



2016年10月24日

买入(首次评级)

当前价: 20.35 元
目标价: 22 元

分析师: 王风华

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

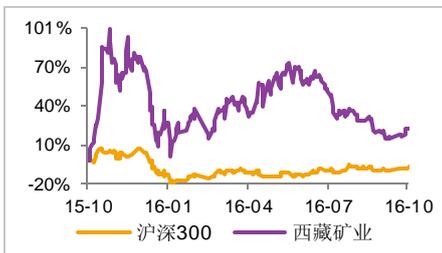
分析师: 郭佳楠

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	911	567	895	1,055
(+/-)	77%	-38%	8%	26%
净利润	31	48	71	136
(+/-)	-135%	55%	49%	90%
EPS(元)	0.07	0.09	0.14	0.26
P/E	—	239	161	85

资料来源: 联讯证券研究院

西藏矿业(000762.SZ)

锂铬资源双龙头、静待盐湖提锂技术突破

投资要点

◇ 锂铬资源双龙头、近看铬远看锂

公司是一家立足西藏罗布莎铬矿和扎布耶盐湖等优质矿山,从事铬矿开采、盐湖提锂为主,西藏国有矿业开发的唯一上市平台。目前拥有 6 万吨/年铬矿和 8000 吨/年锂矿产能,在建 10 万吨/年铬矿项目预计 2017 年投产(可能会延后),18000 万吨/年锂矿生产线则因技术问题缓建。2016H 公司营业收入 2.75 亿元,同比大幅下降-34%,主要因产品产量大幅下降所致。其中,铬、锂产品收入分别为 0.6 亿元和 1.25 亿元,占营业收入比重分别为 22% 和 45%,是公司收入的主要来源。2016H 公司净利润 0.4 亿元,同比大幅上涨 171%,主要因碳酸锂和铬矿价格高导致毛利增加所致。2016H 锂、铬产品毛利分别为 0.11 亿元和 0.89 亿元,占总毛利的 10%和 83%,是公司利润的主要来源。

◇ 锂: 拥有最优质资源、静待技术突破

公司拥有国内锂资源储量最大(153 万吨)、锂平均浓度最高(0.12%),镁锂比最低(0.008)的扎布耶盐湖开采权,但因地处高海拔地区,开采难度大。拥有采用太阳池浓缩法的 8000 吨/年锂矿,2000 吨/年碳酸锂和 2000 吨/年氢氧化锂产能,仍未达产。二期 18000 吨/年锂矿项目及配套项目仍采用太阳池浓缩法,目前正在进一步优化工艺,暂时缓建。但因碳酸锂价格仍保持 11 万元/吨的高位,虽上半年产量下降但盈利状况好。我们认为一旦大规模低成本盐湖提锂技术突破,公司业绩成长空间巨大。

◇ 铬铜: 铬价反弹但产量萎缩、10 万吨/年铬矿项目前景乐观

公司立足罗布莎铬矿,拥有 6 万吨/年铬矿产能,是国内产量最大的铬矿。拥有 1500 吨/年电解铜产能,5000 吨/年电解铜及配套产能因铜价下跌及铜矿品位低难开采等问题缓建。公司募集 4.69 亿元用于 10 万吨/年铬矿开发项目的定增已经完成,开发的罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿 0.702 平方公里采矿权铬矿储量大(170 万吨)、品位高(47.41%),项目计划 2017 年投产,2018 年达产。可研报告显示,达产后每年净利润将达 8472 万元。

截止至 10 月 17 日,南非 Cr44%铬精粉上海港自提价已涨至 51 元/吨度,同比上涨 59%,较年初上涨 104%。铬矿主要用于生产铬铁,90%用于不锈钢行业的生产。2016 年上半年中国产量增长 8%,是带动铬矿需求增长和价格上涨的最主要原因。2015 年全球铬矿产量达 3100 万吨,中国产量仅为 12-15 万吨,进口铬矿 1040 万吨。我们认为 2016 年铬矿将继续维持供应偏紧格局,价格段仍偏强。但不锈钢产量增速放缓将导致铬需求放缓,价格中长期存在回调压力。

◇ 盈利预测及估值: 投资评级“买入”、目标价“22 元/股”



基于 2016E/2017E/2018E 铬矿产量分别为 2 万吨/2 万吨/5 万吨、锂矿产量分别 0.2 万吨/0.3 万吨/0.3 万吨等假设，预计公司 2016E/2017E/2018E 的归属净利润分别为 48 百万元/71 百万元/136 百万元，对应的 EPS 分别为 0.09 元/0.14 元/0.26 元，对应的 BPS 分别为 4.13 元/4.27 元/4.53 元。采用 PB 估值，对应 2017 年 5.16 倍 PB,目标价位“22 元/股”，投资评级“买入”。

