

评级：强烈推荐
有色金属
公司研究报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

电话：0755-25832951

邮件：juguoxian@fcsc.cn

ST 雄震 (600711)

—— 雄风起 震天下

交易数据

52周内股价区间(元)	10.23-20.28
总市值(百万元)	1896.23
流通股本(百万股)	79.47
流通股比率(%)	81%

资产负债表摘要(06/10)

股东权益	173.41
每股净资产	1.77
市净率	10.93
资产负债率	45.1%

公司与沪深300指数比较



相关报告

点评报告：

定向增发 收购“金娃娃”

定增获批，雄震初啼

摘要：

- **3年不断矿业收购逐步进入收获期，预计2011-2012年EPS达到0.65元、1.25元，强烈推荐。**矿业企业发展主要靠矿山收购，3年至今不断的矿山收购培养了队伍，未加速收购可期。公司新收购72%权益的银鑫矿业铜、锡、钨、银储量较大，2年内产量翻番，预计2011年-2012年EPS将达到0.65元、1.25元，这还没有考虑银鑫矿业锡回收率提高带来的收益。强烈推荐。
- **新收购的银鑫矿业储量大、品味高，且存在较大增储可能。**银鑫矿业主要资产是道伦达坝铜多金属矿的采矿权、和热哈达铅锌多金属矿区的探矿权。道伦达坝多金属矿储量较大，(铜金属量162,235.07吨，钨(WO3)金属量32,226.29吨，锡金属量23,615.96吨，银金属量538.70吨，硫813,643.49吨，砷19,164.69吨)；道伦达坝品位也较高，(铜为0.773%，WO3为0.154%，锡为0.113%，银为25.677g/t，硫为3.878%，砷为0.091%)。和热哈达铅锌多金属矿区位于道伦达坝矿区附近，属于大兴安岭南重要成矿带，勘查面积25.83平方公里。
- **公司2010-2012年每股收益将达到0.65元、1.25元。**公司主要利润来自于银鑫矿业，银鑫矿业产量2年翻番，预计生产铜精矿含铜2815吨、3941吨、5675吨，银精矿7.5吨、9.97吨、15.06吨，在我们假设铜精矿价格4.8万元、5.2万元的情况下EPS可以实现0.65元、1.25元。
- **钨锡回收率有待提升，这将带来更大的利润。**公司钨、锡金属的回收率只有20%，锡在前几年销售的精矿中是不计价的。随着公司分离生产线的完整建成和投产，钨、锡回收率必将提高，回收率90%的情况下将贡献利润超过6500万(注：此报告未考虑这部分利润贡献)。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级。**即使不考虑钨、锡回收率提升，公司2012年EPS也有1.25元，目前不到17倍的PE，给予“强烈推荐”评级。

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13,292	12,513	43,633	55,943	75,135
同比(%)	245.8%	-5.9%	248.7%	28.2%	34.3%
营业毛利	2,978	955	12,987	19,424	32,485
同比(%)	13.3%	-67.9%	1259.8%	49.6%	67.2%
归属母公司净利润	1,368	-3,740	4,137	10,677	20,450
同比(%)	-52.0%	-373.3%	210.6%	158.1%	91.5%
总股本(万股)	9,814.9	9,814.9	16,321.7	16,321.7	16,321.7
每股收益(元)	0.14	-0.38	0.25	0.65	1.25
ROE	45.5%	512.5%	4.7%	10.8%	17.2%
P/E(倍)	147.8	-54.1	81.3	31.5	16.4



目 录

1、新面孔的矿业老军	3
1.1、转型做矿始于3年前.....	3
1.2、三年的矿业收购为发展奠定了基础.....	4
1.3、收购仍将进行 新星就此诞生.....	5
2、收获就在眼前	6
2.1、银鑫矿业：2倍有铜银，4倍钨锡金.....	6
2.2、玉溪鑫盛：投产在即.....	7
2.3、IT业务、矿产品贸易业务发展良好.....	8
3、盈利预测与估值	9
3.1、盈利假设.....	9
3.2、盈利预测.....	9
3.3、盈利与金属价格弹性比较.....	11
3.4、估值中枢在30.75—43.75元.....	11
6、风险提示	11
6.1、公司风险提示.....	11



