

建筑装饰

2014年12月17日

中矿资源 (002738)

—合理价格 18.2-19.6 元

发行上市资料:

发行价格(元)	7.57
发行股数(万股)	3000
发行日期	-
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	中信建投证券
上市日期	-

*首日上市股数 2080 万股

基础数据(发行前): 2014年09月30日

每股净资产(元)	4.60
总股本/流通 A 股(万股)	12000/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0

相关研究

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001

lull@swsresearch.com

张璘 A0230514080003

zhangjin@swsresearch.com

研究支持

李杨 A0230114080001

liyong@swsresearch.com

联系人

邹立

(8621)23297818x7412

zouli@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号

电话: (8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位: 百万元、元、%

	主营收入 收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务 利润率	净资产 收益率
2012A	299	(8.2)	67	(19.3)	0.56	34.1	16.9
2013A	330	10.5	49	(25.7)	0.41	31.8	11.7
2014E	333	0.9	52	5.2	0.43	32.1	7.4
2015E	402	20.8	59	14.5	0.49	31.2	7.8
2016E	498	23.7	71	20.8	0.59	31.4	8.6

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收帐款周转率	存货周转率
2011A	6.3	5.8	11.7	5.3	13.4
2012A	3.3	2.7	20.9	5.0	5.9
2013A	2.2	1.7	25.7	2.3	5.2

投资要点:

- 中矿资源勘探股份有限公司是一家地质勘察技术服务公司, 主要营业内容是固体矿产勘察技术服务、矿权投资、海外勘察后勤配套服务和建筑工程服务等。
- 公司收入以海外市场为主, 国内市场为辅。公司 2013 年境外营业收入占总营业收入 92.80%, 境外收入主要分布在赞比亚、津巴布韦、巴布亚新几内亚、马来西亚、老挝、阿富汗以及其他国家。
- 公司固体矿产勘查技术服务 13 年营业收入为 2.07 亿元, 占比为 69%, 毛利率达 35.3%。国外矿业市场有着巨大的市场。近三年我国对外投资流量增速约为 18%, 采矿业占比约为 15%, 受益于“一带一路”战略的推进和国家鼓励“走出去”。未来我国勘查、开发境外矿产资源的空间十分巨大。
- 公司目前共拥有矿权 41 个, 未来 3-5 年, 公司将优先对重点矿权进行资金技术投入, 根据具体找矿效果灵活地采取吸引外部战略投资机构加入、部分权益转让或作价入股等方式拓展实现矿权投资业务自身资金融通, 争取在较短的时间内实现整体矿权投资业务的盈利和滚动发展。
- 本次募集资金 1.91 亿元, 主要投向勘探主辅设备购置及配套营运资金项目, 有利于增强公司技术研究及开发、转化与应用的强度。
- 风险揭示: 竞争加剧导致盈利下滑; 地缘政治风险; 矿业投资的不确定性。
- 我们预计公司 14~16 年 EPS 分别为 0.43 元、0.49 元和 0.59 元, 考虑可比公司 2015 年估值区间, 给予中矿资源 15 年 30~32 倍预测市盈率, 合理股价为 18.2-19.6 元。

特别提示: 本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现, 而是在现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

目录

1.合理价格区间[18.2, 19.6]	4
2.主营矿产勘查技术服务	5
3.受益一带一路的轻资产矿业服务商	6
3.1 93%的营业收入来自海外	6
3.2 固体矿产勘查技术服务：受益一带一路战略	9
3.2 矿权投资业务：未来将贡献更多利润	12
3.3 公司的竞争优势	13
4. 公司财务状况	14
4.1 盈利能力分析.....	14
4.2 现金流量分析.....	15
4.3 周转率较快	16
5.募投项目分析	16
6.盈利预测	17
7.风险提示	18

图表目录

图 1: 固体矿产勘查技术服务行业所处的位置	5
图 2: 中矿资源勘探股份有限公司股权结构	5
图 3: 2013 年公司主营业务收入占绝大比重 (万元)	6
图 4: 2013 年公司主营业务中各个项目营业收入比例 (万元)	6
图 5: 2013 年公司境外收入主要来自于赞比亚	7
图 6: 2011 年公司境外收入主要集中在非洲地区	7
图 7: 2011-2013 年中矿资源勘探有限公司境外主营收入 (万元)	8
图 8: 报告期内公司收入较为稳定	8
图 9: 2011 年公司境外收入主要集中在非洲地区	8
图 10: 勘查分为预查、普查、详查、勘探四个阶段	9
图 11: 2012 年主要矿产中国人均储量显著低于世界人均储量	10
图 12: 2013 年重要矿产资源对外依存度较高	11
图 13: 2012 年我国境外矿产投资额主要区域, 非洲占比最大	11
图 14: 矿权投资核心业务流程	12
图 15: 报告期内公司综合毛利率略有下滑	14
图 16: 公司各项业务的毛利率基本保持平稳	14
图 17: 公司销售净利率水平高于其他海外业务为主的公司	15
图 18: 13 年 ROE 为 12.4%, 低于中工国际	15
图 19: 公司 2013 年经营活动产生的现金流量净额下降速度较快, 同比下降 67.7%	15
图 20: 公司 13 年总资产周转率 0.6	16
图 21: 公司 13 年应收账款周转率 3.52	16
表 1: 可比公司 15 年估值在 15-60 倍之间	4
表 2: 合理股价为 18.2-19.6 元	4
表 3: 公司的代表性项目	7
表 4: 格标题	12

表 5: 中国 2011 年境外矿业投资增长.....	12
表 6: 募集资金投向	16
表 7: 预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.43 元/0.49 元 (假设公司 IPO 发行 3000 万股)	17
表 8: 合并现金流量表	17
表 9: 合并资产负债表	18

1. 合理价格区间[18.2, 19.6]

预计中矿资源 14~16 年净利润增速分别是 5.1%、14.5%和 20.8%：公司主业为固体矿产勘查技术服务，预计公司 14~16 年实现净利润 0.52、0.59 和 0.71 亿元，同比增长 5.1%、14.5%和 20.8%。

预计公司合理股价区间为 18.2 元~19.6 元：考虑可比公司 2015 年估值区间，结合公司自身竞争力，我们给予中矿资源 15 年 30~32 倍预测市盈率，假设发行后总股本 1.2 亿股，对应 14~16 年 EPS 分别为 0.43 元、0.49 元和 0.59 元，对应合理股价区间为[18.2, 19.6]。

