



2016年09月26日

## 买入(首次评级)

当前价: 8.11 元  
目标价: 11 - 元

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
电话: 010-64408937  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

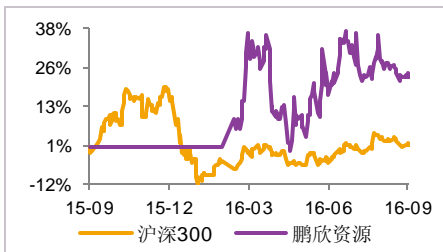
分析师: 郭佳楠

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: 聚源

### 盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,788	2,779	2,783	2,783
(+/-)	-17%	55%	0%	0%
净利润	20	56	54	54
(+/-)	-68%	187%	-4%	0%
EPS(元)	0.01	0.04	0.04	0.04
P/E	—	289	300	300

资料来源: 联讯证券研究院

## 鹏欣资源(600490.SH)

# 铜钴并进强化主业、战略布局超材料及互联网金融

### 投资要点

#### ◇ 铜钴并进强化主业、战略布局超材料及互联网金融

鹏欣环球资源股份有限公司于 2000 年 9 月在上海成立, 是一家主要从事刚果铜矿开采、冶炼和贸易, 同时战略投资超材料及互联网金融的公司。上海鹏欣集团为公司控股股东, 姜照柏先生为公司实际控制人。2016H 公司营业收入 13.49 亿元, 全部来自阴极铜贸易和阴极铜生产业务, 公司主营产品毛利全部来自阴极铜生产业务。

#### ◇ 4 万吨/年铜采选冶一体化项目、降本增量保效益

公司通过持股鹏欣矿投 50.18% 股权, 间接持有刚果(金)希图鲁矿业 36.38% 的股权, 后者拥有中型高品位希图鲁露天铜矿、储量 23.16 万金属吨、品位 4.43%, 拥有采选规模 90 万吨/年, 年产阴极铜 4 万吨/年产能。目前, 铜精矿及阴极铜产量均超过 3 万金属吨, 产能正不断释放、2016H 产量增加超过 10%, 2016A 阴极铜有望超过 3.48 万吨。同时, 公司通过生产用硫酸全部自给、余热回收发电等方式降低生产成本。2016H 吨生产成本已降至 20,936 元/吨, 降幅达 16.85%。基于 10-12 月份铜价 37500 元/吨假设, 2016 年铜均价将在 36896 元/吨, 2016A 毛利将达 3.79 亿, 同比增加 26%。

#### ◇ 定增 34 亿强化铜主业、拟募投 17 亿元建设铜钴生产线

2016 年 8 月 29 日, 公司发布定增方案, 拟以 34 亿强化主业。以 8.45 元/股向鹏欣集团及程建玲发行 2.01 亿股购买鹏欣矿投剩余 49.82% 股权。向实际控制人控制公司等增发 2.01 亿股, 募集 17 亿新建 2 万吨/年阴极铜和 7000 吨/年钴生产线。根据瑞木可研报告, 达产后年净利润将达 3372.34 万美元。同时, 与杰拉德深度合作, 以 2000 万美元获得其子公司 15.625% 股份, 并有权增持 19.75% 股权。并约定其子公司负责新建项目的全部铜钴原料供应。

#### ◇ 吐故纳新、战略布局超材料及互联网金融

公司通过“产业+金融”模式, 对投资配置进行了优化, 7.5 亿参与龙生股份定增, 布局超材料。龙生股份定增价 7.13 元/股, 最新收盘价 43.81 元/股, 公司投资浮盈已达 38.58 亿元。4000 万增资上海通善互联网金融公司, 布局互联网金融。转让爱默金山全部 44.55%, 剥离全部化学品资产。

#### ◇ 盈利预测及估值: 目标价“11 元/股”, 投资评级“买入”

如果定增方案在 2016 年完成, 2016-2018A 公司 EPS 分别为 0.067 元/ 0.098 元/ 0.131 元/股, 对应的 BPS 分别为 2.81 元/ 2.87 元/ 2.94 元。我们参照可比公司, 可以给予公司 2016A/2017A/2018A 的 PE 分别为 165 倍/112 倍/84 倍, PB 分别为 3.9 倍/3.8 倍/3.7 倍。

考虑到定增方案尚需审批, 完成时间存在不确定性, 暂不进行并表。基于上



述假设,我们预测公司 2016A/2017A/2018A 的 EPS 分别为 0.038 元/0.037 元/0.037 元,对应的 BPS 分别为 1.25 元/ 1.29 元/ 1.34 元。给予公司 2016A/2017A/2018A 的 PE 分比为 289 倍/300 倍/300 倍, PB 分别为 8.8 倍/8.5 倍/8.2 倍。

