

成长性评级

X

估值分析

X

财务分析

X

行业分析

Q I P I N G J I A
EVALUATION
REPORT ENTERPRISE
GROWTH

山西蓝焰控股股份有限公司

企业成长性评价报告

ASSESSMENT REPORT

最具洞察力的「价值发现工具」



报告生成日期: 2023年07月

免责声明

本报告是由塔米狗企业并购融资信息平台（简称：塔米狗平台）运用传统估值方法，结合大数据、云计算、人工智能等先进技术，通过机器学习算法程序自动生成。信息来源于本报告发布之时的市场公开数据、塔米狗数据库（收录源为公开数据）、第三方专业机构数据及用户提供的数据。本报告不对相关信息的真实性和准确性负责，北交金科金融信息服务有限公司也不因此承担任何法律责任，在对相关信息进行变更或更新时亦不会另行通知。

北交金科金融信息服务有限公司不保证报告中的结论或其它陈述在未来不会发生任何变更，在不同时间点，可发出与本报告所载观点不一致的内容。本报告不构成买卖任何权益类标的物（包括股权、债权、期权、基金份额等）的交易推荐或建议，亦不构成财务审计、法律、税务、投资建议、投资咨询意见或其他意见，任何人不得将本报告作为其投资交易的依据，对任何因直接或间接使用本报告涉及的信息和内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，北交金科金融信息服务有限公司不承担任何法律责任。

本次企业评价由塔米狗平台“企评家”企业成长性评价系统提供，解释权归北交金科金融信息服务有限公司所有。

欲知更多企业详情请扫码关注塔米狗公众号或下载塔米狗APP及塔米狗官网（<https://www.tamigos.com/>）进行查询：



微信公众号



塔米狗App下载

摘要

山西蓝焰控股股份有限公司（以下简称该企业），统一社会信用代码 911400007011380105，于1998年12月22日在山西太原市成立，注册资本96800.0万元，法定代表人：刘联涛。业务范围包括煤层气地面开采；矿产资源勘查；煤矿瓦斯治理服务；煤层气工程设计、咨询、施工；道路货物运输；以自有资金对外投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

经塔米狗企评家企业成长性评价系统评定：蓝焰控股成长性得分 **543**，已超越塔米狗数据库该行业 43% 的企业，已超越全行业 74% 的企业。企业成长性等级为 **B+**。与同一规模下的行业企业相比，该企业的成长性得分高于行业平均水平，具有较高的成长性。目前该企业正处于高速成长期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性日益显著。与其他上市公司和新三板企业相比，蓝焰控股的成长性得分领先 57% 的企业。依据该公司的历史数据，通过运用绝对估值法和相对估值法，估值其 2022 年总内在价值区间为 94.77 亿元 ~ 359.52 亿元，企业投资价值等级为 A4。

成长性评价各评价维度结果：

测评维度	企业得分	行业均值	对比	已超越企业
创新能力	50	61	↓	47%
盈利能力	95	74	↑	100%
信用水平	40	52	↓	47%
风险水平	90	88	↑	100%
经营能力	80	69	↑	90%
产业特点	5	9	↓	88%

企业估值各模型结果：

估值方法	总内在价值区间（亿元）
FCFF	124.68 ~ 359.52
FCFE	94.77 ~ 112.58

目录

- 一、基本信息
- 二、成长性评价
 1. 评价维度
 2. 成长性得分
 3. 能力测评
 4. 维度解析
- 三、估值分析
 1. 估值假设
 2. 估值结果
 3. 估值方法
 4. 企业指标
- 四、财务分析
 1. 资产构成
 2. 成长能力
 3. 偿债能力
 4. 营运能力
 5. 盈利能力
 6. 杜邦分析
- 五、行业分析
 1. 行业介绍
 2. 产业链描述
 3. 国家政策

4. 国内主要公司及商业模式

5. 并购综述

● 六、附录

附件1. 企业原始数据

附件2. 分数和等级参考

附件3. 名词解释

一、基本信息

统一社会信用代码	911400007011380105	经营状态	存续
工商注册号	140000100069593	注册资本	96800.0万元
成立时间	1998年12月22日	纳税人识别号	911400007011380105
公司类型	其他股份有限公司(上市)	营业期限	1998-12-22至永久
核准日期	2021-07-23	实缴资本	
人员规模	1000-4999人	参保人数	1969
登记机关	山西省市场监督管理局	注册地址	山西省太原市万柏林区和平南路83号
英文名称	Shanxi Blue Flame Holding Company Limited	组织机构代码	701138010
行业	烟煤和无烟煤开采洗选		
经营范围	煤层气地面开采；矿产资源勘查；煤矿瓦斯治理服务；煤层气工程设计、咨询、施工；道路货物运输；以自有资金对外投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）		

二、成长性评价

1. 评价维度

“企评家”企业成长性评价系统评价维度是基于公开大数据、塔米狗数据库企业数据、专业机构数据及认证用户提供的数据，综合企业六大维度得分，运用信息技术和大数据、云计算、人工智能等先进技术，通过机器学习算法自动生成结果，以便多角度解析企业发展能力。六大维度具体介绍见表 1。分数及等级参考请见附录 2。

表 1 企评家成长性评价系统介绍

评价维度	维度描述
创新能力	衡量企业系统完成与创新有关的各项活动的的能力，包括企业拥有的专利、著作权、作品著作权、商标信息等
盈利能力	衡量企业经营业绩好坏和持续稳定发展的能力，包括财务指标如营业收入、净利润等
信用水平	衡量企业的信用水平，包括企业债务等级、法院资信状况以及企业税务评级、进出口信用评级等第三方数据
风险水平	衡量企业整体的风险水平，以经营风险为主，包括企业风险、相关高管风险等
经营能力	衡量企业经营战略与计划的决策能力，包括企业是否正常经营、供应商、企业购地信息、招投标等
产业特点	衡量企业所属产业的特色、热度、竞争力及其成长力，包括产业在研发投入、企业招聘、招投标、融资特点

2. 成长性得分

经塔米狗企评家企业成长性评价系统评定：蓝焰控股成长性总分为 **543** 分，成长性等级为 **B+**。与同一规模下的行业企业相比，该企业的成长性得分高于行业平均水平，具有较高的成长性。目前该企业正处于高速成长期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性日益显著。与同行业企业相比，蓝焰控股的成长性得分领先同行业 43% 的企业。与其他上市公司和新三板企业相比，蓝焰控股的成长性得分领先 57% 的企业。依据该公司的历史数据，通过运用绝对估值法和相对估值法，评估其 2022 年总内在价值区间为 94.77 亿元 ~ 359.52 亿元，企业投资价值等级为 A4。

表 2 企业成长性评价结果

成长性分数	成长性等级
543	B+

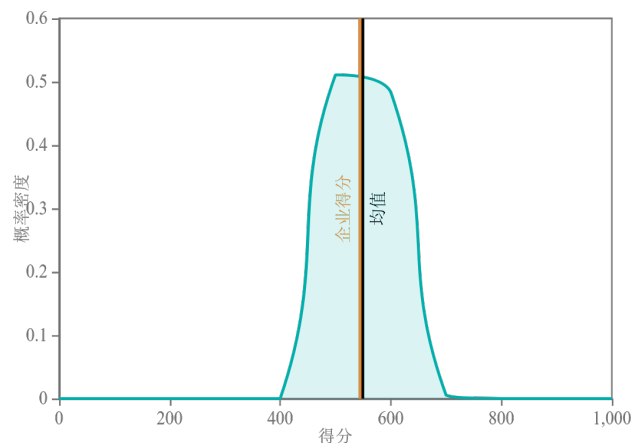


图 1 企业成长性得分

3. 能力测评

表 3 企业成长性能力测评对比

测评维度	企业得分	行业均值	对比	已超越企业
创新能力	50	61	↓	47%

盈利能力	95	74	↑	100%
信用水平	40	52	↓	47%
风险水平	90	88	↑	100%
经营能力	80	69	↑	90%
产业特点	5	9	↓	88%

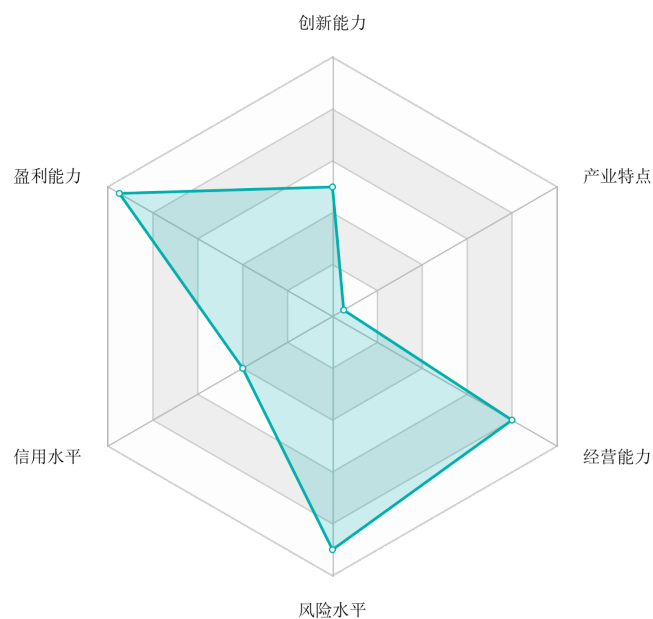


图 2 企业成长性能力测评雷达图

4. 维度解析

创新能力: 50 分; 行业均值: 61 分

蓝焰控股的创新能力指标总体较差，属于行业一般水平。蓝焰控股专利数量少于行业平均专利数量。该企业与创新能力有关的各项活动能力少于同类型企业的平均水平。该企业在技术创新、产品创新、管理创新等方面的能力在同规模行业企业中具有较差的竞争力。

