



西部矿业(601168.SH)

西部矿业 (601168) : 铜铅锌银资源龙头、 锌锂助业绩增长

2016 年 07 月 22 日

投资要点

买入(首次评级)

当前价: 5.93 元

目标价: 7.1 元

分析师: 郭佳楠

执业编号: S0300515080001

电话: 010-64814022

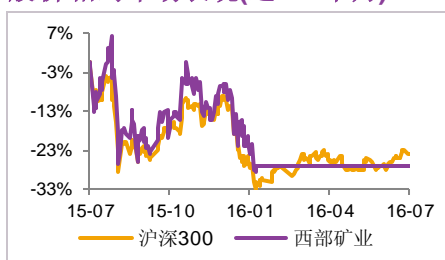
邮箱: guojianan@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440

邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 联讯证券研究所

盈利预测

百万元	2015E	2016A	2017A	2018A
主营收入	26767.	28105.	29510.	30986.
(+/-)	10%	5%	5%	5%
净利润	30.37	129.18	141.65	154.76
(+/-)	-90%	325%	10%	9%
EPS(元)	0.01	0.05	0.06	0.06
P/E	—	131	120	110

资料来源: 联讯证券研究院

◇ 铜铅锌资源龙头、 锌锂资产助业绩增长

西部矿业是国内最大的有色金属资源开发及冶炼企业之一, 已成为集矿山、冶炼、贸易、金融投资的综合性有色金属产业集团。大股东拟注入锌矿和锂矿资产, 未来前景可期。2015 年公司营业收入达 268 亿元, 近五年收入复合增长率 7.65%、总体保持增长。营业收入按产品: 铜、锌、铅、铝、其他产品分别占收入的 62%、13%、4%、6%和 14%。按类型: 贸易、采选冶炼和其他分别占营业收入的 84%、14%和 1%。

◇ 拟注入锌、 锂资源、 未来业绩增长可期

7 月 1 日, 公司公告了购买资产预案, 拟 25.04 亿元收购大梁矿业 100%股权和青海锂业 100%股权, 合计承诺 2016-2018A 净利润为 1.38 亿元、1.67 亿元和 2.12 亿元。

大梁矿业拥有铅金属储量 11.45 万吨、品位 0.87%; 锌金属储量 178.93 万吨、品位 14.14%, 是品位高、储量可观的优质大型锌矿。大梁矿业已建成了 66 万吨采选生产线, 2015 年实际产量 55.2 万吨。近两年锌矿仍然偏紧、该锌矿盈利前景乐观。随着该项目产量持续提高、平均生产成本将稳步下降。以及锌价上涨和加工费走低的双重利好。基于产品价格、加工费等假设, 我们预测 2016-2018A 的毛利将分别达到 1.53 亿元、1.87 亿元和 2.01 亿元, 对应的毛利率 34.65%、39.07%和 40.15%。

青海锂业所使用的东台吉乃尔盐湖卤水, 该湖锂浓度高达 0.085%, 是青海地区锂含量最高的盐湖。依托盐湖所、采用离子选择膜分离技术、已建成 1 万吨/年电池级碳酸锂生产线, 2016 年产量将达到 7000 吨。2016 年全球锂产能释放较快、但需求增速十分明显, 锂价理性回调是大势所趋、但直线下跌可能性不大, 2016-2018E 碳酸锂价格将在 8-14 万元/吨区间。简单估算公司的碳酸锂单位生产成本为 9.5 万元/吨, 基于单位成本不变, 2016-2018E 碳酸锂价格分别为 14 万元/吨、11 万元/吨和 11 万元/吨, 对应的净利润分别为 3.15 亿元、1.5 亿元和 1.5 亿元。

◇ 现有业务: 铜银铅锌矿山优质、 业务仍在扩张

资源: 铅锌银资源储量大、品位较好, 公司拥有锡铁山、呷村银和夏塞银等三座铅锌银多金属矿, 拥有权益量 227 万吨铅、251 万吨锌和 4071 吨银。锡铁山铅锌矿铅产量全国第三、锌产量全国前十。铜资源储量大、品位较低, 公司拥有获各琦铜矿、赛什塘铜矿和玉龙铜矿等三座铜矿, 铜权益量超过 487 万吨。玉龙铜矿铜储量超过 650 万金属吨, 是全国储量第二大铜矿。2016 年公司计划生产铅精矿 4.77 万吨、锌精矿 6.95 万吨、精矿含银 94.15 吨、精矿含金 169 千克、铜精矿 4.5 万吨。公司已开始玉龙矿业二期项目建设,



未来将成为公司铜板块的重点。

冶炼：铅锌冶炼状况堪忧，公司拥有电铅 5.5 万吨/年、粗铅 10 万吨/年产能，规模偏小，锌锭 6 万吨/年产能，正在建设的 10 万吨/年锌锭生产线今年投产。2016 年公司计划产粗铅 10 万吨、锌锭 13 万吨，2016 年铅锌加工费持续走低，7 月国产铅精矿 T/C 下滑至 2050，国产锌精矿 T/C 跌破 5000 下滑至 4900，公司该计划实施难度较大。铜冶炼公司拥有 6 万吨/年电解铜产能，2015 年底开始建设 10 万吨/年电解铜生产线，预计在 2017 年投产。2016 年公司计划完成 5.55 万吨电解铜生产，公司生产线集中在西部、主要配套铜精矿生产、根据最近几年的生产情况，实施难度较大。

◇ 盈利预测及估值：目标价 7.1 元/股、“买入”

盈利预测：考虑到收购尚需审批，完成时间存在不确定性，暂不进行并表，我们预测公司 2016-2018A 的净利润分别为 12,917.57 万元、14,165.45 万元和 15,475.72 万元，对应的 EPS 分别为 0.05 元/股、0.06 元/股和 0.06 元/股。如果收购在 2016 年完成，2016-2018 年公司归母净利润将增厚至 26,697.57 万元、30,868.40 万元和 36,675.0，对应的 EPS 分别为 0.10 元/股，0.12 元/股和 0.14 元/股。

估值：PE 估值：不考虑收购，给予公司 2016-2018E 分别 131 倍、120 倍和 110 倍的 PE。对应 2016 年 130 倍 PE 每股价格为 7.1 元。如果收购在 2016 年完成，我们参考可比公司，可以给予公司 2016-2018E 分别 80 倍、67 倍和 57 倍的 PE。对应 2016 年 78 倍 PE 每股价格为 8.0 元。PB 估值：考虑到收购尚需审批，完成时间存在不确定性，暂不进行并表，给予公司 1.5 倍 PB，公司整体 169.46 亿元的估值，对应每股价格为 7.1 元。如果收购在 2016 年完成，则参考可比公司对大梁矿业、青海锂业分别 2.75 倍和 10 倍的 PB,对应估值为 19.66 亿元、20.09 亿元，加上原有资产，公司整体估值为 208.75 亿元，对应每股价格为 8.0 元。

◇ 风险提示

资产注入不及预期、金属价格下跌超预期、金银产量不及预期、经营管理风险



目 录

一、铜铅锌资源龙头、锌锂资产助业绩增长.....	6
(一) 股权结构.....	6
(二) 营业收入及归属净利润.....	6
(三) 业务构成.....	7
二、拟注入锌矿山、锂资产、未来业绩增长可期.....	7
(一) 交易情况.....	7
1、收购资产估值.....	7
2、发行股份和现金支付结合.....	7
3、承诺净利润.....	8
4、收购估值相对合理.....	8
(二) 大梁矿业：全球锌矿偏紧、锌价向荣可期.....	8
1、品位高的大型锌矿.....	8
2、产线逐步释放、产量将持续增长.....	9
3、锌矿供应偏紧、近两年锌价仍将较高.....	9
4、多重利好叠加、利润兑现风险小.....	11
(三) 青海锂业：有锂想有未来.....	12
1、锂浓度高、技术已经成熟.....	12
2、锂价回调是大势所趋.....	12
3、利润兑现可能性较大、谨防锂价大幅下跌风险.....	13
三、现有业务：铜银铅锌矿山优质、业务仍在扩张.....	13
(一) 银铅锌业务.....	14
1、铅锌矿：资源品味好、产量稳定.....	14
2、铅锌冶炼：增收容易增利难.....	15
(二) 铜业务.....	16
1、铜矿：储量大但品位低、未来看玉龙铜矿.....	16
2、铜冶炼：加工费利润可观、产量提升空间大.....	17
(四) 黑色业务：拖累公司业绩、亏损有望收窄.....	18
1、铁矿：价格回暖、亏损有望缩窄.....	18
2、西宁特钢：最大的亏损来源.....	18
四、盈利预测及估值.....	20
(一) 盈利预测.....	20
1、核心矿山资产盈利预测:铜降、铅锌银升.....	20
2、亏损资产盈利预测：有望减亏 11535.4 万元.....	21
(二) 估值.....	21
1、PE 估值：估值仍有空间.....	21
2、PB 估值:现有资产及注入资产均有溢价空间.....	22
拟注入资产估值.....	22
现有资产估值.....	23
(三) 综合盈利预测与估值：目标价 7.1 元/股、“买入”.....	23
五、风险提示.....	23