#### ◇ 风险提示

刚果政治风险、汇率波动风险、超材项目投资收益不及预期



## 目 录

一、铜钴并进强化主业、战略布局超材料及互联网金融 .....	5
(一) 公司股权结构图 .....	5
(二) 主营业务及毛利构成 .....	5
二、4 万吨/年铜采选冶一体化项目、降本增量保效益.....	6
(一) 铜矿：露天开采、品味较高.....	6
1、中型高品位铜矿.....	6
2、露天开采、铜矿产量超过 3 万吨/年.....	6
(二) 铜冶炼：产量不断增加、降成本保利润 .....	7
1、刚果（金）最大湿法冶炼铜项目、技术世界先进.....	7
2、产能不断释放、2016H 产量增加超过 10%.....	7
3、生产用硫酸已全部自己、成本大幅下降 16.85%.....	8
三、定增 34 亿强化铜主业、拟募投 17 亿元建设铜钴生产线.....	8
(一) 拟以 17 亿元估值购买鹏欣矿投剩余 49.82%股权 .....	8
1、发行 2.01 亿股购买鹏欣矿投剩余 49.82%股权.....	8
2、资产交易价格低于评估值.....	9
3、承诺营业收入高增长.....	9
(二) 牵手美国杰拉德、拟募投 17 亿元建设铜钴生产线.....	9
1、牵手杰拉德、锁定钴铜资源供应 .....	9
2、拟募投 17 亿建设 2 万吨铜和 7000 金属吨/年钴生产线 .....	9
3、达产后利润可观.....	9
三、吐故纳新、战略布局超材料及互联网金融 .....	11
(一) 投资龙生股份布局超材料、投资浮盈已十分可观 .....	11
1、7.5 亿元参与龙生股份定增、投资浮盈已高达 38.58 亿元.....	11
2、龙生股份：深圳光启控股、打造超材料智能装备第一股 .....	11
(二) 增资通善金融、战略布局互联网金融.....	11
1、4000 万 A 轮增资通善金融 .....	11
2、通善金融：团队实力强大、互金后起之秀 .....	11
(三) 转让爱默金山全部股权、剥离医药及化学品资产 .....	12
1、3604.63 万元转让爱默金山 44.55%股权.....	12
2、聚焦主业、剥离医药及化学品资产.....	12
五、盈利预测预估值：目标价“11 元/股”、投资评级“买入”.....	12
(一) 盈利预测 .....	12
(二) 估值.....	12
六、风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1： 公司股权结构图.....	5
图表 2： 定增后股权结构图 .....	5
图表 3： 公司营业收入构成 .....	6



图表 4: 公司毛利构成 .....	6
图表 5: 希图鲁铜矿储量及品位 .....	6
图表 6: 希图鲁露天铜矿 .....	7
图表 7: 希图鲁铜矿选矿 .....	7
图表 8: 希图鲁湿法冶炼槽 .....	7
图表 9: 希图鲁阴极铜生产线 .....	7
图表 10: 2014A-2016H 自产阴极铜产销量 .....	8
图表 11: 交易情况 .....	8
图表 12: 募集资金投资项目 .....	9
图表 13: 新建 2 万吨/年阴极铜项目利润 .....	10
图表 14: 新建 7000 金属吨/年氢氧化钴项目利润 .....	10
图表 15: 可比公司估值 .....	12
图表 16: 公司业绩价格弹性 .....	13
附录: 公司财务预测表 .....	14



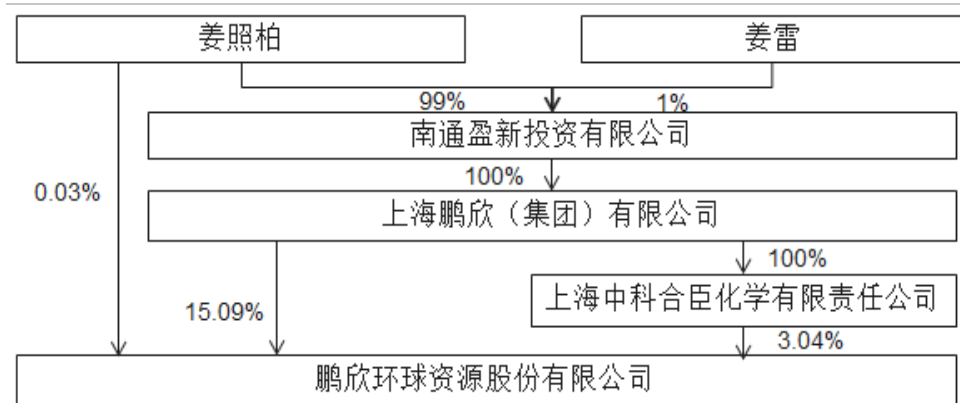
## 一、铜钴并进强化主业、战略布局超材料及互联网金融

鹏欣环球资源股份有限公司于 2000 年 9 月在上海成立，是一家主要从事刚果铜矿开采、冶炼和贸易的上市公司。目前，公司通过“产业+金融”、“投资+并购”等新业务模式，已初步形成矿业、贸易、金融和新材料投资三大业务板块。