1、新面孔的矿业老军

1.1、转型做矿始于3年前

ST 雄震控股股东为深圳雄震集团。深圳雄震集团有限公司拥有上市公司 15.42% 的权益，属于相对控股。公司前十大股东中其余股东为个人。

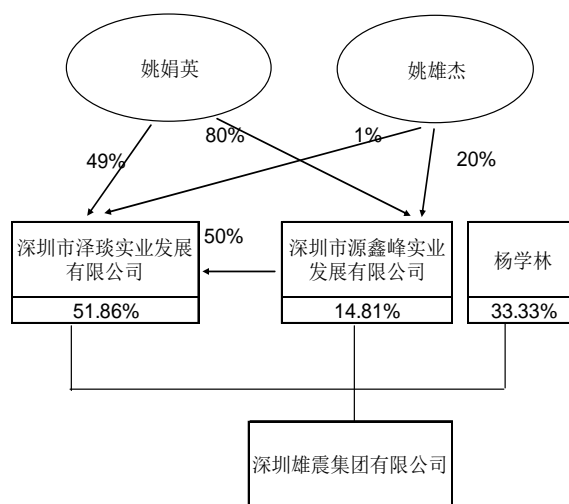
图表 1：雄震股东结构

定向增发前				定向增发后			
股东名称	持股数量(股)	持股比例	股本性质	股东名称	持股数量(股)	持股比例	股本性质
深圳雄震集团有限公司	15,133,360	15.42%	限售流通A股	深圳雄震集团有限公司	15,133,360	9.27%	限售流通A股
杨珊珊	7,611,121	7.75%	A股流通股	孙汉宗	12,000,000	7.35%	限售流通A股
浙江方正房地产开发有限公司	4,882,400	4.97%	限售流通A股	杨学平	10,000,000	6.13%	限售流通A股
周万沅	4,800,000	4.89%	限售流通A股	顾斌	8,000,000	4.90%	限售流通A股
赵宝	4,800,000	4.89%	限售流通A股	杨珊珊	7,611,121	4.66%	A股流通股
黄巧媛	2,800,017	2.85%	A股流通股	郭忠河	7,200,000	4.41%	限售流通A股
吴光蓉	2,200,000	2.24%	限售流通A股	高建明	7,000,000	4.29%	限售流通A股
魏敏钗	2,200,000	2.24%	限售流通A股	吴光蓉	6,468,500	3.96%	限售流通A股
合计	44,426,898	45.25%	限售流通A股	王丽娟	6,000,000	3.68%	限售流通A股
				陈建煌	5,500,000	3.37%	限售流通A股
				浙江方正房地产开发有限公司	4,882,400	2.99%	限售流通A股
				周万沅	4,800,000	2.94%	限售流通A股
				赵宝	4,800,000	2.94%	限售流通A股
				何小丽	3,600,000	2.21%	限售流通A股
				黄巧媛	2,800,017	1.72%	A股流通股
				魏敏钗	2,200,000	1.35%	限售流通A股
				厦门三微投资管理股份有限公司	1,500,000	0.92%	限售流通A股
				合计	109,495,398	67.09%	

数据来源：第一创业研究所

雄震集团的实际控制人为姚娟英和姚雄杰姐弟。雄震集团股东为泽琰实业 (51.86%)，源鑫峰实业 (14.81%)，杨学林 (33.33%)。泽琰实业股东为源鑫峰实业 (50%) 姚娟英 (49%)，姚雄杰 (1%)。源鑫峰实业股东为姚娟英 (80%)，姚雄杰 (20%)。姚娟英与姚雄杰系姐弟关系。

