

# 西藏珠峰 (600338)

证券研究报告

2018年02月06日

## 低成本低估值成长性良好的铅锌巨头

西藏珠峰目前拥有三个铅锌矿山资源量近亿吨，目前仍处于产能爬坡期，18-19年矿产金属量有望出现20%左右的增长。全球锌矿的供应仍存在较大缺口，锌价有望再度上涨。目前公司估值较低，按照17年净利润计算公司PE仅为20倍，低于国内可比铅锌企业。18年公司大概率继续量价齐升，按照我们预测18年PE仅15倍。公司与塔国约定的“巴雅尔别克矿床”采矿权以及“阿格巴矿床”和“恰拉塔矿床”的两个探矿权有望过户，成为公司铅锌板块新的增长点。公司已经具备矿业巨头的三大潜质，Lithium-X收购可能成为公司海外资源扩张的第一步。

现有三个开发中矿山资源量接近亿吨。公司全资子公司塔中矿业拥有位于塔吉克斯坦萨格金州，马钦区阿尔登-托普坎村同一矿脉的派矿、阿矿及北阿矿三个采矿权。公司现有矿石资源量近1亿吨，铅锌金属量合计544万吨，伴生银和铜的品位较高。

**成本明显低于国内铅锌企业。**公司无形资产摊销支出大幅低于行业可比公司；塔国劳动力成本远低于国内。公司16年的吨原矿处理成本仅为173元/吨，铅锌精矿的加权平均成本仅为2798.61元/金属吨，均低于国内大部分铅锌企业的成本，随着开采规模的不断扩大，成本有望继续下降。

**量价齐升的低估值铅锌遗珠。**公司的采选规模有望在2017年达到250万吨，估计将在18-19年规模还将扩大20%至300万吨，产量也有望出现相应提升。18年锌矿有效供给不足，价格有望稳中有升，预计全年均价有望上涨10%以上。公司17年业绩上限对应PE仅为19倍，预计量价齐升的18年PE仅为15倍，均低于可比铅锌公司。

矿业巨头的优势在于拥有低成本的核心矿山，巨头通过持续获得低成本优势矿山而成长。将矿山的成本拆分后，我们认为，矿业企业的核心竞争力表现在三个方面：1，资源判断力；2，矿业项目的管理能力；3，融资能力。**西藏珠峰已经具备了成为矿业巨头的三大潜质。**

**收购世界级锂盐湖，达产后毛利有望超过15亿元。**公司拟通过参股45%的境外子公司要约收购著名海外锂资源上市公司Lithium-X公司100%股权。LIX公司拥有SDLA、Arizaro两大锂盐湖项目100%权益和Pure Energy公司19.9%股权。其中SDLA探明+推断资源量折合碳酸锂204万吨即便是按照1.2万美元/吨电池级碳酸锂价格测算，其年毛利应该在2.4亿美元以上。PE公司拥有的Clayton Valley项目拥有21.8万吨碳酸锂资源量储量。随着后续Arizaro等资源的进一步勘探，有望成为下一个全球锂巨头公司。

**盈利预测与评级：**我们测算公司2017-19年的EPS分别为1.87元、2.40元和3.00元，对应2月5日收盘价37.01元，动态P/E分别为20倍、15倍和12倍。公司PE明显低于其他铅锌企业，18年公司有望迎来量价齐升，锂业资产一旦注入上市公司，业绩有望出现较大增长，因此维持公司“买入”评级。

**风险提示：**铅锌价格下跌的风险，锂价下跌的风险，Lithium-X收购受阻的风险，盐湖开发延期的风险，冶炼项目亏损的风险。

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.01元
目标价格	62.00元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	653.01
流通A股股本(百万股)	158.33
A股总市值(百万元)	24,167.80
流通A股市值(百万元)	5,859.92
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	44.20
一年内最高/最低(元)	54.79/29.18

### 作者

**孙亮** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**杨诚笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxia@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 联系人  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《西藏珠峰-公司点评:铅锌主业持续高增长，优质盐湖收购进展顺利》 2018-01-18
- 《西藏珠峰-公司点评:避免铁矿石悲剧重演，西藏珠峰发起要约收购“锂中东”顶级资源》 2017-12-19
- 《西藏珠峰-公司点评:拟联合收购境外优质盐湖资产，新锂业巨头或诞生》 2017-12-06

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,491.45	1,476.76	2,606.46	3,515.58	4,324.17
增长率(%)	(3.25)	(0.99)	76.50	34.88	23.00
EBITDA(百万元)	249.79	830.52	1,605.75	2,107.44	2,630.76
净利润(百万元)	160.04	650.26	1,221.67	1,570.19	1,957.48
增长率(%)	1,772.02	306.31	87.88	28.53	24.67
EPS(元/股)	0.25	1.00	1.87	2.40	3.00
市盈率(P/E)	151.01	37.17	19.78	15.39	12.35
市净率(P/B)	36.27	18.62	8.44	5.45	3.78
市销率(P/S)	16.20	16.37	9.27	6.87	5.59
EV/EBITDA	54.35	22.07	13.85	9.69	6.96