### （一）公司股权结构图

根据公司 2016 年半年报，上海鹏欣集团持有公司 15.09% 的股权，为公司控股股东。控股公司董事长姜照柏通过直接和上海鹏欣集团及上海中科合臣间接持有公司 17.98% 股权，为公司实际控制人。

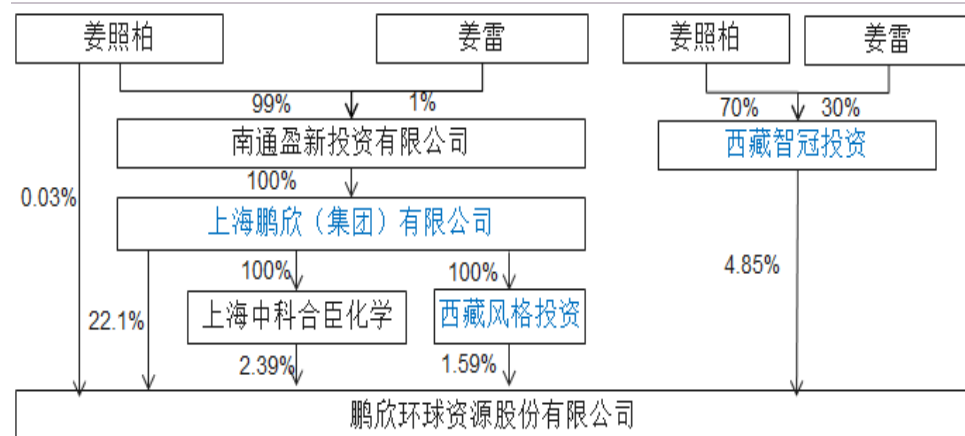
图表1： 公司股权结构图



资料来源:公司公告 联讯证券

2016 年 8 月 29 日，公司拟非公开发行 4.02 亿股，募集资金 34 亿元，用于收购鹏欣矿投剩余 49.82% 股权及募集铜钼项目配套资金。该方案完成后，上海鹏欣集团持有公司 22.1% 的股权，为公司控股股东。姜照柏合计持有公司股权增加至 29.24%，仍为公司实际控制人。

图表2： 定增后股权结构图



资料来源:公司公告 联讯证券

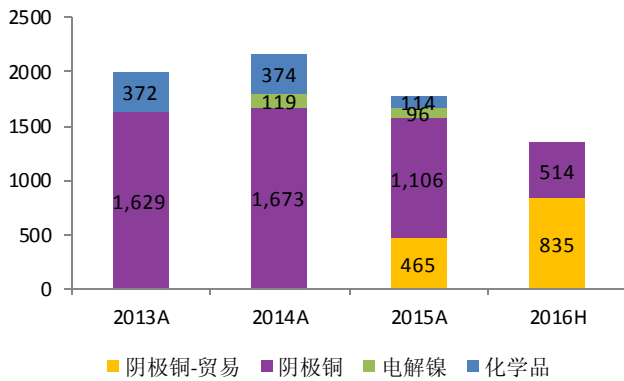
### （二）主营业务及毛利构成

2016 年上半年公司实现营业收入 13.49 亿元，全部来自阴极铜贸易和阴极铜生产业



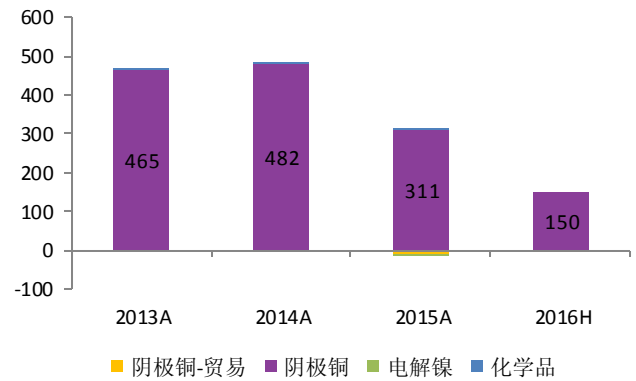
务，分别占总营业收入的 62%和 38%。公司主营产品毛利全部来自阴极铜生产业务，2016H 毛利 1.5 亿元。

图表3： 公司营业收入构成



资料来源:Wind 联讯证券

图表4： 公司毛利构成



资料来源:Wind 联讯证券

## 二、4万吨/年铜采选冶一体化项目、降本增量保效益

目前，公司持有鹏欣矿投 50.18%股权，鹏欣矿投持有刚果（金）希图鲁矿业(SMCO) 72.5%的股权，后者拥有中型高品位露天铜矿—希图鲁矿床 4725 地块、采选规模 90 万吨/年，年产阴极铜 4 万吨/年产能，是铜采选冶一体化项目。