表 1:可比公司 15 年估值在 15-60 倍之间

	EPS			YOY		PE	
	2013	2014	2015	2014	2015	2014	2015
天地科技	0.70	0.81	0.87	15%	7%	16.7	15.6
江钻股份	0.26	0.40	0.49	55%	22%	52.4	42.9
杰瑞股份	1.03	1.52	2.09	48%	38%	22.5	16.3
山东矿机	0.09	0.12	0.15	35%	27%	74.8	58.8
设计股份	1.44	1.74	2.09	21%	20%	38.7	32.3
苏交科	0.37	0.50	0.64	34%	29%	23.0	17.8

资料来源：申万研究

表 2: 合理股价为 18.2-19.6 元

15 年 PE (X)	15 年业绩增速								
	-15%	-10%	-5%	0%	5.2%	10%	15%	20%	
25	11.4	12.3	13.1	13.9	14.7	15.5	16.4	17.2	
26	12.0	12.9	13.7	14.6	15.4	16.3	17.1	18.0	
27	12.6	13.5	14.3	15.2	16.1	17.0	17.9	18.8	
28	13.1	14.0	15.0	15.9	16.8	17.7	18.6	19.6	
29	13.7	14.6	15.6	16.5	17.5	18.4	19.4	20.3	
30	14.2	15.2	16.2	17.2	18.2	19.2	20.1	21.1	
31	14.8	15.8	16.8	17.9	18.9	19.9	20.9	21.9	
32	15.4	16.4	17.5	18.5	19.6	20.6	21.7	22.7	
33	15.9	17.0	18.1	19.2	20.2	21.3	22.4	23.5	
34	16.5	17.6	18.7	19.8	20.9	22.1	23.2	24.3	
35	17.0	18.2	19.3	20.5	21.6	22.8	23.9	25.1	

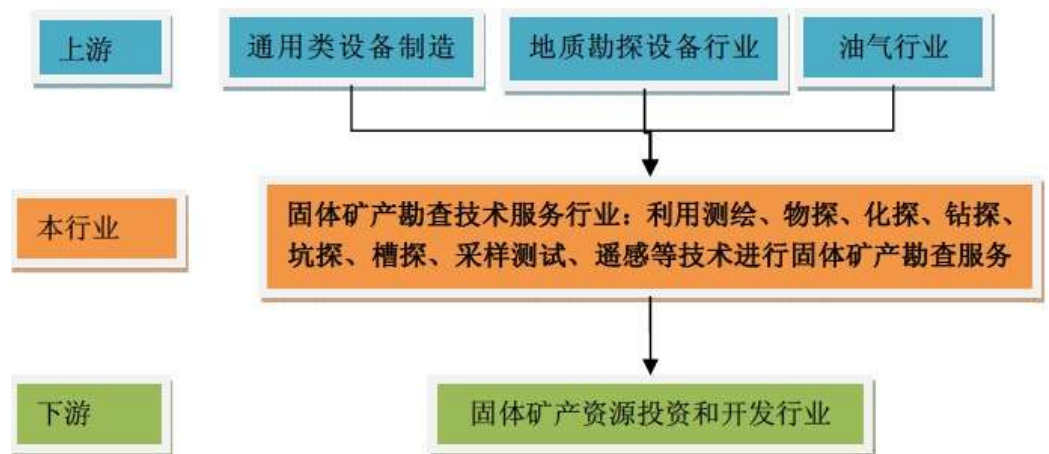
资料来源：申万研究

2. 主营矿产勘查技术服务

中矿资源勘探股份有限公司是一家地质勘察技术服务公司，主要营业内容是固体矿产勘查技术服务、矿权投资、海外勘察后勤配套服务和建筑工程服务等。公司自 2001 年至今连续被评为国家级高新技术企业，2012 年 10 月被国土资源部授予了“全国模范地勘单位”的荣誉称号。

公司固体矿产勘查技术服务以海外市场为主，国内市场为辅。勘察矿种以铜、铅、锌、镍、钴、金、银、铂等有色金属为主。代表项目有中国有色金属行业第一个“走出去”项目——赞比亚的谦比希铜矿、世界级超大型铂钯矿——津巴布韦的 Hopewell 铂钯矿，目前为止中国对外已投资的最大镍钴矿项目——巴布亚新几内亚的瑞木镍钴矿，中国境外大型红土型铝土矿项目——老挝的帕克松铝土矿，世界上已探明未开发的最大的铜矿之一——阿富汗的艾娜克铜矿。