图表目录

图表 1: 公司股权结构图.....	6
图表 2: 2011-2015A 公司营业收入.....	6
图表 3: 2011-2015A 公司归属净利润.....	6
图表 4: 2015A 营业收入构成 (按产品)	7
图表 5: 2015A 营业收入构成 (按类型)	7
图表 6: 收购资产估值 (单位: 亿元)	7
图表 7: 支付方式.....	8
图表 8: 承诺净利润.....	8
图表 9: 大梁子铅锌矿储量及品位.....	9
图表 10: 大梁矿业铅锌银产量.....	9
图表 11: 全球锌精矿供需平衡.....	10
图表 12: 2007-2016A 沪锌活跃合约价格.....	10
图表 13: 2014-2016A 国产铅锌加工费 (单位: 元/吨)	11
图表 14: 大梁矿业毛利假设.....	11
图表 15: 国内主要提锂盐湖.....	12
图表 16: 全球碳酸锂供需平衡 (单位: 万吨)	12
图表 17: 2006-2016A 碳酸锂现货价格 (单位: 元/吨)	13
图表 18: 青海锂业盈利预测.....	13
图表 19: 公司三大银铅锌矿.....	14
图表 20: 公司银铅锌精矿产量.....	14
图表 21: 全球铅精矿供需平衡 (单位: 万吨)	14
图表 22: 2011-2016A 铅价走势图.....	15
图表 23: 公司铅锌冶炼.....	15
图表 24: 公司铅锌产量 (单位: 万吨)	15
图表 25: 公司三大铜矿.....	16
图表 26: 公司铜精矿产量 (单位: 万吨)	16
图表 27: 全球铜精矿供需平衡表 (单位: 万吨)	16
图表 28: 2006-2016A 沪铜活跃合约价格.....	17
图表 29: 公司电解铜产量 (单位: 万吨)	17
图表 30: 进口铜精矿加工费.....	17
图表 31: 国产铁矿石价格指数.....	18
图表 32: 国产铁矿石价格指数年度平均值.....	18
图表 33: 西钢集团利润构成.....	19
图表 34: 西宁特钢 (600117) 净利润.....	19
图表 35: 大商所焦煤焦炭期货合约价格.....	20
图表 36: 沪螺纹钢期货合约价格.....	20



图表 37: 盈利的价格弹性.....	20
图表 38: 部分亏损公司业绩预测	21
图表 39: 可比公司估值	21
图表 40: 可比公司估值	22
图表 41: 可比公司估值	22
图表 42: 可比公司估值	22
图表 43: 可比公司估值	23
附录: 公司财务预测表	24



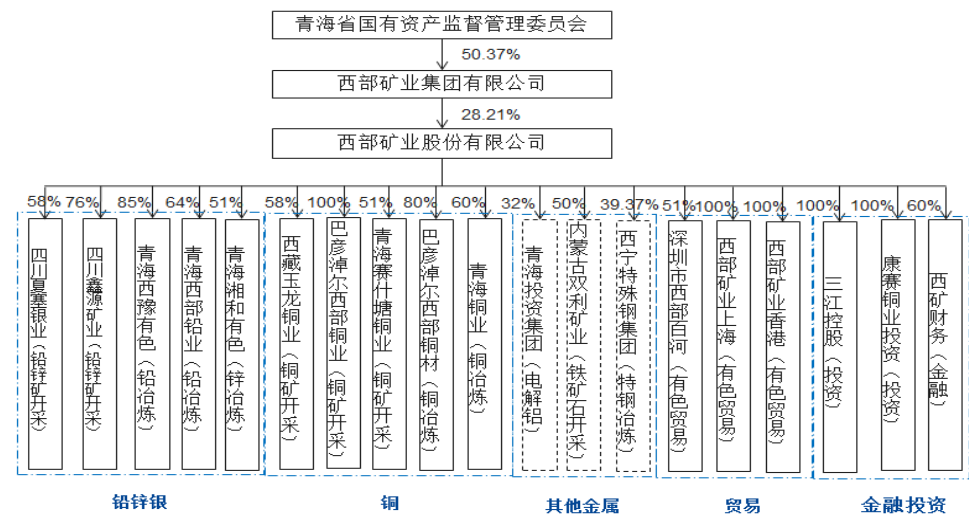
一、铜铅锌资源龙头、锌锂资产助业绩增长

西部矿业是国内最大的有色金属矿山开发及冶炼企业之一，拥有锡铁山等多个品位好、储量大的大型优质铜铅锌矿山，已成为集矿山、冶炼、贸易、金融投资的综合性有色金属产业集团。控股股东西部矿业集团拟注入锌矿和锂矿资产，未来前景可期。

(一) 股权结构

根据 2015 年年报，西部矿业集团有限公司持有公司 28.21% 股权，为公司控股股东。青海省国资委为公司的实际控制人。

图表1： 公司股权结构图

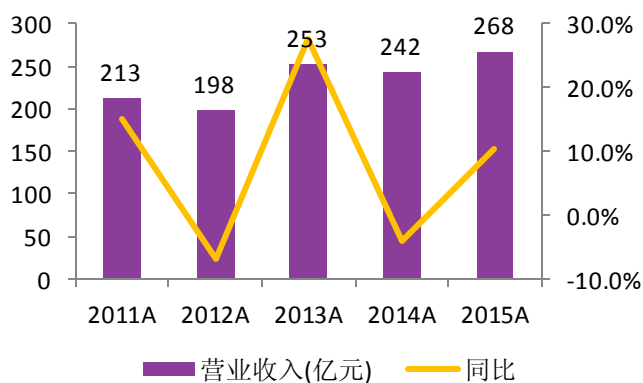


资料来源:公司公告 联讯证券

(二) 营业收入及归属净利润

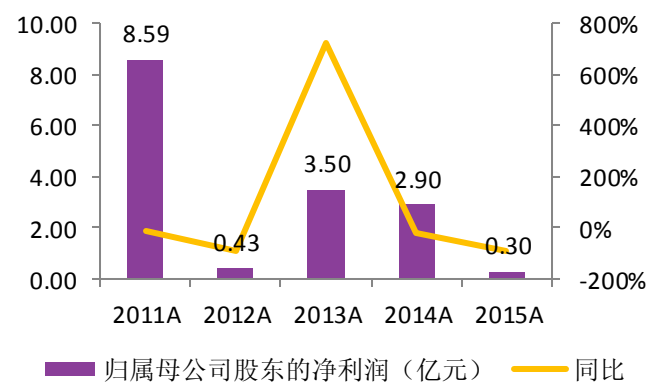
2015 年公司营业收入达 268 亿元，近五年收入复合增长率 7.65%、总体保持增长。归属母公司所有者净利润 0.3 亿元，因有色金属产品价格持续下跌，净利润持续走低。

图表2： 2011-2015A 公司营业收入



资料来源:联讯证券

图表3： 2011-2015A 公司归属净利润



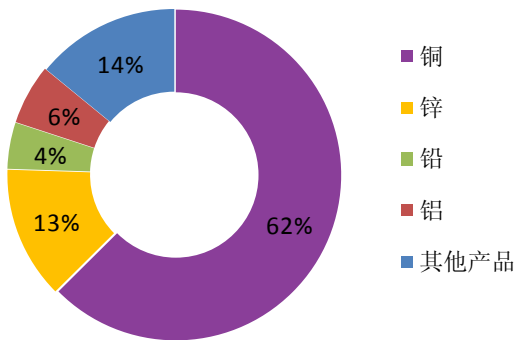
资料来源:联讯证券



（三）业务构成

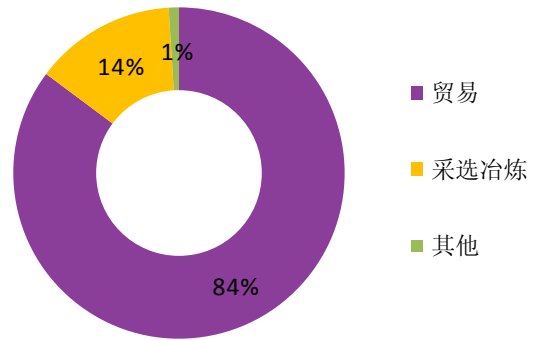
2015 年公司营业收入为 267.67 亿元。按产品：铜、锌、铅、铝、其他产品分别占收入的 62%、13%、4%、6%和 14%。按类型：贸易、采选冶炼和其他分别占营业收入的 84%、14%和 1%。

图表4： 2015A 营业收入构成（按产品）



资料来源:Wind 联讯证券

图表5： 2015A 营业收入构成（按类型）



资料来源:Wind 联讯证券

二、拟注入锌矿山、锂资产、未来业绩增长可期

7 月 1 日，公司公告了购买资产预案，拟 25.04 亿元收购大梁矿业 100%股权和青海锂业 100%股权。收购资产完成后，公司将，进一步提高锌矿的开发能力和锌精矿产量，同时进军盐湖提锂领域，未来将成为国内领先的铜、铅、锌、锂生产商之一。

