

有色金属行业

ST 雄震 (600711)

评级: 增持(首次)

研究员

汪华春

证书编号: S0070209060030

电话: 010-88086830-711

邮箱: wanghc@rxzq.com.cn

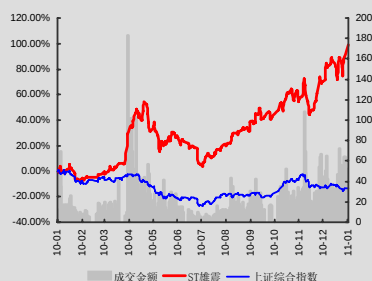
6-12 个月目标价: 25.5-28.2

最新股价: 21.38

基本资料

总股本(百万)	163.22
流通股 A 股(百万)	79.47
总市值(亿)	34.90
每股净资产(元)	5.04
资产负债率%	45.13

ST 雄震股价与上证综指对比:



参考报告:

《有色金属行业: 流动性驱使及中国重新备库需求——铜价将步入新高之旅》2010/10/18

三年布局, 转身为矿企

投资要点:

- **定向增发完成, 公司转身为矿企。**2007 年公司决定向矿产资源开采行业发展, 并先后收购了三富矿业和鑫盛矿业的部分股权。2010 年 3 月公司启动非公开增发, 向 9 名自然人和厦门三微投资管理股份有限公司发行 6506.85 万股, 发行价格为 10.22 元/股, 募集资金约 6.5 亿元用于收购锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司 72% 的股权及相应债权 3.32 亿元。至 12 月 28 日, 增发已完成, 公司转型为矿产开发企业。
- **三富矿业短期业绩难改善, 而鑫盛矿业已进入投产, 值得期待。**公司持股 42% 的三富矿业于 2008 年 10 月开始不再纳入合并报表范围, 而作为长期股权投资记入财务报表, 但三富矿业复产情况不确定, 预计短期内业绩难以改善。公司持有鑫盛矿业 80% 股权, 该矿业享有云南省元阳县城头山铜多金属矿探矿权和采山坪铜多金属矿的采矿证(开采年限为 15 年和 16 万吨/年开采量): 探矿证范围内, 表内、外合计铜金属储量 17,340 吨, 伴生金金属储量 483.32 公斤; 采山坪铜多金属矿崔山矿段铜金属量 1502.2 吨、平均品位 0.76%, 伴生镍金属量 558.9 吨、平均品位 0.31%。
- **银鑫矿业为铜多金属矿, 为 2011 年业绩主要贡献点。**银鑫矿业位于内蒙古自治区西乌珠穆沁旗, 拥有道伦达坝铜多金属矿区的采矿权和和热哈达铅锌多金属矿区的探矿权。道伦达坝铜多金属矿已查明保有资源储量: 铜金属量 164,924 吨, 锡矿石量 192.47 万吨, 锡金属量 23,785.34 吨; 钨矿石量 163.24 万吨, 钨金属量 32,723.49 吨, 伴生银金属量 547.342 吨。道伦达坝铜多金属矿在 2010 年和 2011 年的产能预计为 36 万吨和 50 万吨, 在 2010 年银鑫矿业以自有资金进行投入后, 将在 2012 年实现 72 万吨/年的设计产能。2011 年, 银鑫矿业为公司的主要业绩贡献点。
- **投资建议:** 根据我们较为保守的假设, 预计银鑫矿业 2011-2012 年贡献净利润分别为 1.56 亿元、2.4 亿元, 按最新股本进行测算, 折合公司每股收益 0.57 元、0.83 元, 若考虑明后年三富矿业和新盛矿业可能贡献业绩, 预计公司每股收益将达到 0.60 元和 0.90 元以上。当前股价对应的 PE 为 34 倍和 24 倍, 低于行业平均水平。综合考虑公司的市值/储量及业绩估值, 我们认为公司合理股价区间为 25.5-28.2 元。
- **风险提示:** 银鑫矿业后期开采品味低于预期; 产量低于预期。

1、公司概况

- 2007 年，公司决定向矿产资源开采行业发展，先后收购了三富矿业 42%的股权和鑫盛矿业 70%的股权，以希望实现公司主营业务的战略性转型，形成以 IT 设备和技术服务业务、有色金属矿采选业务的双主营业务格局。但是，2008 年 10 月因尤溪县梅仙铅锌矿区矿产资源整合未能完成剩余股权收购，于 2008 年 10 月不再纳入合并报表范围，而鑫盛矿业正处于建设期，因此公司 2009 年度营业收入中无有色金属矿采选主业收入，且连续四季度出现亏损。
- 2009 年 8 月公司启动了定向增发，公司向浙江方正房地产开发有限公司及 4 名自然人定向增发 1868.24 万股，增发价 10.17 元/股，募集约 19000 万元用于降低财务成本，补充营运资金，此次增发于 2010 年 2 月完成。
- 2010 年 4 月，公司再次启动非公开增发，拟向 9 名自然人和厦门三微投资管理股份有限公司发行 6506.85 万股，发行价格为 10.22 元/股，募集资金约 6.5 亿元用于收购银鑫矿业 72%的股权及相应债权 3.32 亿元；11 月 29 日，公司定增方案获证监会核准获得有条件通过，并于 12 月 20 日获得中国证监会核准，至 12 月 28 日，公司收购锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司 72%的股权的工商过户手续已办理完毕。