### （一）铜矿：露天开采、品味较高

#### 1、中型高品位铜矿

刚果（金）希图鲁矿床 4725 地块勘察、开发和开采作业的权利，有效期至 2024 年 4 月 1 日。该矿为中型高品位铜矿山，矿石可开采储量 761 万吨（铜 33.71 万金属吨），金属铜平均品位 4.43%。自开采至本次评估基准日 2015Q3，已动用铜矿石量 238.50 万吨、动用消耗铜金属量 10.55 万吨。同时，该矿地处世界著名的加丹加铜钴矿带，周边未开发铜矿资源丰富。公司已与中色地科签署战略合作框架协议，委托其提供矿业权勘探和开发服务。

图表5： 希图鲁铜矿储量及品位

评估公司	矿石可开采量（万吨）	铜金属量（万吨）	铜品位（%）
中国瑞林工程技术有限公司	761.01	33.71	4.43
SPK 咨询公司	777.45	33.63	4.326

资料来源：公司公告 联讯证券

#### 2、露天开采、铜矿产量超过 3 万吨/年

2012 年由中国瑞林设计、中国十五冶承建的希图鲁铜矿采选冶联合工程建成投产，采用露天开采，拥有 90 万吨/年采选规模。按照 85%的回收率和 4.43%的铜品位，对应的铜精矿理论产量为 3.39 万金属吨。目前，矿山主要委托刚果（金）当地专业采掘公司实施开采，铜精矿仍不能满足铜冶炼的需求。





图表6: 希图鲁露天铜矿



资料来源:公司公告 联讯证券

图表7: 希图鲁铜矿选矿



资料来源:公司公告 联讯证券

## (二) 铜冶炼: 产量不断增加、降成本保利润

### 1、刚果(金)最大湿法冶炼铜项目、技术世界先进

目前, 公司拥有 **4 万吨/年阴极铜生产线**, 是目前刚果(金)最大的湿法炼铜企业。采用“浸出一萃取—电积”湿法生产工艺, 工艺跻身国际先进行列、且产品质量好。

图表8: 希图鲁湿法冶炼槽



资料来源:公司公告 联讯证券

图表9: 希图鲁阴极铜生产线



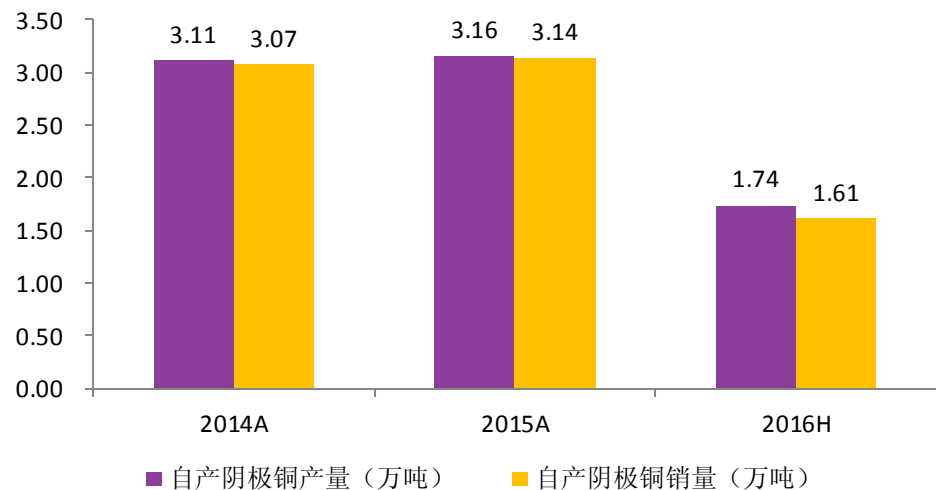
资料来源:公司公告 联讯证券

### 2、产能不断释放、2016H 产量增加超过 10%

公司阴极铜产量不断增加, **2014A/2015A/2016H 阴极铜产量分别为 3.11 万吨/3.16 万吨/1.74 万吨。2016A 有望超过 3.48 万吨, 同比增长 10.13%。**



图表10: 2014A-2016H 自产阴极铜产销量



资料来源:公司公告 联讯证券

### 3、生产用硫酸已全部自己、成本大幅下降 16.85%

公司通过深化落实全面预算管理,从生产用硫酸全部自给、余热回收发电、加强供应商管理等方面多渠道,全方位降低生产成本,实现阴极铜生产完全成本同比大幅下降10%。**2016H** 阴极铜吨生产成本已降至 **20,936 元/吨**,与 **2015A** 的 **25,178 元/吨**相比,下降 **4242 元/吨**,降幅达 **16.85%**。