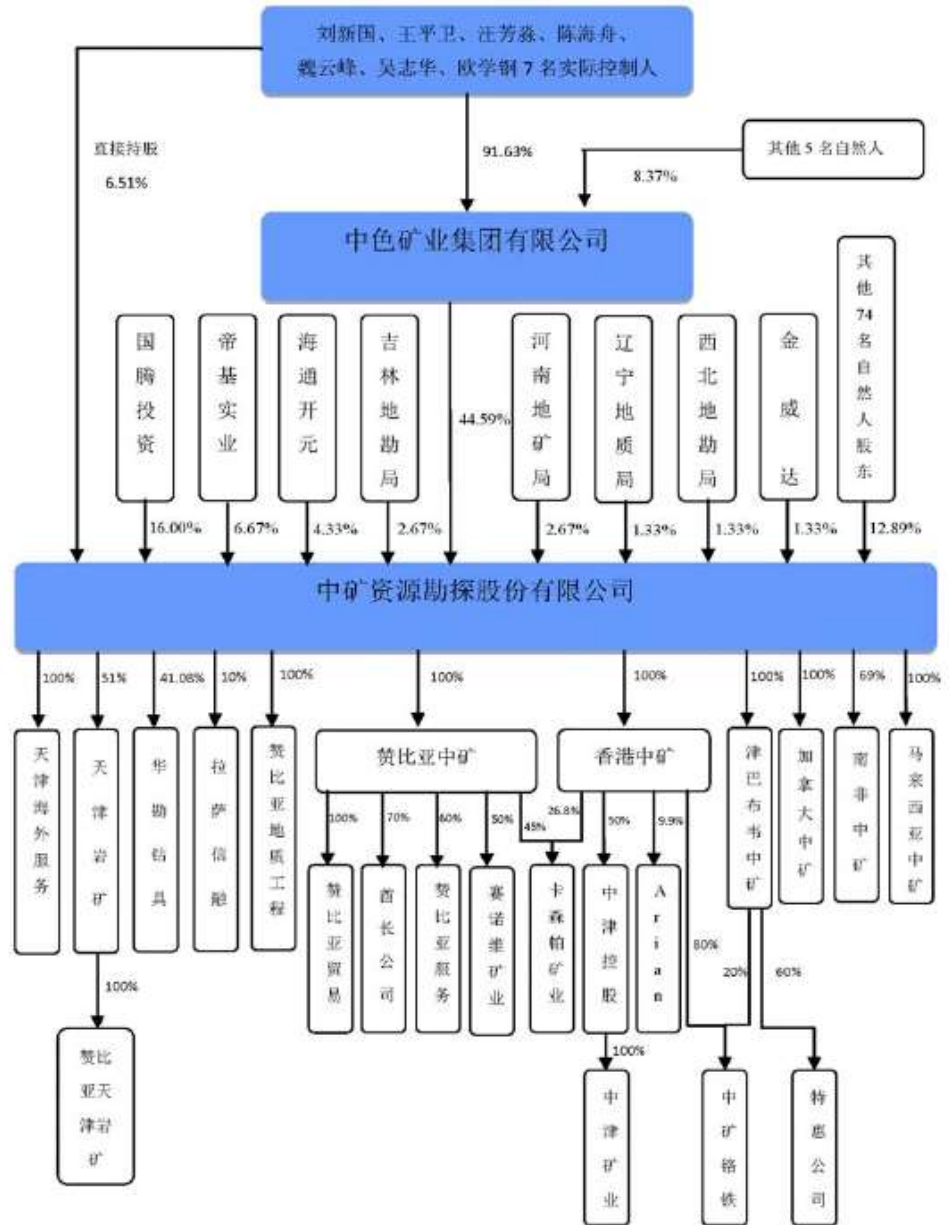
图 1：固体矿产勘查技术服务行业所处的位置



资料来源：招股说明书

公司的主要股东为刘新国、王平卫、汪芳淼、陈海舟、魏云峰、吴志华、欧学刚 7 名，总共控股 47.37%（直接控股 6.51%+间接控股 91.63%*44.59%=47.37%）。股权结构较为分散，但股东大多都是国有企业单位，从控股子公司也可看出，公司有大量的海外分支机构。

图 2：中矿资源勘探股份有限公司股权结构



资料来源：招股说明书、申万研究

3. 受益一带一路的轻资产矿业服务商

3.1 93%的营业收入来自海外

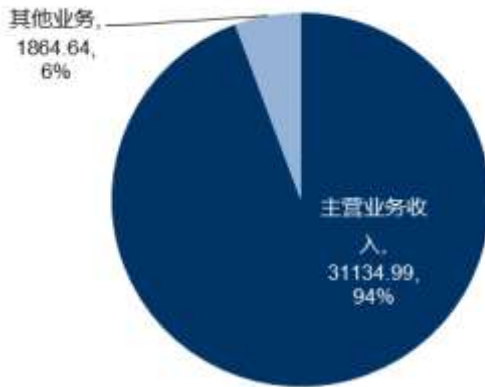
公司收入主要来自固体矿产勘察技术服务、海外勘查后勤配套服务和建筑工程服务。

2013年公司主营业务收入占比 94.35%，其中固体矿产勘查技术服务的营业收入为 2.07 亿元，占比为 69%，建筑工程服务实现收入 0.86 亿元，占比为 28%，海外勘查后勤配套业务实现收入 869 万元，占比为 3%。

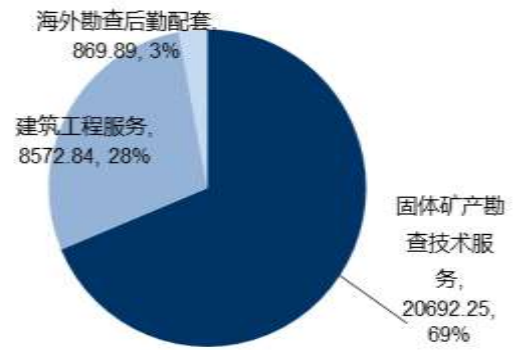
图 3：2013 年公司主营业务收入占绝对比重（万元）

图 4：2013 年公司主营业务中各个项目营业收入比

例（万元）



资料来源：招股说明书、申万研究

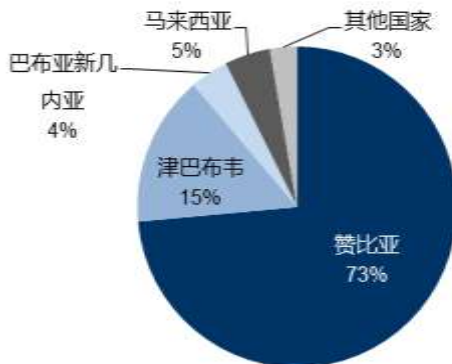


资料来源：招股说明书、申万研究

从收入地区上看，公司的主要业务都在海外，目前大型矿业投资公司和矿业开发公司的固体矿产勘查技术服务绝大多数采用外包形式，公司长期为中色集团、中冶集团、北方工业、常发集团等大型矿业企业提供大量的海外地质勘查技术服务。

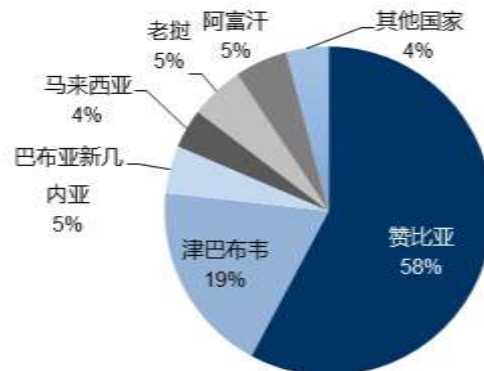
公司 2013 年境外营业收入占总营业收入 92.80%，境外收入主要分布在赞比亚、津巴布韦、巴布亚新几内亚、马来西亚、老挝、阿富汗以及其他国家，其中赞比亚比例最高，2013 年赞比亚的营业收入占公司主营业务收入 58.67%。