✧ 风险提示

锂铬产量不及预期、锂铬价格回调超预期、铬项目投产不及预期。



目 录

一、锂铬资源双龙头、近看铬远看锂	5
(一) 西藏国资唯一上市矿业平台	5
(二) 铬锂业务为公司收入和利润的主要来源	5
二、锂：拥有最优质资源、静待技术突破	6
(一) 拥有国内最优质锂资源、海拔高开发难度大	6
(二) 十五年开发、技术问题仍待解	6
1、两次募资、三次建设.....	6
2、一期项目 8000 吨/年锂矿在产、仍未达产	7
3、二期 18000 吨/年锂矿项目缓建、技术问题仍待解.....	7
(三) 锂加工：受锂矿项目影响、配套项目缓建.....	8
二、铬铜：铬价反弹但产量萎缩、10 万吨/年铬矿项目前景乐观.....	8
(一) 原有业务：铬资源储量下降、铜项目暂缓建设.....	8
1、国内最大铬矿生产商、资源下降	8
2、铜价下行及高成本、5000 吨/年电解铜项目缓建.....	9
(二) 募集 4.69 亿元用于 10 万吨/年铬矿开发、未来盈利高速增长可期.....	10
1、发行 4484 万股募集资金 4.69 亿元.....	10
2、资产标的优质、估值低	10
(三) 铬矿价格大涨超 40%、短期偏强中长期或回调.....	11
1、供给：供应高度集中、中国缺铬需大量进口.....	11
2、需求：不锈钢占消费 90%、中国需求是最大增量.....	12
3、价格：触底大幅反弹超 40%、短期强中长期回调压力大	13
四、盈利预测及估值.....	13
(一) 盈利预测.....	13
(二) 估值：PE 高、PB 低.....	14
(三) 综合盈利预测及估值：投资评级“买入”、目标价“22 元/股”	14
五、风险提示	14

图表目录

图表 1： 公司股权结构	5
图表 2： 公司营业收入构成（百万元）	5
图表 3： 公司毛利构成（百万元）	5
图表 4： 全球及中国已开发著名盐湖	6
图表 5： 扎布耶盐湖开发.....	7
图表 6： 公司锂矿产量	7
图表 7： 西藏日喀则扎布耶锂业主要股东	8
图表 8： 公司铬矿产量	9
图表 9： 公司电解铜产量.....	9
图表 10： 非公开发行结果.....	10



图表 11: 采矿权及开采计划.....	10
图表 12: 全球铬矿产量.....	11
图表 13: 2015A 铬矿产量国别分布.....	11
图表 14: 2015A 主要铬矿商产能比.....	11
图表 15: 国内铬矿储量分布.....	12
图表 16: 国内四大铬矿产量(万吨).....	12
图表 17: 中国铬矿进口量.....	12
图表 18: 全球不锈钢粗钢产量.....	13
图表 19: 中国不锈钢粗钢产量.....	13
图表 20: 铬矿市场价格.....	13
图表 21: 可比公司 PE 估值.....	14
图表 22: 可比公司 PB 估值.....	14
附录: 公司财务预测表.....	15



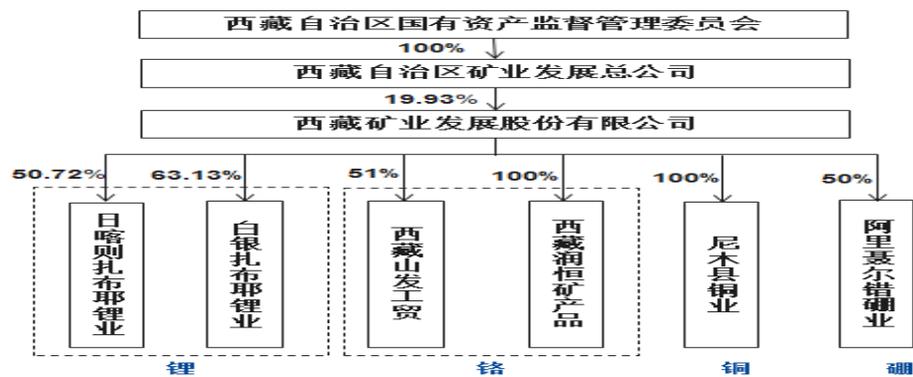
一、锂铬资源双龙头、近看铬远看锂

公司是一家立足西藏罗布莎铬矿和扎布耶盐湖等优质矿山，从事铬矿开采、盐湖提锂为主的矿冶一体化公司。目前，拥有 6 万吨/年铬矿和 8000 吨/年锂矿的产能，在建 10 万吨/年铬矿项目预计 2017 年投产（可能会延后），18000 吨/年锂矿生产线则因技术问题缓建。

（一）西藏国资唯一上市矿业平台

西藏自治区矿业发展总公司持有公司 19.93% 的股权，为公司控股股东。实际控制人为西藏自治区国有资产监督管理委员会。

图表1： 公司股权结构



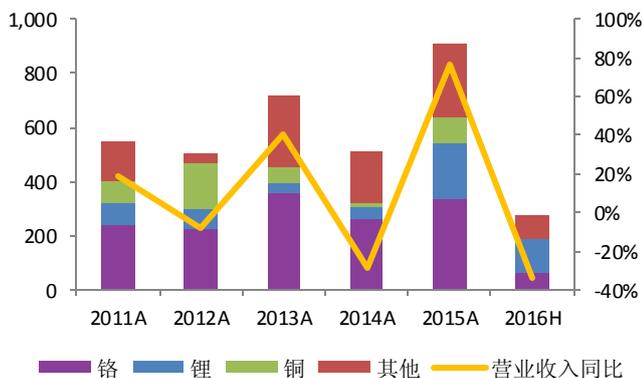
资料来源:公司公告 联讯证券

（二）铬锂业务为公司收入和利润的主要来源

2016H 公司营业收入 2.75 亿元，同比大幅下降 34%，主要因产品产量大幅下降所致。其中，铬、锂产品收入分别为 0.6 亿元和 1.25 亿元，占营业收入比重分别为 22% 和 45%，是公司收入的主要来源。