图表 2：雄震集团的实际控制人

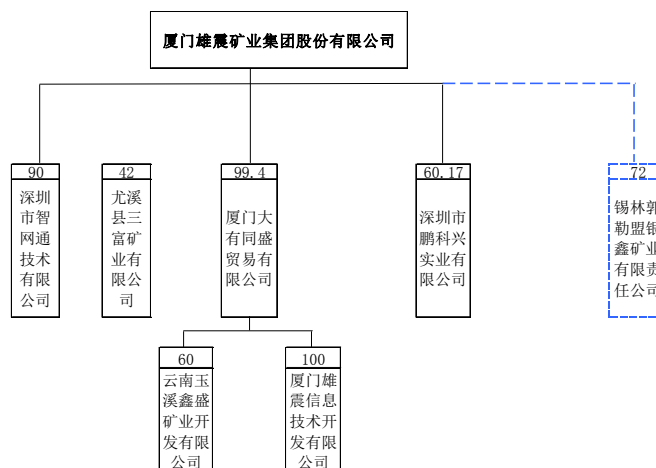


数据来源：第一创业研究所

ST 雄震 2007 年起转型做矿，目前稍有斩获。公司 2007 年起开始转型为矿业公司，2008 年改名为厦门雄震矿业集团股份有限公司。除了传统的贸易、IT 业务之外，目前公司拥有福建尤溪县三富矿业 (铅锌矿) 42% 的权益、云南鑫盛矿业 (铜多金属矿) 60% 的权益。即将拥有银鑫矿业 72% 的权益。



图表 3: ST 雄震组织结构图



数据来源：第一创业研究所

图表 4: 雄震子公司矿产资源表

尤溪县三富矿业有限公司—铅锌矿			
金属	品位	金属储量	
铅	1.09%	12,228.9吨	
锌	3.76%	42,027.1吨	
云南玉溪鑫盛矿业开发有限公司—铜矿			
金属	品位	金属储量	
表内矿铜金属	0.56%	11,445吨	
表外矿铜金属	0.35%	5,895吨	
外围雀山矿段铜金属	0.76%	1,502.2吨	
333类金金属	0.28g/t	56千克	
333类银金属	0.31%	558.9吨	
银鑫矿业道伦达坝铜多金属矿			
金属	品位	金属储量	
铜	0.77%	162,235.07吨	
钨	0.15%	32,226.29吨	
锡	0.11%	23,615.96吨	
银	25.677g/t	538.70吨	
砷	0.09%	19,164.69吨	

数据来源：第一创业研究所

1.2、三年的矿业收购为发展奠定了基础

收购尤溪县三富矿业：牛刀初试，增长磨砺。公司 2007 年 9 月收购三富矿业 42% 的权益，2008 年上半年委派相关管理层进驻，2008 年下半年停产并被政府要求终止其余股权的转让和过户。从目前的表现来看，这并不算一宗成功的矿业收购。但正是这种收购的经历，增长了雄震集团对矿业这个特殊行业的认识 and 了解。

收购云南玉溪鑫盛：小有所成，见效在即。公司 2008 年 2 月收购云南玉溪鑫盛 60% 的权益，2009 年 5 月玉溪鑫盛公司获得了采矿权，预计在 2011 年 4 月投产。可以说，经历了尤溪三富矿业之后，公司在玉溪鑫盛上获得了一点成绩，效益正待逐步显现。

收购锡林郭勒盟银鑫矿业：到手一个金娃娃。公司 2010 年 3 月开始收购锡林郭勒盟银鑫矿业 72% 的权益，2010 年 12 月获得证监会审核通过。银鑫矿业拥有道伦达坝二道沟铜多金属矿的采矿权、和热哈达区域采矿权。道伦达坝二道沟铜多金属矿储量为铜金属量 162235 吨，钨 (W₃) 金属量 32226.29 吨，锡金属量 23615.96 吨，银金属量 538.7 吨，硫 813643.49 吨，



砷 19164.69 吨。银鑫矿业还拥有和热哈达地区 25.83 平方公里探矿权，该区域位于大兴安岭南成矿带，是中国最有潜力的成矿带之一。

图表 5：赤峰矿产资源分布图



数据来源：第一创业研究所

1.3、收购仍将进行 新星就此诞生

矿业企业成长靠储量增长，收购是增长储量最好的方式。 矿业具有独特的资源属性，没有资源就没有发展的基础。任何企业也不可能从设立第一天就拥有取之不尽的资源，都要靠后天不断的积累。储量的增长有两种模式，一种是在自己原有矿山深部等进行探矿，另外一种就是收购。由于原有矿山受到资源条件等限制，收购就成为矿业企业成长的必经之路，也成为矿业企业成长的核心。