图 5：2013 年公司境外收入主要来自于赞比亚



资料来源：招股说明书、申万研究

图 6：2011 年公司境外收入主要集中在非洲地区



资料来源：招股说明书、申万研究

表 3:公司的代表性项目

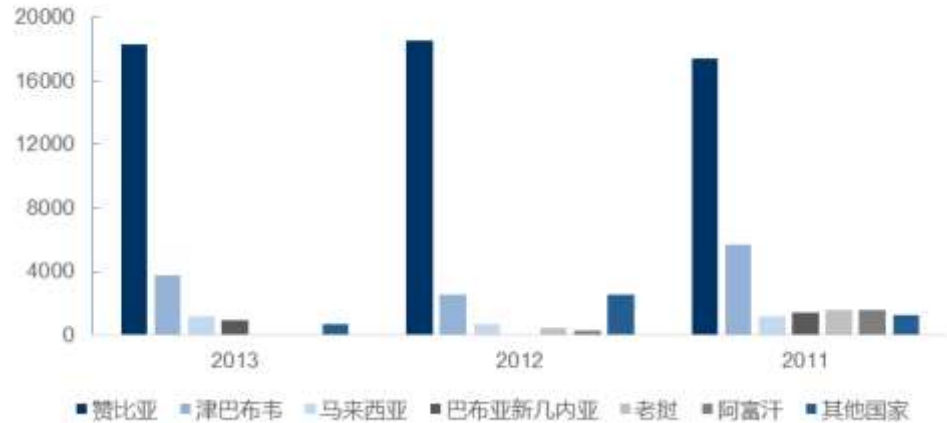
序号	代表性	项目	所在国
1	中国有色金属行业第一个“走出去”项目	谦比希铜矿	赞比亚
2	世界级超大型铂钯矿	Hopewell 铂钯矿	津巴布韦
3	目前为止中国对外已投资的最大镍钴矿项目	瑞木镍钴矿	巴布亚新几内亚

4	中国境外大型红土型铝土矿项目	帕克松铝土矿	老挝
5	世界上已探明未开发的最大的铜矿之一	艾娜克铜矿	阿富汗

资料来源：申万研究

从境外收入来看，报告期内除了赞比亚和马来西亚，其他境外地区的营业收入都出现下滑，老挝和阿富汗的营业收入降为0。

图 7：2011-2013 年中矿资源勘查有限公司境外主营收入（万元）



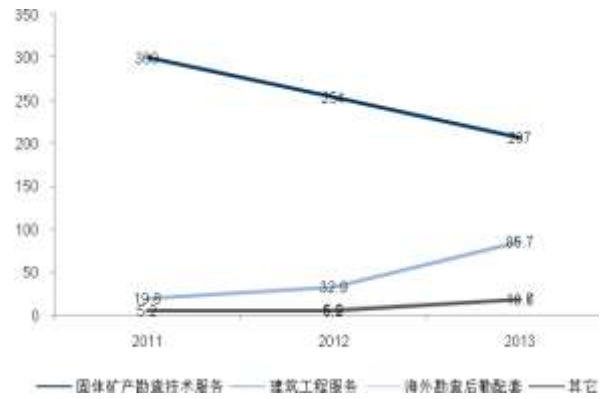
资料来源：招股说明书、申万研究

公司收入稳定但利润下滑。虽然固体矿产勘查技术服务的营业收入下滑，但其他项目的上升使得公司营业收入较为稳定。然而，由于固体矿产勘查技术服务的毛利率较高，并且赞比亚中矿的免税期到期，使得 2013 年企业所得税费用增加 1453.53 万元，从而使得营业利润出现下滑。

根据 2011—2013 年数据，固体矿产勘查技术服务的营业收入由于新兴经济体以及中国的增长速度放缓而下滑；但随着国内外城镇化水平提升，建筑工程服务以及海外勘查后勤配套高速发展。13 年固体矿产勘查技术服务收入同比下滑 18.5%，但是建筑工程服务收入同比增长 160%，海外勘查后勤配套收入同比增长 171%。

图 8：报告期内公司收入较为稳定

图 2：2011 年公司境外收入主要集中在非洲地区



资料来源：招股说明书、申万研究

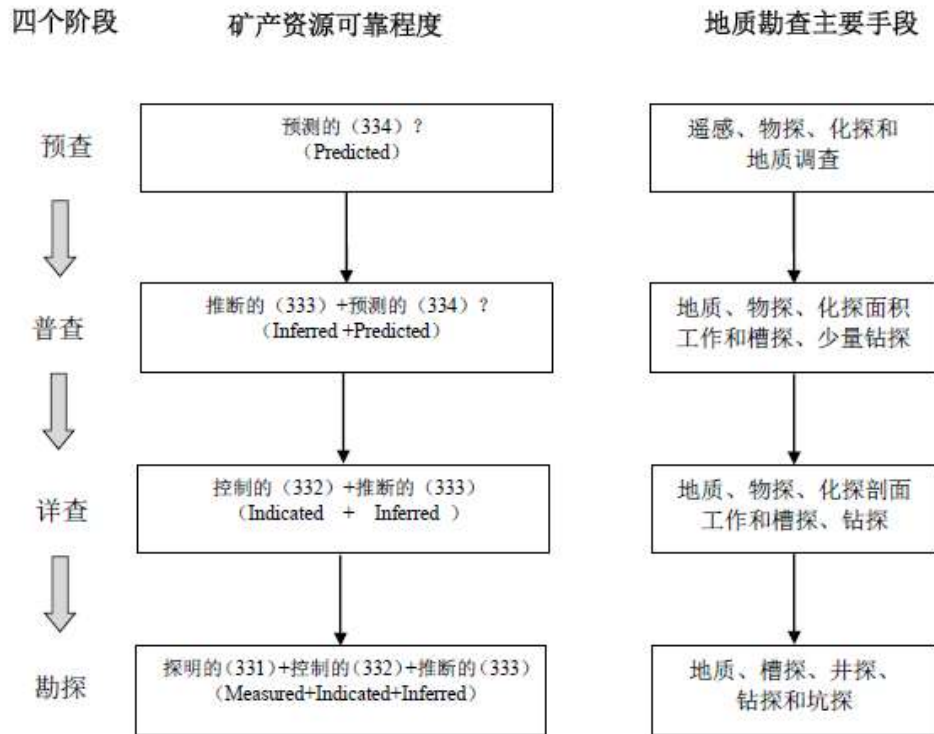
资料来源：招股说明书、申万研究

3.2 固体矿产勘查技术服务：受益一带一路战略

固体矿产勘察技术服务是综合运用地质、测绘、物探、化探、钻探、坑探、槽探、遥感、水文、岩矿鉴定、测试分析、信息处理等地质勘察技术，获取不同地层、构造、岩浆岩和地球物理、地球化学等成矿地质信息，向客户提供关于评价工作区固体矿产资源潜力的勘察报告与评价报告，为客户寻找与探明固体矿产资源提供依据。

海外勘察后勤配套服务及工程服务是基于公司原有服务的配套服务和业务拓展，包括勘察配套物资的生产加工、仓储、物流等，以及提供配套的矿山基础设施建设服务或者民用建筑业务。

