业务 的管理, 银行保理业务有一定收缩; ③ 自身缺少仓储物流服务体系, 开展供应 链金融业务主要依赖第三方机构的监管	①银行关注授信企业的资质审 核, 注重贷前准入; ②审批流程 长、程序复杂、效率低; ③需要 严格的抵押担保; ④注重服务资 质条件高的国企或大型企业。
盛屯矿业	①自身经营金属矿采 选、贸易业务, 熟悉有 色金属行业, 具备行业 内专家团队和矿业经营 管理经验; ②建立金 属行业客户资源库; ③ 建立项目风险评估系统 和风险持续跟踪系统; ④建立了专业的资信评 审机制。	①拥有仓储基地, 通过有效控货降低供 应链融资和保理融资风险; ②建立了完 善的金属产业链金融服务风险管理体系; ③拥有丰富的风险识别与管控经 验; ④参与矿业投资经营, 资产处置能 力强。	①具备服务金属产业链上下游企业的 综合服务能力, 涵盖设备融资、商业 保理、供应链金融、黄金租赁; ② 审批流程短, 能够提供灵活、便捷、 高效的融资服务; ③使用公司的物流 仓储体系, 保证“物流”、“资金 流”、“信息流”的闭环运转; ④可 接受抵押品范围广, 涵盖矿权、股权 等; ⑤重点服务金属产业链中小型企 业

来源: 公司公告, 国金证券研究所

金属产业链金融服务是指以真实的交易背景为依托, 对有色金属产业链上的中小企业或者核心企业提供融资、结算等综合或个性化服务, 以满足客户资金需求。公司产业链金融业务包括商业保理、供应链金融、黄金租赁和融资租赁等四项业务。

2016 年上半年, 产业链金融业务收入达到 31.31 亿, 同比增长 242%。目前公司这块业务占整个市场的比重仍然很低, 快速发展的态势可以得到延续, 资金瓶颈是目前为数不多的制约因素。

图表 16: 产业链金融业务收入快速增长



来源: 国金证券研究所

### 商业保理

盛屯保理业务由子公司上海盛屯商业保理有限公司经营，业务目标客户主要为有色金属冶炼企业，业务模式为：由冶炼厂、供应商、盛屯保理签订三方保理合同，约定由盛屯保理代为向原材料供应商支付货款、原料供应商向冶炼厂供货、冶炼厂产成品卖出后，向盛屯保理还款并支付资金利及保理费。