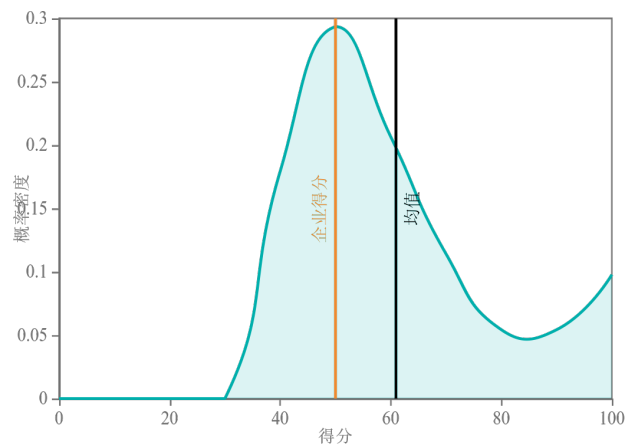


图3 同类型企业创新能力分布图

盈利能力: 95 分; 行业均值: 74 分

蓝焰控股的盈利能力指标总体较好，属于行业中上水平。该企业与盈利能力有关的各项活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在妥善经营、维持企业等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

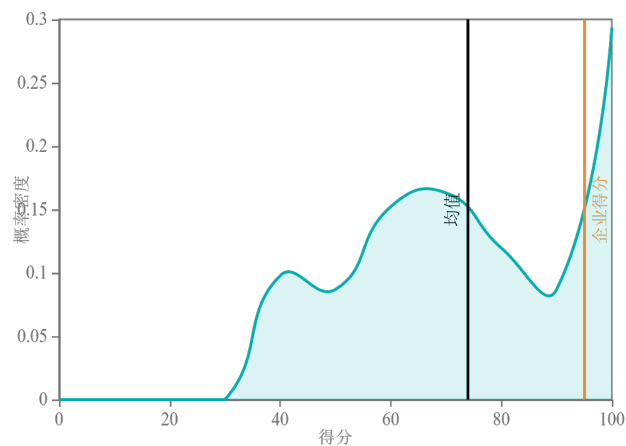


图4 同类型企业盈利能力分布图

信用水平: 40 分; 行业均值: 52 分

蓝焰控股的信用水平指标总体较差，属于行业中下水平。该企业与信用水平有关的各项活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在拥有第三方良好的信用记录等方面的能力在同规模行业企业中具有较差的竞争力。

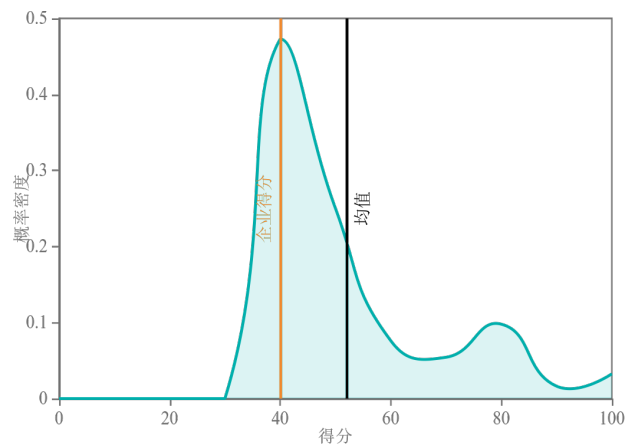


图 5 同类型企业信用水平分布图

风险水平: 90 分; 行业均值: 88 分

蓝焰控股的风险水平指标总体较好，属于行业一般水平。该企业与风险水平有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在企业经营风险管理等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

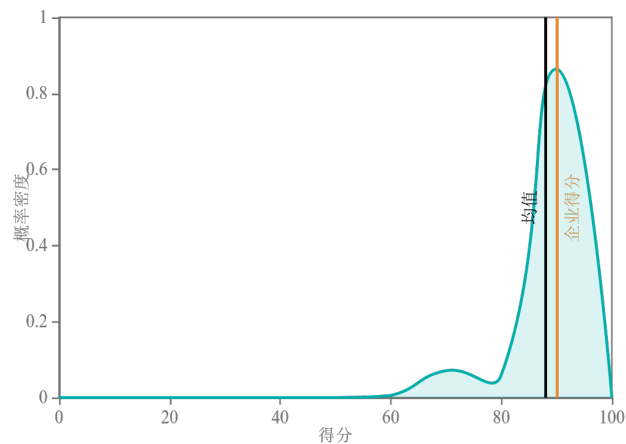


图 6 同类型企业风险水平分布图

经营能力: 80 分; 行业均值: 69 分

蓝焰控股的经营能力指标总体较好，属于行业一般水平。该企业与经营能力有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在制定经营战略和计划决策等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

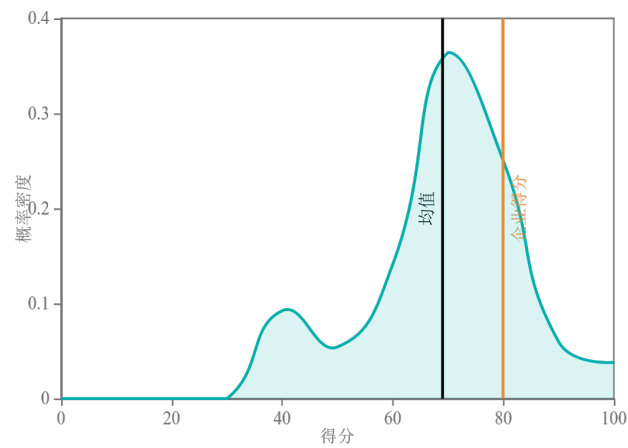


图7 同类型企业经营能力分布图

产业特点: 5分; 产业均值: 9分

截止目前，蓝焰控股的产业特点指标得分较低，属于中下水平。蓝焰控股属于资源密集型产业，该产业市场规模大，资源投入较为突出，产品和服务的附加值低，产业具有较差的成长性。

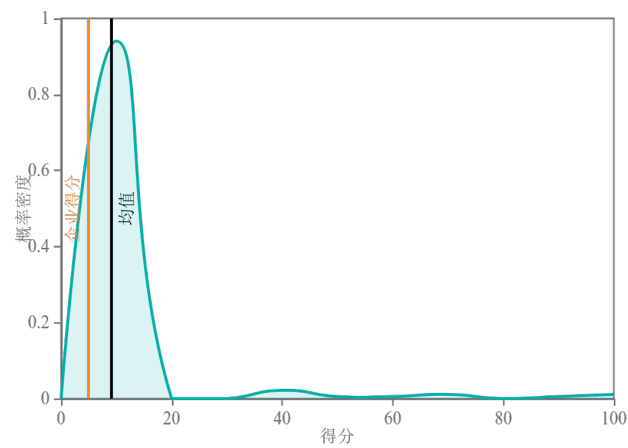


图8 同类型企业产业特点分布图

三、估值分析

1. 估值假设

- (1) 假设评价基准日后国家政治、宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
- (2) 假设被评价单位在经营过程中完全遵守所有相关的法律法规；
- (3) 假设国家有关信贷利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化；
- (4) 假设评价基准日后被评价单位持续经营，经营范围、经营方式与目前保持一致，且管理层是负责、稳定并有能力担当其职务的；
- (5) 假设评价基准日后被评价单位采用的会计政策和编写评价报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
- (6) 假设评价基准日后无不可抗力对被评价单位造成重大不利影响。
- (7) 报告期数据截止日期为 2023 年 07 月的数据。

2. 估值结果

表 4 估值结果汇总

绝对估值法	FCFF	FCFE
估值结果（亿元）	- 100.27	26.49
估值区间（亿元）	94.77 ~ 359.52	
投资价值等级	A4	

蓝焰控股的行业发展前景为差、企业规模为中型、企业总内在价值低于净资产、企业成长性等级为 B+，综合评价得出，蓝焰控股当前投资价值等级为 A4。投资价值等级说明请参见附录 2。