图 10：勘查分为预查、普查、详查、勘探四个阶段

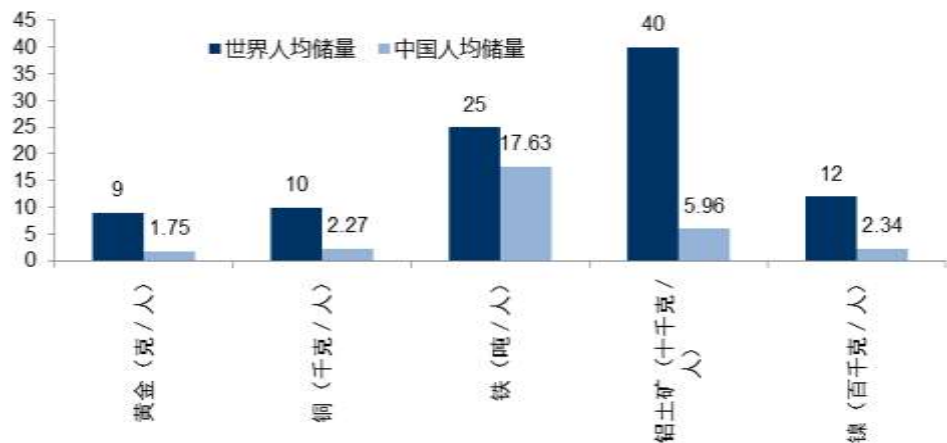


资料来源：招股说明书、申万研究

固体矿产勘查技术服务行业与矿业紧密程度比较高。由于专业特性，固体矿产勘查公司是服务于矿业投资开发公司，因此这两者在时间上和区域上是紧密相连的。

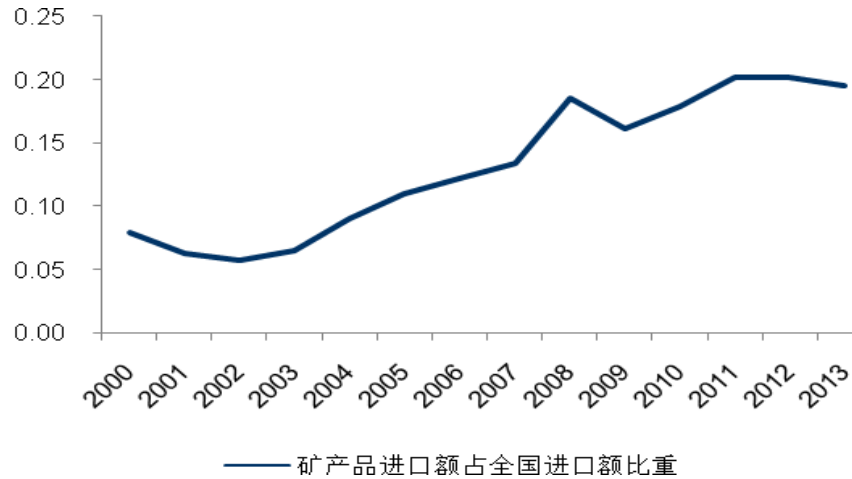
国内矿产资源非常有限，人均储量显著低于世界人均储量。由于地理特征等客观原因，国内矿产资源已经非常有限，主要矿产资源人均储量较低，其中铁矿石、铜、铝高度依赖国外进口，其中 2011 年我国石油、铁矿石、铜、铝和钾等大宗矿产对外依存度分别达到 56.7%、56.4%、71.4%、61.5% 和 51.5%。矿产品进口额占全国进口品总额比重连年增长。

图 11：2012 年主要矿产中国人均储量显著低于世界人均储量



资料来源：招股说明书、申万研究

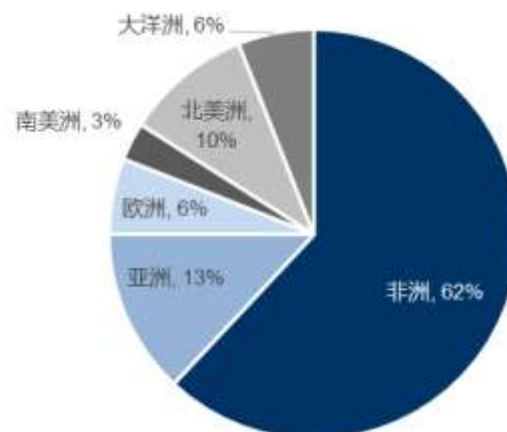
图 12：2013 年重要矿产资源对外依存度较高



资料来源：招股说明书、申万研究

国际市场有很大的发展空间。由于地质构造等客观因素，全球各地区矿产资源种类、储量差别较大的有煤、铜、铁、镍、钴、铅、锌等重要固体矿产资源，他们主要集中分布于非洲的赞比亚、津巴布韦、南非、刚果（金），太平洋—东南亚地区的巴布亚新几内亚、菲律宾、印度尼西亚，南美洲的秘鲁、智利以及加拿大、美国、澳大利亚等国，其中，赞比亚、津巴布韦和太平洋—东南亚地区国家位于世界重要的有色金属成矿带上，与我国有很强的互补性，因此我国矿业企业大量投资资金，同时也带动了该地区的勘查技术服务行业的发展。

图 13：2012 年我国境外矿产投资额主要区域，非洲占比最大



资料来源：招股说明书、申万研究

国外矿业市场有着巨大的市场。近三年我国新增对外直接投资增速约为18%，采矿业占比约为15%，我国在海外采矿业市场属于不稳定增长，增速可期。

表 4：我国对外直接投资中采矿业投资占比约为 15%

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
我国新增对外投资总额（亿美元）	55	123	212	265	559	565	688	747	878
总额增速		124%	72%	25%	111%	1%	22%	9%	18%
对外采矿业投资总额（亿美元）	18	16.8	85.4	40.6	58.2	133.4	57.1	144.5	135.4
采矿业投资增速		-7%	408%	-52%	43%	129%	-57%	153%	-6%
采矿业投资占比	33%	14%	40%	15%	10%	24%	8%	19%	15%

资料来源：申万研究

表 5：中国 2011 年境外矿业投资增长

名称	同比增长比例
项目数量	62.5%
中方协议投资额	64.8%
投资主体	32.7%
有色金属矿产的投资额	215.1%
有色金属矿产的投资项目数	26.7%