表 增发方案概况

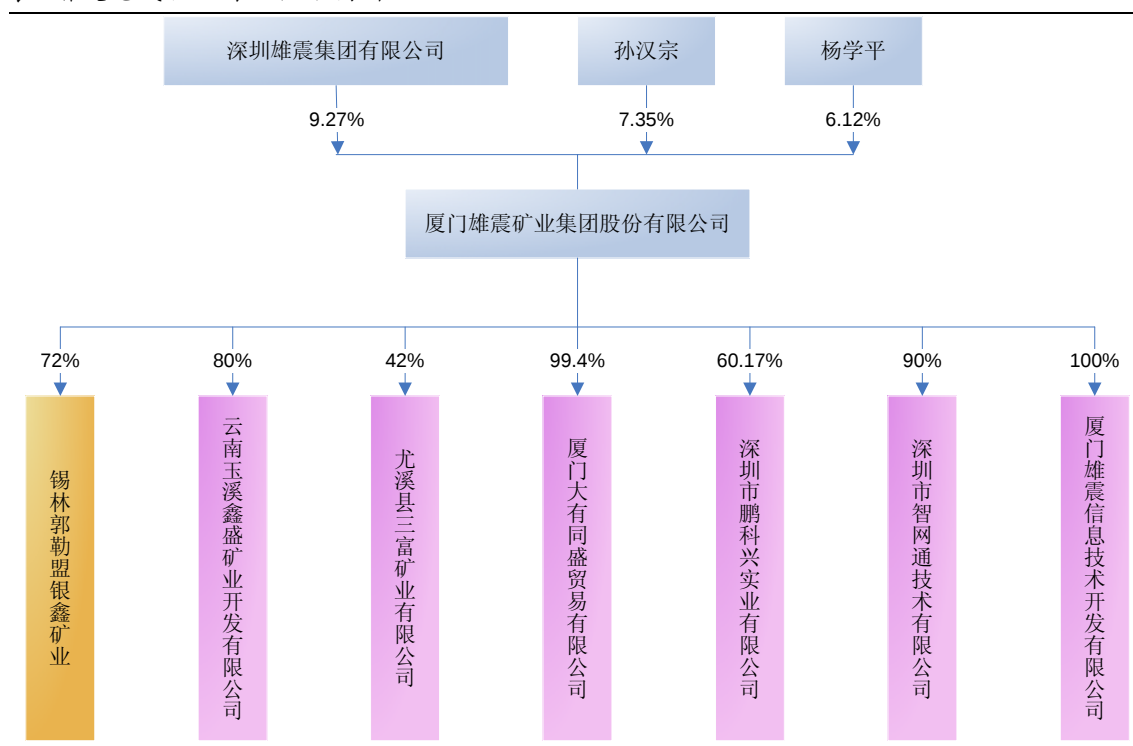
发行方式	非公开发行
发行数量	6506.85 万股
发行价格	10.22 元/股
募集资金规模	总额约为 66500 万元，扣除发行费用后约为 65200 万元
发行对象	自然人孙汉宗、自然人杨学平、自然人顾斌、自然人郭忠河、自然人高建明、自然人王丽娟、自然人陈建煌、自然人吴光蓉、自然人何小丽、厦门三微投资管理股份有限公司
发行目的	收购银鑫矿业 72%的股权及相应债权 3.32 亿元

来源：公司公告，日信研究

2、公司资产情况

- ST 雄震现有 7 家参股及控股公司，其中三富矿业、鑫盛矿业及此次收购的银鑫矿业为矿业类公司，其他为电子产品、自动设备类公司。

表 增发完成后公司股权结构图



来源：公司公告，日信研究

- **三富矿业：**2007年9月公司收购了三富矿业42%的股权，2008年金融危机爆发，三富矿业业绩下滑，公司于2008年8月开始暂停生产，10月因尤溪县梅仙铅锌矿区矿产资源整合未能完成剩余股权收购，公司决定调整董事会成员结构，不再对三富矿业拥有实际控制权，2008年10月开始三富矿业不再纳入合并报表范围。
- **鑫盛矿业：**2008年，公司控股子公司厦门大有同盛贸易有限公司以自有应收账款和其他应收款置换了云南信力机电设备有限公司合法持有的云南玉溪鑫盛矿业开发有限公司60%的股权，鑫盛矿业当时享有云南省元阳县城头山铜多金属矿和采山坪铜多金属矿的探矿证。2009年4月，鑫盛矿业取得采山坪铜多金属矿的采矿证，采矿证范围为2.7187平方公里、开采年限为15年和16万吨/年开采量。2010年2月和6月，公司分别从个人股东手中购买了鑫盛矿业的10%股权，合计20%股权，即目前公司合计持有鑫盛矿业80%股权。