## 三、定增 34 亿强化铜主业、拟募投 17 亿元建设铜钴生产线

**2016 年 8 月 29 日**,公司发布定增方案,拟以 **34 亿**强化主业。定增完成后,公司将拥有鹏欣矿投 **100%**股权,同时建设 **2 万吨/年**阴极铜和 **7000 吨/年**钴生产线。未来公司将形成 **6.27 万吨/年**阴极铜和 **7100 金属吨/年**氢氧化钴的生产能力。

### (一) 拟以 17 亿元估值购买鹏欣矿投剩余 49.82%股权

#### 1、发行 2.01 亿股购买鹏欣矿投剩余 49.82%股权

**2016 年 8 月 29 日**,上市公司已与鹏欣集团、成建铃签订了《发行股份购买资产协议》,拟以 **8.45 元/股**发行 **2.01 亿股**,整体 **17 亿元**的估值购买其合计持有的鹏欣矿投 **49.82%**股权。本次交易完成后,鹏欣矿投将成为公司全资子公司。

图表11: 交易情况

序号	交易对方	持有鹏欣矿投股权比例	交易对价 (万元)	股份支付 (股)
1	鹏欣集团	47.73%	16.29	1.93
2	成建铃	2.09%	0.71	0.08
合计		49.82%	17.00	2.01

资料来源:公司公告 联讯证券





## 2、资产交易价格低于评估值

根据银信评估出具的银信评报字（2015）沪第 1394 号《评估报告》，以 2015 年 9 月 30 日作为基准日，鹏欣矿投 49.82% 股权的评估结果为 17.27 亿元。根据评估结果并经交易双方协商一致确定，标的的交易价格确定为 17 亿元，低于评估值。

## 3、承诺营业收入高增长

鹏欣集团承诺：鹏欣矿投 2016A/2017A/2018A 销售收入累计承诺分别不低于 1.75 亿美元/3.5 亿美元/5.25 亿美元。

### （二）牵手美国杰拉德、拟募投 17 亿元建设铜钴生产线

#### 1、牵手杰拉德、锁定钴铜资源供应

2016 年 3 月，公司公告了《公司关于与美国杰拉德集团公司合作框架协议的进展公告》，拟通过公司附属基金向 Metals Trading Corp. 的子公司 Gerald Holdings LLC 进行增资，第一阶段增资额为 2000 万美金，占标的公司 15.625% 的股份。在第一阶段交割后的 12 个月，买方有权再向标的公司增资获得其 35.375% 的股份。

鹏欣矿投已与 Gerald 旗下的杰拉德金属公司签署《合作协议》，协议约定：每年供应约 3,000 吨金属量的钴矿石，随着钴生产线的扩建，将提升至每年约 7,000 吨金属量的钴矿石；每年供应约 30,000 吨金属量的铜矿石。协议有效期十年，协议到期后，如双方没有提出异议，协议自动延期生效十年。

#### 2、拟募投 17 亿建设 2 万吨铜和 7000 金属吨/年钴生产线

2016 年 8 月 29 日，上市公司已与西藏智冠、逸合投资、西藏风格签订了《股票认购协议》，拟向三家非公开发行股票募集配套资金 17 亿元，其中 9.39 亿元新建 2 万吨/年阴极铜生产线、4.96 亿元新建 7000 吨/年钴金属量的氢氧化钴生产线。

图表 12： 募集资金投资项目

序号	项目名称	募集资金投资金额 (亿元)	项目总投资额 (亿 美元)
1	对鹏欣矿投增资，用于新建 2 万吨/年阴极铜生产线项目	9.39	1.45
2	对鹏欣矿投增资，用于新建 7,000 吨/年钴金属量的氢氧化钴生产线项目	4.96	0.76
3	补充上市公司流动资金	2.20	
4	支付本次交易的中介机构费用和相关税费	0.45	
合计		17.00	2.21

资料来源：公司公告 联讯证券

## 3、达产后利润可观

**2 万吨/阴极铜项目：**根据瑞林工程出具的可行性研究报告，本项目建设投资 1.21 亿美元，建设期为 1 年。项目达产后，将实现每年 2 万吨阴极铜和 1174 金属吨氢氧化钴的产量，年平均销售收入为 12,364.10 万美元/年，净利润为 1,650.68 万美元/年，项目投资所得



税后收益率为 15.39%。

图表13: 新建 2 万吨/年阴极铜项目利润

年份	合计	达产后平均	投产期	达产期
项目			2	3
生产负荷			80%	100%
销售收入(万美元)			9,891.28	12,364.10
阴极铜销售收入(万美元)			8,320.00	10,400.00
单价(美元/吨)			5200	5200
数量(吨)			16,000.00	20,000.00
氢氧化钴含钴销售收入(万美元)			1,571.28	1,964.10
单价(美元/吨)			16,730.00	16,730.00
数量(吨)			939.2	1,174.00
营业总成本(万美元)			77,591.59	90,420.44
生产成本	70,528.08	7,149.31	6,184.26	7,149.31
原材料费	33,708.11	3,439.60	2,751.68	3,439.60
数量(吨)			16,000.00	20,000.00
单价(美元/吨)	1,600.00	1,600.00	1,600.00	1,600.00
折旧费	11,303.84	1,130.38	1,130.38	1,130.38
总成本费用	89,137.56	9,042.04	7,759.16	9,042.04
销售税金及附加(万美元)			771.15	963.94
利润总额(万美元)			1,360.97	2,358.12
净利润(万美元)			952.68	1,650.68