3. 估值方法

绝对估值法

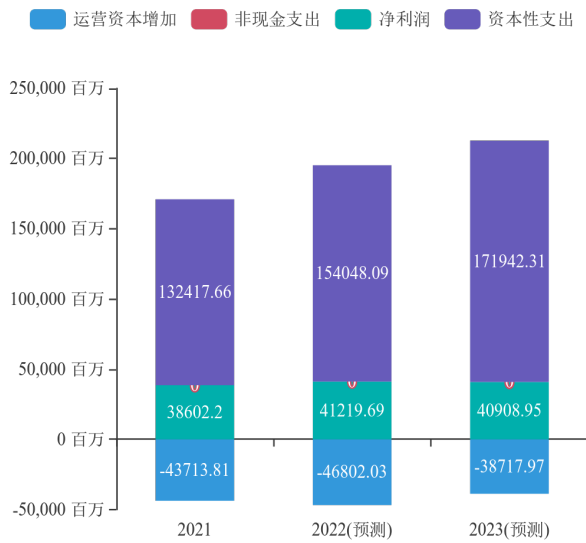


图9 现金流预测

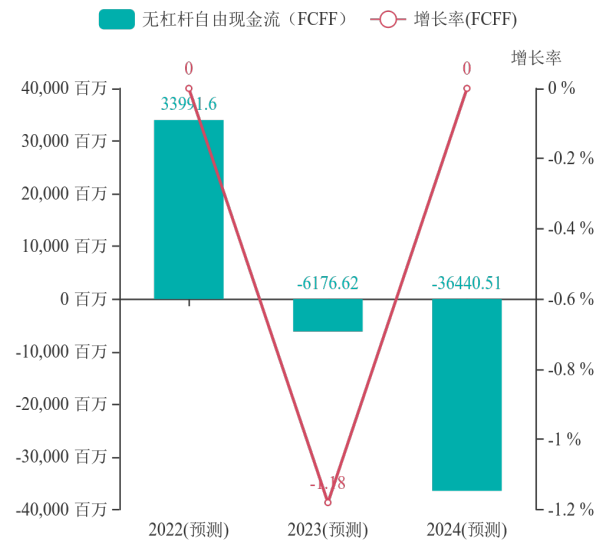


图10 现金流趋势

4. 企业指标

表5 企业指标

	2020	2021	2022(预测)	2023(预测)	2024(预测)
营业收入(万元)	144,100.00	197,800.00	283,595.75	329,921.12	368,244.75
EBITDA(万元)	13,274.31	40,809.70	54,468.60	63,366.05	70,726.65
净利润(万元)	9,836.01	28,800.00	38,602.20	41,219.69	40,908.95
营业收入增长率	-23.64%	37.27%	43.38%	16.33%	11.62%
EBITDA增长率	-74.67%	207.43%	33.47%	16.34%	11.62%
净利润增长率	-81.68%	192.80%	34.04%	6.78%	-0.75%
ROE	2.25%	6.36%	8.09%	8.22%	7.81%

(注：上表资料基于企业财务报表计算得到。)

四、财务指标

1. 资产构成

资产构成分析通过对企业资产进行不同的划分，来分析不同类型的资产对企业风险、收益和流动性的影响，有利于提高企业对不同类型资产的运用效益。该分析一般关注企业的金融资产、长期股权投资和经营资产占总资产的比重。

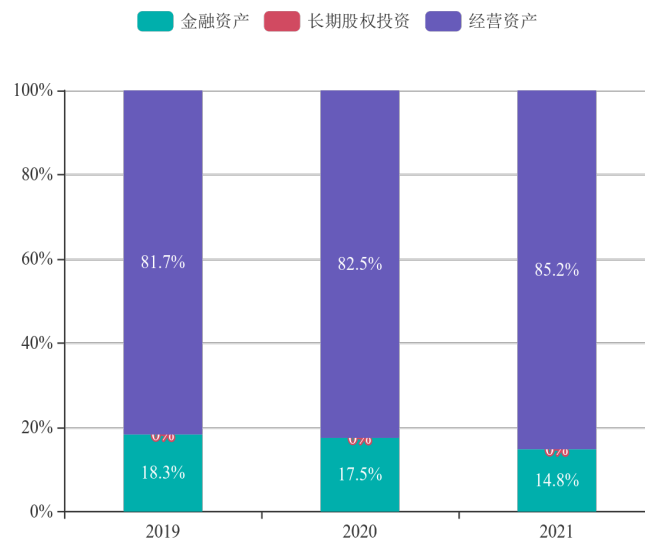


图 11 资产构成占比图

2021 年，企业共拥有价值大约 1093014.63 万元资产，其中金融资产占比 14.8%，长期股权投资占比 0.0%，经营资产占比 85.2%。从资产占比来看，公司属于重资产经营。

2. 成长能力

成长能力呈现企业的长远扩展能力和企业未来生产经营实力，包括营业收入增长率、营业利润增长率和净利润增长率三个指标，增速越快的企业其成长能力越强。

营业收入增长率：37.27%

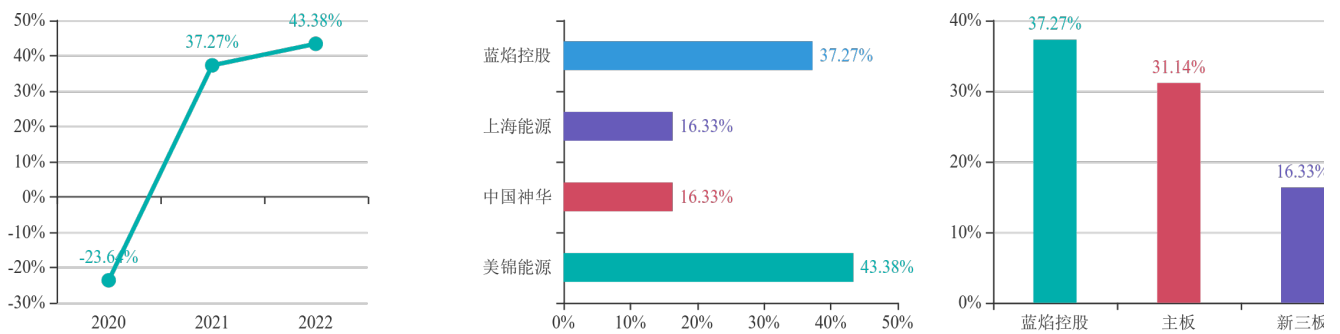


图 12 营业收入增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股营业收入增长率为 37.27%，高于行业主板均值，高于新三板均值。该指标高于 10%，说明企业目前经营状况较好。过去三年，企业的营业收入持续上升，且上升速度较慢，2021 年较上年增速有所增加。

营业利润增长率：-32.89%

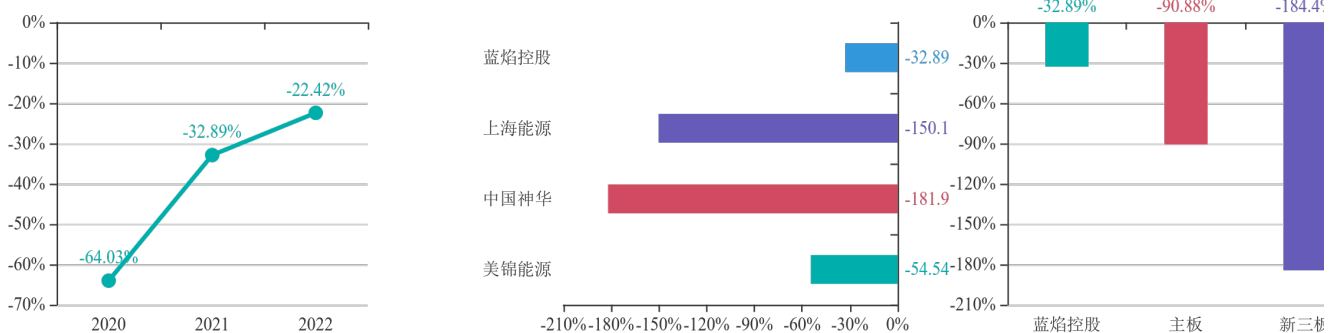


图 13 营业利润增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股营业利润增长率为 -32.89%，低于行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，企业营业利润上升，且上升速度较慢，2021 年较上年增速有所增加。此指标与产品销售数量，单位产品售价，制造成本，以及企业控制管理和销售费用的能力有关。

净利润增长率：192.8%

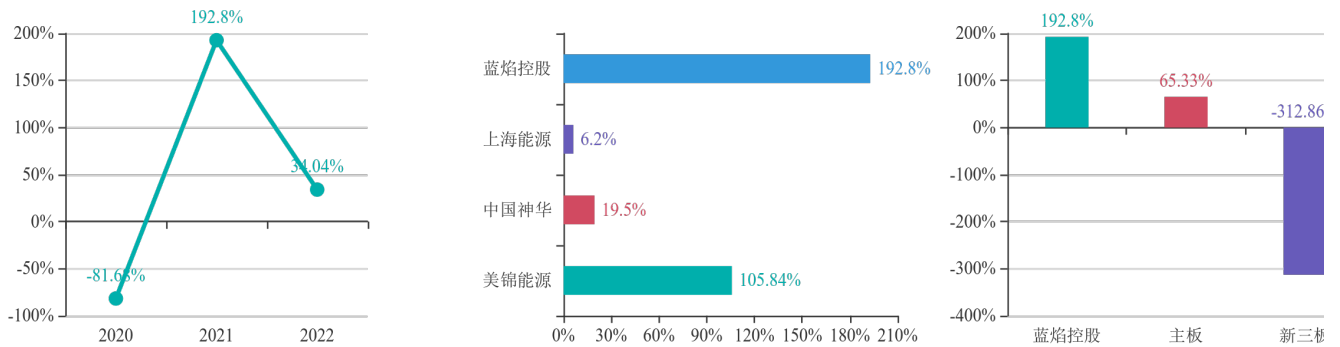


图 14 净利润增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股净利润增长率为 192.8%，高于行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，企业净利润上升，且上升速度较慢，2021 年较上年增速有所增加。利润的质量判断需考量净利润是否有足够的现金来支撑，需结合盈利能力部分的经营现金流净利率这一指标进行分析。

3. 偿债能力

偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，反映企业财务状况和经营能力的重要标志。短期偿债能力包括流动比率和速动比率两个指标，比率越大反映偿债能力越好，但会对企业的盈利能力产生影响；长期偿债能力包括资产负债率和长期偿债比率两个指标，比率越小反映偿债风险越小。