资料来源：招股说明书、申万研究

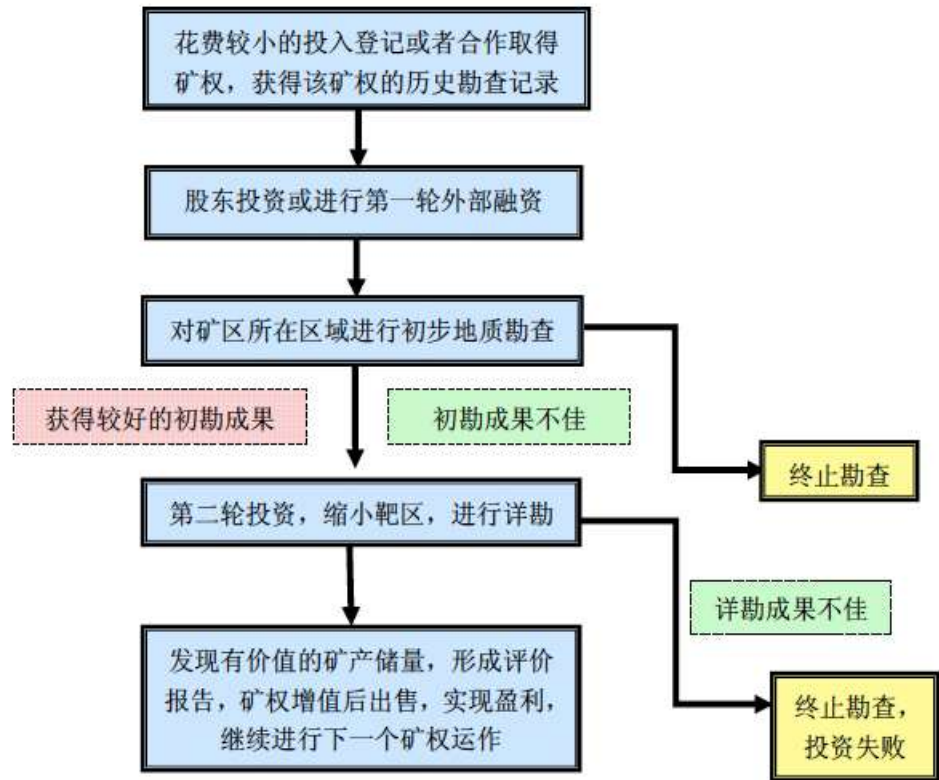
未来我国勘查、开发境外矿产资源的空间十分巨大。由于我国对外直接投资起步较晚，因此与世界发达国家相比，在勘查、开发境外矿产资源方面，我国的差距仍然较大。目前我国企业控制的境外国际矿业生产市场的份额大约只占世界的1%，本企业主要竞争对手有中色地科矿产勘查股份有限公司，中冶集团武汉勘察研究院有限公司、江西省地质矿产勘查开发局、梅杰国际钻探集团、艾德柯钻探公司等。

3.2 矿权投资业务：未来将贡献更多利润

矿权投资业务是利用公司特有的优势而展开的，通过登记申请、合作开发等方式取得矿权，在取得阶段性勘查成果或探明矿区矿产品位及经济储量后，将矿权进行转让或评估作价入股以获取后续矿山开发收益的投资行为。

公司积极响应国家对矿业行业“走出去”的号召，充分利用政策支持，借助公司长期从事地质勘查服务积累的丰富的矿产勘查经验和技術优势，拓展公司业务领域，在控制风险的前提下适时适度有选择性的介入海外矿权投资，为公司创造新的盈利增长点。截至本招股意向书签署日，公司在赞比亚和津巴布韦共拥有矿权41个。

图 14：矿权投资核心业务流程



资料来源：招股说明书、申万研究

公司目前共拥有矿权 41 个，其中卡森帕矿业的 18659-HQ-LML、特惠公司和中矿铬铁名下所有矿权为采矿权，其他矿权为探矿权。报告期内，公司矿权投资支出共 10,119.13 万元，其中 6,401.05 万元已计入当期损益。

未来 3-5 年，公司将优先对重点矿权进行资金技术投入，根据具体找矿效果灵活地采取吸引外部战略投资机构加入、部分权益转让或作价入股等方式拓展实现矿权投资业务自身资金融通，争取在较短的时间内实现整体矿权投资业务的盈利和滚动发展。

3.3 公司的竞争优势

1) **境外项目综合管理经验优势**：公司是中国有色金属行业首批成规模“走出去”的商业性综合地质勘查技术服务企业，多年来先后在赞比亚、津巴布韦、巴布亚新几内亚、巴基斯坦、马来西亚、菲律宾、加拿大、老挝、蒙古、阿富汗等 20 多个国家和地区开展地质勘查综合业务，共勘查矿种 20 余种，已经形成了良好的市场声誉。

公司掌握了 Jorc 标准、NI 43-101 标准，成为国内少数掌握并熟练应用该等标准的专业勘查公司，业务标准与国际标准对接，能够满足高端客户开发资源的需求。

2) 技术优势: 公司核心技术主要包括两个方面: 一是全面掌握地、物、化、遥、钻等相关领域的行业通用技术和前沿技术并熟练应用; 二是在项目实施过程中, 持续对应用技术进行研究和开发并实现设备改良。

3) 人才优势: 公司拥有一支实力较强的专业技术人员团队。截至 2014 年 6 月 30 日, 公司教授级高级工程师 6 人、高级工程师 25 人, 博士(后) 10 人、硕士 48 人; 公司能够熟练使用英、法、俄等外语作为工作语言的技术人员 70 余人。目前公司主要核心人员都已持有公司股份。

4) 高端客户资源优势: 公司先后承接了中冶集团、中色集团、中国恩菲、北方工业等大型矿业集团及其下属矿业企业的海外固体矿产勘查技术服务项目。通过与众多中高端客户的长期合作, 奠定了公司争取高端客户的坚实基础。

5) 机制优势: 公司具有反应机制灵活、管理机制完善的优势。

4. 公司财务状况

4.1 盈利能力分析

公司主营业务的毛利率略有下滑, 2011、2012、2013 年的主营业务的毛利率分别是 34.46%、33.67%、33.01%, 下降的主要原因是毛利率较高的固体勘查业务营收下降。

建筑工程的毛利率上升, 2011、2012、2013 年建筑工程服务的毛利率分别为 10.11%、16.31%、28.7%。2013 年的建筑工程服务的营业收入和毛利率较高, 主要由于 2013 年赞比亚中矿承建当地中学的房屋建筑工程和赞比亚中国经贸合作区有限公司的合作区房建项目。