3年的收购经验锻炼了团队，形成了核心竞争力。 公司在3年的转型过程中并非一番风顺，前期收购的矿山成效并不很好。但正是这种不太成功的经历使得公司的矿业收购团队收购的经验更加丰富，形成了自己的核心竞争力。

图表 6：雄震收购矿类公司进程表

收购公司名称	时间	事件
福建尤溪县三富矿业	2007年9月	收购三富矿业42%股权（披露于临2007-68号公告）
	2008年上半年	雄震委派人员组建三富矿业的管理层，拥有对三富矿业的实际控制权（披露于2008年年报）
	2008年下半年	受有色金属市场持续低迷的影响，三富矿业管理层决定暂停生产（披露于2008年年报）
云南玉溪鑫盛矿业	2008年下半年	尤溪县政府要求终止三富矿业剩余股权的转让及过户。公司不再对三富矿业拥有实际控制权。（披露于2008年年报）
	2008年2月	雄震通过资产置换获得鑫盛矿业60%的股权，拥有实际控制权（披露于临2008-20号公告）
锡林郭勒盟银鑫矿业	2009年5月	鑫盛矿业获得采矿许可证，矿山处于建设期，预计将在2011年4月投产。（披露于2009年年报及2010年半年报）
	2010年3月	经董事会会议审议通过了非公开发行预案，拟募集资金65,200万元用于收购银鑫矿业72%的股权。
	2010年6月 2010年11月	非公开发行获得股东大会批准（披露于临2010-27号公告） 非公开发行获得证监会无条件审批通过（披露于临2010-45号公告）

数据来源：第一创业研究所

收购仍将进行，新星就此诞生。 公司3年多的收购之路锻炼了队伍，形成了自己独特的竞争优势。要使这种竞争优势维持，只有不断地锻炼，不断地收购。我们预期公司未来仍将不断进行矿业企业的收购，新的矿业公司就在不断地收购、增储中诞生。

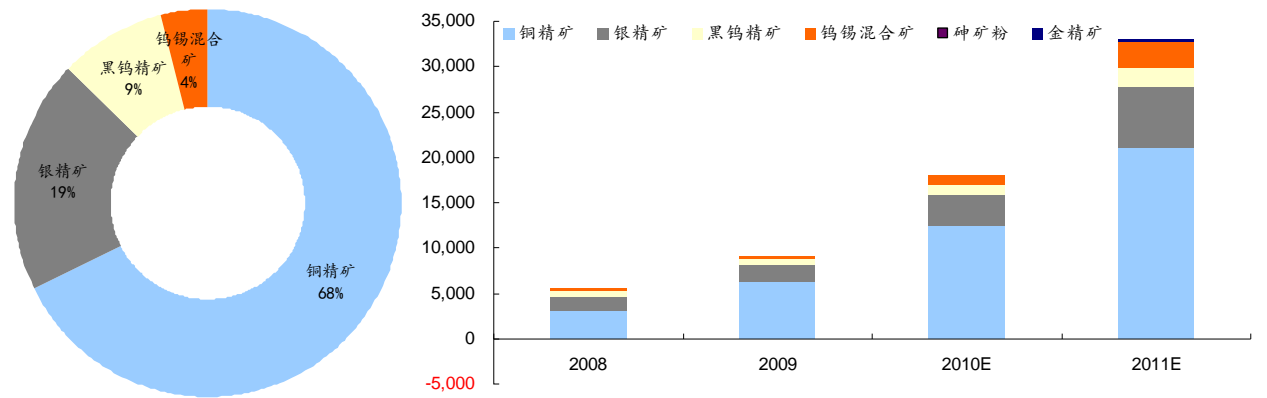


2、收获就在眼前

2.1、银鑫矿业：2 倍有铜银，4 倍钨锡金

银鑫矿业主要利润来自于铜精矿，其次是银、锡、钨精矿。

图表 7：银鑫矿业利润来源



数据来源：第一创业研究所

铜、银精矿产量 2 年内翻倍。道伦达坝铜多金属矿 2010 年生产规模为 36 万吨/年，2011 年产能预计达到年产能 50 万吨/年，2012 年预计达到设计产能 72 万吨/年，产量翻番。