流动比率：0.81

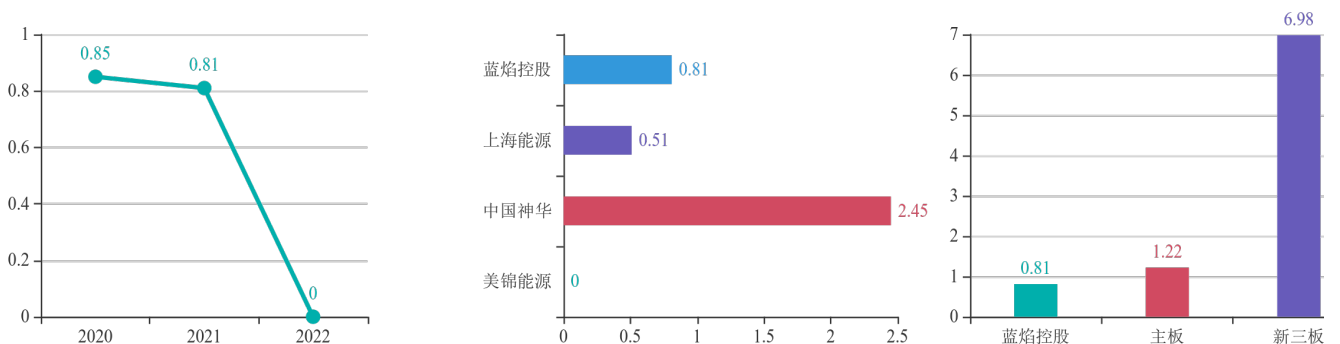


图 15 流动比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股的流动比率为 0.81，低于行业行业主板均值，低于新三板均值。过去三年，该指

标有所下降，下降速度较慢。通常认为正常的流动比率为2，低于2的流动比率被认为是短期偿债能力偏低。

速动比率：0.66

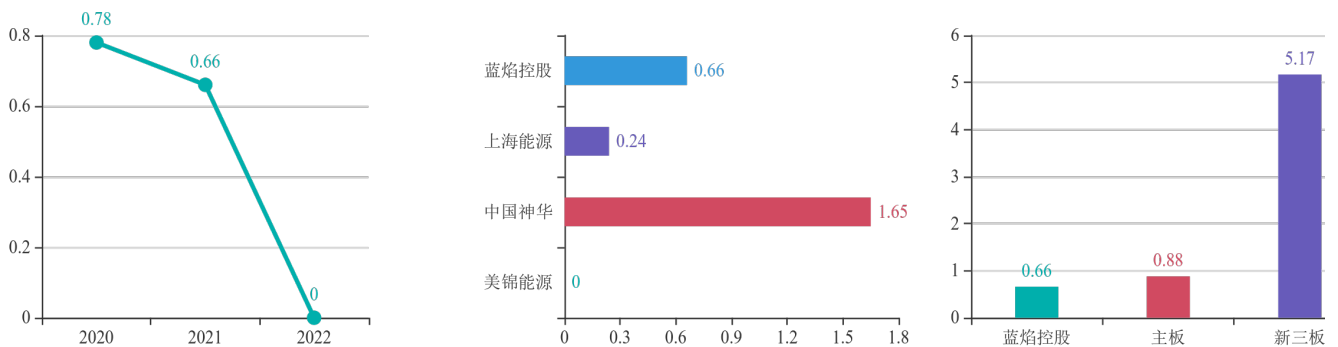


图 16 速动比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股的速动比率为 0.66，高于行业主板均值，低于新三板均值。过去三年，该指标有所下降，下降速度较慢。速动比率是对流动比率局限性的补充，反映了流动资产的流动性，让短期偿债能力的估值更加直观可信。通常认为正常的速动比率为 1，低于 1 的速动比率被认为是短期偿债能力偏低。

资产负债率：59.25%

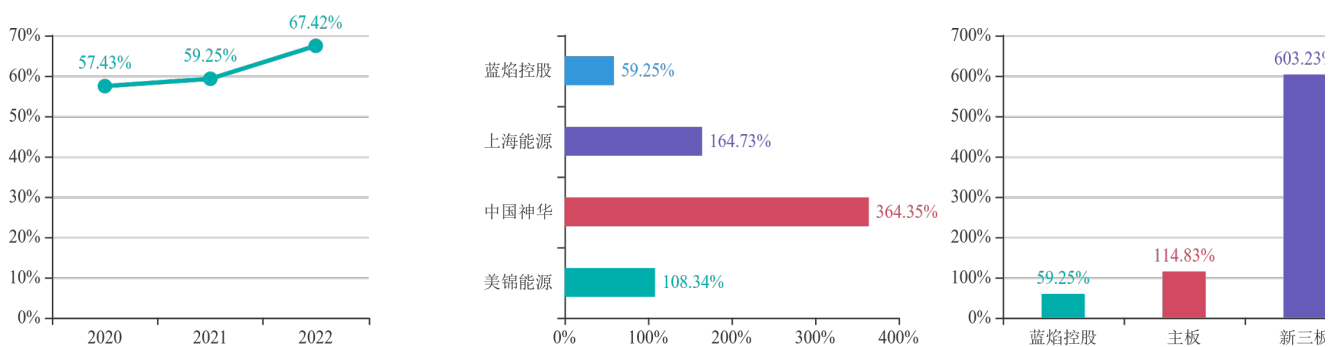


图 17 资产负债率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股资产负债率为 59.25%，低于行业主板均值，低于新三板均值。财务杠杆比率较低，整体偿债能力较好。过去三年，该指标有所上升，上升速度较慢。

长期负债比率：0.0%

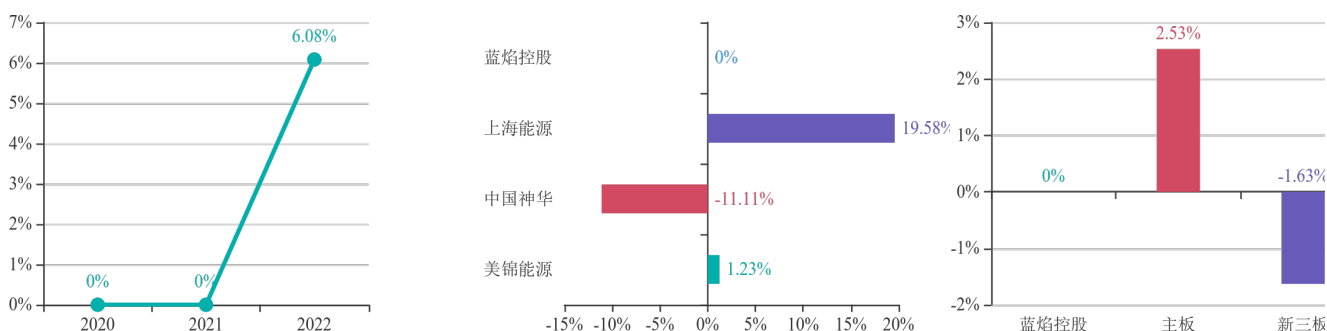


图 18 长期负债比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股长期负债率为 0.0%，高于行业主板均值，高于新三板均值。表明企业利用非流动负债较多，企业的长期偿债能力一般。过去三年，该指标有所无增长，无增长速度很快。

4. 营运能力

营运能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小，包括存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率三个指标，周转率越大，表示资产的使用效率越高，营运能力越强。

存货周转率：34.13（次）

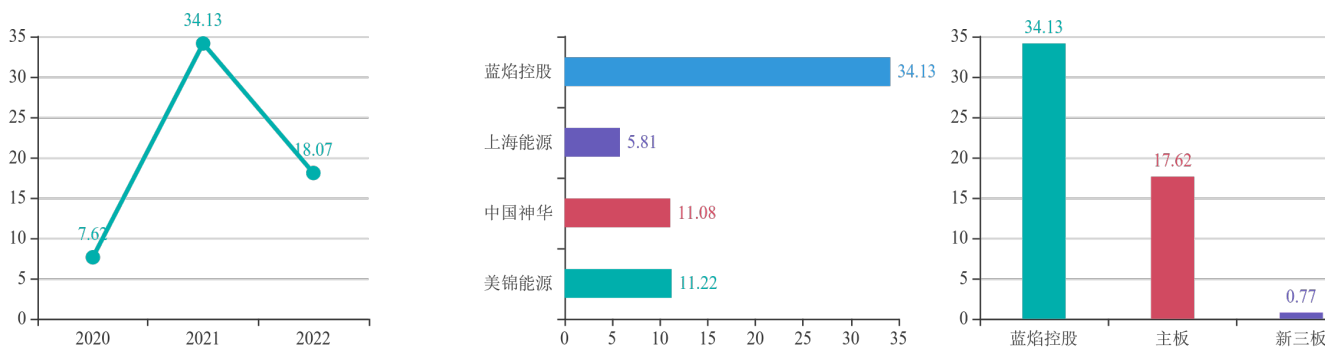


图 19 存货周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股存货周转率为 34.13（次），高于行业主板均值，高于新三板均值。反映了企业存货周转速度较慢。过去三年，企业的存货周转率有所上升，上升速度非常快，说明该公司资金的使用效率