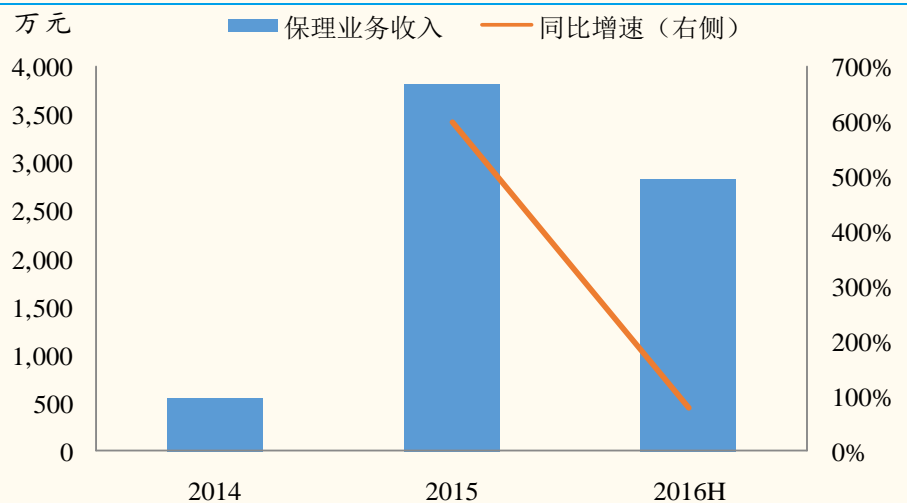
图表 17：商业保理运营模式一览



来源：公司官网，国金证券研究所

2016H，商业保理收入为 2829.15 万，同比增速 78.22%；商业保理净利润为 2384.73 万，同比增速 50.23%。

图表 18：商业保理收入高速增长



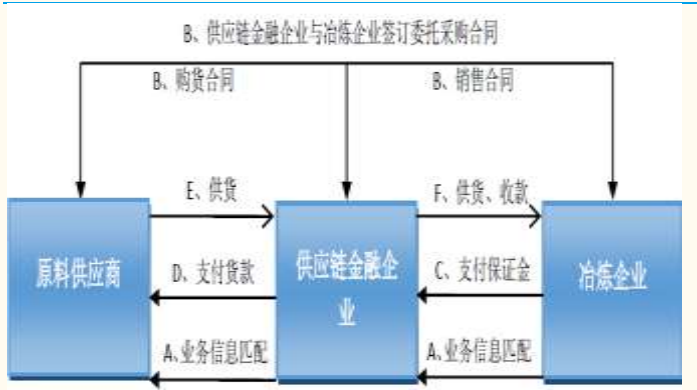
来源：公司公告，国金证券研究所

### 供应链金融

盛屯矿业供应链金融业务主要由旗下公司盛屯金属有限公司负责经营。

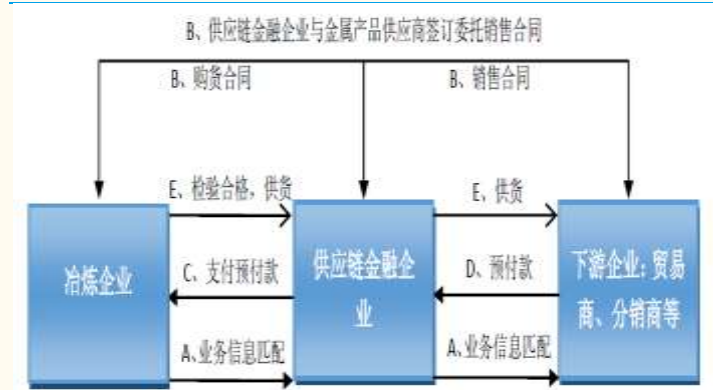
公司供应链金融业务分为委托采购业务模式和委托销售业务模式。委托采购业务模式是指由供应链金融企业受托采购货物，向原料供应商预付采购款，由原料供应商发货至供应链金融企业仓库，待下游客户完成相关内部程序后，向其供货并收取货款。委托销售业务模式是指由供应链金融企业受托销售货物。