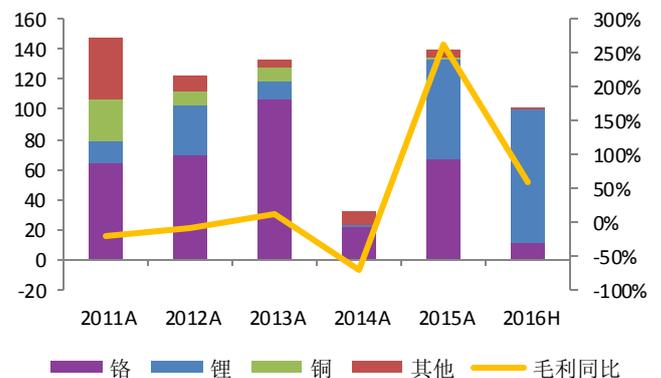
2016H 公司净利润 0.4 亿元，同比大幅上涨 171%，主要因碳酸锂和铬矿价格高导致毛利增加所致。2016H 锂、铬产品毛利分别为 0.11 亿元和 0.89 亿元，占总毛利的 10% 和 83%，是公司利润的主要来源。

图表2： 公司营业收入构成（百万元）



资料来源:Wind 联讯证券

图表3： 公司毛利构成（百万元）



资料来源:Wind 联讯证券



二、锂：拥有最优质资源、静待技术突破

1999 年公司开始开发扎布耶盐湖锂资源，通过持有西藏日喀则扎布耶锂业 50.72% 的股权，开展盐湖锂资源开采，拥有 8000 吨/年锂矿产能，仍未达产，二期 18000 吨/年锂矿项目缓建。通过持股 63.13% 的白银扎布耶锂业开展碳酸锂、氢氧化锂加工，拥有 2000 吨/年碳酸锂和 2000 吨/年氢氧化锂产能，二期配套项目因锂矿项目缓建而缓建。

（一）拥有国内最优质锂资源、海拔高开发难度大

日喀则扎布耶锂业拥有扎布耶湖 20 年的独家开采权。扎布耶盐湖是国内锂资源储量最大、锂平均浓度最高，镁锂比最低的优质盐湖。其中，锂资源储量达 153 万吨，为国内已开发盐湖最大、全球第三。锂平均浓度达 0.12%，为国内已开发盐湖最高、全球第二。镁锂比 0.008，为国内最低、全球最低。

但同时，西藏扎布耶地处海拔 5000 米的高寒地带，恶劣的气候环境和矿区卤水含盐高，导致开发难度极大。

图表4：全球及中国已开发著名盐湖

国家	盐湖名称	锂资源储量(万吨)	Li 平均浓度 (%)	镁 锂 比值	类型	开采工艺	所属公司
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	西藏矿业
中国	西台吉乃尔盐湖	48	0.02	37	高镁锂比卤水	煅烧法	中信国安
中国	东台吉乃尔盐湖	9	0.03	61	高镁锂比卤水	多级膜分离	西部矿业集团
中国	察尔汗盐湖	135	0.01	500	离子交换吸附法		盐湖股份
智利	阿塔卡玛盐湖	300	0.14	6.4	中低镁锂比	沉淀法	智利 SQM、美国雅宝
阿根廷	翁布雷穆尔托盐湖	282	0.052	1.37	中低镁锂比	选择性净化吸附法	美国 FMC
阿根廷	Olaroz	120	0.069	2.8	中低镁锂比	日照浓缩池	澳大利亚 Orocobre
美国	银峰盐湖	12	0.02	1.43	中低镁锂比	沉淀法	美国雅宝

资料来源：互联网 联讯证券

（二）十五年开发、技术问题仍待解

1、两次募资、三次建设

自 1999 年公司上市，公司募集 9000 万元用于扎布耶盐湖锂资源一期项目开发，设计产能 5000 吨/年锂矿。2011 年公司募集 42498.4 万元进行一期技改(3000 年/吨锂矿)项目和二期(18000 吨/年锂矿)项目建设。



图表5: 扎布耶盐湖开发

序号	工程	项目投资金额(万元)	募集资金投资额(万元)	设计产能(吨/年)	生产工艺	开展时间	投产日期
1、	扎布耶一期工程	9,000	9,000	5,000	太阳池浓缩法	1999-2006	2005/9
2、	扎布耶一期工程技改	11,820	8,587	3,000	太阳池浓缩法	2011-2013	2013/12
3、	扎布耶二期工程	33,982	33,910	18,000	未确定	2011-至今	未投产