(1)根据云南省地质局的数据，在公司探矿证范围内的5.34平方公里内，表内矿石储量2043750吨，铜金属平均品位为0.56%，金属储量为11445吨，表外矿铜金属平均品位为0.35%，金属储量为5895吨，表内、外合计铜金属储量17340吨，伴生金金属储量483.32公斤。

(2)根据具有固体矿产勘查甲级资质的云南玉溪迈特实业有限公司出具的《云南省元阳县采山坪铜多金属矿雀山矿段2008年度阶段性详查报告》，在其外围的雀山村进行勘探，截止2008年10月底，新增332+333类总矿石量19.69万吨、铜金属量1502.2吨、平均品位0.76%。伴生333类金金属量56.0kg、平均品位0.28g/t，333类镍金属量558.9吨、平均品位0.31%。

表 鑫盛矿业金属储量及品味情况

		储量 吨	品味 %
鑫盛矿业	铜	17,340+1,502.2	0.56%/0.35%/0.76%
	伴生金属	0.483+0.056	0.28g/t
	镍	558.9	0.31%

来源：公司公告，日信研究

- **银鑫矿业：**2010年3月28日，公司与银鑫矿业相关股东达成了收购银鑫矿业控股权的协议，计划以本次非公开发行股票募集资金收购银鑫矿业72%股权。银鑫矿业位于内蒙古自治区西乌珠穆沁旗，拥有**道伦达坝铜多金属矿区的采矿权**和**热哈达铅锌多金属矿区的探矿权**。银鑫矿业2009年实现营业收入10,814.91万元，销售毛利率接近50%，销售净利率为22.74%，实现净利润2,459.09万元。一季度内蒙古气候寒冷，选矿厂没有运营，因此2010年一季度银鑫矿业未实现营业收入。

(1) 道伦达坝铜多金属矿已查明保有资源储量：矿山矿石总量2124.49万吨，其中铜矿石量1,768.79万吨，铜金属量164,924吨（其中控制级别（122b）以上的铜矿石量1078.15万吨，铜金属量113,090.99吨，占矿区铜金属总量的68.5%，平均品位达到了1.05%）；锡矿石量192.47万吨，锡金属量23,785.34吨；钨矿石量163.24万吨，钨金属量32,723.49吨；银主要伴生于铜精矿中，银金属量547.342吨。矿区面积为7.0411平方公里，有效期自2009年12月16日至2010年12月16日，今年6月银鑫矿业向内蒙古自治区国土资源厅报送探矿权续期所需提交的全部资料，缴纳探矿权续期费用。根据国土资源部的矿产资源储量规模划分标准，银鑫矿业拥有的道伦达坝铜多金属矿同时达到了铜中型矿、锡中型矿、钨中型矿、银中型矿的规模。道伦达坝铜多金属矿在2010年和2011年的产能预计为36万吨和50万吨，在2010年银鑫矿业以自有资金进行投入后，将在2012年实现72万吨/年的设计产能。

(2) 银鑫矿业拥有内蒙古自治区西乌珠穆沁旗和热哈达铅锌多金属矿区的探矿权，勘查面积为25.83平方公里，有效期限为2009年11月23日至2010年7月21日。

表 银鑫矿业各金属储量及品味情况

		储量 吨	品味 %
银鑫矿业	铜	162,235.07	0.773%
	钨(WO3)	32,226.29	0.154%
	锡	23,615.96	0.113%
	银	538.7	25.677g/t
	硫	813,643.49	3.878%
	砷	19,164.49	0.091%

来源：公司公告，日信研究

3、公司重组后的业绩预测

- **三富矿业：**目前已经不纳入合并报表，因此作为长期股权投资记入财务报表，但三富矿业不确定复产情况，我们认为三富矿业短期内业绩难以改善。
- **鑫盛矿业：**2010年公司已经进入投产状态，预计2010年贡献业绩较少。