图表 19：委托采购业务模式



来源：国金证券研究所

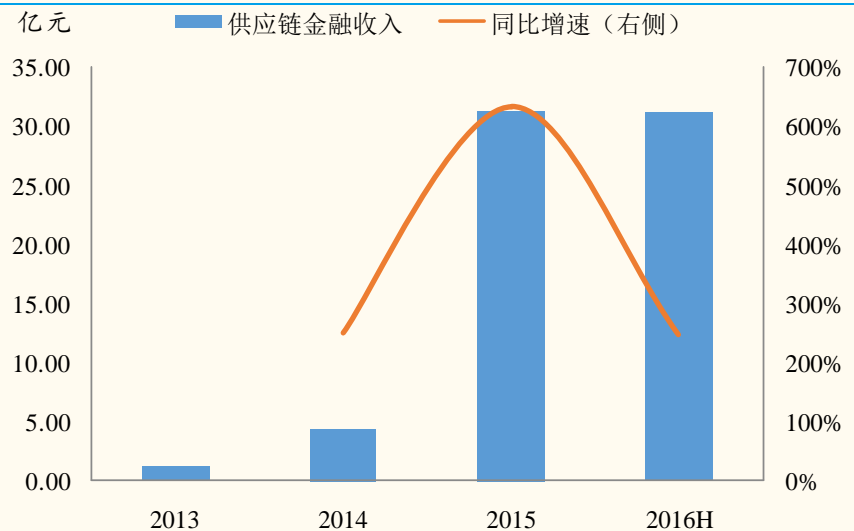
图表 20：委托销售业务模式



来源：国金证券研究所

2016H，公司供应链金融业务收入为 31.13 亿，同比增长 247.66%；供应链金融毛利为 1.02 亿，同比增长 375.15%。

图表 21：供应链金融收入快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

### 黄金租赁

盛屯黄金租赁业务由深圳市盛屯金融服务有限公司、深圳市兴安埃玛金融服务有限公司具体负责经营。

黄金租赁是指黄金首饰加工企业或经贸企业以租赁方式向银行或专业租赁公司

租赁黄金用于生产，并在完成销售的同时买回现货黄金，归还银行或租赁公司，通过缩短采购及销售的时间间隔，规避黄金价格的波动风险，降低用金企业采购环节的资金占用成本。

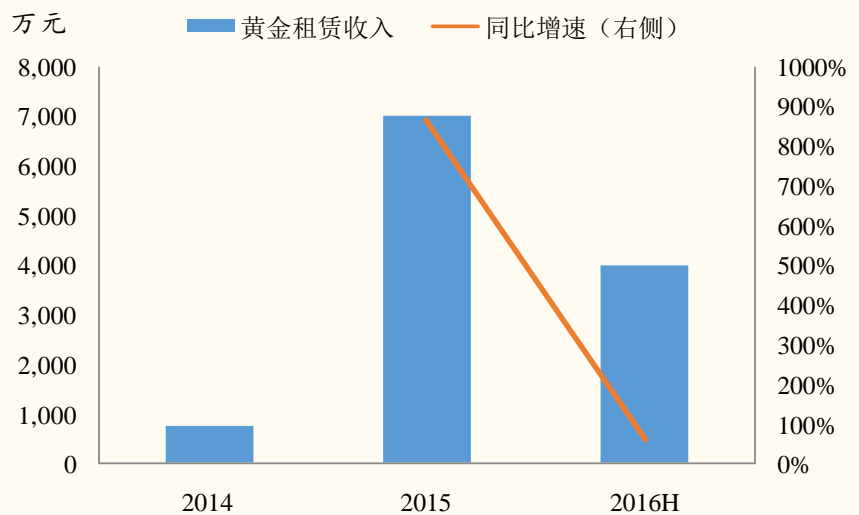
图表 22：黄金租赁运营模式



来源：公司官网，国金证券研究所

2016H，黄金租赁业务收入为 3983.52 万元，同比增长 58.24%；黄金租赁毛利为 3881.08 万元，同比增长 54.17%。