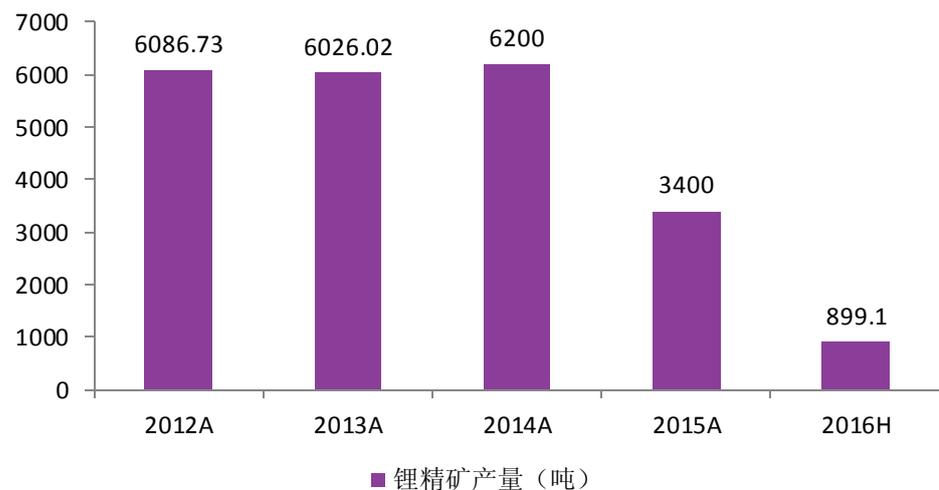
资料来源: 公司公告 联讯证券

2、一期项目 8000 吨/年锂矿在产、仍未达产

2005 年公司扎布耶一期项目投产, 2013 年完成一期技改项目, 设计产能 8000 吨/年, 但一直没有达产。仅 2012-2014 年保持 6000 吨/年的产量, 2015 年产量仅为 3400 吨, 2016 年上半年仅为 899 吨。

产量较低的主要因其采用太阳池浓缩法、生产成本过高导致。该工艺主要通过长时间自然日晒, 令盐湖多次蒸发并形成锂精矿, 再通过人工在盐池中铲收。

图表6: 公司锂矿产量



资料来源: 公司公告 联讯证券

3、二期 18000 吨/年锂矿项目缓建、技术问题仍待解

2011 年公司开始二期项目建设, 截止到 2016 年中报项目仅完成 3,476.46 万元投资额, 完成投资的 10.25%, 处于缓建状态。公司认为太阳池结晶法仍最适合, 但该工艺仍需要进一步完善。目前, 公司正开展太阳池结晶工艺的优化、提升试验工作。

2010 年 9 月, 公司及矿业总公司以 2.46 亿元作价转让日喀则扎布耶 22% 股权给比亚迪及西藏金浩投资, 开展过“光热光电利用和热能回收技术”, 但最终未采用该方案。

2014 年 7 月, 矿业总公司以 3.1 亿元作价转让日喀则扎布耶 20% 股权给天齐锂业。并于 9 月与天齐锂业签署战略合作框架协议, 双方共同建立盐湖科技研发中心, 利用各股东的科研成果, 推进盐湖提锂技术取得突破性进展、并大规模产业化生产。



图表7： 西藏日喀则扎布耶锂业主要股东

	股东	出资金额（万元）	持股比例
1、	西藏矿业发展股份有限公司	47170	50.72%
2、	四川天齐锂业股份有限公司	17800	20%
3、	比亚迪股份有限公司	16740	18%
4、	西藏金浩投资有限公司	3680	4%
5、	中节能新材料投资有限公司	3000	3%
6、	中国地质科学院盐湖与热水资源研究发展中心	2580	6%

资料来源：公司公告 联讯证券

（三）锂加工：受锂矿项目影响、配套项目缓建

目前，公司拥有 2000 吨/年工业碳酸锂、2000 吨/氢氧化锂生产线和 1000 吨/年电池级碳酸锂试验生产线。2011 年公司拟投资 27,165.19 万元，用于建设锂矿配套加工能力。截止到 2016 年中报，仅完成 44.55 万元投资额，完成投资的 0.6%。主要因白银扎布耶二期项目为西藏扎布耶盐湖二期工程配套项目。

二、铬铜：铬价反弹但产量萎缩、10 万吨/年铬矿项目前景乐观

公司依托罗布莎铬矿，通过持股 51%的西藏山发工贸公司进行铬矿开采，拥有产能 6 万吨/年，正在建设的 10 万吨/年铬矿项目预计 2017 年投产（可能延后）。依托尼木铜矿，通过持股 100%的尼木铜业进行铜矿开采及电解铜冶炼，扩产计划已经缓建。

（一）原有业务：铬资源储量下降、铜项目暂缓建设

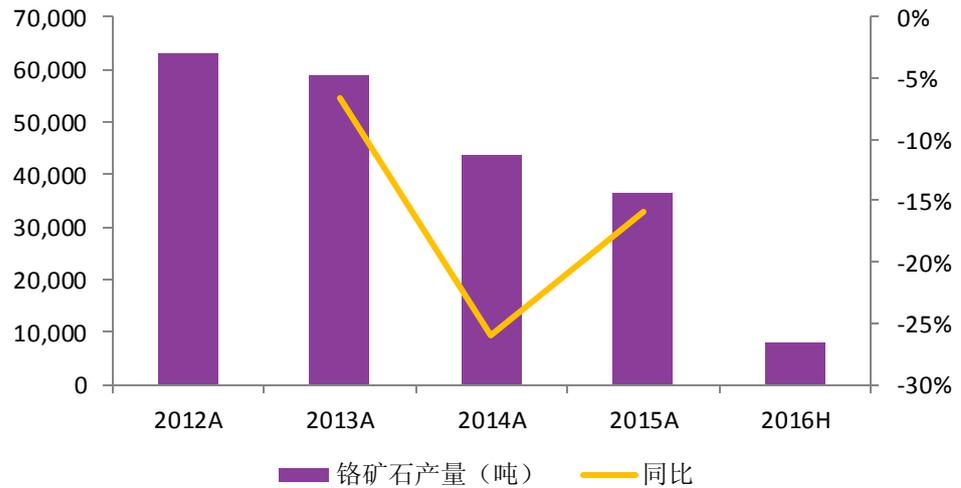
1、国内最大铬矿生产商、资源下降

铬矿品位高、资源储量下降。目前公司开采的为罗布莎铬矿石二号矿群，平均品位 57%，远高于全国平均水平。上市之初储量为 96.8 万吨，资源储量已经十分有限。

产量持续下降。2016H 公司铬矿产量仅为 0.8 万吨。2013 年以来公司铬矿产量持续下降，从 2012 年的 6.3 万吨下滑至 2015 年的 3.7 万吨，降幅达 40%。