有所提高。

应收账款周转率：1.6（次）

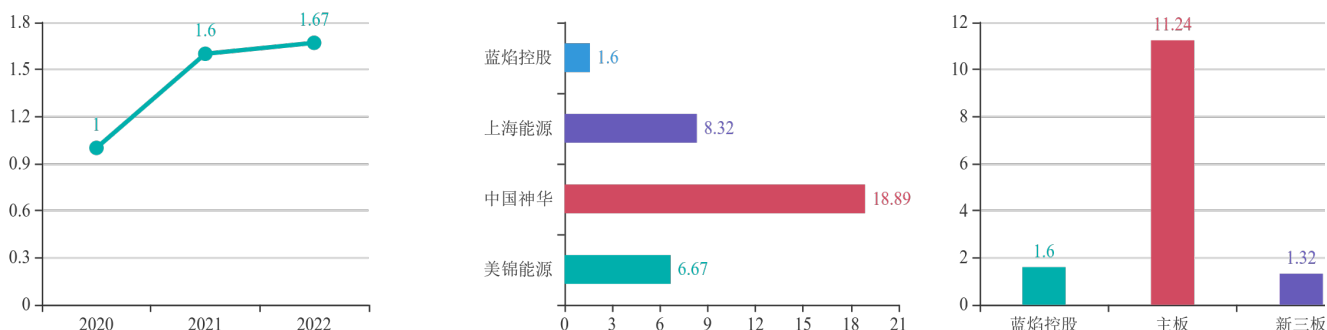


图 20 应收账款周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股应收账款周转率为 1.6（次），低于行业主板均值，高于新三板均值，表明企业应收账款周转速度较慢。过去三年，应收账款周转率有所上升，上升速度很快，表明企业应收账款管理水平提高。

应付款项周转率：0.0（次）

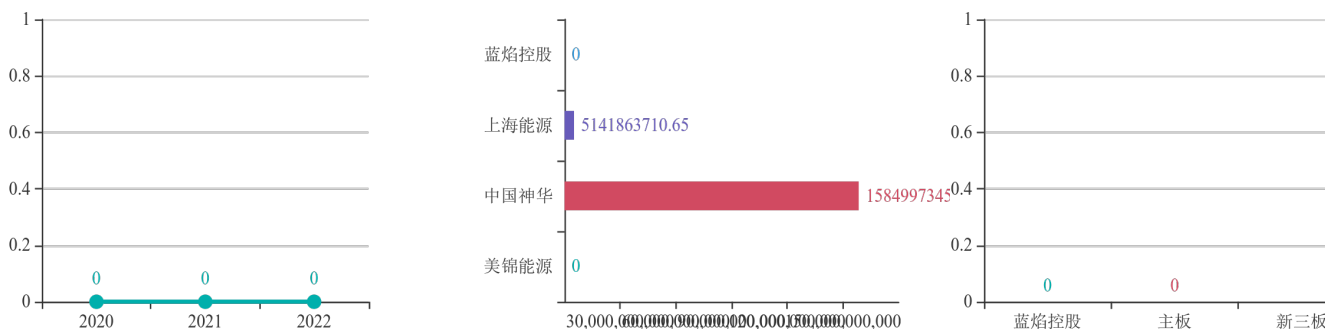


图 21 应付款项周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股应付账款周转率为 0.0（次），高于行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，应付账款周转率有所无增长，无增长速度较慢。该指标较高，说明公司占用供应商货款较低，信用水平高，还债能力强，但也可能预示原材料供应紧俏甚至吃紧，存在上游供应商要求快速回款情况的可能。相反，该指标较低，则说明占用供应商货款较高，存在一定的还款压力，但预示着对于上游企业更强的议价能力。

5. 盈利能力

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，包括销售毛利率、销售净利率、股东权益报酬率三个指标，指标数值越大表明企业盈利能力越好。

销售毛利率：35.49%

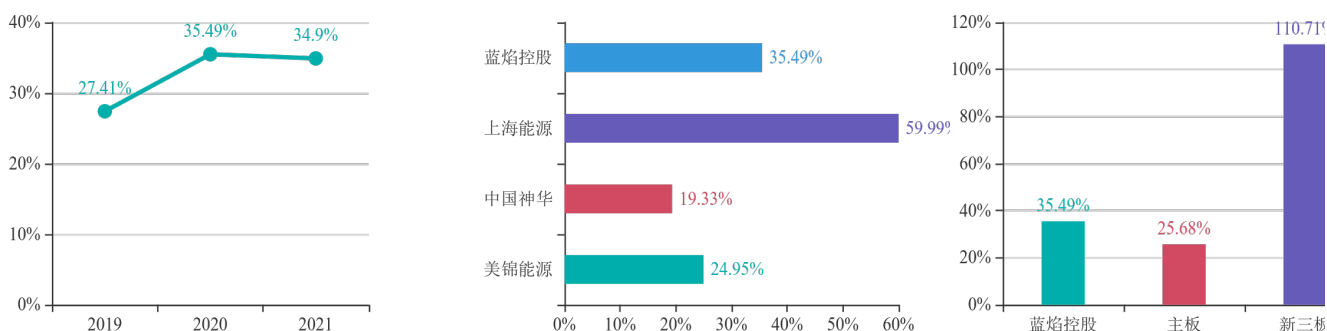


图 22 毛利率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股的销售毛利率为 35.49%，高于行业主板均值，低于新三板均值，表明公司盈利能力较好。过去三年，企业销售毛利率有所上升，上升速度较快。销售毛利率的影响因素比较复杂，应结合其他指标一起分析才能准确估值企业的盈利能力。

销售净利率：14.56%

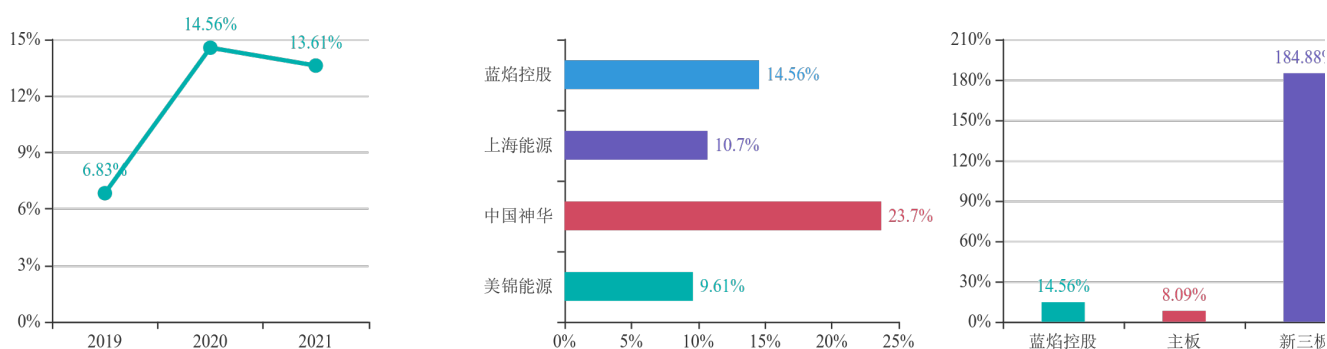


图 23 净利率三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股的销售净利率为 14.56%，高于行业主板均值，低于新三板均值，表明企业的盈利能力较好。过去三年，企业的销售净利率有所上升，上升速度非常快。该指标高，表明企业在增加销售收入的同时，控制了成本费用的增加，内部营运效率较高，盈利情况好。反之，盈利情况则不好。

股东权益报酬率：6.36%

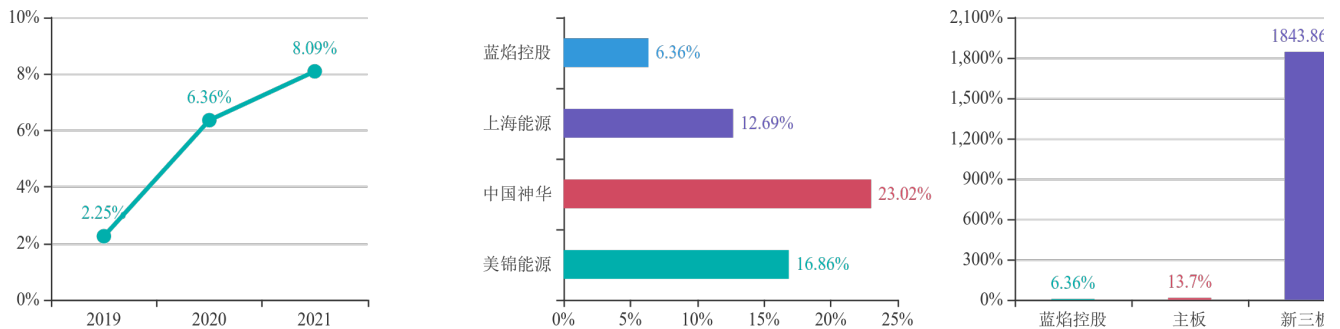
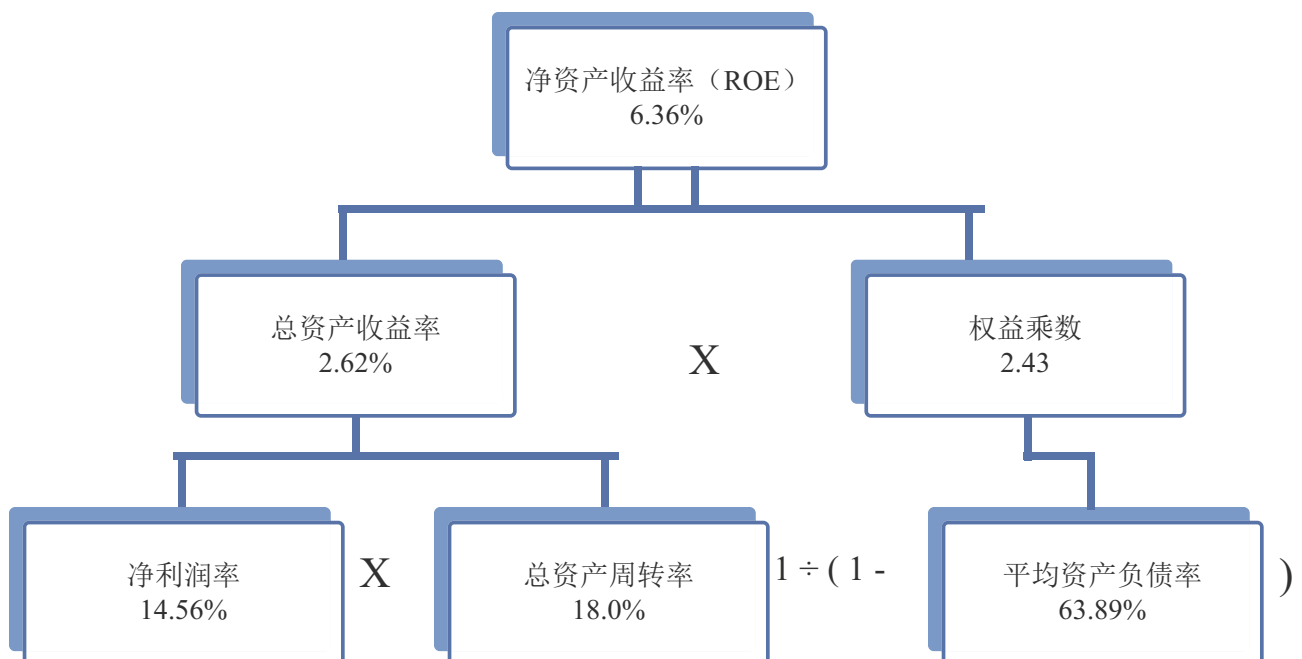