资料来源: 公司公告 联讯证券

**7000 金属吨/年氢氧化钴项目:** 根据瑞林工程出具的可研报告, 本项目分两期建设, 一期规模为年产氢氧化钴 3,000 金属吨, 建设期 1 年; 二期规模为氢氧化钴 4,000 金属吨, 在第二年开始建设第二期项目, 建设期 1 年。项目达产后, 将实现年 7,000 金属吨氢氧化钴和 2678 吨阴极铜的产量, 年平均销售收入为 13,103.56 万美元/年, 净利润为 1,721.66 万美元/年, 项目投资所得税后收益率为 22.32%。

图表14: 新建 7000 金属吨/年氢氧化钴项目利润

项目	合计	达产年	一期(年)		二期达产期(年)
			2	3	4
生产负荷(平均)			40%	50%	100%
销售收入(万美元)	114,937.21	13,103.56	4,492.77	5,615.96	13,103.56
销售税金及附加	19,738.71	2,250.34	771.55	964.44	2,250.34
生产成本	61,574.79	6,897.18	2,953.29	3,444.04	6,897.18
原材料费	27,033.60	3,082.20	1,056.00	1,320.00	3,082.20
折旧费	4,463.97	462.34	382.64	382.64	462.34
总成本费用	75,137.83	8,393.70	3,701.36	4,274.87	8,393.70
利润总额	20,060.66	2,459.52	19.85	376.65	2,459.52
净利润	14,038.86	1,721.66	13.9	263.66	1,721.66

资料来源: 公司公告 联讯证券



### 三、吐故纳新、战略布局超材料及互联网金融

公司通过“产业+金融”模式，对投资配置进行了优化，7.5 亿参与龙生股份定增，布局超材料。4000 万增资上海通善互联网金融公司，布局互联网金融。转让爱默金山全部 44.55%，剥离全部医药中间体及化学品资产。

#### （一）投资龙生股份布局超材料、投资浮盈已十分可观

##### 1、7.5 亿元参与龙生股份定增、投资浮盈已高达 38.58 亿元

2015 年 3 月，公司董事会通过购买方案，由全资子公司达孜县鹏欣环球资源以 7.15 元/股价格认购龙生股份（002625.SZ）非公开发行股份，认购金额 7.5 亿元。限售期为自发行结束之日起 36 个月。因龙生股份实施 2015 年度利润分配方案，发行底价由 7.15 元/股调整为 7.13 元/股，认购金额仍为 7.5 亿元。目前，龙生股份该发行方案已获证监会发审委员会通过。

截止至 2016 年 9 月 23 日，龙生股份最新收盘价为 43.81 元/股，公司投资浮盈高达 38.58 亿元。

##### 2、龙生股份：深圳光启控股、打造超材料智能装备第一股

2015 年 3 月，龙生股份发布非公开发行 A 股方案，预计募集资金总额不超过 72 亿元（含 72 亿元），其中 57.6 亿元用于超材料智能结构及装备产业化项目，14.4 亿元用于超材料智能结构及装备研发中心建设项目。公司主业将从汽车座椅功能件变更为超材料智能装备制造。

发行完成后，达孜映邦将直接持有公司 41.17% 股权，成为公司控股股东。刘若鹏通过达孜映邦、光启空间技术间接持有公司 44.38% 的股权，成为公司的实际控制人。刘若鹏博士为美国杜克大学电子与计算机工程学博士，光启研究院创始人、院长，国家高技术研究发展计划（863 计划）新材料领域主题专家组专家。2009 年，率团队研制出超材料宽频带“隐形衣”，并发表在《科学》杂志。目前光启拥有临近空间技术，超材料智能装备和智能光子技术三大核心产品线。

#### （二）增资通善金融、战略布局互联网金融

##### 1、4000 万 A 轮增资通善金融

2016 年 1 月 14 日，董事会通过了《关于公司对外投资的议案》，以货币出资 4000 万元对上海通善互联网金融信息服务有限公司进行 A 轮增资，持有后者 20% 的出资比例。此次有利于公司布局金融产业，延长公司的产业链，符合全体股东利益和公司战略布局。

##### 2、通善金融：团队实力强大、互金后起之秀

公司成立于 2015 年 5 月 12 日，注册资本 9473 万人民币。是一家创新型互联网金融服务机构，集信用评估与管理、小额贷款咨询与交易促成等服务为一体，为客户提供信用借款居间服务。目前，公司已建立完善的风控体系。