图表8: 公司铬矿产量



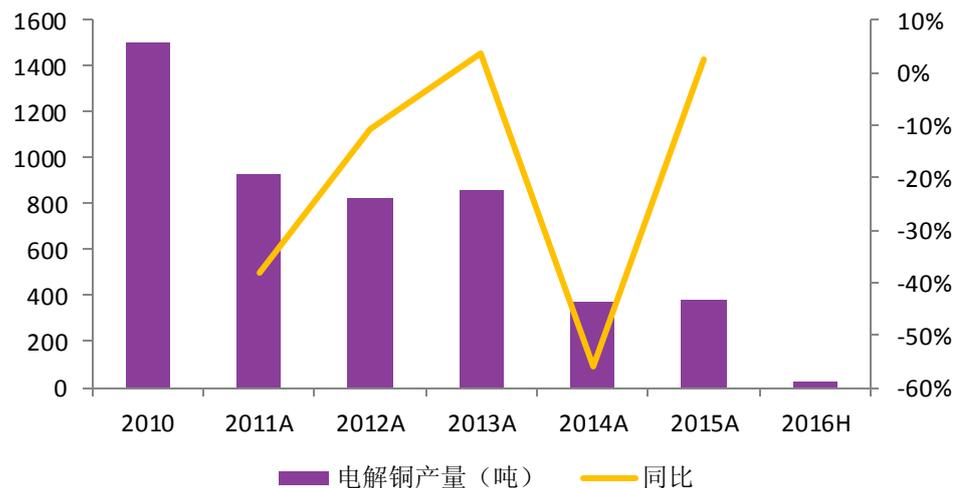
资料来源:公司公告 联讯证券

2、铜价下行及高成本、5000吨/年电解铜项目缓建

铜矿储量大、但难采低品位。公司计划开采的西藏尼木厅宫铜矿，2011年底已探明的铜金属资源量 137.35 万吨（氧化铜 11.02 万吨，其余为硫化铜矿），伴生钼金属资源量 7066 吨，伴生金金属资源量 4.35 吨，伴生银金属资源量 234.81 吨。但铜品位仅为 0.46%，且地处高海拔地区、矿体分散，为难采低品位铜矿资源。

冶炼产能小、达产难。公司现拥有 1500 吨/年电解铜产能，但产量自 2010 年以来持续下滑，到 2015 年全年产量仅为 386 吨，下滑 74%。2016 年上半年仅为 30 吨。

图表9: 公司电解铜产量



资料来源:公司公告 联讯证券

5000 吨/年电解铜项目缓建。2011 年公司拟投资 49751.29 万元建设 5000 吨/年电解铜和配套铜矿开采项目，截止到 2016 年中报项目仅完成 3,476.46 万元投资额，完成投资 10.25%，处于缓建状态。主要因铜矿资源较差和铜价大幅下跌，项目预期盈利状况堪忧。



(二) 募集 4.69 亿元用于 10 万吨/年铬矿开发、未来盈利高增长可期

4 月 7 日，公司完成 2014 年 4 月的定增方案，罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿 0.702 平方公里采矿权（以下简称采矿权）60%权益已过户至公司子公司西藏山发工贸名下。

1、发行 4484 万股募集资金 4.69 亿元

公司以 10.45 元/股的价格向矿业总公司、西藏投资公司和天齐实业发行 4484 万股，募集资金 4.69 亿元，用于收购大股东持有的采矿权权益和建设 10 万吨/年铬矿开采项目。大股东西藏矿业总公司以拟收购采矿权认购，天齐实业和西藏投资以现金认购。

图表 10：非公开发行结果

序号	发行对象	发行价(元/股)	发行数量(万股)	募集资金(万元)	认购方式	锁定期(月)	可流通期
1	成都天齐实业(集团)有限公司	10.45	1,684	17,596	现金认购	36	2019/4/8
2	西藏自治区投资有限公司	10.45	842	8,798	现金认购	36	2019/4/8
3	西藏自治区矿业发展总公司	10.45	1,959	20,468	资产认购	36	2019/4/8
合计		10.45	4,484	46,862			

资料来源：公司公告 联讯证券

2、资产标的优质、估值低

资产标的：采矿权总体评估值为 44,770 万元，对应 60%的权益估值为 26,862 万元，以向矿业总公司发行 1,959 万股和支付现金 6,394 万元的方式支付。剩余募集资金用于建设 10 万吨/年铬矿开采项目。根据评估报告，该项目计划投资 25,285 万元（固定资产/无形资产/流动资金分别为 21,499 万元/885.60 万元/3,722 万元）。

储量大、品位高：该采矿权位于山南曲松县罗布莎 I、II 矿群南部铬铁矿，矿石品位高达 47.41%以上，远高于全国铬矿 31%的平均品位，经简单手选即可进行销售。可用资源储量 170 万吨，服务年限长达 17.93 年。该矿计划 2017 年试产，2018 年达产。

图表 11：采矿权及开采计划

指标	数量	单位
矿石资源量(332+333)	201	万吨
平均品位	47.41	%
可采储量	170.34	万吨
回采率	95	%
设计规模	10	万吨/年
服务年限	17.93	年
建设期	2015 年-2016 年	年
试产期	2017 年	年