图表 23：黄金租赁业务收入变化



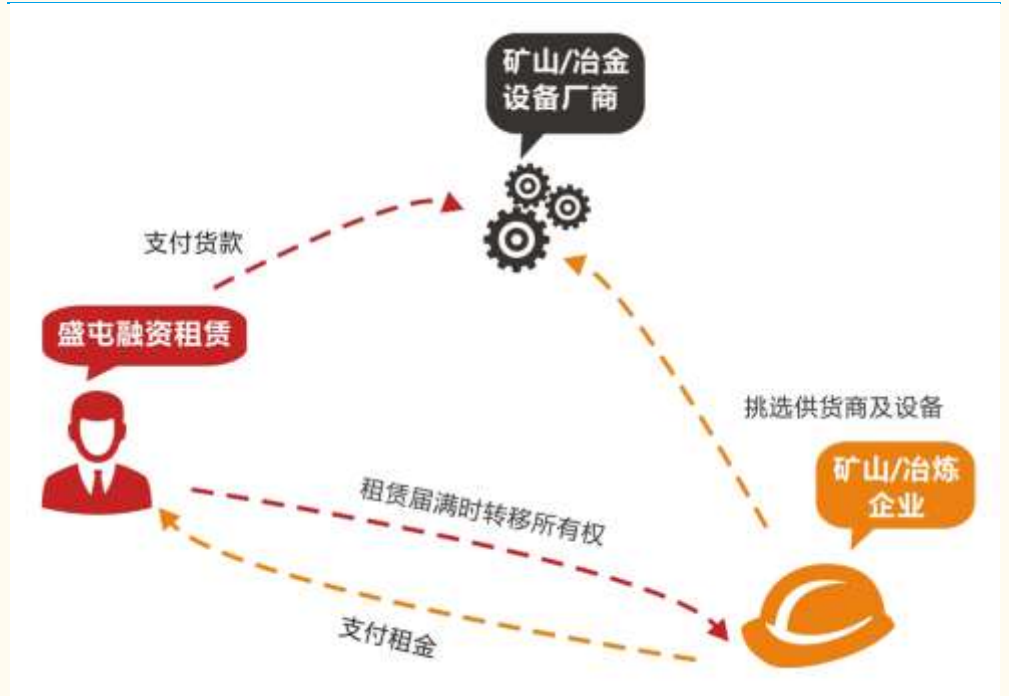
来源：公司公告，国金证券研究所

### 融资租赁

公司融资租赁业务的主体单位为旗下子公司深圳市盛屯融资租赁有限公司，目标客户主要为矿山及冶炼企业、矿山总包运营商/分包运营商等金属产业链上下

游企业，市场定位为中小型矿山及冶炼厂的新建、技改、环保项目等，以融资租赁方式为其提供矿山开采、选矿、冶炼等一体化设备，租赁期限一般为 1-5 年。

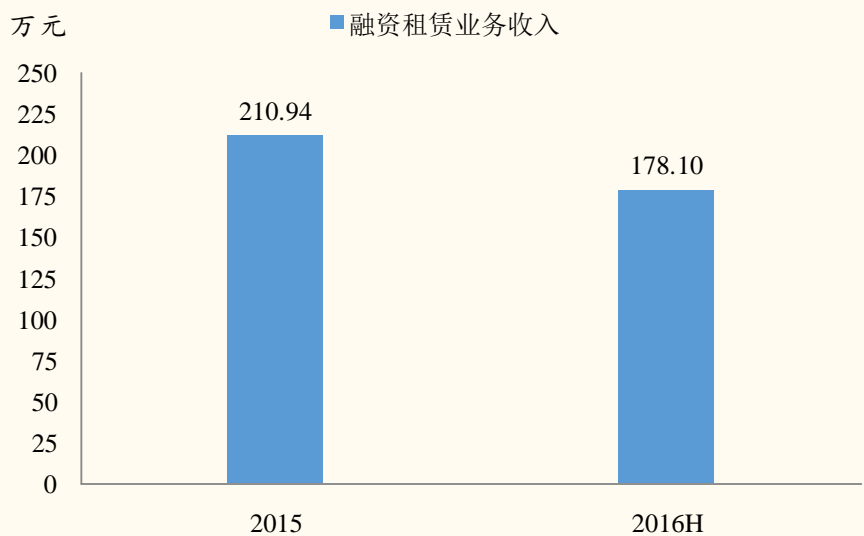
图表 24：融资租赁运营模式



来源：公司官网，国金证券研究所

融资租赁业务从 2015 年开始开展，当年收入为 210.94 万元。2016H 收入为 178.10 万元。

图表 25：融资租赁业务收入变化



来源：公司公告，国金证券研究所

### 借助定增，加速产业链金融发展

金属产业链金融服务本质上是一种依托于资金进行的金融服务。2016 年上半年，金属产业链金融服务的收入高达 31.13 亿，但公司的货币资金仅为 7.44 亿，未来资金的瓶颈将会制约产业链金融业务的发展。鉴于此，盛屯矿业拟通过定增融资 36.88 亿，加强产业链金融服务的投入，加速公司该业务的发展。