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资要点

### 核心观点

西藏珠峰目前拥有三个铅锌矿山资源量近亿吨，目前仍处于产能爬坡期，18-19年矿产金属量有望出现20%左右的增长。全球锌矿的供应仍存在较大缺口，锌价有望再度上涨。目前公司估值较低，按照17年净利润计算公司PE仅为20倍，低于国内可比铅锌企业。18年公司大概率继续量价齐升，按照我们预测18年PE仅15倍。公司与塔国约定的“巴雅尔别克矿床”采矿权以及“阿格巴矿床”和“恰拉塔矿床”的两个探矿权有望过户，成为公司铅锌板块新的增长点。公司已经具备矿业巨头的三大潜质，Lithium-X收购可能成为公司海外资源扩张的第一步。

### 关键假设

铅锌价格继续上涨，锂价保持稳定。

### 估值分析

我们测算公司2017-19年的EPS分别为1.87元、2.40元和3.00元，对应2月5日收盘价37.01元，动态P/E分别为20倍、15倍和12倍。公司PE明显低于其他铅锌企业，18年公司有望迎来量价齐升，锂业资产一旦注入上市公司，业绩有望出现较大增长，因此维持公司“买入”评级。

### 与市场预期差

市场对于公司的硬实力没有清晰的认识。我们认为公司已经具备了矿业巨头的三大潜质，已经开始了全球的资源扩张之路。

### 股价催化剂

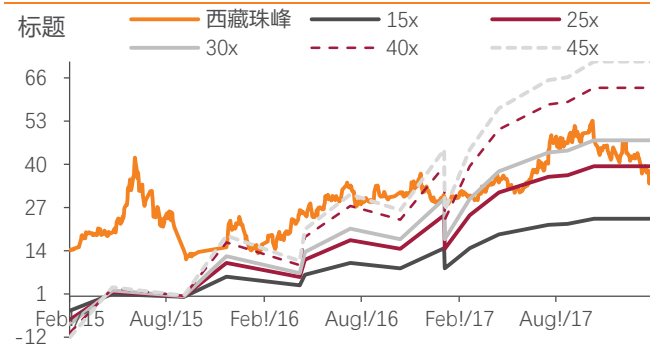
近期：铅锌价格随着旺季到来价格回升。18年补贴政策出台后，新能源行业预期回暖。

中期：Lithium-X收购完成。公司获得塔国巴雅尔别克矿床采矿权以及“阿格巴矿床”和“恰拉塔矿床”的两个探矿权。百亿投资基金募资完毕。

远期：Lithium-X的盐湖项目达产/注入上市公司。公司进一步资源扩张。

### PE-Band

#### 西藏珠峰历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

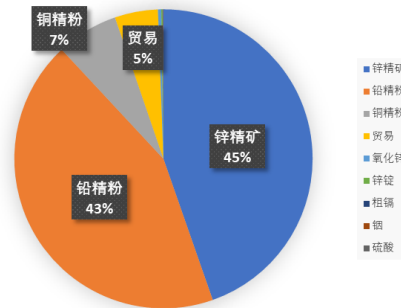
### 公司简介

公司是国内铅锌龙头之一，全资子公司塔中矿业资源量近亿吨，综合成本较低，盈利能力良好。公司正在收购南美锂盐湖开发企业 Lithium-X，有望进入新能源矿产领域。公司联合二股东歌石祥金发起百亿矿业并购基金，有望在 Lithium-X 之后继续资源扩张之路。

### 简要行业分析

铅锌自2016年起进入供不应求状态，17年1-9月全球精炼锌的缺口达到32.1万吨。跟据我们的不完全统计，2018年可能新增锌精矿产能63.1万吨，产能爬坡有过程，实际产量可能远低于产能。全年的供需缺口仍然存在，而全球库存处于历史低位。虽然锌价自16年起涨幅较大，18年有效供给释放较少，锌价有望维持高位。

### 重要图表：2016年公司收入构成



资料来源：公司2016年报，天风证券研究所

### 分产品毛利

单位：百万	2015	2016	2017E	2018E	2019E
锌精矿	209.6	469.5	934.1	1241.5	1516.6
铅精矿 (含银)	306.0	503.9	775.4	910.4	1035.1
铜精矿	64.4	50.7	61.9	72.4	93.5
其他	-41	11	-1	0	8