图表 8：预计道伦达坝铜多金属矿产量表

产销量	单位	2008	2009	2010E	2011E	2012E
矿石处理量	万吨	23.31	26.69	36.00	50.00	72.00
铜精矿	吨	1738.75	2103.89	2815.37	3941.35	5675.54
银精矿	公斤	4754.55	5230.00	7530.00	9970.00	15060.00
钨精矿	吨	24.93	71.31	100.86	133.59	201.72
钨锡混合矿	吨		57.58	81.44	150.00	300.00
砷矿粉	吨		89.08	125.99	166.88	251.98
金精矿	公斤				8.40	12.10
销量						
铜精矿	吨		2401.69	2815.37	3941.00	5675.54
银精矿	公斤		6420.00	7530.00	9970.00	15060.00
黑钨精矿	吨		96.20	100.86	133.59	201.72
钨锡混合矿	吨		57.48	81.44	150.00	300.00
砷矿粉	吨		150.08	125.99	166.88	251.98
金精矿	公斤				8.40	12.10

数据来源：第一创业研究所

钨锡空间更大：24%的钨锡回收率将提高。公司 2009-2010 年生产黑钨精矿 71.31 吨、100.86 吨，生产钨精矿和钨锡混合矿 57.58 吨、81.44 吨。根据公司 2009 年矿石处理量 26.69 万吨和平均品味钨 0.154%、锡 0.112% 计算，采出矿石含钨金属量为 411.03 吨、含锡 298.92 吨，合计金属量 709.95 吨。目前生产的回收率只有 24%，未来回收率提高值得期待。至于目前为什么目前回收率较低，我们从公司设计的流程中可以看到最终的产品应该是钨精矿、锡精矿，而目前产品是钨精矿、钨锡混合矿。造成这种低回收率的原因我们认为这是由于该矿是新矿山，目前只建立了部分主要的生产线，副产品分离方面生产线不完整所造成。随着公司生产线的完整（2012 年 72 万吨完全投产），钨、锡回收率的提升指日可待。



图表 9：历史回收率以及预测采取的回收率

	2009	2010E	2011E	2012E
铜	101.98%	101.17%	101.98%	101.98%
银	76.31%	81.46%	77.66%	81.46%
钨	17.35%	18.19%	17.35%	18.19%
锡	19.09%	20.02%	26.55%	36.87%
砷	36.68%	38.46%	36.68%	38.46%

数据来源：第一创业研究所

锡目前利润为零，理论利润可以上亿。2009 年公司钨锡混合矿中锡不计价，锡贡献的利润为零。而 2010 年逐步开始实施锡金属计价处理。如果我们按照每吨锡精矿 14 万元的价格，2012 年采矿量 72 万吨，锡精矿完全回收情况下可以实现利润 1 亿元，按照 72% 的权益可以贡献 EPS0.44 元。我们在此份研究报告中未对此部分做乐观估计，因为暂不清楚钨锡分离的工艺以及公司的投资计划。

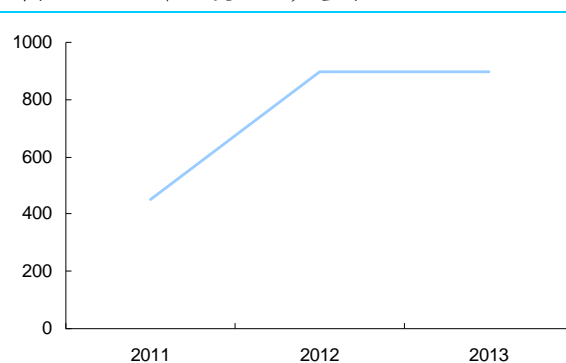
钨、锡分离技术难度不大。我们从上市公司章源钨业的公告中可以看出，章源钨业的矿产品原本也是钨锡混合矿，经过适当的分离技术可以分离为钨精矿、锡精矿。这种已经存在的事实使得我们认为这里仍旧存在利润爆发的可能。