图 24 净资产收益率(ROE)三年对比、同业对比、行业均值对比

2021 年，蓝焰控股的企业股东权益报酬率（又称净资产收益率，ROE）为 6.36%，高于行业主板均值，低于新三板均值。表明普通股投资者委托公司管理人员应用其资金所获得的投资报酬较多，公司的运营模式良好，盈利能力较强，债权人风险水平较低。过去三年，该指标持续上升，上升速度非常快。

6. 杜邦分析



杜邦分析的核心是净资产收益率（ROE），其反映了所有者投入资本的获利能力和企业筹资、投资、资产运营等活动的效率。ROE 的高低取决于总资产收益率和权益乘数的水平。主要因素有三个方

面：净利润率、总资产周转率和权益乘数。

表 6 杜邦分析指标对比

杜邦分析体系	2019	2020	2021	主板均值	新三板均值
净利润率 (%)	28.46	6.83	14.56	8.09%	184.88%
总资产周转率 (%)	0.0	14.96	18.0	68.37%	47.75%
权益乘数	0.0	2.2	2.43	3.14	20.88
净资产收益率 (%)	0.0	2.25	6.36	-	-

净利润率：2021 年蓝焰控股净利润率为 14.56%，高于行业主板均值，低于新三板均值。

净利润率是指经营所得的净利润占销货净额的百分比，或占投入资本额的百分比。这种百分比能综合反映一个企业或一个行业的经营效率和盈利能力。提高净利润率能够提升净资产负债率，使公司达到最优运营模式。提高净利润率的途径有两种：提高公司议价权或降低成本费用。

总资产周转率：2021 年蓝焰控股总资产周转率为 18.0%，高于行业主板均值，高于新三板均值。

总资产周转率是企业一定时期的销售收入净额与平均资产总额之比,它是衡量资产投资规模与销售水平之间配比情况的指标。它体现了公司对总资产的利用效率。在不能有效提高毛利率的情况下，企业可通过提高总资产周转速度实现较好的净资产收益率。

权益乘数：2021 年蓝焰控股权益乘数为 2.43，低于行业主板均值，低于新三板均值。

权益乘数反映了企业财务杠杆的大小，权益乘数越大，说明股东投入的资本在资产中所占的比重越小，财务杠杆越大。其主要受资产负债率的影响，但同时也应考虑到相关风险因素，如：偿债风险、资金周转风险等。

五、行业分析

1. 行业介绍

采矿业具体分为煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业、开采专业及辅助性活动和其他采矿业。全球经济增长速度明显放缓，部分西方国家贸易保护主义复苏，国际货币紧缩趋势明显，中美贸易摩擦的影响深远，美国经济能否明显复苏存在变数。国内环境，供给侧改革不断深化，金融去杠杆造成大量突发债务，房地产、汽车等支柱性行业不同程度的调整，消费需求没有实质性提升，对工业和大宗商品需求景气度一般。

(1) 主要矿产品价格总体回落 2019年，矿业市场震荡调整，主要矿产品价格总体回落。煤炭、石油、天然气、锰、铬、铜、铝、铅、锌、锡、钨、锑、钴、锂、磷等价格纷纷下跌，铁矿石、金、镍等因特殊原因价格上涨。2019年全国原油年均价为57.5美元/桶，较2018年下跌9.9%，液化天然气为3941.4元/吨，下跌11%，煤炭为587.8元/吨，下跌1%，铜、铝、铅、锌分别为4.77万元/吨、1.39万元/吨、1.66万元/吨、2万元/吨，分别下跌5.9%、3.2%、12.2%、13.4%。铁矿石到岸价为91.2美元/吨，上涨34.0%，金为314.4元/克，上涨14.8%，因印尼禁止原矿出口政策等原因。镍为11万元/吨，上涨6.5%，创近年新高。展望2020年，贸易保护主义和资源民族主义仍将是阻碍世界经济和全球矿业发展的重要因素，全球矿业发展仍面临诸多不确定性因素。能源板块将延续供大于求态势，供需端均面临较多不确定因素，能源价格可能会停滞不前。来自避险属性和货币金融属性的支撑将推动金价仍呈偏强震荡格局，甚至再冲新高。2019年铁矿石供需处于紧平衡状态，阶段性供需错配致使价格创2015年来新高，2020年在供应逐渐恢复、需求增速放缓的背景下，铁矿价格中枢或将下移。此外，基本金属市场需求偏弱压制价格，个别矿产如镍价格可能偏强运行。

(2) 矿业固定资产投资持续回升 2019年，全国采矿业固定资产投资同比增长24.1%，增速回落1.2个百分点。其中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业固定资产投资同比分别增长29.6%、25.7%、2.5%、6.8%、30.9%。数据显示，全国采矿业固定资产投资同比增长主要是受煤炭、油气和非金属矿采选业拉动。从子行业看，2019年煤炭开采和洗选业固定资产投资大幅回升受益于民间投资增长，石油和天然气开采的固定资产投资增长主要缘于三大石油公司的勘查投入增长，有色金属矿采选的固定资产投资主要是环保投入与产能稳定，非金属矿采选业固定资产投资增长主要来源于技术改造及环保投入。预计2020年，随着矿业市场的优化和发展，在国家经济运行平稳的背景下，矿业固定资产投资仍有增长的空间:其中，以生态文明建设为主题，围绕矿业高质量发展的投入仍是重要组成部分，另一方面，矿业固定资产投资仍需面对投资风险大、融资难的传统挑战。

(3) 资源税实现稳定增长 2019年，全国资源税收入1822亿元，同比增长11.8%，资源税法制建设迈上新台阶。2019年8月，十三届全国人大常委会第十二次会议通过了《中华人民共和国资源税法》，自2020年9月1日起施行。

资源税法是绿色税制建设的重要组成部分，具有重要现实意义。相比资源税暂行条例，资源税法吸收了近年来税收征管与服务上的有效做法，简并了征收期限、规范了税目税率，体现了深化“放管服”改革的要求。资源税法所列税目达164个，涵盖所有已经发现的矿种和盐，完善了不同矿种税收的法理依据。预计2020年资源税收入仍有稳定增长，同时资源税收的法理实践与行业管理将会有质的变化。（4）供需稳定在较低水平

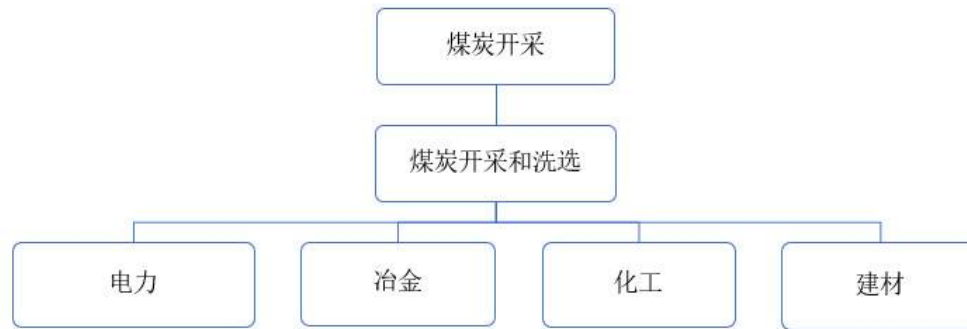
A. 铝土矿 从国内外多家权威机构的数据来看，中国铝土矿基础资源保有年限（即储产比，储量除以产量）远低于全球平均水平。根据美国地质调查局（USGS）数据，2018年全球铝土矿基础资源储量接近300亿吨，产量接近3亿吨，基础资源保有年限接近100年；中国基础资源储量接近10亿吨，产量接近7000万吨，基础资源保有年限仅在14年。中国国土资源部的数据也显示，到2017年末中国已查明铝土矿资源储量50.89亿吨，其中基础储量约10.1亿吨。如果按照基础储量10.1亿吨、1.2亿吨年消耗量、矿山回采率90%、贫化率10%来计算，中国铝土矿资源静态保障年限仅有6.8年。如果按照已查明资源储量50.89亿吨、1.3亿吨年消耗量、矿山综合回采率80%、贫化率15%来计算，中国铝土矿资源动态保障年限也仅在26年，远低于全球水平。