资料来源：公司2015、2016年报，天风证券研究所

### PB-Band

#### 西藏珠峰历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 低成本低估值成长性好的铅锌巨头</b>	<b>5</b>
1.1. 资源量近亿吨	5
1.2. 成本优势明显	5
1.3. 产量有望继续增长	6
1.4. 锌价有望继续上涨，公司盈利有望超出预期	7
1.5. 铅锌量价齐升的低估值遗珠	8
1.6. 阿尔登地区资源潜力较大，公司有望获得新矿权	8
<b>2. 西藏珠峰已经具备了矿业巨头的三大潜质</b>	<b>8</b>
2.1. 矿业企业的核心优势是成本	9
2.2. 西藏珠峰已经在三个方面获得优势	9
2.3. 资源判断力是重中之重	10
2.3.1. 资源情况至关重要	10
2.3.2. 勘探的性质决定了资源的不确定性	10
2.3.3. 勘探到开发中蕴藏重大增值空间	11
2.4. 引入经验丰富的首席地质师保障公司资源判断力	12
2.5. 公司海外运营管理经验丰富 有望继续低成本资源扩张	12
2.5.1. 中亚矿山起家 海外经验丰富	12
2.6. 成立百亿矿业基金 融资能力有保障	13
<b>3. Lithium X 有望成为公司全球资源扩张的首个标的</b>	<b>13</b>
3.1. Lithium-X 拥有三大盐湖，潜力比肩顶级巨头	14
3.2. Lithium-X 经营团队履历优秀，堪称锂业伯乐	14
3.3. SDLA 项目 2018 年底投产，2019 年有望贡献利润	15
3.4. SDLA 生产成本全球最低一档，具备长周期强竞争力	16
3.5. Arizaro 项目-全球第三大盐湖，资源潜力巨大	17
3.6. Clayton Valley 项目-近水楼台：离特斯拉最近的盐湖，围绕成熟盐湖	18
3.7. 未来有望全部装入上市公司	20
3.8. Lithium X 可能仅仅是个开始	20
<b>4. 盈利预测与评级</b>	<b>20</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1：公司固定资产摊销明显低于其他公司（单位万元）	6
图 2：塔国人工成本低于国内	6
图 3：公司原矿采选量不断增加（单位：万吨）	7
图 4：LME 锌库存处于历史低位	8
图 5：LME 铅库存处于历史低位	8
图 6：公司已经具备了矿业巨头的三大潜质	10

图 7: 钻探剖面图可以看出钻孔间隔.....	11
图 8: 矿业全生命周期现金流情况.....	11
图 9: 勘探结果、矿产资源和矿石储量的一般关系.....	12
图 10: 华融华侨为海外华侨提供金融服务.....	13
图 11: 公司两大优质项目均位于南美锂三角.....	14
图 12: 公司 SDLA 项目位于南美锂三角.....	15
图 13: SDLA 和 Arizaro 项目处于成熟矿区, 基础设施条件良好降低开发成本.....	17
图 14: 全球主要锂资源项目成本.....	17
图 15: 铁路公路横穿 Arizaro 盐湖.....	18
图 16: Clayton Valley 近水楼台: 离特斯拉最近的盐湖, 围绕成熟盐湖.....	19
图 17: TERRA COTTA 项目位于锂三角中部.....	19
图 18: 中亚资源丰富.....	20
表 1: 公司资源量接近亿吨.....	5
表 2: 公司铅锌成本低于可比公司成本.....	6
表 3: 18 年铅锌矿山扩产有限.....	7
表 4: 公司 17 年 P/E 低于其他可比上市公司.....	8
表 5: 影响精矿成本的因素可以归结为三大矿业企业的竞争力.....	9
表 6: 仅 SDLA 项目便跻身全球前列.....	14
表 7: SDLA 项目资源量大.....	15
表 8: SDLA 资源量排在锂三角盐湖前列.....	15
表 9: 按照海外保守价格计算 达产后 SDAL 项目毛利超过 2.4 亿美元.....	16
表 10: 公司业绩有望在量价齐升中不断增长.....	20

## 1. 低成本低估值成长性好的铅锌巨头

西藏珠峰目前拥有三个铅锌矿山资源量近亿吨，目前仍处于产能爬坡期，18-19 年矿产金属量有望出现 20%左右的增长。全球锌矿的供应仍存在较大缺口，预计进入三四月传统旺季之后，锌价有望再度上涨。目前公司估值较低，按照 17 年净利润上限计算公司 PE 仅为 19 倍，远低于国内可比铅锌企业。18 年公司大概率继续量价齐升，铅锌产业的成长性良好。公司与塔国约定的“巴雅尔别克矿床”采矿权以及“阿格巴矿床”和“恰拉塔矿床”的两个探矿权有望过户，成为公司铅锌板块新的增长点。