特别提示：这是新矿山，未来增储可期。道伦达坝二道沟铜多金属矿于 2006 年完成详查工作并取得采矿权，2006 年 3 月开始投建，主要通过 2 号、4 号矿脉进行采矿。公司 2007 年采矿 13.57 万吨，2008 年 23.31 万吨，2009 年 26.69 万吨。由于矿山目前的地质工作主要集中于地表下 500 米左右区域，深部（1000 米、1500 米）仍有较大的增储可能。选矿方面，2007 年开始调试运行，当年处理矿石量 10.63 万吨，2008 年处理矿石量 22.99 万吨，2009 年处理矿石 28.21 万吨，预计 2012 年可以达到 72 万吨的矿石处理水平要求。

2.2、玉溪鑫盛：投产在即

云南玉溪鑫盛铜矿投产在即。已于 2009 年拿到采矿许可证，目前正在积极进行投产前的建设，预计将在 2011 年 4 月投产，生产规模 16 万吨/年，预计 2011-2012 年产铜精矿含铜 450 吨、896 吨。

图表 10：预计玉溪矿业产量表



数据来源：第一创业研究所



2.3、IT 业务、矿产品贸易业务发展良好

贸易围绕金属产品展开。 2010 年公司子公司厦门大有同盛与包钢股份签订了长期的铁精矿粉供应框架协议，预计 2010 年矿产品贸易会实现销售收入 1.5 亿元。未来银鑫矿业不超过 50%的矿产品会通过大有同盛来实现，大有同盛正在成为公司矿产品贸易的基础平台。

IT 业务发展平稳。 厦门雄震 IT 业务的平台主要是厦门雄震信息技术有限公司，该公司目前仍然延续了以往 IBM 小型机及服务器的贸易，2010 年上半年 IT 业务营业利润率比去年同期有所上涨，业务发展较为平稳。2010 年之后 IT 业务在利润中占比已经不大，未来此部分业务虽然公司不会放弃，但是对公司发展影响已经不大。



3、盈利预测与估值

3.1、盈利假设

产量假设

图表 11：银鑫矿业产量假设

产销量	单位	2008	2009	2010E	2011E	2012E
矿石处理量	万吨	23.31	26.69	36.00	50.00	72.00
铜精矿	吨	1738.75	2103.89	2815.37	3941.35	5675.54
银精矿	公斤	4754.55	5230.00	7530.00	9970.00	15060.00
钨精矿	吨	24.93	71.31	100.86	133.59	201.72
钨锡混合矿	吨		57.58	81.44	150.00	300.00
砷矿粉	吨		89.08	125.99	166.88	251.98
金精矿	公斤				8.40	12.10
销量						
铜精矿	吨		2401.69	2815.37	3941.00	5675.54
银精矿	公斤		6420.00	7530.00	9970.00	15060.00
黑钨精矿	吨		96.20	100.86	133.59	201.72
钨锡混合矿	吨		57.48	81.44	150.00	300.00
砷矿粉	吨		150.08	125.99	166.88	251.98
金精矿	公斤				8.40	12.10

数据来源：第一创业研究所

金属价格假设

图表 12：金属价格假设

	单位	2008	2009	2010E	2011E	2012E
综合价格	元/吨					
铜精矿	元/吨		33935.90	42500.00	48000.00	52000.00
银精矿	元/公斤		2367.68	2550.00	3500.00	4500.00
钨精矿	元/吨		85766.11	88905.39	100000.00	120000.00
钨锡混合精矿	元/吨		55405.36	60945.90	80000.00	100000.00
砷矿粉	元/吨		63.97	63.97	65.00	65.00
金精矿	元/公斤					350000.00

数据来源：第一创业研究所

3.2、盈利预测

厦门雄震盈利预测

图表 13：盈利预测表

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13,292	12,513	43,633	55,943	75,135
同比 (%)	245.8%	-5.9%	248.7%	28.2%	34.3%
营业毛利	2,978	955	12,987	19,424	32,485
同比 (%)	13.3%	-67.9%	1259.8%	49.6%	67.2%
归属母公司净利润	1,368	-3,740	4,137	10,677	20,450
同比 (%)	-52.0%	-373.3%	210.6%	158.1%	91.5%
总股本 (万股)	9,814.9	9,814.9	16,321.7	16,321.7	16,321.7
每股收益 (元)	0.14	-0.38	0.25	0.65	1.25
ROE	45.5%	512.5%	4.7%	10.8%	17.2%
P/E (倍)	147.8	-54.1	81.3	31.5	16.4