资料来源：公司公告 联讯证券

盈利能力强、仍具备超预期可能：根据评估报告，正常年份该矿的年收入为 18538 万元，总成本 766 万元，净利润 8472 万元，净利率高达 46%。



（三）铬矿价格大涨超 40%、短期偏强中长期或回调

铬是一种银白色、质硬而脆的黑色金属。自然界中主要以氧化铬形式存在，全球资源储量丰富，主要分布在南非、哈萨克斯坦、土耳其印度等国。铬矿主要用于生产铬铁，90%用于不锈钢行业的生产。是除铁外，不锈钢中用量最大、含量最高的金属。

1、供给：供应高度集中、中国缺铬需大量进口

全球储量及产量：2015 年全球铬矿基础储量 4.84 亿吨，全球产量首次突破 3000 万吨达 3100 万吨，同比大幅增加 17%。近 10 年来，铬矿产量从不足 2000 万吨一路增长至 3000 万吨，增长超 50%

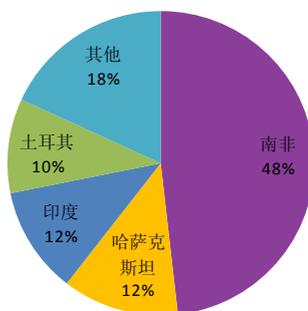
图表12： 全球铬矿产量



资料来源:Wind 联讯证券

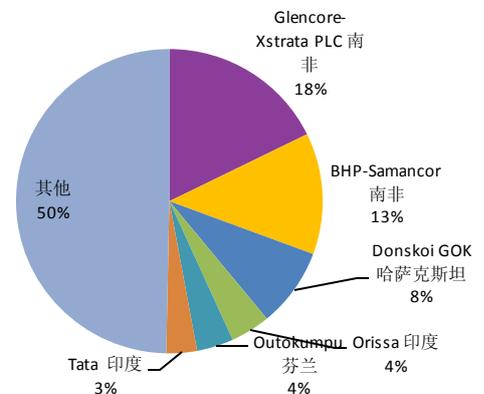
产量国别、企业均高度集中。2015 年南非、哈萨克斯坦、印度和土耳其四国产量占全球的 82%。其中南非产量最大 1500 万吨，占全球的 49%，持续数十年占世界市场的 40%以上份额。全球六大铬矿生产商合计拥有产能 1560 万吨，占 2015 年全球产量的 50%以上。其中嘉能可产能超过 550 万吨/年，占全球的 18%。

图表13： 2015A 铬矿产量国别分布



资料来源:Wind 联讯证券

图表14： 2015A 主要铬矿商产能比



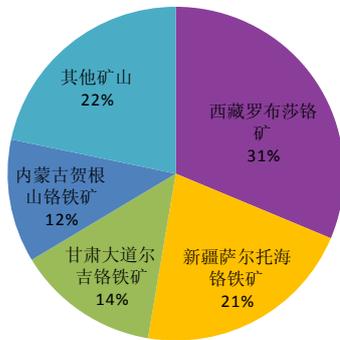
资料来源:互联网 联讯证券

国内铬矿资源匮乏、产量低且规模小。全国共有 56 个铬矿、保有铬矿储量 1078 万



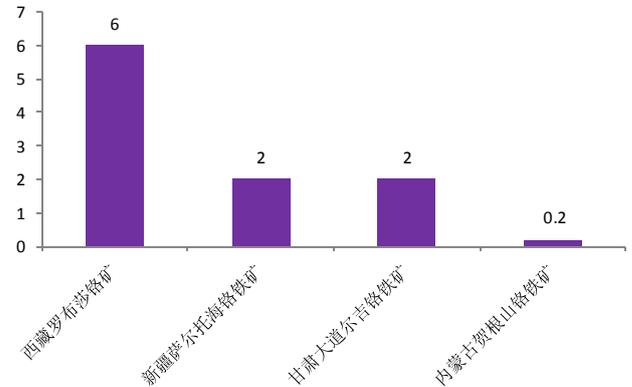
吨，主要分布在西藏、新疆、甘肃和内蒙古等地。储量超过 100 万吨的大型铬矿仅有西藏罗布莎矿区(333.7 万吨)、甘肃大道尔吉矿区(147.9 万吨)、内蒙古贺根山矿区(128.6 万吨)四座。据我们整理，国内铬矿产能为 15-20 万吨/年，产量 12-15 万吨/年。其中，罗布莎矿年产量超过 6 万吨/年位居国内首位。