公司法定代表人及 CEO 为吕骥博士。曾担美国纽约 Altfest 财富管理机构资深策略



师。2011 年底加盟宜信，曾任宜信财富首席财富管理专家，带领理财产品与投资策略团队，负责产品的设计和为客户提供投资策略。2015 年创办通善金融。具备多年国内外投资与财富管理工作经验。

### （三）转让爱默金山全部股权、剥离医药及化学品资产

#### 1、3604.63 万元转让爱默金山 44.55%股权

2016 年 3 月，公司公告了《关于转让参股子公司股权的公告》，拟以 3604.63 万元向上海靖慧转让所持有的参股子公司上海爱默金山药业全部 44.55%股权。

#### 2、聚焦主业、剥离医药及化学品资产

公司前身为上海中科合臣，主要经营化学品生产及销售业务。上海爱默金山药业主要为医药及化学品资产，该资产与公司目前的主营业务相关度低，转让有利于公司聚焦铜钴主业。转让增加公司投资收益 2169 万元。

## 五、盈利预测预估值：目标价“11 元/股”、投资评级“买入”

### （一）盈利预测

如果定增方案在 2016 年完成，2016-2018A 公司净利润将增至 125 百万元/184 百万元/247 百万元，按照 18.81 亿股本计算，对应的 EPS 分别为 0.067 元/0.098 元/0.131 元/股，对应的 BPS 分别为 2.81 元/2.87 元/2.94 元。

考虑到定增方案尚需审批，完成时间存在不确定性，暂不进行并表。基于上述假设，我们预测公司 2016A/2017A/2018A 的归属净利润分别为 56 百万元/54 百万元/54 百万元，按 14.79 亿股本计算，对应的 EPS 分别为 0.038 元/0.037 元/0.037 元，对应的 BPS 分别为 1.25 元/1.29 元/1.34 元。

### （二）估值

考虑到定增方案通过的可能性较大，我们参照可比公司，可以给予公司 2016A/2017A/2018A 的 PE 分别为 165 倍/112 倍/84 倍，PB 分别为 3.9 倍/3.8 倍/3.7 倍的估值。

按照定增后的估值，我们给予公司 2016A/2017A/2018A 的 PE 分比为 289 倍/300 倍/300 倍，PB 分别为 8.8 倍/8.5 倍/8.2 倍。

图表15：可比公司估值

排名	代码	证券简称	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	16E	17E	
铜	600362.SH	江西铜业	227.42	54.79	48.43	1.05
铜	000630.SZ	铜陵有色	-28.33	485.19	79.88	1.81
铜	000878.SZ	云南铜业	693.58	44.06	35.85	2.62
钴	603799.SH	华友钴业	-53.1	510.95	108.23	6.44

资料来源：Wind 联讯证券



## 六、风险提示

刚果政治风险、汇率波动风险、超材项目投资收益不及预期

图表16: 公司业绩价格弹性

栏目	指标	单位	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	产品价格变化				
								-20%	-10%	0%	10%	20%
价格												
阴极铜	年均价	元/吨	48,400	40,549	36,897	37,000	37,000	29,518	33,207	36,897	40,587	44,276
阴极铜	销售价格	元/吨	54,459	35,208	31,897	32,000	32,000	24,518	28,207	31,897	35,587	39,276
原矿												
原矿	研磨规模	万吨/年	88.95	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
铜精粉	生产量	金属吨	30,543	32,902	31,308	31,308	31,308	31,308	31,308	31,308	31,308	31,308
阴极铜	生产量	金属吨	31,107	31,574	34,775	34,775	34,775	34,775	34,775	34,775	34,775	34,775
成本												
自产阴极铜	吨成本	元/吨	38,287	25,178	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000	21,000
收入												
自产阴极铜	收入	百万元	1,673	1,106	1,109	1,113	1,113	853	981	1,109	1,238	1,366
贸易阴极铜	收入	百万元		465	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
毛利												
自产阴极铜	毛利	百万元	482	311	379	383	383	122	251	379	507	636
贸易阴极铜	毛利	百万元		-11	0	0	0	0	0	0	0	0
合计												
收入	合计	百万元	1,673	1,571	2,779	2,783	2,783	2,522	2,651	2,779	2,907	3,036
成本	合计	百万元	1,191	1,271	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
毛利	合计	百万元	482	300	379	383	383	122	251	379	507	636