B. 铜精矿 2018年全球矿产铜产量同比增长约2.3%。铜精矿产量增长2.2%，采用溶剂萃取-电积工艺（SX-EW）的铜产量增长3.2%。2018年全球矿产铜产量增长约46万吨，主要原因是智利、印尼和民主刚果2017年产量受限，以及2018年干扰生产的事件很少。智利是世界第一大矿产铜生产国，2018年其产量大增6%，主要因为其世界第一大铜矿Escondida去年2~3月的产量受到了罢工事件的打击。印尼产量增长5%，因为去年1~4月的铜精矿出口禁令压低了2018年的增长基数。再则，由于重启暂时停产的产能，民主刚果SX-EW铜产量增长16%，赞比亚矿产铜产量增长8%。世界第二大矿产铜生产国秘鲁在近几年的强劲增长之后，2018年产量与上年同期持平。2018年，虽然供给侧没有出现严重冲击，但全球总产量受到加拿大和美国减产的拖累，两国产量分别下降10%和3%。分地区来看，非洲矿产铜产量增长10%，拉美增长3.5%，大洋洲增长10%，北美下降4%，欧洲和亚洲大体与上年同期持平。

C. 铅锌精矿 全球铅精矿供应缓增，市场影响有限。2018年1-10月全球铅精矿累计生产369.2万吨，同比降2.89%。随着境外矿山投产或复产，2018年铅精矿供应量缓增。不过由于伴生矿中含铅量萎缩，开采成本增加，部分矿山考虑到成本问题暂停选矿。整体看，全年铅精矿供应因中国减量影响并未出现大幅增加，反而略有减少。

2. 产业链描述

煤炭开采和洗选产业链上游产业为煤炭开采，下游主要是电力、冶金、化工和建材等。煤炭开采和洗选行业的上下游产业链关系见下图：



作为基础性行业，煤炭行业与上游行业没有明显的关联性。上游的煤炭开采通过深化煤炭供给侧结构性改革，全国煤矿数量大幅减少，大型现代化煤矿已经成为全国煤炭生产的主体。

目前我国的煤炭消费结构呈现多元化的特点，电力、冶金、化工和建材4个行业是主要耗煤产业，目前主要耗煤行业电力、冶金、建材、民用等产品产量增速回落。全国火力发电量增速由2002年~2013年的年均增长11.07%，下降到2014年~2018年的年均增长3.37%，下降了7.7个百分点；同期，粗钢产量年均增速由14.13%下降到3.05%，下降了11.08个百分点；水泥产量由年均增长11.63%到年均下降3.17%，增速回落了14.8个百分点。火电、冶金、建材行业产品产量增速大幅回落，带动煤炭消费需求大幅减少。

我国能源工业发展正处于深入贯彻落实“四个革命、一个合作”能源安全新战略思想的推进时期，也是由传统能源资源开发促进经济发展向生态环境刚性约束、促进能源清洁高效利用转型的重要时期。我国煤炭行业正处于深化供给侧结构性改革、推动需求侧变革的关键时期，处于向新模式、新业态、新产业、新产品创新发展的转型时期。我国科技发展正处于以第四次工业革命为统领，以大数据化、智能化、绿色化、信息化为发展方向，以5G、区块链技术为重点，加速腾飞、日新月异的创新发展时期。我国生态环境保护正在以“绿水青山就是金山银山”的新理念，改变着传统的资源开发、经济发展、环境治理发展模式，推动黄河流域生态保护和高质量发展，将更加深刻地影响黄河流域8个大型煤炭基地的开发利用模式。煤炭作为我国的主要能源，在百年未有之大变局中，面临严峻挑战。

3. 国家政策

发布机构	名称	发布日期	相关内容

国务院	《国务院办公厅关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》	2016-06-05	全面贯彻党的十八大和十八届三中、四中、五中全会以及中央经济工作会议精神，按照“五位一体”总体布局和“四个全面”战略布局，牢固树立和贯彻落实创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，推进供给侧结构性改革，优化存量、引导增量、主动减量，化解结构性过剩产能，促进行业技术进步，扩大应用消费市场，加强国际产能合作，创造良好营商环境，推动有色金属工业调结构、促转型、增效益。
工信部	《有色金属工业“十三五”发展规划》	2016-10-18	“十三五”是全面建设小康社会的决战期，经济发展长期向好的基本面没有变，四化同步发展以及中国制造2025、“一带一路”、京津冀一体化、长江经济带等国家战略深入实施，有色金属市场需求潜力和发展空间依然较大。“十三五”期间，有色金属工业结构调整和转型升级取得显著进展，质量和效益大幅提升，到“十三五”末我国有色金属工业迈入制造强国行列。

工信部	《铜铝等有色行业规范及准入条件》	2018-04-25	全面修订铜、铝、铅锌、钨、钼、锡、镁8个品种的行业规范及准入条件，明确行业规范，鼓励和引导行业转型升级，适应新形势下的产业技术进步需求，提高技术、能耗、环保等门槛。在完善监督管理办法和申报大纲方面，建立动态管理机制，对已公告企业实施年度审核，同时完成第四批铜规范企业的公告。
工信部	《关于畅通举报渠道 强化落后产能和产能违规置换查处的通知》	2018-07-27	为依法依规推动落后产能应退尽退，严禁产能严重过剩行业新增产能，经商淘汰落后产能工作部际协调小组成员单位，规定了畅通举报渠道、强化举报核查、依法依规处置、实行联合惩戒。

4. 国内主要公司及商业模式

洛阳钼业（603993）：

洛阳栾川钼业集团股份有限公司，属于有色金属矿采选业，主要在全球范围内从事基本金属、稀有金属采选和贸易业务。目前公司主要业务分布于亚洲、非洲、南美洲、大洋洲和欧洲五大洲，主要从事铜、钼、钨、钴、铌、磷等矿业的采选、冶炼、深加工等业务，拥有较为完整的一体化产业链条，是全球最大的钨生产商和第二大的钴、铌生产商，同时亦是全球前五大钼生产商和领先的铜生产商之一，公司基本金属贸易业务位居全球前三，也是巴西第二大磷肥生产商。公司全资拥有并运营的三道庄钼钨矿是中国已探明钼储量最大的钼矿以及已探明钨储量第二大的钨矿，钼钨生产成本低，极具竞争力。公司合营公司拥有的上房沟钼铁矿，拥有丰富的高品位钼储量。公司附属公司拥有的新疆哈密市东戈壁钼矿是新疆发现的第一个特大型斑岩型钼矿，具有储量规模大、品位高、埋藏浅、易露采的显著特点。

中国铝业（601600）：

中国铝业股份有限公司，成立于2001年9月10日，是国务院国有资产监督管理委员会下属中国铝业集团有限公司的控股子公司，是全球第一大氧化铝和精细氧化铝生产商与供应商、第二大电解铝生产商。公

司主营业务包括：铝土矿资源勘探和开采；氧化铝、原铝、铝合金产品的生产和销售以及相关领域的技术开发、技术服务；发电业务；煤炭资源勘探、开采和经营；贸易；赤泥综合利用产品的研发、生产和销售等。中国铝业是中国有色金属行业的龙头企业，综合实力位居全球铝行业前列，也是国内铝行业唯一集铝土矿、煤炭等资源勘探开采，氧化铝、原铝和铝合金产品生产、销售、技术研发，国际贸易，物流产业，火力发电、新能源发电于一体的大型生产经营企业。

赣锋锂业（002460）：

截至2017年12月31日，按产能计，赣锋锂业股份有限公司为全球第三大及中国最大的锂化合物生产商及全球最大的金属锂生产商，提供涵盖五个主要类别逾40种锂化合物及金属锂产品，是全球锂化合物及金属锂供货商中最齐全的产品供应之一。公司拥有垂直整合的业务模式，业务涵盖上游锂提取、中游锂化合物及金属锂加工以及下游锂电池生产及回收等价值链的各重要环节。从中游锂化合物及金属锂制造商起步，并成功扩大到产业价值链的上游及下游，以取得有竞争力的锂原材料供应、确保成本及营运效益、在多个业务线间取得协同效应、收集最新的市场信息及开发顶尖技术。公司全面的产品供应组合令公司能有效应对主要来自电池相关终端市场客户的特殊及多元的产品和规格需求。