**图表 26：定增预案基本信息**

预案公告日期	2016 年 3 月 25 日
增发价格	5.65 元/股
发行数量	不超过 652,743,363 股
定价方式	定价
进展	证监会受理
募资	不超过 36.88 亿
增发前股本	1,497,052,305
股本摊薄	43.6%
对象	8 名特定投资者
锁定期	36 个月

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 27：募集资金投向（单位：亿元）**

募投项目	投资总额	使用募集资金金额	建设期	项目介绍
增资盛屯保理，拓展金属行业商业保理业务	10.00	10.00	NA	-
增资盛屯金属，拓展金属供应链金融业务	8.00	8.00	NA	仓储物流基地建设投资 3,000 万元，补充供应链金融服务业务运营资金 77,000 万元。
拓展黄金租赁业务：增资盛屯金融服务	7.00	7.00	NA	-
拓展黄金租赁业务：增资埃玛金融服务	4.70	4.70	NA	-
投资盛屯融资租赁，拓展金属行业设备融资租赁业务	4.20	2.94	NA	本公司计划使用募集资金 2.94 亿元、本公司境外子公司尚辉公司自筹资金 1.26 亿元分别向盛屯融资租赁缴纳出资
增资盛屯电子商务，建设基于大数据的金属产业链金融服务信息化平台项目	0.94	0.94	2 年	该平台是涵盖金属产业链业务信息化管理运营、金属产业链金融服务与风险控制、金属供应链上下游企业信息收集及大数据分析、行业供求信息发布及交易撮合的 B2B 电商平台。
投资盛屯国际项目，拓展海外金属供应链金融业务	3.50	3.00	NA	本投资项目主要针对国内有色金属企业对海外矿业资源的需求，为有色金属国际业务产业链上相关企业提供金属供应链金融服务。
合计	38.34	36.88	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 28：子公司预计净利润（单位：亿元）**

子公司名称	2016E	2017E	2018E
盛屯金属	0.74	1.47	1.82

盛屯金融服务	0.70	1.46	1.78
埃玛金融服务	0.36	0.77	1.03
盛屯融资租赁	0.07	0.38	0.48
盛屯国际	0.01	0.30	0.59

来源：公司公告，国金证券研究所

### 自有金属采选业务：产量稳步提升，收入触底反弹

公司的金属采选业务分布在多家子公司，其中矿石储量主要集中在银鑫矿业、埃玛矿业、鑫盛矿业和华金矿业。公司矿山业务主要产品包括钨锡混合矿、铜银精矿、钨精粉、铅银精矿和锌精矿。

图表 29：公司矿权一览（截至 2015 年末）

公司名称	公司类型	探矿权	采矿权
锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司	全资及控股子公司	热哈达铅锌多金属矿区的探矿权	道伦达坝铜多金属矿区的采矿权
克什克腾旗风驰矿业有限责任公司	全资及控股子公司	内蒙古自治区克什克腾旗安乐锡矿外围多金属普查探矿权	内蒙古自治区克什克腾旗安乐村安乐锡矿的采矿权
云南鑫盛矿业开发有限公司	全资及控股子公司	云南省元阳县城头山铜多金属矿普查探矿权、云南省元阳县采山坪铜多金属矿普查探矿权	元阳县采山坪铜矿采矿权
兴安埃玛矿业有限责任公司	全资及控股子公司	内蒙古科右前旗巴根黑格其尔地区铜及多金属矿探矿权	内蒙古科右前旗巴根黑格其尔矿区铅锌矿采矿权
贵州华金矿业有限责任公司	全资及控股子公司	贵州省册亨县丫他探矿权	贵州省册亨县丫他、板其采矿权
尤溪县三富矿业有限公司	参股子公司		尤溪丁家山铅锌矿采矿权