图 15: 报告期内公司综合毛利率略有下滑

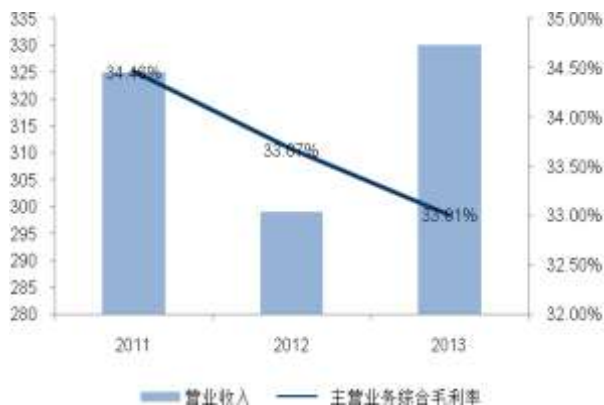
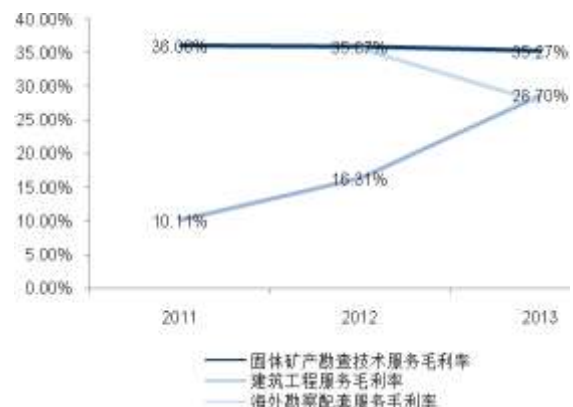


图 16: 公司各项业务的毛利率基本保持平稳



资料来源: 招股说明书、申万研究

资料来源: 招股说明书、申万研究

公司 13 年销售净利率为 15.2%，高于其他以海外业务为主的公司，显示海外勘探业务盈利水平较高；13 年 ROE 为 12.4%，低于中工国际。

图 17：公司销售净利率水平高于其他海外业务为主的公司

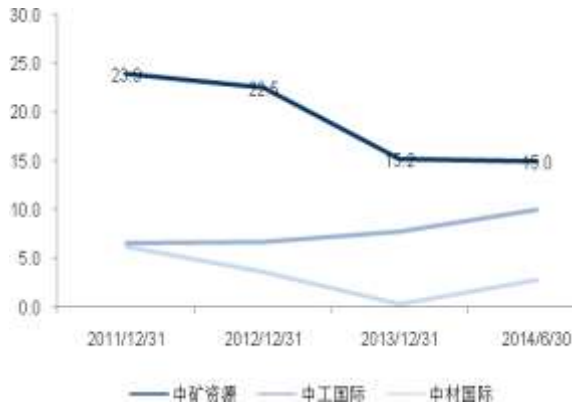
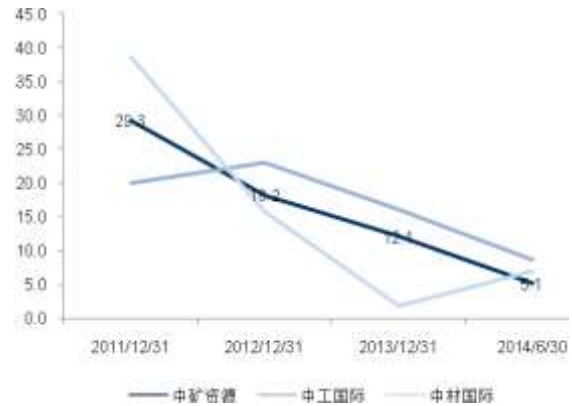


图 18：13 年 ROE 为 12.4%，低于中工国际



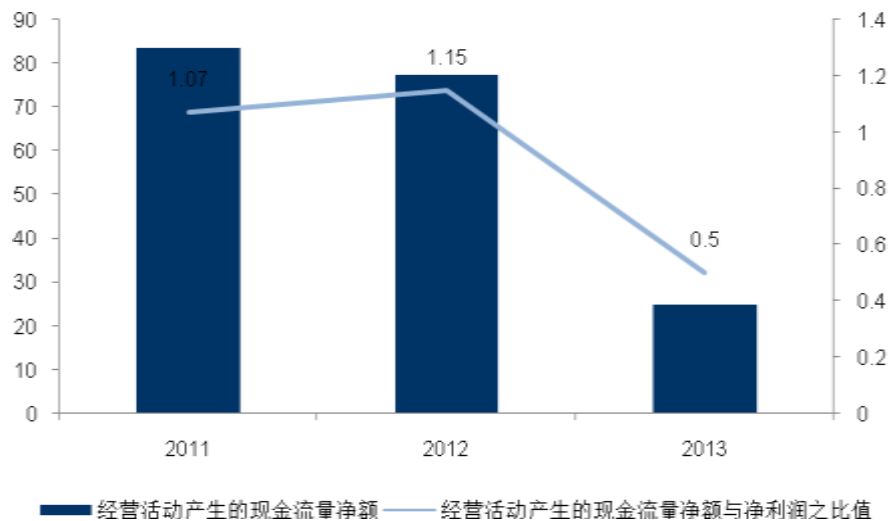
资料来源：招股说明书、申万研究

资料来源：招股说明书、申万研究

4.2 现金流量分析

公司 2013 年经营活动产生的现金流量净额下降速度较快，同比下降 67.7%。主要由于 2013 年应收款项大多没有收回以及汇率变化导致。

图 19：公司 2013 年经营活动产生的现金流量净额下降速度较快，同比下降 67.7%

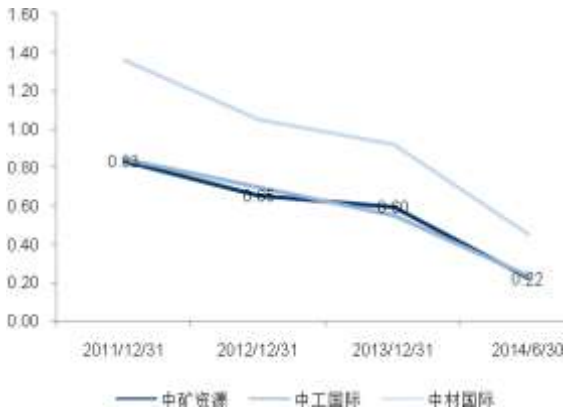


资料来源：招股说明书、申万研究

4.3 周转率较快

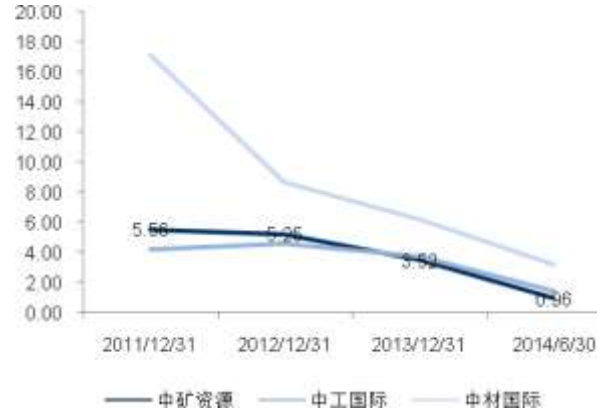
公司13年总资产周转率0.6，低于中材国际，略高于中工国际；13年应收账款周转率3.52，低于其他可比公司。