数据来源：第一创业研究所



图表 14: 模拟资产负债表、利润表和现金流量表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	87.8	1,834.0	1,521.3	1,932.9	一、营业收入	125.1	436.3	559.4	751.4
货币资金	1.8	1,568.9	1,076.5	1,349.3	减: 营业成本	115.6	306.5	365.2	426.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.5	4.5	5.5	7.0
应收款项	11.8	164.8	276.1	378.2	销售费用	1.9	0.0	0.0	0.0
预付款项	26.7	72.3	119.1	139.1	管理费用	12.4	34.7	40.0	45.0
存货	19.3	8.4	30.1	46.7	财务费用	6.3	2.9	1.3	3.3
其他流动资产	28.2	19.5	19.5	19.5	资产减值损失	9.8	8.9	6.8	-5.3
非流动资产	145.3	150.9	149.1	147.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	59.5	58.0	58.0	58.0	投资收益	-10.2	-1.5	0.0	0.0
债权与公允价值资产	3.4	3.3	3.3	3.3	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	7.3	9.0	7.2	5.4	二、营业利润	-31.5	77.4	140.6	274.9
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	0.2	1.0	1.0	1.1
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	14.4	0.5	0.9	0.0
无形及递延性资产	61.1	66.6	66.6	66.6	三、利润总额	-45.7	77.8	140.7	276.0
其它非流动资产	14.1	14.1	14.1	14.1	减: 所得税费用	-6.2	19.1	-2.6	0.0
资产总计	233.1	1,984.9	1,670.4	2,080.2	四、净利润	-39.5	58.7	143.4	276.0
流动负债	183.0	1,064.9	607.1	740.9	归属母公司净利润	-37.4	41.4	106.8	204.5
短期借款	36.6	44.6	44.6	44.6	少数股东损益	-2.1	17.4	36.6	71.5
应付账款	19.5	72.3	119.1	139.1	五、总股本(百万股)	98.1	163.2	163.2	163.2
预收帐款	20.8	134.5	220.8	296.6	EPS (元)	-0.38	0.25	0.65	1.25
其它流动负债	106.0	813.6	222.6	260.7					
非流动负债	40.5	11.8	11.8	11.8	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
专项及预计负债	28.7	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	11.8	11.8	11.8	11.8	营业收入	-5.9%	248.7%	28.2%	34.3%
负债合计	223.4	1,076.7	618.8	752.7	营业毛利	-67.9%	1259.8%	49.6%	67.2%
少数股东权益	17.0	27.9	64.5	135.9	主业盈利	-148.9%	1840.2%	64.1%	83.5%
股本	79.5	163.2	163.2	163.2	母公司净利	-373.3%	210.6%	158.1%	91.5%
资本公积与其它	3.0	765.5	765.5	765.5	获利能力				
留存收益	-89.8	-48.4	58.3	262.8	毛利率	7.6%	29.8%	34.7%	43.2%
股东权益合计	-7.3	880.3	987.1	1,191.6	主业盈利/收入	-4.2%	20.8%	26.6%	36.3%
负债和股东权益	233.1	1,984.9	1,670.4	2,080.2	ROS	-31.6%	13.5%	25.6%	36.7%
					ROE	512.5%	4.7%	10.8%	17.2%
					ROIC	-68.1%	6.4%	13.9%	22.3%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	95.8%	54.2%	37.0%	36.2%
经营活动现金流	-16.0	793.5	-491.1	276.1	利息保障倍数	-6.3	20.4	106.3	84.7
净利润	-39.5	58.7	143.4	276.0	速动比率	0.22	1.70	2.42	2.52
折旧摊销	12.6	10.9	8.6	-3.5	经营现金净额/当期债务	-0.44	17.80	-11.02	6.19
财务费用	5.9	2.9	1.3	3.3	营运能力				
投资损失	10.2	1.5	0.0	0.0	总资产周转率	0.54	0.22	0.33	0.36
营运资金变动	-3.2	732.0	-644.4	0.4	应收款天数	34.09	135.99	177.67	181.23
其它变动	-2.0	-12.5	0.0	0.0	存货天数	59.98	9.88	29.65	39.45
投资活动现金流	-1.6	-11.7	0.0	0.0	每股指标(元)				
资本支出	-1.6	-1.0	0.0	0.0	主业盈利/股本	-0.05	0.56	0.91	1.67
长期投资	0.0	-11.2	0.0	0.0	每股经营现金流	-0.16	4.86	-3.01	1.69
其它变动	0.0	0.5	0.0	0.0	每股净资产	-0.25	5.22	5.65	6.47
筹资活动现金流	11.9	785.3	-1.3	-3.3	估值比率				
债务融资	-6.5	-60.7	0.0	0.0	P/E	-54.07	81.27	31.49	16.44
权益融资	0.0	847.3	0.0	0.0	P/B	-83.29	3.94	3.64	3.19
其它变动	18.4	-1.3	-1.3	-3.3	P/S	16.16	7.71	6.01	4.47
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	231.26	18.30	14.84	7.67
现金净增加额	-5.8	1,567.1	-492.4	272.8					