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：公司矿山储量一览（截至 2015 年末）

	单位	银鑫矿业	埃玛矿业	鑫盛矿业	华金矿业	合计
矿石储量	万吨	2121.49	650.00	111.82	-	2883.31
铜	万吨	16.49	0.96	-	-	17.45
平均品位	%	0.71	0.15	-	-	
钨	万吨	3.27	-	-	-	3.27
平均品位	%	0.14	-	-	-	
锡	万吨	2.38	-	-	-	2.38
平均品位	%	0.12	-	-	-	
银	吨	547.34	177.59	45.12	-	770.05
平均品位	克/吨	25	36.72	-	-	
锌	万吨	41.33	-	4.20	-	45.54
平均品位	%	6.33	-	-	-	
铅	万吨	21.16	-	1.22	-	22.38
平均品位	%	3.24	-	-	-	



黄金	Kg	-	-	-	25806.77	25806.77
----	----	---	---	---	----------	----------

来源：公司公告，国金证券研究所

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矿石采选量均较上年同期实现增长。2015年，铅银精矿、锌精矿产量分别较去年提升37%和9.7%。

图表31：公司产销量（单位：吨）

产品类别	项目	2015	同比变化
钨锡混合矿	生产量	237.15	-6.08%
	销售量	242.26	-2.18%
	库存量	0.00	
铜银精矿	生产量	3,279.29	42.17%
	销售量	3,278.64	41.80%
	库存量	3.25	25.00%
钨精粉	生产量	150.69	9.24%
	销售量	150.69	4.59%
	库存量	0.00	
铅银精矿	生产量	10,119.64	37.92%
	销售量	10,083.91	37.15%
	库存量	75.71	89.37%
锌精矿	生产量	22,375.57	9.70%
	销售量	22,918.05	15.47%
	库存量	71.38	-88.37%

来源：公司公告，国金证券研究所

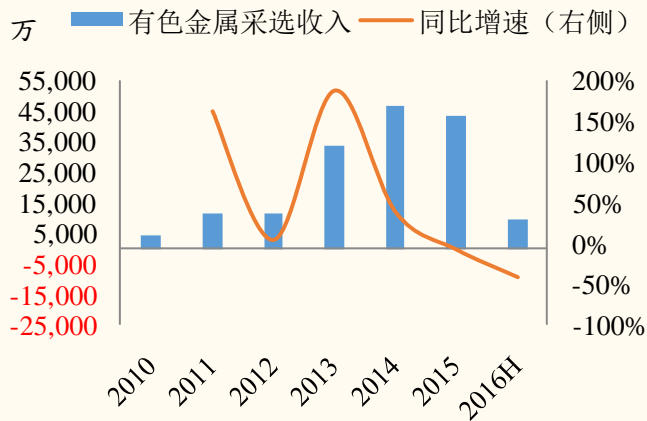
图表32：截至2016H，矿山业务投资计划（单位：万元）

承诺投资项目	承诺投资	累计投资	进度	达到预定可使用状态	预计效益
增资贵州华金开展勘探项目	4400.00	1411.65	32.08%	2017年6月	预计可新发现金矿体1-2个；预计可探获资源量（金金属量）8,231KG
银鑫技改项目	5363.79	1380.50	25.74%	2016年12月	新建一条主竖井和盲副井，将产能升至45万吨/年；当达到设计采选规模45万吨/年时，可新增营业收入为12,348.9万元，利润总额为4,732.9万元，新增净利润为4,022.9万元。技改完成后，矿山服务年限为47年。项目建成后，投资回收期约4.5年。