图 20：公司 13 年总资产周转率 0.6



资料来源：WIND、申万研究

图 21：公司 13 年应收账款周转率 3.52



资料来源：WIND、申万研究

5. 募投项目分析

本次募集资金 1.91 亿元，主要投向勘探主辅设备购置及配套营运资金项目，该项目总投资 2.94 亿元。

表 6：募集资金投向

序号	项目名称	总投资额	募集资金使用额	项目备案文件
1	勘探主辅设备购置及配套营运资金项目	29,395	19,055	京丰台发改(备)[2013]30号
	合计	29,395	19,055	-

资料来源：申万研究

本次募集资金用于勘探主辅设备购置及配套营运资金项目有利于改善公司勘探主辅设备总量不足和现有设备结构配置不合理的现状，提高勘查设备的综合配套能力，使公司在钻探、物探、化探、坑探、遥感等勘查技术服务方面的能力实现全面提升，增强公司技术研究及开发、转化与应用的强度。营运资金的补充将有效提高公司资金实力和垫资能力，进而增强公司的市场承揽实力。

6. 盈利预测

预计公司合理股价区间为 **18.2 元~19.6 元**：考虑可比公司 2015 年估值区间，结合公司自身竞争力，我们给予中矿资源 15 年 30~32 倍预测市盈率，假设发行后总股本 1.2 亿股，对应 13~15 年 EPS 分别为 0.43 元、0.49 元和 0.59 元，对应合理股价区间为[18.2, 19.6]。

表 7：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.43 元/0.49 元（假设公司 IPO 发行 3000 万股）

百万元、元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	325	299	330	333	402	498
二、营业总成本	261	251	277	274	333	412
其中：营业成本	210	197	225	226	277	342
营业税金及附加	1	1	1	2	2	2
销售费用	0	1	1	1	1	2
管理费用	49	53	42	42	50	60
财务费用	(0)	(3)	2	2	(1)	0
资产减值损失	1	0	5	2	4	7
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	4	0	0	0
三、营业利润	65	48	56	59	69	85
加：营业外收入	22	25	12	12	12	12
减：营业外支出	1	1	2	0	0	0
四、利润总额	86	72	67	71	81	97
减：所得税	8	5	17	18	21	25
五、净利润	78	67	50	53	60	72
少数股东损益	(5)	(0)	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	83	67	49	52	59	71
六、基本每股收益	0.98	0.75	0.54	0.43	0.49	0.59
全面摊薄每股收益	0.69	0.56	0.41	0.43	0.49	0.59

资料来源：申万研究

表 8：合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	67	50	53	60	72
加：折旧摊销减值	19	29	15	17	20
财务费用	(1)	3	2	(1)	0
非经营损失	(1)	(5)	0	0	0
营运资本变动	(7)	(53)	22	(27)	(30)

其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	77	25	91	50	62
资本开支	112	108	100	100	100
其它投资现金流	(16)	(13)	0	0	0
投资活动现金流	(138)	(109)	(100)	(100)	(100)
吸收投资	9	0	227	0	0
负债净变化	40	(10)	0	0	0
支付股利、利息	14	16	2	(1)	0
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	37	(26)	225	1	(0)
净现金流	(24)	(115)	216	(50)	(38)

资料来源:申万研究

表 9: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	313	276	469	461	470
现金及等价物	175	60	277	227	189
应收款项	78	152	146	180	227
存货净额	51	64	46	54	55
其他流动资产	9	0	0	0	0
长期投资	15	23	23	23	23
固定资产	165	209	296	383	470
无形资产及其他资产	31	76	76	76	76
资产总计	524	584	864	943	1,039
流动负债	96	127	128	146	170
短期借款	40	30	30	30	30
应付款项	51	82	82	101	125
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	13	23	23	23	23
负债合计	110	150	151	169	193
股本	90	90	120	120	120
资本公积	70	68	265	265	265
盈余公积	14	14	15	15	16
未分配利润	226	246	297	355	426
少数股东权益	16	16	17	18	19
股东权益	415	434	714	774	846
负债和股东权益合计	524	584	864	943	1,039

资料来源:申万研究

7. 风险提示

1) 经营业绩下滑的风险: 2011 年以来, 主要有色金属价格持续下跌, 矿业行业陷入低谷, 公司固体矿产勘查业务受此影响, 收入和毛利有所下滑。

2) 政策风险：公司作为中国有色金属行业首批成规模“走出去”的固体矿产勘查技术服务公司，受国家对海外勘查支持相关的政策影响较大。2013 年以来，由于国外风险勘查资金项目进行阶段性检查总结并暂停了该专项资金的投入，因此，国内“走出去”的矿业投资者也相应缩减了勘查投入。同时未来国家出台的国外风勘支持政策存在一定的不确定性，亦将导致“走出去”矿业投资者未来勘查投入存在不确定性。

3) 大客户集中的风险：公司制定了以国有大型矿业企业为重点客户的经营战略。但以大型矿业企业为目标客户的市场策略使公司的客户集中度较高，2011 年、2012 年、2013 年以及 2014 年 1-6 月，公司对主营业务前五大客户的销售收入占主营业务收入的比例分别为 81.61%、57.83%、69.28%和 48.02%。

4) 矿权投资业务风险：矿权投资的周期较长，2011 年、2012 年、2013 年公司处于预查或普查阶段的矿权投入产生的费用化支出分别为 2,898.96 万元、3,037.11 万元、464.98 万元，公司的绝大部分矿权项目尚未产生财务收益。公司矿权投资业务存在较大不确定性，对公司未来经营业绩可能造成一定不利影响。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6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。

行业的投资评级：

以报告日后的6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。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。