广晟有色（600259）：

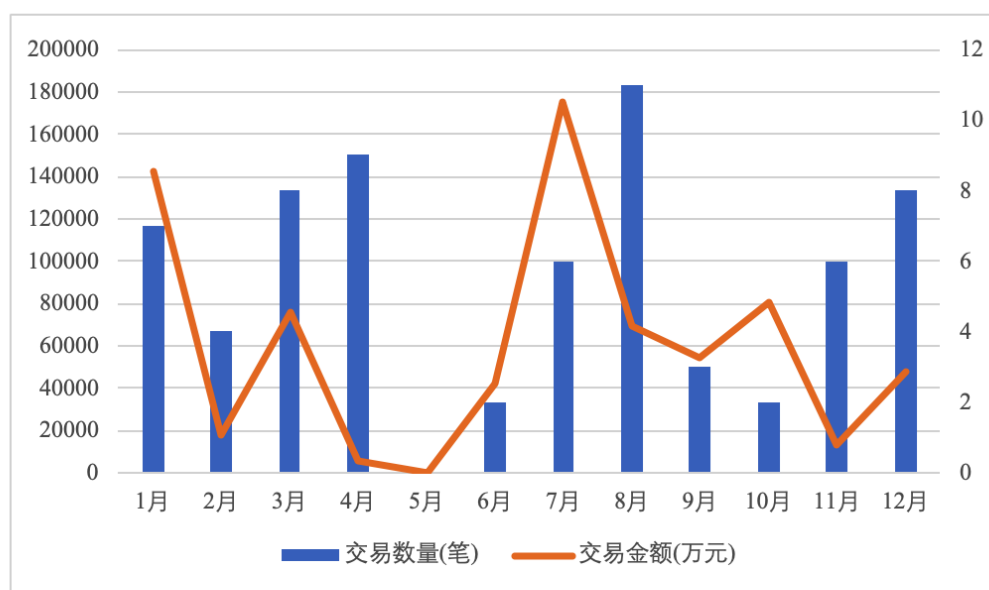
广晟有色金属股份有限公司是主营稀土和钨业，开拓稀贵金属，集有色金属投资、采选、冶炼、应用、科研、贸易、仓储为一体的大型国有控股的上市公司。公司是中国稀土行业的重点企业、国内唯一以中重稀土为主业的上市公司，是中国稀土行业协会副会长单位、中国钨业协会副会长单位。公司大力实施稀土产业总部经济战略，依托中国南方稀土科技城等重大项目，重点发展稀土永磁材料、储氢材料、催化材料、发光材料、抛光材料、功能材料等稀土高科技产业和镍氢动力电池、汽车尾气净化器、稀土节能灯具、稀土功能陶瓷等稀土应用产品，建设“国际知名、国内一流、广东第一”的战略新兴产业示范基地、稀土高新技术产业基地。

兴业矿业（000426）：

内蒙古兴业矿业股份有限公司于1996年8月28日在深圳证券交易所挂牌上市。公司主要产品为铅、锌、铜、铁、铋、钨、银、锡等有色金属、贵金属及黑金属。公司依据内蒙古赤峰市资源富集的区位优势，确立了“立足区域资源，布局产业延伸，发展新兴产业，打造文化强企”的战略目标。长期以来，兴业一直致力于发展循环经济，打造本质安全企业，强化资源综合回收，践行绿色发展的价值取向。历经多年的创新发展，积累了丰富的矿山建设和有色金属采选生产经验，在人才、管理、技术和设备等方面具有较强的市场竞争能力，尤其是成本控制始终保持较好水平，业已构成集地质、采选、冶炼于一体的产业链，不断开创企业发展进步的新格局。

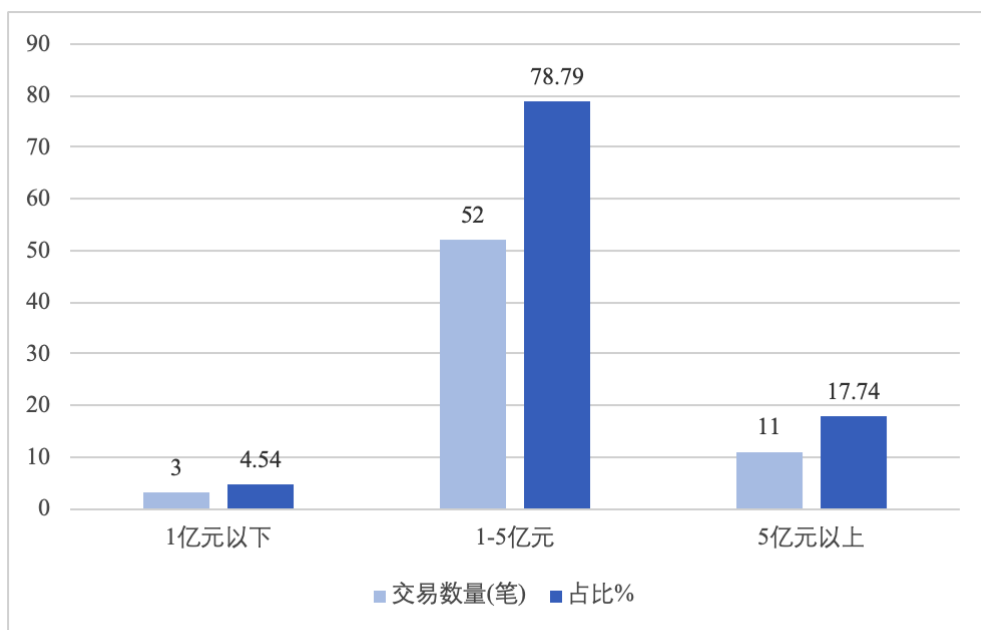
5. 并购综述

2019年1-12月，我国采矿业上市公司共完成并购交易66笔，披露的交易金额为72.69亿元，披露交易金额的并购交易中平均每笔交易金额为1.10亿元。从交易金额来看，发生最多的月份为2019年7月，金额达17.54亿元；其次是2019年1月，金额为14.22亿，其中西部矿业收购哈密博伦、肃北博伦及格尔木西钢的金额高达12.48亿元，是当年披露的金额最高的一笔并购交易。另外，从交易笔数来看，2019年5月没有并购交易完成；8月共完成11笔并购交易，远超其他月份，表现最为突出。



2019年采矿业并购交易金额和笔数

采矿业上市公司的并购交易金额普遍偏小，单笔交易金额主要集中在1亿元以上，共有63笔交易，占比95.45%。交易金额在1至5亿元之间的有52笔交易，占比78.79%。单笔交易超过5亿元的并购共计11笔，最高达大有能源并购的19亿元。如3月25日，中国石化以16.82亿美元收购上海赛科石油化工有限公司50%股权；6月20日，洛阳钼业控股有限公司以11.36亿美元收购BHR Newwood DRC Holdings Ltd 100%股权；12月2日，紫金矿业以13亿加元(约合10亿美元)收购加拿大矿业公司Continental Gold Inc。



2019年采矿业单笔并购规模

(注：以上数据及文字均通过公开资料整理所得)

六、附录

附件 1：企业原始数据

附表 1-1 企业成长性评价原始数据

数据类别	变量名	数值	数据类别	变量名	数值
成长性指标	融资历史	5	经营能力	经营异常	0
	投资事件	0		招投标	560
	招聘	0			
创新能力	专利	46		动产抵押	0
	著作权	2		知识产权出质	0
	作品著作权	0		土地质押	
	商标信息	0		购地信息	0
	网站备案	0		行政处罚	0
	证书	29		欠税公告	0
信用水平	司法拍卖	0		严重违法	0
	限制消费令	0		股权出质	0
	被执行人	0		税收违法	0
	失信人	0		环保处罚	0
	法律诉讼	139		供应商	246
	开庭公告	25	电信许可	0	
	法院公告	4	送达公告	0	

	税务评级	2	风险水平	立案信息	82
	进出口信用	一般信用企业		风险信息	
盈利能力	分支机构	7	企业风险	法人风险	465
	对外投资	4			
	营业收入	197800.0			
	净利润	28800.0			

附录 2：分数和等级参考

附表 2-1 企评家成长性评价系统成长性等级描述

成长性得分分数范围	等级	企业评价描述
0-250	E	目前该企业正处于缓慢成长期，企业成长性的各项指标低于市场平均水平，成长性逐步提升。
250-400	D	目前该企业正处于低速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性逐步提升。
400-600	C	目前该企业正处于快速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性日益显著。
600-800	B	目前该企业正处于高速成长期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性日益显著。
800-1000	A	目前该企业正进入繁荣发展期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性十分显著。

附录 3：名词解释

1. 法人风险

“法人风险”记录了企业法人和高管的风险信息，本文所用数据为风险条数，包含法人和高管涉及的

法律诉讼条数等。

2. 绝对估值法

上市公司的绝对估值法与相对估值法相对，主要采用的是现金流贴现和红利贴现的方法，主要包括公司自由现金流(FCFF)、股权自由现金流(FECE)和股利贴现模型(DDM)。贴现现金流模型是运用收入的资本化定价方法来决定普通股票的内在价值。

3. 相对估值法

相对估值法是挖掘那些具有扎实基础但是市场价值相对较低的公司的一种简单的方法。其特点是采用乘数来评定上市公司的相对价值和绩效，较为简便，如市盈率估值法、市净率估值法、企业价值乘数法、市盈增长率估值法、市销率估值法、市售率估值法等。

4. FCFF 模型

FCFF 模型 (Free cash flow for the firm) 由美国学者拉巴波特于 20 世纪 80 年代提出，指利用公司自由现金流对整个公司进行估价，而不是对股权。自由现金流概念是指企业产生的、在满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供企业资本供应者/各种利益要求人 (股东、债权人) 分配的现金。

5. FCFE 模型

FCFE 股权自由现金流模型 (Free Cash Flow to Equity) 的来源是现金流贴现定价模型，这种方法只对杠杆企业项目所产生的属于权益所有者的现金流量进行折现，折现率为权益资本成本。