- **银鑫矿业：**公司预计银鑫矿业 2010 年度营业收入约为 15,000 万元，实现净利润约为 5,200 万元。根据谨慎性原则，公司盈利预测采用 2009 年开采的铜矿石的平均品位 0.86% 做出预测；根据银鑫矿业 2010 年实际生产情况，开采的铜矿石品位都在 0.95% 以上，个别样本可达 1.77%。根据测算，铜矿石品位提高 10% 会增加 2010 年度铜精矿销售收入约 1,188 万元，增加税后净利润约 891 万元。另外，2009 年开采的矿石中锡品位比较低，销售的钨锡混合矿中锡金属没有单独计价，盈利预测也根据谨慎性原则没有考虑 2010 年度的锡金属销售收入；根据银鑫矿业 2010 年实际生产情况，开采的矿石中锡品位提高，预计钨锡混合矿中的锡金属在 2010 年将单独计价，将进一步提高实际税后净利润。
- **其他：**本次交易双方于 2009 年 3 月 28 日签订的《附条件生效的股权及债权转让合同》约定：如果银鑫矿业 2010 年度经审计的税后净利润在 6,000 万元以内（含 6,000 万元），则银鑫矿业 100% 股权定价 4.4 亿元；如果银鑫矿业 2010 年度经审计的税后净利润超过 6,000 万元，则超过 6,000 万元部分加上 4.4 亿元所得出的金额作为银鑫矿业 100% 股权定价。
- **合计：**根据我们较为保守的假设，预计银鑫矿业 2011-2012 年贡献净利润分别为 1.56 亿元、2.4 亿元，按最新股本进行测算，折合公司每股收益 0.57 元、0.83 元，若考虑明后年三富矿业和新盛矿业可能贡献业绩，预计公司每股收益将达到 0.60 元和 0.90 元以上。当前股价对应的 PE 为 34 倍和 24 倍，低于行业平均水平。综合考虑公司的市值/储量及业绩估值，我们认为公司合理股价区间为 25.5-28.2 元。

表 银鑫矿业产量及销售价格预测

	产量			均价		
	2010 吨	2011E 吨	2012E 吨	2010 元/吨	2011E 元/吨	2012E 元/吨
铜	2448.86	3401.20	4897.73	58,000	60,000	61,000
钨 (W03)	487.87	677.60	975.74	140,000	150,000	150,000
锡	357.98	497.20	715.97	140,000	150,000	150,000
银	8,134,473.60	11,297,880.00	16,268,947.20	4.8	4.8	4.8

注：银产量为克，价格单位为元/克；回采率为 88% 左右

表 银鑫矿业营业收入和净利润预测

单位：万元	营业收入	净利润	净利率
2009	10,814.91	2,459.09	22.74%
2010E	15,000.00	5,200.00	34.67%
2011E	38,029.20	12,929.93	34.00%
2012E	55,251.83	18,785.62	34.00%

来源：公司公告，日信研究

表 公司主要矿业公司的储量合计

	持股比例	储量 (吨)				
		铅	锌	银	铜	锡
三富矿业	42%	12,228.9	42,027.1	45.122		
鑫盛矿业	80%					

银鑫矿业	72%	538.7	162,235.07	23,615.96	32,226.29
权益储量	5,136.14	17,651.38	406.82	116,809.25	17,003.49

注：按照 2010 年各金属的均价计算，公司权益金属储量的市场价值为 138.1 亿元，公司当前市值为 34.9 亿元，市值/储量为铜子行业平均值

表 铜企比较

	股价 元/股	总股本 (亿股)	铜权益储量 (万吨)	每股铜储量 (吨/万股)	市值 / 储 量	自产铜矿 (万吨)	冶炼产量 (万吨)	自产铜矿 / 冶炼产量
铜陵有色 000630	35.05	12.94	204.74	15.82	22158.54	5	83	6.02%
江西铜业 600362	45.17	34.63	1538	44.42	6647.78	17.2	90	19.11%
云南铜业 000878	27.5	12.57	148.34	11.80	23297.12	6	35	17.14%
ST 雄震 600711	21.38	1.63	11.68	7.16	29876.59	25.92		100%

来源：公司公告，日信研究

表 主要可比上市公司的估值情况

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益		市盈率 PE		市净率 PB (MRQ)
			10E	11E	10E	11E	
002378	章源钨业	37.47	0.40	0.54	94.94	70.07	13.52
000878	云南铜业	27.50	0.36	0.64	76.85	45.19	8.32
600111	包钢稀土	71.44	0.98	1.41	72.62	50.68	25.45
600432	吉恩镍业	25.58	0.36	0.67	72.05	38.40	5.75
600549	厦门钨业	47.59	0.66	0.95	71.74	50.30	12.86
000960	锡业股份	32.70	0.46	0.69	71.65	47.37	6.57
000630	铜陵有色	35.05	0.63	0.95	56.15	36.99	6.65
600362	江西铜业	45.17	1.27	1.61	35.58	28.01	4.82

来源：wind

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。