图表15: 国内铬矿储量分布



资料来源:互联网 联讯证券

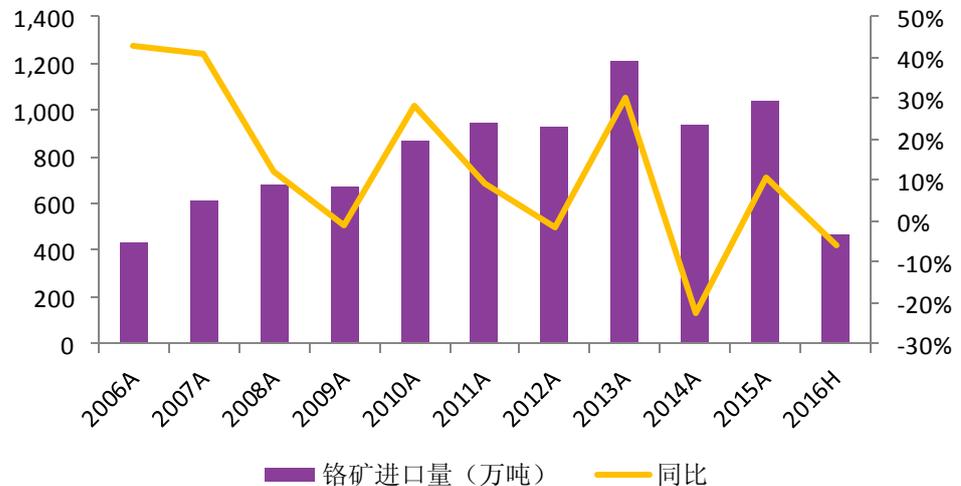
图表16: 国内四大铬矿产量(万吨)



资料来源:互联网 联讯证券

国内进口铬矿超 1000 万吨/年。2015 年全国进口铬矿达 1040 万吨，同比增加 11%。近十年国内铬矿进口量从 400 万吨一路增加涨至超过 1000 万吨，增加 1.5 倍。同时，每年还需进口铬铁 150-200 万吨。

图表17: 中国铬矿进口量



资料来源:Wind 联讯证券

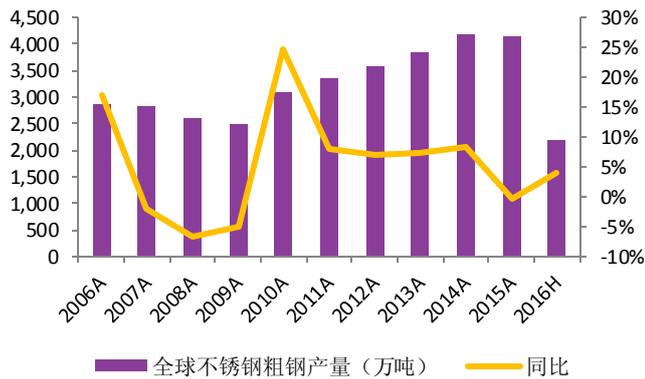
2、需求：不锈钢占消费 90%、中国需求是最大增量

全球不锈钢：2016 年上半年全球不锈钢产量 2,206.7 万吨，同比增加 2%。近十年国外不锈钢产量稳定在 2000 万吨附近，中国贡献了几乎所有增量，是产量增长的主要因素。

中国不锈钢：2016 年上半年产量 1,172.9 万吨，同比增加 8%。近十年中国不锈钢产量占世界比重从 18%增长至目前的超过 50%。



图表18: 全球不锈钢粗钢产量



资料来源:Wind 联讯证券

图表19: 中国不锈钢粗钢产量



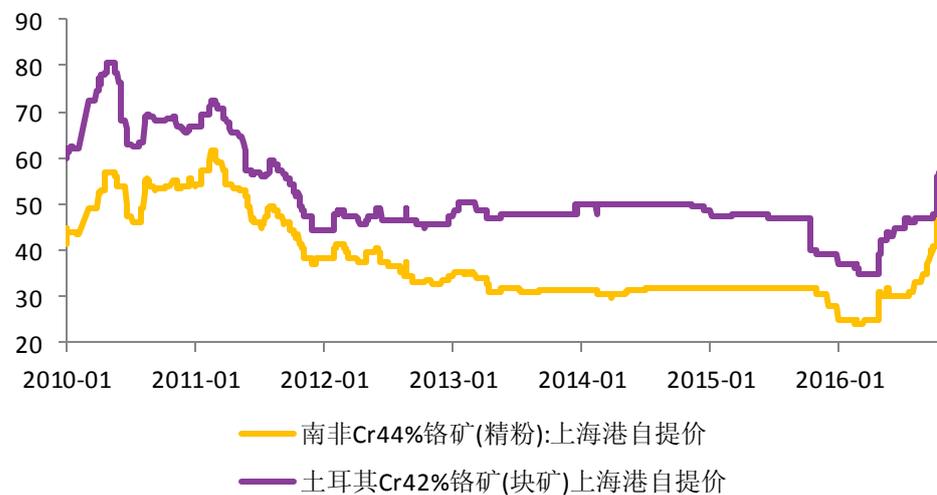
资料来源:Wind 联讯证券

3、价格：触底大幅反弹超 40%、短期强中长期回调压力大

截止至 10 月 17 日，南非 Cr44%铬精粉上海港自提价已涨至 51 元/吨度，同比上涨 59%，较年初上涨 104%；土耳其 Cr42%铬块矿上海港自提价已涨至 57 元/吨度，同比上涨 43%，较年初上涨 54%。

我们认为，中国不锈钢产量大幅增长导致需求增加是价格上涨的主要原因。总体看，南非铬精粉 30 元/吨度较为合理，南非铬块矿 50 元/吨度较为合理。目前价格以及处于偏高的水平，或存在回调可能。

图表20: 铬矿市场价格



资料来源:Wind 联讯证券

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

基于 2016E/2017E/2018E 铬矿产量分别为 2 万吨/2 万吨/5 万吨、锂矿产量分别 0.2 万吨/0.3 万吨/0.3 万吨等假设，预计公司 2016E/2017E/2018E 的归属净利润分别为 48 百万元/71 百万元/136 百万元，对应的 EPS 分别为 0.09 元/0.14 元/0.26 元，对应的 BPS