数据来源: 第一创业研究所



3.3、盈利与金属价格弹性比较

图表 15: 铜、锡、钨类上市公司每万股产量、每万元市值产量表

	单位	江西铜业	云南铜业	铜陵有色	西部资源	ST雄震	厦门钨业	章源钨业	锡业股份
总产量	2011 铜精矿 吨金属	170000	65000	45000	4400	3,157.52			
	银精矿 公斤金属				19036	7,178.40			
	钨精矿 吨金属					96.48	4020.6	3750	
	锡精矿 吨金属					150.00			21000
	2012 铜精矿 吨金属					4,798.00			
	银精矿 公斤金属					10,843.20			
	钨精矿 吨金属					145.44	4119.55	3950	
	锡精矿 吨金属					300.00			21500
总股本	万股	346273	125669	129436	26938	16322	68198	42821	80175
每万股产量	2011 铜精矿 公斤金属	490.94	517.23	347.66	163.34	193.45			
	银精矿 克金属					439.80			
	钨精矿 公斤金属					5.91	58.95	87.57	
	锡精矿 公斤金属					9.19			261.93
	2012 铜精矿 公斤金属					293.96			
	银精矿 克金属					664.33			
	钨精矿 公斤金属					8.91	60.41	92.24	
	锡精矿 公斤金属					18.38			268.16
总市值	亿元	1,304.76	301.35	367.86	92.77	33.64	328.31	161.09	252.31
万元市值产量	2011 铜精矿 公斤金属	13.03	21.57	12.23	4.74	9.39			
	银精矿 克金属				20.52	21.34			
	钨精矿 公斤金属					0.29	1.22	2.33	
	锡精矿 公斤金属					0.45			8.32
	2012 铜精矿 公斤金属					14.26			
	银精矿 克金属					32.23			
	钨精矿 公斤金属					0.43	1.25	2.45	
	锡精矿 公斤金属					0.89			8.52

备注：雄震钨回收率按17%计算、锡回收率按26%计算，我们预计新生产线建立后回收率都将超过60%

数据来源：第一创业研究所

图表 16: 铜精矿价格变化与公司 EPS 变化表

铜精矿价格	46000	48000	50000	52000	55000
2011年	0.62	0.65	0.69	0.73	0.79
2012年	1.09	1.14	1.2	1.25	1.34

数据来源：第一创业研究所

3.4、估值中枢在 30.75—43.75 元

结合该公司 2011 年、2012 年每股收益 0.65 元、1.25 元，我们认为应该给予该公司 2012 年 30-35 被 PE，价格在 30.75 元—43.75 元。

6、风险提示

6.1、公司风险提示

公司估值以及盈利预测均假设于一定的产量预测、金属价格预测之下，如果产量、金属价格不如预期的乐观，该估值就面临风险。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P. R. China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL: 010-68059588 FAX: 010-68059099

P. R. China: 100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P. R. China: 200120