来源：公司公告，国金证券研究所

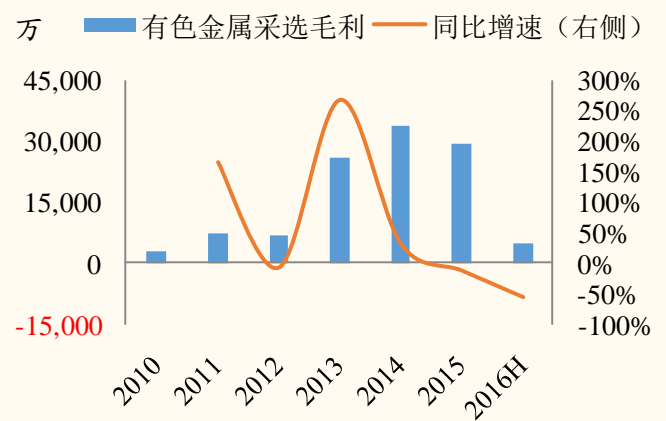
2013年以来，金属采选业务的收入增速不断下降。2016年上半年，公司有意识的控制锌矿销量，加上15年同期锌价基数较高，金属采选业务的收入规模出现较大幅度的负增长。下半年，随着锌价的反弹，以及公司锌矿存货的释放，公司金属采选业务的收入和毛利均有望触底反弹。

图表 33: 2016 下半年, 金属采选收入有望在触底反弹



来源: 长江有色市场, 国金证券研究所

图表 34: 2016 下半年, 金属采选毛利有望在触底反弹



来源: 长江有色市场, 国金证券研究所

图表 35: 2011 年至今国内市场锌价变化



来源: 长江有色市场, 国金证券研究所

### 盈利预测与评级

#### ■ 盈利预测

核心假设: 2016-2018 年, 产业链金融业务收入增速分别为 90%、50%和 30%, 锌价均价分别为 16000、17500、19000 元/吨。

我们预测, 2016-2018 年公司 EPS 分别是 0.192、0.235、0.269。

#### ■ 估值与评级

我们认为, 公司的铅锌业务弹性较大, 产业链金融业务增速超过 60%, 同时兼具收购铜钴资源的期权效应, 给予 2016 年 45 倍 PE 的估值, 对应目标价 8.64, 相对于现在股价 11.63%的空间。首次覆盖, 予以增持评级。