分别为 4.13 元/4.27 元/4.53 元。

（二）估值：PE 高、PB 低

PE 估值：参考黑色金属开采类可比公司，可以给予公司 2016E/2017E/2018E 分别 239 倍/161 倍/85 倍的 PE。

图表21：可比公司 PE 估值

排名	代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			备注
				TTM	16E	17E	
1	601969.SH	海南矿业	214.11	-217.52	1,911.67	-972.03	铁矿
2	600532.SH	宏达矿业	91.6	-21.38	1,868.42	76.05	铁矿
3	000655.SZ	金岭矿业	49.89	-74.04	-410.78	81.76	铁矿
4	002466.SZ	天齐锂业	406.72	42.65	24.75	21.42	锂
5	002460.SZ	赣锋锂业	238	67.56	36.78	26.21	锂
6	002192.SZ	融捷股份	74.78	259.51	159.65	49.82	锂

资料来源：Wind 联讯证券

PB 估值：参考黑色金属开采类可比公司，可以给予公司 2016E/2017E/2018E 分别 5.33 倍/5.16 倍/4.86 倍的 PB。但同时，一旦公司大规模低成本盐湖提锂技术取得突破，公司 PB 估值则可参考锂可比公司。

图表22：可比公司 PB 估值

序号	代码	证券简称	总市值(亿元)	市净率 PB(MRQ)	备注
1	601969.SH	海南矿业	214.11	5.17	铁矿开采
2	600532.SH	宏达矿业	91.6	5.32	铁矿开采
3	000655.SZ	金岭矿业	49.89	1.63	铁矿开采
4	002466.SZ	天齐锂业	406.72	10.66	锂矿开采及加工
5	002460.SZ	赣锋锂业	238	11.46	锂加工
6	002192.SZ	融捷股份	74.78	10.2	锂矿开采

资料来源：Wind 联讯证券

（三）综合盈利预测及估值：投资评级“买入”、目标价“22 元/股”

我们认为，因公司铬锂产量大幅下降，导致总体盈利能力仍然较弱，但考虑公司的锂铬优质资源具备巨大的盈利潜力。采用 PB 估值，对应 2017 年 5.16 倍 PB,对应目标价位“22 元/股”，投资评级“买入”。

五、风险提示

锂铬产量不及预期、锂铬价格回调超预期、铬项目投产不及预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表 (单位: 百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (单位: 百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1,475	1,728	1,793	1,880	经营活动现金流	307	109	137	213
货币资金	1,007	1,285	1,337	1,446	净利润	36	95	142	208
应收票据	105	52	55	55	折旧摊销	49	49	49	49
应收账款	189	200	205	210	财务费用	13	0	0	0
预付款项	18	50	50	20	营运资金变动	110	-44	-59	-46
其他应收款	47	40	42	44	其他	99	9	5	1
存货	105	100	102	104	投资活动现金流	-16	-91	-96	-120
非流动资产合计	928	1,329	1,491	1,615	资本支出	18	91	96	120
可供出售金融资产	100	100	100	100	其他	1	0	0	0
投资性房地产	19	19	19	19	筹资活动现金流	-240	259	10	16
固定资产	414	405	410	410	借款	242	240	200	200
在建工程	75	111	211	321	其他	-482	19	-190	-184
无形资产	100	454	454	454	现金净增加额	51	278	52	109
长期待摊费用	157	157	157	157					
递延所得税资产	45	40	30	20					
资产总计	2,403	3,057	3,284	3,496					
流动负债合计	329	436	509	523					
短期借款	140	150	161	177	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
应付账款	35	87	142	94	成长能力				
预收款项	32	45	45	42	营业收入	77%	-38%	8%	26%
应付职工薪酬	19	20	20	20	归属母公司净利润	-135%	55%	49%	90%
应交税费	62	79	82	116					
其他应付款	41	55	60	74	获利能力				
非流动负债合计	52.79	52.71	52.71	52.71	毛利率	18%	39%	46%	47%
递延收益-非流动负债	52.59	52.51	52.51	52.51	净利率	4%	17%	16%	20%
负债合计	382	489	562	576	ROE	1.88%	2.23%	3.21%	5.75%
归属于母公司所有者权益	1,650	2,150	2,221	2,357					
少数股东权益	371	418	501	563	偿债能力				
利润表 (单位: 百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	16%	16%	17%	16%
营业收入	911	567	895	1,055	流动比率	4.49	3.96	3.52	3.59
营业成本	749	343	334	413	速动比率	4.17	3.73	3.32	3.40
营业税金及附加	14	11	12	16					
销售费用	20	10	10	12	营运能力				
管理费用	93	100	100	100	资产周转率	0.36	0.21	0.28	0.31
财务费用	-15	-15	-15	-15	存货周转率	4.97	3.36	3.31	4.01
资产减值损失	6	3	5	5					
其他经营收益	-3	-3	-2	0	每股指标(元)				
营业利润	41	111	167	244	每股收益	0.07	0.09	0.14	0.26
营业外收入	5	2	2	2	每股净资产	3.47	4.13	4.27	4.53
营业外支出	3	2	2	2					
利润总额	42	111	167	245	估值比率				
所得税	6	17	25	37	P/E	—	239	161	85
净利润	36	95	142	208	P/B	—	5.33	5.16	4.86
少数股东损益	5	47	71	73	EV/EBITDA	111.83	62.60	19.48	16.73
归属于母公司净利润	31	48	71	136					
EBITDA	85	148	483	559					
EPS(元)	0.07	0.09	0.14	0.26					

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