资料来源: 联讯证券

备注: 阴极铜价格采用上海期货交易所价格





附录：公司财务预测表

资产负债表 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,745.41	2,116.38	2,146.14	2,253.80	经营活动现金流	393.75	266.46	227.88	282.34
货币资金	1,212.91	1,324.22	1,394.56	1,514.89	净利润	39.89	101.69	84.85	84.85
应收账款	99.90	111.16	111.30	111.30	折旧摊销	280.80	172.34	172.34	172.34
预付款项	54.59	60.00	55.00	55.00	财务费用	37.19	27.79	22.26	22.26
其他应收款	37.11	29.00	39.00	44.00	营运资金变动	-13.92	-55.57	-64.30	-26.78
存货	289.92	456.80	454.08	434.41	其他	49.79	20.21	12.72	29.67
其他流动资产	46.61	129.20	89.20	89.20	投资活动现金流	-202.12	-92.40	0.00	0.00
非流动资产	2,773.23	2,770.69	2,770.69	2,771.69	资本支出	207.77	42.40	0.00	0.00
可供出售金融资产		40.00	40.00	40.00	其他	5.65	-50.00	0.00	0.00
长期股权投资	14.36	2.37	2.37	3.37	筹资活动现金流	38.35	-359.31	-89.44	-89.44
固定资产	2,419.59	2,575.91	2,575.91	2,575.91	借款	404.00	782.56	687.00	687.00
工程物资	17.72	16.56	16.56	16.56	支付利息	27.39	11.98	-6.12	-6.12
无形资产	116.58	97.89	97.89	97.89	其他	-338.26	-1,129.89	-782.56	-782.56
长期待摊费用	25.89	37.96	37.96	37.96	现金流净增加额	256.14	-185.25	138.43	192.90
资产总计	4,518.64	4,887.07	4,916.83	5,025.49					
流动负债	1,016.73	1,177.99	1,087.40	1,075.73					
短期借款	304.00	687.00	687.00	687.00					
应付票据	7.33	90.00	70.00	50.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
应付账款	323.62	196.64	206.64	200.00	成长能力				
应付职工薪酬	15.52	15.00	15.00	15.00	营业收入	-17.05%	55.42%	0.13%	0.00%
应交税费	40.34	58.29	73.26	88.23	营业利润	-77.05%	215.61%	-3.89%	0.00%
其他应付款	29.44	25.00	25.00	25.00	归属母公司净利润	-68.42%	187.42%	-3.97%	0.00%
一年内到期非流动负债	291.36	95.56	0.00	0.00					
负债合计	1,016.73	1,177.99	1,087.40	1,075.73	获利能力				
归属于母公司权益	1,750.81	1,854.54	1,914.71	1,974.88	毛利率	17.29%	13.64%	13.75%	13.75%
少数股东权益	1,751.11	1,854.54	1,914.71	1,974.88	净利率	2.23%	4.51%	4.32%	4.32%
<b>利润表 百万元</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	ROE	1.18%	3.48%	3.19%	3.09%
营业收入	1,788.06	2,778.98	2,782.57	2,782.57					
营业成本	1,478.84	2,400.05	2,400.05	2,400.05	偿债能力				
营业税金及附加	0.09	0.00	0.00	0.00	资产负债率	22.50%	24.10%	22.12%	21.41%
销售费用	58.76	55.58	55.65	55.65	流动比率	1.72	1.80	1.97	2.10
管理费用	164.16	166.74	153.04	153.04	速动比率	1.43	1.41	1.56	1.69
财务费用	5.58	27.79	22.26	22.26					
资产减值损失	23.54	6.00	10.00	10.00	营运能力				
其他经营收益	-10.42	24.47	0.00	0.00	总资产周转率	0.42	0.59	0.57	0.56
公允价值变动净收益	-1.82	4.80	0.00	0.00	存货周转率	5.29	6.43	5.27	5.40
投资净收益	-8.60	19.67	0.00	0.00					
营业利润	46.67	147.30	141.57	141.57	每股指标(元)				
营业外收入	5.19	0.14	0.00	0.00	每股收益	0.01	0.04	0.04	0.04
营业外支出	1.77	0.01	0.00	0.00	每股净资产	1.18	1.25	1.29	1.34
利润总额	50.09	147.43	141.57	141.57					
所得税	10.20	22.11	21.24	21.24	估值比率				
净利润	39.89	125.31	120.33	120.33	P/E	—	289	300	300
少数股东损益	20.27	68.92	66.18	66.18	P/B	—	8.8	8.5	8.2
归属于母公司净利润	19.62	56.39	54.15	54.15					
EBITDA	343.47	322.96	336.17	336.17					
EPS (元)	0.010	0.038	0.037	0.037					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

郭佳楠：联讯证券基金研究员，具备 6 年公募基金产品及重点行业研究经验，目前是研究院报告质控岗。从事公募基金定性、产品评价及策略研究，持续跟踪基金行业发展动态，对公募产品运作特征有着较为深入的理解。曾为多家机构客户提供基金行业及产品深度专题研究服务；具备银行、证券公司基金池推介及维护经验。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 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，经营证券业务许可证编号：10485001。

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

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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。



## 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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)