### 风险提示

产业链金融业务发展速度低于预期, 出现不良资产等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,038</b>	<b>3,348</b>	<b>6,662</b>	<b>9,550</b>	<b>12,653</b>	<b>15,530</b>
增长率		64.3%	99.0%	43.4%	32.5%	22.7%
主营业务成本	-1,761	-2,969	-6,136	-8,831	-11,724	-14,424
%销售收入	86.4%	88.7%	92.1%	92.5%	92.7%	92.9%
毛利	276	379	526	719	930	1,106
%销售收入	13.6%	11.3%	7.9%	7.5%	7.3%	7.1%
营业税金及附加	-9	-14	-24	-34	-46	-56
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	0	0	-7	-10	-13	-16
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-107	-159	-197	-287	-380	-466
%销售收入	5.2%	4.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	160	205	298	389	492	569
%销售收入	7.9%	6.1%	4.5%	4.1%	3.9%	3.7%
财务费用	-42	-54	-125	-30	-45	-58
%销售收入	2.1%	1.6%	1.9%	0.3%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-5	-9	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	8	7	0	0
投资收益	2	12	15	15	15	15
%税前利润	1.5%	7.6%	7.6%	3.9%	3.2%	2.8%
营业利润	115	156	192	381	462	526
营业利润率	5.6%	4.7%	2.9%	4.0%	3.7%	3.4%
营业外收支	1	4	4	4	4	4
税前利润	116	160	196	385	466	529
利润率	5.7%	4.8%	2.9%	4.0%	3.7%	3.4%
所得税	-11	-9	-41	-81	-98	-111
所得税率	9.7%	5.9%	21.2%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	105	150	155	304	368	418
少数股东损益	-1	0	16	16	16	16
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>106</b>	<b>150</b>	<b>138</b>	<b>288</b>	<b>352</b>	<b>402</b>
净利率	5.2%	4.5%	2.1%	3.0%	2.8%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	105	150	155	304	368	418
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	79	124	137	92	96	106
非经营收益	15	4	81	4	37	50
营运资金变动	59	-745	-1,216	-110	-386	-327
<b>经营活动现金净流</b>	<b>258</b>	<b>-466</b>	<b>-843</b>	<b>291</b>	<b>115</b>	<b>248</b>
资本开支	-97	-181	-189	-576	-204	-254
投资	-87	-679	-209	-37	0	0
其他	5	-1	-105	22	15	15
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-179</b>	<b>-862</b>	<b>-503</b>	<b>-591</b>	<b>-189</b>	<b>-239</b>
股权募资	0	1,063	40	0	0	0
债权募资	161	510	905	125	55	49
其他	-53	101	256	-45	-86	-99
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>108</b>	<b>1,673</b>	<b>1,201</b>	<b>80</b>	<b>-31</b>	<b>-50</b>
<b>现金净流量</b>	<b>188</b>	<b>345</b>	<b>-145</b>	<b>-221</b>	<b>-105</b>	<b>-41</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	279	606	836	615	510	469
应收款项	138	414	894	1,149	1,548	1,915
存货	35	85	264	242	321	395
其他流动资产	176	658	1,787	2,344	2,923	3,433
流动资产	627	1,763	3,781	4,350	5,302	6,212
%总资产	16.0%	29.7%	46.1%	46.8%	51.1%	54.4%
长期投资	111	55	220	247	247	247
固定资产	477	717	804	776	924	1,111
%总资产	12.2%	12.1%	9.8%	8.3%	8.9%	9.7%
无形资产	2,663	3,327	3,284	3,760	3,724	3,688
非流动资产	3,291	4,181	4,427	4,953	5,065	5,217
%总资产	84.0%	70.3%	53.9%	53.2%	48.9%	45.6%
<b>资产总计</b>	<b>3,919</b>	<b>5,944</b>	<b>8,207</b>	<b>9,303</b>	<b>10,367</b>	<b>11,429</b>
短期借款	120	221	632	661	987	1,035
应付款项	330	353	1,359	1,950	2,588	3,183
其他流动负债	68	215	355	461	222	252
流动负债	518	788	2,347	3,072	3,797	4,470
长期贷款	0	35	32	32	32	33
其他长期负债	907	1,442	1,828	1,924	1,924	1,924
<b>负债</b>	<b>1,425</b>	<b>2,266</b>	<b>4,206</b>	<b>5,027</b>	<b>5,753</b>	<b>6,427</b>
普通股股东权益	2,433	3,607	3,844	4,102	4,424	4,797
少数股东权益	61	71	158	174	190	206
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,919</b>	<b>5,944</b>	<b>8,207</b>	<b>9,303</b>	<b>10,367</b>	<b>11,429</b>

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.240	0.110	0.090	0.192	0.235	0.269
每股净资产	5.364	2.409	2.567	2.740	2.955	3.204
每股经营现金净流	0.569	-0.312	-0.563	0.194	0.077	0.166
每股股利	0.000	0.050	0.020	0.020	0.020	0.020
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.36%	4.16%	3.60%	7.02%	7.97%	8.39%
总资产收益率	2.71%	2.53%	1.69%	3.10%	3.40%	3.52%
投入资本收益率	4.41%	3.73%	3.68%	4.60%	5.29%	5.77%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	48.79%	64.31%	98.99%	43.35%	32.50%	22.73%
EBIT 增长率	202.79%	28.17%	45.18%	30.58%	26.49%	15.63%
净利润增长率	584.74%	41.55%	-7.82%	108.04%	22.35%	14.14%
总资产增长率	119.96%	51.67%	38.09%	13.34%	11.44%	10.25%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	12.5	26.6	26.2	26.0	26.0	26.0
存货周转天数	4.3	7.4	10.4	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	5.0	4.7	4.6	5.0	5.0	5.0
固定资产周转天数	84.1	69.2	39.4	24.6	21.4	20.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	1.64%	8.01%	24.25%	28.29%	35.55%	34.59%
EBIT 利息保障倍数	3.8	3.8	2.4	13.1	11.0	9.7
资产负债率	36.36%	38.13%	51.25%	54.04%	55.49%	56.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

**市场中相关报告评级比率分析说明:**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明:**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD