

## 下游零售业务进展超预期

### 报告摘要

**中游冶炼业务重新定位，聚焦下游零售业务：**公司已经终止其中游冶炼产能由 250 吨扩展至 450 吨的计划，未来将更多精力和资源分配于下游零售业务；中游业务未来盈利将基本保持稳定，随银价波动；目前时点，我们认为中游冶炼业务既具备安全边际，亦具备向上弹性。

**下游 O2O 电商平台业务迅速扩张：**公司改变其线下开店模式，此前为自营与加盟相结合方式，未来将通过与人人投合作，采用众筹模式，以节约资本开支；公司亦将负责众筹店的经营管理，以加强对线下零售终端的控制；截至 2014 年底公司有约 50 家店，目前约 100 家，2015 年底将扩展至约 150 家，而 2016 年公司计划扩展至 400 家；并且由于采用多品牌战略，单店盈利将有所提高。

**电视购物发展超出预期：**电视购物是公司下游零售业务的重要组成部分，主要销售投资银条；2014 年公司主要仅与央视合作，并初步展开与其他频道的合作，目前公司电视购物频道已经拓展至 10 家，并覆盖国内主要电视台；2015 年电视购物收入与利润贡献将成倍增加。

**上海华通白银短期不会贡献业绩，但前景广阔：**公司与上海华通铂银交易市场合资在上海自贸区成立的上海华通白银国际交易中心（公司持股 40%）在短期内不会贡献业绩，公司预计需要 3-4 年达到初步运营成熟状态，但该业务前景广阔，合作方华通铂银交易市场为国内最大交易平台，其会员未来将会导入，并且公司亦在努力谈判引入国际会员。

**深油所清算公司业务迅速增长：**深油所运营已经有一年半，股东为中石化与中航油，业务量增长迅速；清算公司费率为 0.025%，净利率可达 70%-80%，利润规模已较为可观；未来清算公司将可能为上海华通白银国际交易中心提供清算服务，产生协同效应；预计清算公司将于下半年并表。

**配售引入机构投资者，购股权激励将继续：**公司刚公告配售约 1800 万股，引入 PICC 等大型国营背景机构投资者，将优化公司投资者结构；此外，公司由于疏忽而终止的购股权计划将择机继续进行，并不会终止，显示公司管理层强大信心。

**维持“买入”评级：**我们维持中游业务 2015 年 1.69 亿元人民币盈利预测，维持中游业务 2015 年 15X PE 估值；考虑公司下游业务的超预期进展，我们上调公司 2015 年下游零售业务盈利预测至 2.2 亿人民币，上调幅度为 50%，维持下游业务 2015 年 25X PE 估值；暂不考虑交易平台业绩贡献，维持两个交易平台合计 20 亿元人民币估值，则目标市值规模为 100.35 亿元人民币，考虑经扩大后股本约 16.0 亿，目标价为 7.95 港元，维持“买入”评级。

**风险提示：**潜在收购失败；银价大幅下跌；下游业务进展低于预期；

评级：**买入**

上次评级：**买入**

目标价格：**7.95 元**

期限：6 个月 上次预测：6.36 元

现价（2015 年 5 月 26 日）：5.31 元

报告日期：**2015-5-27**

总市值(百万港元)	6,848.76
H 股市值(百万港元)	6,848.76
总股本(百万股)	1,289.79
H 股股本(百万股)	1,289.79
12 个月低/高(港元)	0.85 / 6.3
平均成交(百万港元)	63.05

### 股东结构

陈万天	30.36%
罗山东	10.11%
其他	59.53%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	84.70	181.34	554.58
绝对收益	83.49	194.50	577.01

数据来源：彭博、港交所、公司

罗黎军  
+86-21-6876 3569

行业分析师  
luolj@essence.com.cn

### 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解釋)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

### 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010