（一）交易情况

1、收购资产估值

根据评估机构的预估结果，以 2016 年 4 月 30 日为评估基准日，本次收购标的资产大梁矿业 100%股权的预估值为 7.28 亿元，本次预估增值额为 0.13 亿元，预估增值率 1.83%、主要因该资产处于投产磨合期持续亏损所致。青海锂业 100%股权的预估值为 17.76 亿元，本次预估增值额为 15.67 亿元，预估增值率 751.19%，主要因锂价大涨、该资产盈利能力强。两项资产合计估值 25.04 亿元、预估增值率 171.16%。

图表6： 收购资产估值（单位：亿元）

标的资产	净资产价值	预估值	交易作价	增值额	增值率
大梁矿业 100%股权	7.15	7.28	7.28	0.13	7.15
青海锂业 100%股权	2.09	17.76	17.76	15.67	2.09
合计	9.23	25.04	25.04	15.80	9.23

资料来源：公司公告 联讯证券

2、发行股份和现金支付结合

大梁矿业 100%股权均以发行股份的方式购买，拟以 5.91 元/股发行 1.23 亿股。青



海锂业 100%股权，拟以 5.91 元/股发行 5.46 亿股、其他则采用现金方式支付。

图表7：支付方式

序号	交易对方	持股比例	交易价格 (亿元)	现金对价 (亿元)	股份对价		
					金额(亿元)	数量(亿股)	每股价格
大梁矿业 100%股权							
1	西矿集团	68.14%	4.96	-	4.96	0.84	5.91
2	四川发展	17.04%	1.24	-	1.24	0.21	5.91
3	中航信托	14.82%	1.08	-	1.08	0.18	5.91
合计		100%	7.28	-	7.28	1.23	5.91
青海锂业 100%股权							
1	西矿集团	74.54%	13.24	10.07	3.17	0.54	5.91
2	青海地矿	23.08%	4.10	2.02	2.08	0.35	5.91
3	盐湖所	2.38%	0.42	0.21	0.21	0.04	5.91
合计		100%	17.76	17.76	12.30	0.92	5.91
两项标的资产合计			25.04	12.30	212.74	2.16	5.91

资料来源：公司公告 联讯证券

3、承诺净利润

大梁矿业股东承诺 2015 年亏损不高于 0.54 亿元，2017-2019 年净利润分别为 0.07 亿元、0.53 亿元和 0.78 亿元。青海锂业如在 2016 年完成交易，股东承诺 2016-2018 年净利润为 1.92 亿元、1.60 亿元和 1.59 亿元。2017 年完成交易则承诺 2017-2019 年净利润分别为 1.60 亿元、1.59 亿元和 1.58 亿元。

图表8：承诺净利润

标的资产	交易完成时间	已完成净利润(亿元)		承诺净利润(亿元)			
		2015A	2016A1-4	2016A	2017A	2018A	2019A
大梁矿业	2016A	-5.14	-0.04	>-0.54	0.07	0.53	0.78
青海锂业	2016A	0.13	1.28	1.92	1.60	1.59	—
	2017A	0.13	1.28	—	1.60	1.59	1.58

资料来源：公司公告 联讯证券

4、收购估值相对合理

公司拟以 25.04 亿元的估值购买的大梁矿业和青海锂业资产，2016-2018A 的承诺净利润 1.38 亿元、1.6 亿元和 2.12 亿元，对应的 PE 为 15.65 倍、11.81 倍，估值相对合理。

(二) 大梁矿业：全球锌矿偏紧、锌价向荣可期

1、品位高的大型锌矿

大梁子铅锌矿床位于扬子地台西南缘，是川滇黔多金属成矿带中大型铅锌矿床之一，金属储量(Pb+Zn)为 180 万吨。其中铅金属储量 11.45 万吨、品位 0.75%；锌金属储量 178.93 万吨、品位 9.8%。与国内三大锌矿相比，该矿锌矿品位较高、储量可观，是优



质的大型锌矿。

图表9：大梁子铅锌矿储量及品位

矿山	储量(万吨)	探明储量(万吨)	保有储量(万吨)	平均品位(%)
四川大梁子铅锌矿	Pb	12.85	11.45	0.75
	Zn	200.72	178.93	9.8
云南兰坪金顶铅锌矿	Pb	217.1	211.7	1.62
	Zn	981.08	890.01	6.82
广东仁化凡口铅锌矿	Pb	279.9	197.33	4.89
	Zn	549.28	371.76	9.12
云南会泽矿山厂铅锌矿	Pb	15	3.52	2.25
	Zn	49.6	17.54	12.87

资料来源：中国资源报告 联讯证券

2、产线逐步释放、产量将持续增长

已建成了 66 万吨采选生产线。大梁矿业拥有 45 万吨/年铅锌矿采矿证，预计 2017 年 6 月可办理完成 66 万吨/年的采矿证，2016-2018 年将达产。

产量将稳步提升，基于开采品位和回收率持续的假设，2016-2018A 的锌精矿产量分别为 0.22 万吨、0.25 万吨和 0.28 万吨；铅精矿产量分别为 4.36 万吨、4.54 万吨和 4.72 万吨；精矿含银量分别为 27.01 吨、28.43 吨和 29.94 吨。

图表10：大梁矿业铅锌银产量

项目	2014A	2015A	2016A1-4	2016E	2017E	2018E
原矿处理能力(万吨)	66					
关键假设						
原矿处理量(万吨)	18.32	55.23	22.02	66	66	66
铅品位	0.39%	0.51%	0.60%	0.60%	0.62%	0.65%
锌品位	6.00%	6.49%	7%	7.30%	7.60%	7.90%
铅回收率	24.63%	40.11%	50%	55%	60%	65%
锌回收率	89.32%	90.29%	90.30%	90.50%	90.50%	90.50%
铅矿含银比	19.85	15.81	16.40	16.50	16.50	16.50
锌矿含银比	7.34	6.23	5.37	5.37	5.37	5.37
分品种产量						
铅精矿(万吨)	0.02	0.11	0.07	0.22	0.25	4.72
锌精矿(万吨)	0.98	3.24	1.68	4.36	4.54	4601.03
铅精矿含银(千克)	349.29	1786.68	1083.66	3593.70	4051.08	25339.26
锌精矿含银(千克)	7207.60	20171.70	7473.85	23414.76	24377.01	24377.01

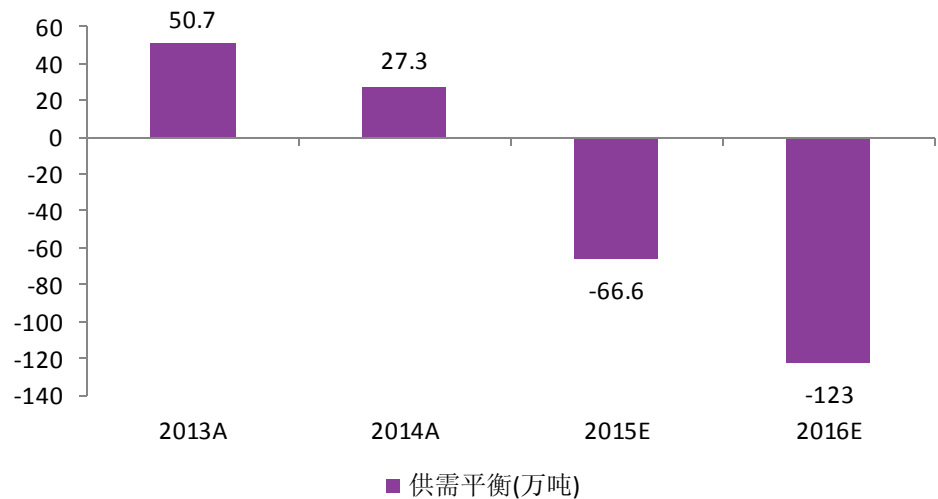
资料来源：公司公告 联讯证券

3、锌矿供应偏紧、近两年锌价仍将较高

供给端收缩、锌矿持续偏紧。受世纪锌矿（50 万吨/年锌精矿）等项目停产和嘉能可减产影响，全球锌矿供应出现缺口。据安泰科预测 2015 年锌精矿短缺 66.6 万吨，2016 年缺口将进一步提高至 123 万吨。



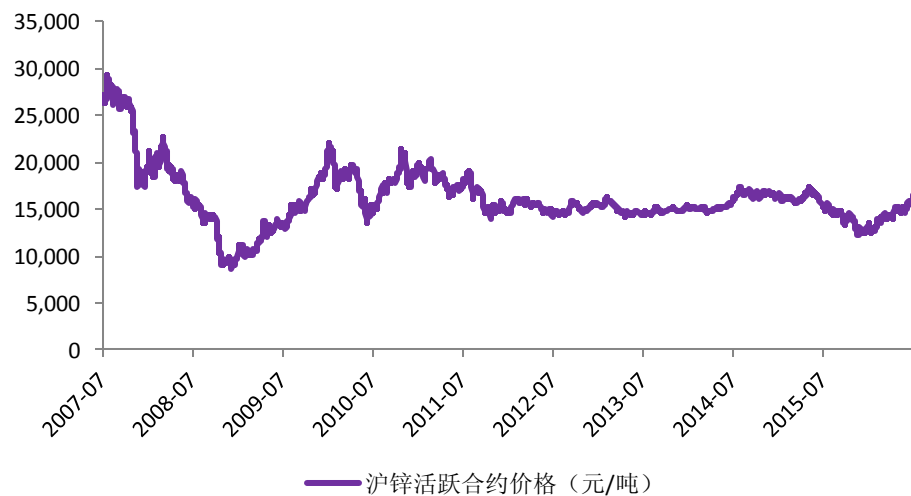
图表11: 全球锌精矿供需平衡



资料来源:联讯证券

近两年锌价格仍将保持在高位。考虑到全球仍缺乏大型锌矿投产，锌矿供给偏紧或将持续到 2017 年年底。我们预测 2016-2017 年锌价将在 1.5-1.8 万元/吨波动。

图表12: 2007-2016A 沪锌活跃合约价格

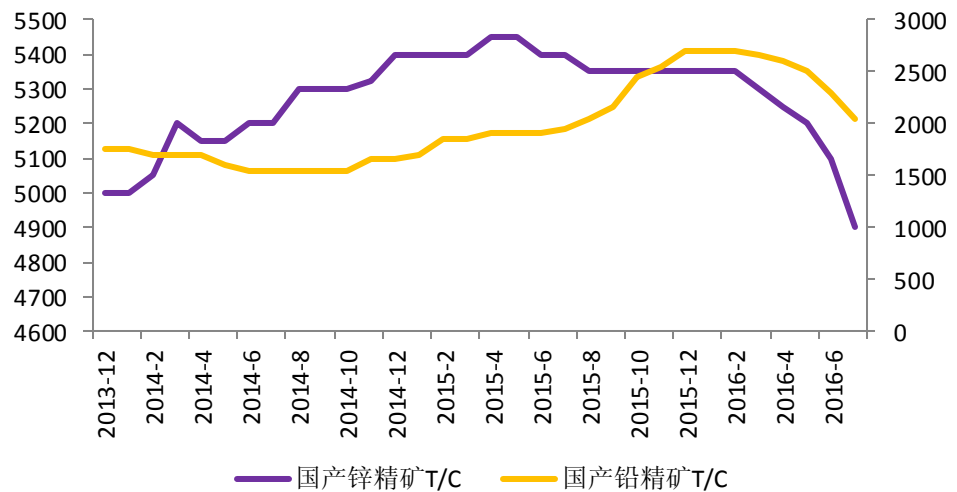


资料来源:Wind 联讯证券

铅锌冶炼加工费持续走低。因矿石供应偏紧、冶炼环节过剩严重，国产铅锌加工费持续下滑，2016 年 7 月国产铅精矿 T/C 下滑至 2050，国产锌精矿 T/C 跌破 5000 下滑至 4900，创三年来新低。



图表13: 2014-2016A 国产铅锌加工费(单位:元/吨)



资料来源:上海有色网 联讯证券

4、多重利好叠加、利润兑现风险小

随着该项目产量持续提高、平均生产成本将稳步下降。以及锌价上涨和加工费走低的双重利好。基于产品价格、加工费等假设,我们预测**2016-2018A**的毛利将分别达到**1.53亿元、1.87亿元和2.01亿元**,对应的毛利率**34.65%、39.07%和40.15%**。只要公司其他成本控制得当,未来兑现承诺利润可期。

图表14: 大梁矿业毛利假设

	2016A1-4	2016E	2017E	2018E
关键假设(元)				
铅锭价格	13406.62	13,629.28	13,629.28	13,629.28
电锌价格	13847.31	15,624.69	16000	16000
华通3#银	3317.91	3879.1	3900	3900
加工费及扣减(元)				
铅加工费	2662.5	2000	2000	2000
电锌加工费	5312.5	5000	5000	5000
铅矿白银计价比例	0.00	0.00	0.00	0.00
锌矿白银计价比例	0.00	0.07	0.07	0.07
理论铅矿扣减	10980.87	2330.52	2330.52	2330.52
理论锌矿扣减	7557.68	1294.95	1294.95	1294.95
产品价格(元/吨)				
铅精矿价格	8413.60	9298.76	9298.76	9298.76
锌精矿价格	7239.86	9329.74	9705.05	9705.05
铅精矿含银价格	1908.25	2231.01	2243.03	2243.03
锌精矿含银价格	228.19	266.79	268.22	268.22
收入及毛利(万元)				
理论销售收入	10980.94	44132.07	47901.43	50099.57
直接成本	7558.18	28841.97	29188.50	29985.12
吨矿成本	5184.13	6300.00	6100.00	6000.00



	2016A1-4	2016E	2017E	2018E
毛利(万元)	3422.76	15290.11	18712.93	20114.45
毛利率	31.17%	34.65%	39.07%	40.15%

资料来源：联讯证券

(三) 青海锂业：有锂想有未来

1、锂浓度高、技术已经成熟

青海锂业所用卤水来自东台吉乃尔盐湖，该湖锂浓度高达 **0.085%**，是青海地区已开发盐湖中锂含量最高的盐湖。锂资源储量 **9 万金属吨**（折合 **LiCl55 万吨**），低于其他盐湖资源储量。但按照目前公司 **1 万吨/年碳酸锂**（折合 **1879 金属吨**），仍可开采 **47.9 年**。

图表15：国内主要提锂盐湖

国家	盐湖名称	资源储量 (万吨)	锂浓度 (%)	镁锂比值	类型	开采工艺
中国	东台吉乃尔盐湖	9	0.085	61	高镁锂比卤水	多级膜分离
中国	西藏扎布耶盐湖	153	0.12	0.008	低镁锂比碳酸盐型	太阳池升温沉锂法
中国	西台吉乃尔盐湖	48	0.022	37	高镁锂比卤水	煅烧法
中国	察尔汗盐湖	135	0.0031	500	高镁锂比卤水	离子交换吸附法

资料来源：互联网 联讯证券

依托盐湖所、采用离子选择膜分离技术。中国科学院青海盐湖研究所是我国唯一专门从事盐湖研究的科研机构，技术实力雄厚，公司与盐湖所合作，采用**多级膜分离专利技术**成功解决高镁锂比卤水提锂问题，生产出合格的**电池级碳酸锂**。

产能逐步释放、产量稳步提高。目前，公司拥有 **1 万吨/年碳酸锂**（折合 **1879 金属吨**），2015 年产量超过 **3000 吨**，2016 年 1-5 月产量已经突破 **3200 吨**，全年产量有望达到 **7000 吨**。

2、锂价回调是大势所趋

锂产能释放较快、但需求增速十分明显。供给端：2016 年碳酸锂潜在新增供应量 **5.85 万吨**，总供给或达 **23.11 万吨**。增量主要来自**青海锂业（3000 吨）、蓝科锂业（3000 吨）、Orocobre（7700 吨）、RIM（10000 吨）、银河资源（7100 吨）、众和股份（7100 吨）**等项目，但 RIM、银河资源和众和股份等项目不确定性较大，增量存在诸多不确定性。需求端：基于中国新能源汽车产量翻倍的假设，全球锂需求为 **21.41 万吨**。

图表16：全球碳酸锂供需平衡（单位：万吨）

	2014A	2015A	2016E 可能 1	2016E 可能 2
供给	16.00	17.26	23.11	20.61
需求	16.11	18.98	21.41	21.41
供需平衡	-0.11	-1.72	1.70	-0.80

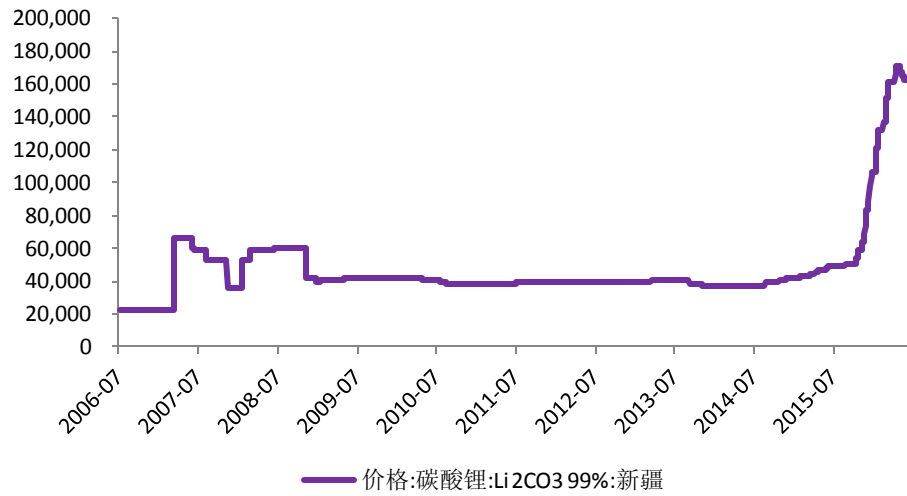
资料来源：联讯证券

锂价理性回调是大势所趋、但直线下跌可能性不大。2016 年 5 月因需求拉动碳酸锂价格一路上涨至 **17.15 万元/吨**，创历史新高。最新回调至 **15.75 万元**。基于，碳酸锂价



格长期稳定在 4 万元/吨的水平，和国外盐湖 2-3 万元/吨、国内盐湖 4-6 万元/吨的提锂成本，我们认为碳酸锂价格 2016-2018E 碳酸锂价格将在 8-14 万元/吨区间。

图表17： 2006-2016A 碳酸锂现货价格（单位：元/吨）



资料来源:Wind 联讯证券

3、利润兑现可能性较大、谨防锂价大幅下跌风险

根据 2016 年 1-4 月，青海锂业净利润 1.28 亿元，简单估算公司的碳酸锂单位生产成本为 9.5 万元/吨。基于单位成本不变，2016-2018E 碳酸锂价格分别为 14 万元/吨、11 万元/吨和 11 万元/吨，对应的净利润分别为 3.15 亿元、1.5 亿元和 1.5 亿元。综上所述可知，只要碳酸锂价格不跌破 11 万元/吨，公司兑现业绩难度不大。

图表18： 青海锂业盈利预测

	2016A1-4	2016E	2017E	2018E
碳酸锂价格（万元/吨）	14.5	14	11	11
产量（万吨）	0.256	0.7	1	1
理论单位吨成本（万元/吨）	9.5	9.5	9.5	9.5
净利润（亿元）	1.28	3.15	1.5	1.5

资料来源：联讯证券

三、现有业务：铜银铅锌矿山优质、业务仍在扩张

铜和铅锌银业务两大业务板块是公司的核心。

资源：拥有锡铁山、呷村银和夏塞银等三座铅锌银多金属矿，获各琦铜矿、赛什塘铜矿和玉龙铜矿等三座铜矿，权益量 227 万吨铅、251 万吨锌、4071 吨银、487 万吨铜。2016 年公司计划生产铅精矿 4.77 万金属吨、锌精矿 6.95 万金属吨、精矿含银 94.15 金属吨、精矿含金 169 金属千克、铜精矿 4.5 万金属吨。根据最近几年产量完成情况，完成难度不大。

冶炼：拥有电铅 5.5 万吨/年、粗铅 10 万吨/年，锌锭 16 万吨/年、电解铜 6 万吨/年，在建 10 万吨/年电解铜生产线。2016 年公司计划产粗铅 10 万吨、锌锭 13 万吨，2016 年铅锌加工费持续走低，公司该计划实施难度较大。计划完成 5.55 万吨电解铜生产，公



司生产线集中在西部、根据最近几年的生产情况，实施难度较大。

（一）银铅锌业务

1、铅锌矿：资源品味好、产量稳定

资源储量大、品位较好，公司拥有锡铁山、呷村银和夏塞银等三座铅锌银多金属矿，拥有权益量 227 万吨铅、251 万吨锌和 4071 吨银。锡铁山铅锌矿是国内储量最大、采选量最大的铅锌矿之一，铅产量全国第三、锌产量全国前十。呷村银多金属矿和夏塞银多金属矿则是知名的高银多金属矿山。

图表19： 公司三大银铅锌矿

矿山名称	持股比例	矿石品名	保有储量 (白银：吨； 其他：万吨)	平均品位 (白银：g/吨； 其他：%)	设计矿石处理能力 (万吨)	实际生产规模 (万吨/年)	回收率	理论实际产量 (白银：吨； 其他：万吨)
锡铁山铅锌矿	100%	Pb	159.52	3.23	150	135	0.9	3.92
		Zn	181.72	3.92	150	135	0.9	4.76
呷村银多金属矿	76%	Pb	40.09	5.13	70	25	0.9	1.15
		Zn	65.19	8.14	70	25	0.9	1.83
		Ag	1867	240	50	25	0.97	58.20
夏塞银多金属矿	51%	Pb	72	4.5	13.5	5	0.9961	0.22
		Zn	39	2.8	13.5	5	0.9093	0.13
		Ag	5200	550	13.5	5	0.9707	26.69

资料来源：中国资源报告 联讯证券

产量仍将保持稳定。随着锡铁山矿石品位下降，公司铅、锌矿产量整体有所下滑，2016 年公司计划生产铅精矿 4.77 万金属吨、锌精矿 6.95 万金属吨、精矿含银 94.15 金属吨、精矿含金 169 金属千克。根据去年公司的产量和过去公司计划的完成情况，该目标完成压力不大。

图表20： 公司银铅锌精矿产量

产量	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E
铅精矿（万吨）	5.28	5.17	4.84	4.7136	4.7673
锌精矿（万吨）	7.29	7.69	6.67	6.9647	6.9514
精矿含银（吨）	102.61	102.3	105.26	101.153	94.153
精矿含金（千克）	145.4	175.01	210.22	181.66	169

资料来源：公司公告 联讯证券

铅仍小幅过剩。近年来，全球铅精矿产量和消费量均持续下滑，总体维持小幅过剩的局面。据安泰科数据显示 2015 年全球铅精矿过剩 49 万吨。

图表21： 全球铅精矿供需平衡（单位：万吨）

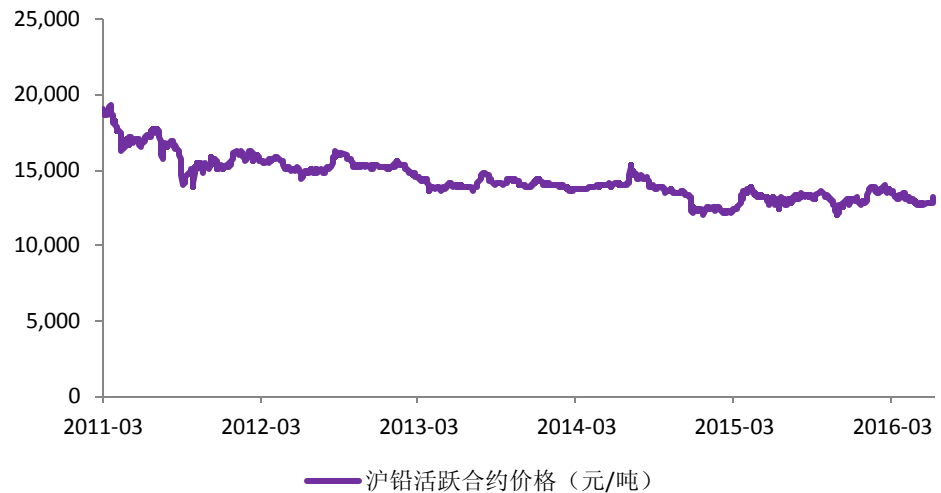
	2013A	2014A	2015E
产量	543.4	530.1	511
消费量	521.2	484	462
供需平衡	22.2	46.1	49

资料来源：安泰科 联讯证券



铅价滞涨难跌。近年来，铅价总体表现平稳。供给端：因价格低迷、矿山和冶炼厂盈利状况已经非常差、铅精矿产量持续收缩，需求端：持续萎缩。价格：**铅下跌空间有限，存在价格上涨的机会。**

图表22： 2011-2016A 铅价走势图



资料来源:Wind 联讯证券

2、铅锌冶炼：增收容易增利难

铅冶炼状况堪忧，公司拥有电铅 5.5 万吨/年、粗铅 10 万吨/年产能，规模偏小。且因铅行业持续萎缩、行业低迷依旧，产能利用率持续偏低。拥有锌锭 6 万吨/年产能，正在建设的 10 万吨/年锌锭生产线今年投产。

图表23： 公司铅锌冶炼

子公司	持股比例	产品	已有产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	产量 (万吨)			
					2013A	2014A	2015A	2016E
青海西豫有色	85%	粗铅	10	0	3.89	4.42	4.28	10
青海西部铝业	64%	电铅	5.5	0	2.61	2.21	0.96	未知
西部矿业锌业分公司	100%	锌锭	6	10	5.56	4.02	4.06	13

资料来源：公司公告 联讯证券

锌锭增产目标可期、铅较困难。2016 年公司计划产粗铅 10 万吨，考虑到过去几年的产量，今年该计划实现的较为困难。计划生产锌锭 13 万吨，考虑到产能投放，目前仍可实现。

图表24： 公司铅锌产量（单位：万吨）

产量	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E
粗铅	5.56	3.89	4.42	4.28	10
电铅	4.57	2.61	2.21	0.96	0
锌锭	5.1	5.56	4.02	4.06	13

资料来源：公司公告 联讯证券



(二) 铜业务

1、铜矿：储量大但品位低、未来看玉龙铜矿

储量大、品位较低，公司拥有获各琦铜矿、赛什塘铜矿和玉龙铜矿等三座铜矿，铜权益量超过 487 万吨。玉龙铜矿铜储量超过 650 万金属吨，是全国储量第二大铜矿，潜力巨大。获各琦铜矿储量超过 80 万吨，是全国储量第六大的铜矿。

图表25： 公司三大铜矿

矿山名称	持股比例	矿石品名	保有储量 (万吨)	平均品位 (%)	设计矿石处理能力 (万吨)	实际生产规模 (万吨/年)	回收率	理论实际产量 (万吨)
获各琦铜矿	100%	Cu	80.6	1.04	300	170	0.9	1.5912
赛什塘铜矿	51%	Cu	57.49	1.01	75	75	0.9	0.68175
玉龙铜矿	58%	Cu	650	0.76	1800	250	0.9	1.71

资料来源：公司公告 中国资源报告 联讯证券

三座矿山均已投产、未来看玉龙铜矿。2015 年公司生产铜精矿 4 万吨，2016 年计划生产 4.5 万吨。公司已开始玉龙矿业二期项目建设，未来将成为公司铜板块的重点。

图表26： 公司铜精矿产量（单位：万吨）

产量	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E
铜精矿	2.53	2.89	3.33	4.0	4.48
硫精矿			15	13.32	12

资料来源：公司公告 联讯证券

矿山盈利较好、全球铜矿供应充足。因铜价一直保持在较高的水平，矿山企业盈利状况普遍较好，带动矿山不断扩产。据安泰科预测，**2016 年全球铜精矿将达 1605 万吨，消费量 1575 万吨，仍维持过剩局面**。

图表27： 全球铜精矿供需平衡表（单位：万吨）

	2013A	2014A	2015A	2016E
产量	1372	1455	1530	1605
消费量	1360	1430	1505	1575
供需平衡	12	25	25	30

资料来源：安泰科 联讯证券

未来铜价回调压力大、金融属性支撑铜价。供需面，铜矿和电解铜产量持续增加，大于需求增长，过剩局面已经形成。但因铜具备较强的金融属性，受全球货币政策等因素影响较大。我们认为，**2016 年沪铜将在 3.3-3.8 万吨区间之间波动**。



图表28: 2006-2016A 沪铜活跃合约价格



资料来源:Wind 联讯证券

2、铜冶炼：加工费利润可观、产量提升空间大

铜产量增长可期，公司拥有 6 万吨/年电解铜产能，2015 年底开始建设 10 万吨/年电解铜生产线，预计在 2017 年投产。2016 年公司计划完成 5.55 万吨电解铜生产，但根据最近几年的生产情况，实施难度较大。

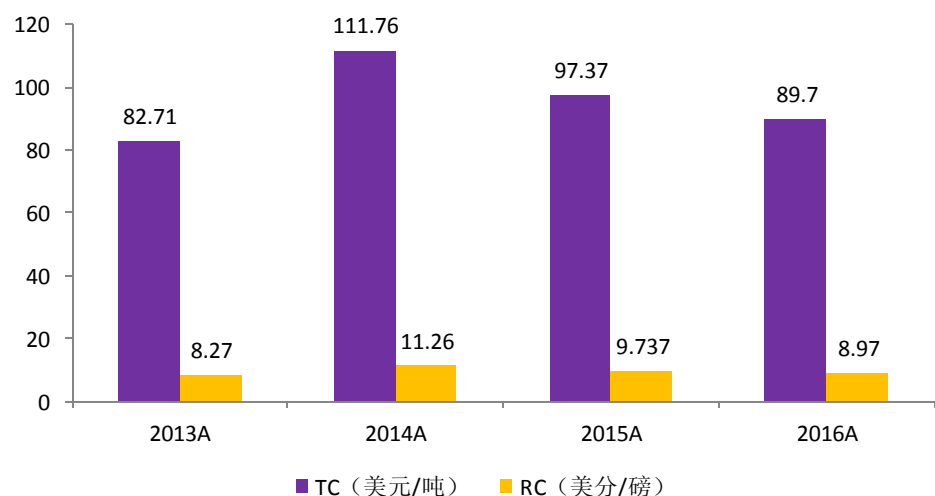
图表29: 公司电解铜产量 (单位: 万吨)

产量	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E
电解铜	3	1.83	1.49	0.98	5.55

资料来源: 联讯证券

加工费持续上涨、铜冶炼利润好。因全球铜矿供应充足，铜矿 TC/RC 加工费虽然有所下降，但仍保持在较高的水平，铜冶炼厂利润可观。但公司电解铜产能较小、且地处西部地区，冶炼加工业务优势较低，主要还是与公司铜精矿产量进行配套的项目。

图表30: 进口铜精矿加工费



资料来源:上海有色网 联讯证券



(四) 黑色业务：拖累公司业绩、亏损有望收窄

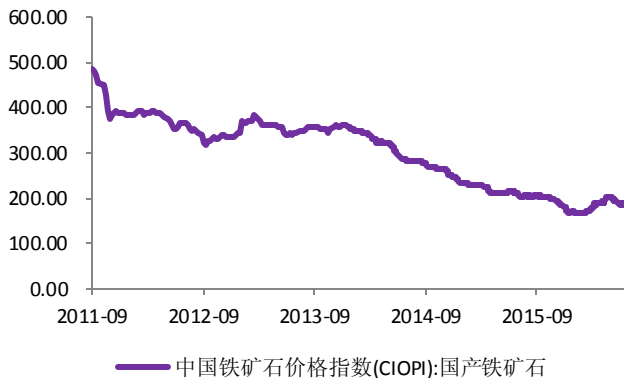
1、铁矿：价格回暖、亏损有望缩窄

公司持有联营企业内蒙古双利矿业有限公司 50% 股权，其获各琦矿区已探明铁矿石储量 7000 万吨，拥有年产 200 万吨铁矿石采选工程。

资源税改革降低税收成本，据《关于全面推进资源税改革的通知》的要求，7 月 1 日起，在 21 种矿产资源税从价计征改革，铁矿 1%-6%。据专业人士预测，按从价计征 1%-6% 的税率计算，扣除矿产资源补偿费等，**最终矿山成本将降低 10 元/吨-15 元/吨。**

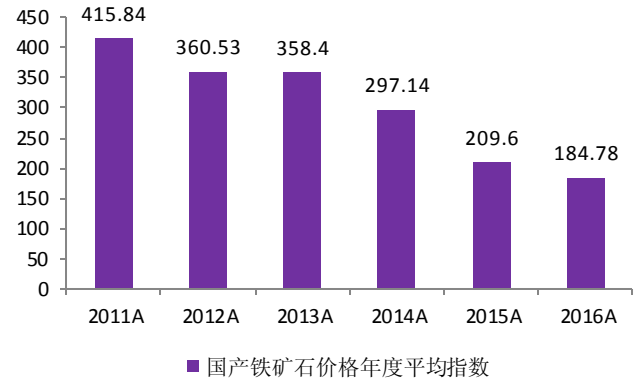
铁矿价格回暖。需求低迷和三大矿山扩产导致铁矿石价格持续走低，2015 年年底国产铁矿石价格指数跌至 167.23，创历史新低，最新指数已回调至 188.9。但我们认为铁矿石价格下跌的空间已经很小，价格已经在底部企稳，仍存在较大的上涨空间。

图表31： 国产铁矿石价格指数



资料来源:中国钢铁协会 联讯证券

图表32： 国产铁矿石价格指数年度平均值



资料来源:中国钢铁协会 联讯证券

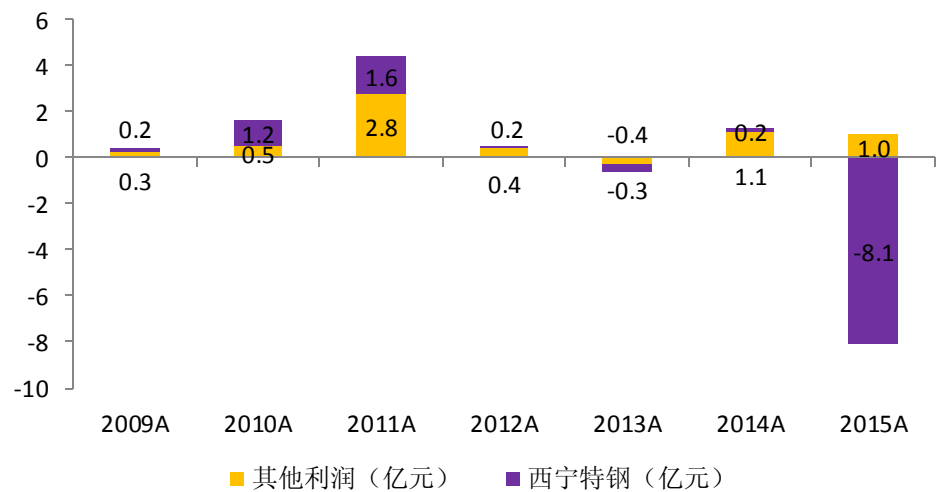
2、西宁特钢：最大的亏损来源

公司持有联营企业西宁特殊钢集团有限责任公司 39.37% 股权，而后者持有西宁特钢 (600117.SH) 49.87% 的股权。该公司是我国西北地区最大、国内排名第四的国有大型特殊钢生产企业，现具有年产铁 210 万吨、钢 210 万吨、钢材 200 万吨、焦煤 120 万吨、焦炭 78 万吨、铁精粉 170 万吨的综合生产能力。

业绩主要来自西宁特钢，2014A-2015A 西钢集团利润分别为 0.19 亿元和-7.94 亿元，来自西宁特钢的分别为 0.21 亿元和-8.1 亿元。



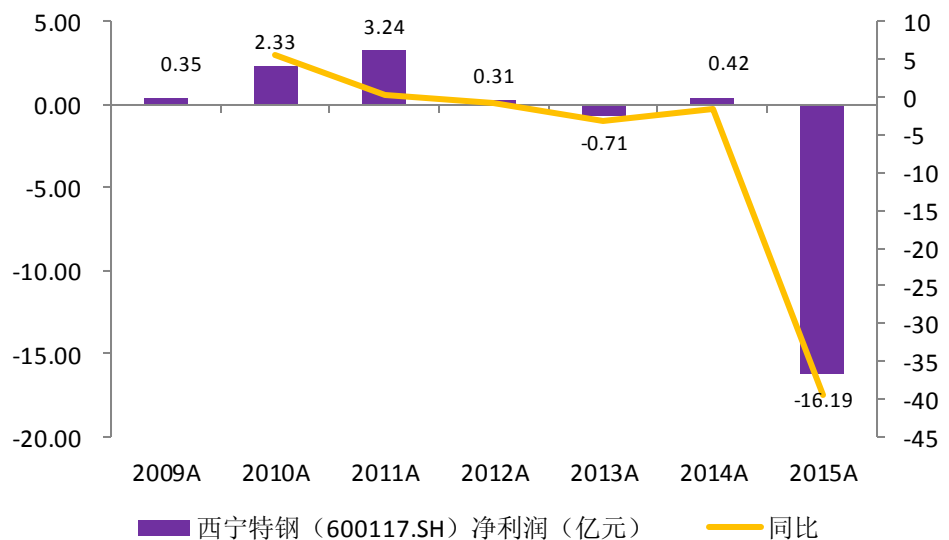
图表33: 西钢集团利润构成



资料来源:Wind 联讯证券

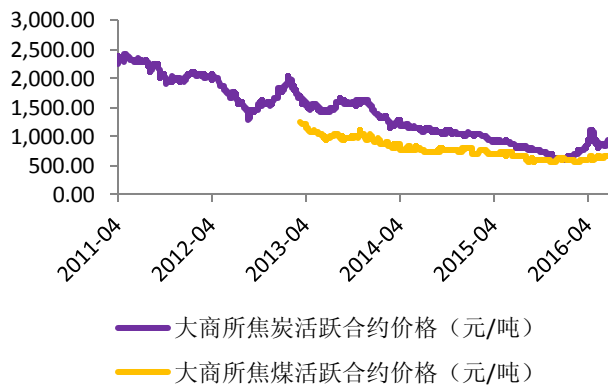
2015年西宁特钢巨亏拖累公司业绩, 2015年西宁特钢亏损16.19亿元, 占西钢集团亏损的101.69%。西部矿业权益亏损3.18亿元。

图表34: 西宁特钢(600117)净利润

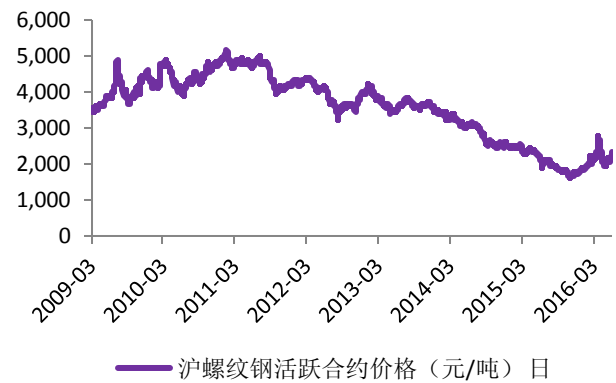


资料来源:Wind 联讯证券

供给侧改革有利于亏损收窄, 国家出台系列政策促进煤炭和钢铁行情去产能, 目前已经取得了一定的成交, **煤炭价格和钢铁价格普遍回暖**。未来, 公司该项业务亏损将进一步收窄。


图表35: 大商所焦煤焦炭期货合约价格


资料来源:Wind 联讯证券

图表36: 沪螺纹钢期货合约价格


资料来源:Wind 联讯证券

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

考虑到收购尚需审批,完成时间存在不确定性,暂不进行并表,我们预测公司**2016-2018A**的净利润分别为**12,917.57**万元、**14,165.45**万元和**15,475.72**万元,对应的**EPS**分别为**0.05**元/股、**0.06**元/股和**0.06**元/股。

如果收购在2016年完成,2016-2018年公司归母净利润将增厚至**26,697.57**万元、**30,868.40**万元和**36,675.0**,对应的**EPS**分别为**0.10**元/股、**0.12**元/股和**0.14**元/股。

1、核心矿山资产盈利预测:铜降、铅锌银升

假设2016年公司铜铅锌毛利全部来自矿山、铜/铅/锌/银/金精矿产量分别为4.49万吨/4.77万吨/6.95万吨/94.15吨/169千克、2016年铜/铅/锌/银/金较2015年变化-9.2%/4.1%/2.58%/13.89%/18.65%。则铜毛利减少12260万元、铅毛利增加2937万元、锌毛利增加2668万元、银毛利增加4455万元,毛利总体将减少**2200**万元。

图表37: 盈利的价格弹性

	2015A	2016E	产品价格变化					
			-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
产品价格								
铜(元/吨)	40,825.58	37,068.98	32,660.46	36,743.02	40,825.58	44,908.14	48,990.70	53,073.25
铅(元/吨)	13,091.91	13,629.28	10,473.53	11,782.72	13,091.91	14,401.10	15,710.29	17,019.48
锌(元/吨)	15,232.11	15,624.69	12,185.69	13,708.90	15,232.11	16,755.32	18,278.53	19,801.74
白银(元/千克)	3,405.93	3,879.10	2,724.74	3,065.34	3,405.93	3,746.52	4,087.12	4,427.71
黄金(元/克)	234.79	278.59	187.83	211.31	234.79	258.27	281.75	305.23
分产品产量								
铜精矿(万吨)	4.00	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49	4.49
铅精矿(万吨)	4.71	4.77	4.77	4.77	4.77	4.77	4.77	4.77
锌精矿(万吨)	6.96	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95
精矿含银(吨)	101.15	94.15	94.15	94.15	94.15	94.15	94.15	94.15
精矿含金(千克)	181.66	169.00	169.00	169.00	169.00	169.00	169.00	169.00



分产品理论成本								
铜矿成本(万元)	125,566.23	140,866.32	140,866.32	140,866.32	140,866.32	140,866.32	140,866.32	140,866.32
铅矿成本(万元)	28,808.55	29,136.74	29,136.74	29,136.74	29,136.74	29,136.74	29,136.74	29,136.74
锌矿成本(万元)	74,116.21	73,974.64	73,974.64	73,974.64	73,974.64	73,974.64	73,974.64	73,974.64
银矿成本(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0
分产品毛利								
铜毛利(万元)	37,670.77	25,410.27	5,635.46	23,948.18	42,260.90	60,573.62	78,886.35	97,199.07
铅毛利(万元)	32,901.48	35,838.11	20,793.71	27,035.02	33,276.33	39,517.63	45,758.94	52,000.24
锌毛利(万元)	31,970.87	34,638.79	10,732.95	21,321.40	31,909.85	42,498.29	53,086.74	63,675.19
银毛利(万元)	34,452.00	36,522.89	25,654.28	28,861.07	32,067.85	35,274.64	38,481.42	41,688.21
重合毛利(万元)	-34,452.00	-32,067.85	-32,067.85	-32,067.85	-32,067.85	-32,067.85	-32,067.85	-32,067.85
合计(万元)	102,543.12	100,342.21	37,162.12	72,304.60	107,447.07	142,589.55	177,732.03	212,874.50
毛利变化(万元)	-1,740.77	-2,200.91	-65,381.00	-30,238.52	4,903.95	40,046.43	75,188.91	110,331.38

资料来源: Wind 联讯证券

2、亏损资产盈利预测: 有望减亏 11535.4 万元

因铅锌铜等加工费持续走低, 公司铅锌铜冶炼板块盈利仍十分困难、但因已经通过减产减亏, 亏损继续扩大的空间较小。双利矿业和西宁特钢则因焦煤、铁矿石等价格触底持续上涨, 钢铁煤炭业务有望好转。按照其他亏损企业亏损额不变, 西宁特钢按 2016Q1 业绩亏 2.55 亿元简单预测全年盈利状况。公司权益亏损额为 41044.4 万元, 减亏 11535.4 万元。

图表38: 部分亏损公司业绩预测

单位: 亿元	持股比例	2015A	2016E
西钢集团	39.37%	-7.94	-5.09
其中, 西宁特钢(600117.SH)	49.87%	-16.19	-10.2
双利矿业	50%	-0.43	-0.43
西部铜材	100%	-1.05	-1.05
西豫有色	85%	-1.02	-1.02
合计		-10.44	-7.3

资料来源: Wind 联讯证券

(二) 估值

1、PE 估值: 估值仍有空间

不考虑收购, 我们参考可比公司, 但考虑到公司业绩偏低主要是西宁特钢巨亏所致, 可以给予公司 2016-2018E 分别 131 倍、120 倍和 110 倍的 PE。对应 2016 年 130 倍 PE 每股价格为 7.1 元。

图表39: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	16E	17E
600362.SH	江西铜业	71.30	75.98	60.00
000878.SZ	云南铜业	-225.65	--	--



600497.SH	驰宏锌锗	-1,074.97	81.65	63.71
000060.SZ	中金岭南	288.69	66.48	46.42
600331.SH	宏达股份	-412.72	--	--

资料来源: Wind 联讯证券

如果收购在 2016 年完成, 我们参考可比公司, 可以给予公司 2016-2018E 分别 80 倍、67 倍和 57 倍的 PE。对应 2016 年 70 倍 PE 每股价格为 8.0 元。

图表40: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市盈率 PE		
		TTM	16E	17E
600362.SH	江西铜业	71.30	75.98	60.00
000878.SZ	云南铜业	-225.65	--	--
600497.SH	驰宏锌锗	-1,074.97	81.65	63.71
000060.SZ	中金岭南	288.69	66.48	46.42
600331.SH	宏达股份	-412.72	--	--
002460.SZ	赣锋锂业	135.04	62.79	45.59
002466.SZ	天齐锂业	87.85	28.32	23.88

资料来源: Wind 联讯证券

2、PB 估值: 现有资产及注入资产均有溢价空间

考虑到收购尚需审批, 完成时间存在不确定性, 暂不进行并表, 我们参考可比公司, 可以给予公司 **1.5 倍 PB**, 公司整体 **169.46 亿元** 的估值, 对应每股价格为 **7.1 元**。

如果收购在 2016 年完成, 则参考可比公司对大梁矿业、青海锂业分别 2.75 倍和 10 倍的 PB, 对应估值为 19.66 亿元、20.09 亿元, 加上原有资产, 公司整体估值为 **208.75 亿元**, 对应每股价格为 **8.0 元**。

拟注入资产估值

大梁矿业: 该资产净值为 7.15 亿元, 拟以 7.2 亿作价购买, **PB 为 1.02 倍**。股东承诺 2016 年亏损不超过 0.54 亿元, 剔除亏损资产净值 6.61 亿元, 对应 PB1.1 倍。目前, A 股有优质锌矿资产的个股估值在 **2-3.5 倍 PB** 之间, 可以给予该资产 2.75 倍的 PB, 对应估值为 **19.66 亿元**, 仍有 **174.97%** 的空间。

图表41: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市净率 PB(MRQ)	总市值(亿元)
600497.SH	驰宏锌锗	2.66	214.85
000060.SZ	中金岭南	3.53	259.32
600331.SH	宏达股份	2.81	128.02

资料来源: Wind 联讯证券

青海锂业: 该资产净值 2.09 亿元, 拟作价 17.76 亿元购买, **PB 为 8.5 倍**。目前, A 股天齐锂业和赣锋锂业 PB 估值在 **12.74-13.23 倍**, 可以给予该项资产 10 倍的 PB, 对应估值为 **20.09 亿元**, 仍有 **13.14%** 的空间。

图表42: 可比公司估值



证券代码	证券简称	市净率 PB(MRQ)	总市值(亿元)
002466.SZ	天齐锂业	14.08	281.43
002460.SH	赣锋锂业	12.91	441.35

资料来源: Wind 联讯证券

现有资产估值

公司最核心的资产为铜、铅锌银矿山,也是盈利的主要来源。目前,A股铅锌资源类个股估值水平较高在 2.03-3.51 倍的水平,铜资源类个股估值水平较低在 1.11-2.91 倍的水平。我们认为西部矿业 1.27 倍的估值水平明显偏低,可以给予公司 1.5 倍的 PB,对应的估值为 **169.46 亿元**,仍有 **18.5%**的空间。

图表43: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市净率 PB(MRQ)	总市值(亿元)
600497.SH	驰宏锌锗	1.09	409.50
000060.SZ	中金岭南	2.88	157.36
600331.SH	宏达股份	2.66	214.85
600362.SH	江西铜业	3.53	259.32
000878.SZ	云南铜业	2.81	128.02
601168.SH	西部矿业	1.09	409.50

资料来源: Wind 联讯证券

(三) 综合盈利预测与估值: 目标价 7.1 元/股、“买入”

不考虑收购事宜,可以给予目标价 7.1 元/股,给予公司“买入”评级

如果收购在 2016 年完成,则给予公司目标价 8 元/股,给予公司“买入”评级。

五、风险提示

资产注入不及预期、金属价格下跌超预期、金银产量不及预期、经营管理风险



附录：公司财务预测表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	10434.38	9318.43	9472.43	9627.43	经营活动现金流	2430.06	1847.374	2031.485	2079.363
货币资金	6071.31	4500	4500	4500	净利润	107.46	199.1757	211.6545	224.7572
应收账款及票据	150.72	154	154	154	折旧摊销	312.86	442.7042	442.7242	462.7442
预付款项	290.76	450	500	550	财务费用	229.15	231.0537	245.1064	259.8617
其他应收款	504.98	500	550	600	投资损失	192.13	132	132	132
存货	992.44	1150	1150	1150	营运资金变动	1017.3	1000	1000	1000
其他	2420.24	2564.43	2618.43	2673.43	其它	571.16	-157.56	0	0
非流动资产合计	18135.03	19566.87	19672.87	19678.87	投资活动现金流	-927.94	-1260.98	-500	-500
发放贷款及垫款	920	1600	1600	1600	资本支出	1287.86	1375.28	1575	1775
长期股权投资	4757.18	4700	4800	4800	其他	-2215.8	-2636.26	-2075	-2275
固定资产	4127.45	4000	4000	4200	筹资活动现金流	617.6	200	250	200
在建工程	5702.05	6200	6200	6000	借款	7440.69	7900	8000	8000
无形资产	1884.21	1885.21	1886.21	1887.21	支付利息	7156.74	8700	8750	8800
其他	744.14	1181.66	1186.66	1191.66	现金净增加额	1502.12	586.3986	1531.485	1579.363
资产总计	28569.41	28885.3	29145.3	29306.3					
流动负债合计	10867.71	10571.95	10589.3	10594.54					
短期借款	3617.61	4300	4300	4300					
应付票据	1201.91	1151	1352	1353	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
应付账款	559.37	550	550	550	成长能力				
其他	5488.82	4570.95	4387.3	4391.54	营业收入	10%	5%	5%	5%
非流动负债合计	5263.54	5082	5182	5182	归属母公司净利润	-90%	325%	10%	9%
长期借款	2897	2700	2800	2800					
应付债券	1990.89	2000	2000	2000	获利能力				
其他	375.65	382	382	382	毛利率	5.02%	5.00%	5.00%	5.00%
负债合计	16131.25	15653.95	15771.3	15776.54	净利率	0.40%	0.71%	0.72%	0.73%
少数股东权益	1062.11	1700	1700	1700	ROE	0.27%	1.12%	1.21%	1.31%
归属于母公司股东权益	11376.05	11531.35	11674	11829.76	ROIC	0.11%	0.45%	0.49%	0.53%
利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力				
营业收入	26767.02	28105.37	29510.64	30986.17	资产负债率	56.46%	54.19%	54.11%	53.83%
营业成本	25422.49	26700.10	28035.11	29436.86	流动比率	0.99	0.88	0.89	0.96
营业税金及附加	36.95	33.73	35.41	37.18	速动比率	0.89	0.77	0.79	0.85
营业费用	96.46	112.42	118.04	123.94					
管理费用	507.35	562.11	590.21	619.72	营运能力				
财务费用	282.11	281.05	295.11	309.86	资产周转率	0.94	0.97	1.01	1.06
资产减值损失	44.34	0.00	0.00	0.00	存货周转率	20.28	24.92	24.38	25.60
公允价值变动收益	-19.87	20.00	20.00	20.00					
投资净收益	-192.13	-132.00	-132.00	-132.00	每股指标 (元)				
营业利润	165.33	303.96	324.76	346.60	每股收益	0.01	0.05	0.06	0.06
营业外收入	90.86	40.00	40.00	40.00	每股经营现金	1.02	0.78	0.85	0.87
营业外支出	19.98	12.00	12.00	12.00	每股净资产	4.77	4.84	4.90	4.96
利润总额	236.22	331.96	352.76	374.60					
所得税	128.76	132.78	141.10	149.84	估值比例	-90%	325%	10%	9%
净利润	107.46	199.18	211.65	224.76					
少数股东损益	77.09	70.00	70.00	70.00	PE				
归属母公司净利润	30.37	129.18	141.65	154.76	PB				
EBITDA	965.43	1134.72	1169.59	1226.20					
EPS (元)	0.01	0.05	0.06	0.06					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。