### 1.1. 资源量近亿吨

现有三个开发中矿山资源量接近亿吨。公司全资子公司塔中矿业拥有位于塔吉克斯坦萨格金州，马钦区阿尔登-托普坎村同一矿脉的派矿、阿矿及北阿矿三个采矿权。公司现有矿石资源量近 1 亿吨，铅锌金属量合计 544 万吨，伴生银和铜的品位较高。

表 1：公司资源量接近亿吨

公司塔国矿权	资源量（万吨）	铅金属量（万吨）	平均品位	锌金属量（万吨）	平均品位	伴生金属及品位情况
派-布拉克	78.46	2.66	3.39	2.45	3.12	银品位 50 克/吨，金属量 74.74 吨； 铜品位 0.26%，金属量 0.46 万吨
阿尔登-托普坎	2628.63	56.34	2.14	64.77	2.46	银品位 39.9 克/吨，金属量 1048.82 吨； 铜品位 0.20%，金属量 5.26 万吨
北阿尔登-托普坎	7220.42	182.63	2.53	235.13	3.26	银品位 34.65 克/吨，金属量 2501.88 吨； 铜品位 0.12%，金属量 8.66 万吨
总计	9927.51	241.63		302.35		

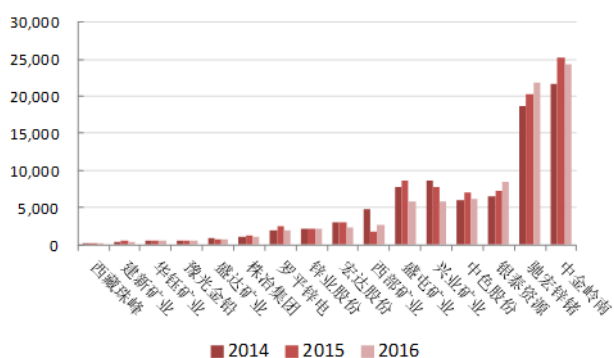
资料来源：公司 2016 年年报，天风证券研究所

### 1.2. 成本优势明显

**低成本优势明显。**公司主要通过不低于 3000 万美元投资承诺，两年内建设配套选厂以及满足相关用工要求等经济就业承诺形式获得矿权，无形资产摊销支出大幅低于行业可比公司。公司 2014-2016 年无形资产摊销支出分别为 80.87 万元、103.61 万元和 15.04 万元，显著低于铅锌行业可比上市公司。目前塔中矿业 80%以上员工为塔国当地人，当地矿工月用工成本均在 2000 元左右，显著低于统计局 2016 年国内采矿业生产人员平均 53300 元/年的平均成本。公司 16 年的吨原矿处理成本仅为 173 元/吨，随着矿区开采规模逐步达到设计产能，吨原矿处理成本有望继续下降。公司铅锌精矿的加权平均成本仅为 2798.61 元/金属吨，低于国内大部分铅锌企业的成本。

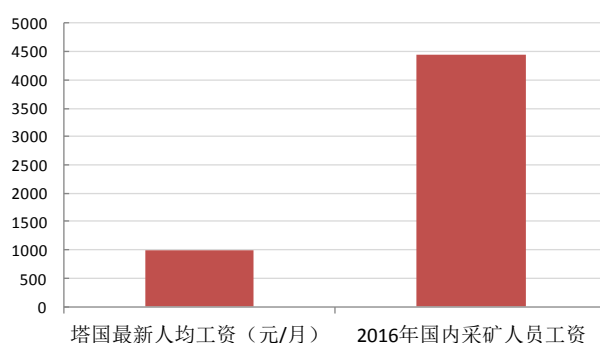


图 1：公司固定资产摊销明显低于其他公司（单位万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：塔国人工成本低于国内



资料来源：塔吉克斯坦统计局，国家统计局，天风证券研究所

表 2：公司铅锌成本低于可比公司成本

	西藏珠峰	盛达矿业	华钰矿业	中金岭南*	建新矿业
16 年采选规模（万吨）	222.43				244.38
16 年矿业开采成本（万元）	39923.26				49449.85
吨原矿处理成本（元/吨）	<b>179.49</b>				202.35
锌金属量（万吨）	7.30	1.96	2.23	32.20	8.55
锌成本（万元）	20119.91	10273.44	5501.22	189680.87	42209.36
锌单位成本（元/吨）	2754.87	5250.27	2468.62	5890.71	4935.68
铅金属量（万吨）	5.18	1.97	2.83		1.48
铅成本（万元）	14823.26	4585.85	16310.32		7240.49
铅单位成本（元/吨）	2860.25	2323.72	5757.52		4907.82
铅锌加权平均单位成本	<b>2798.61</b>	3780.76	4309.45	5890.71	4931.59

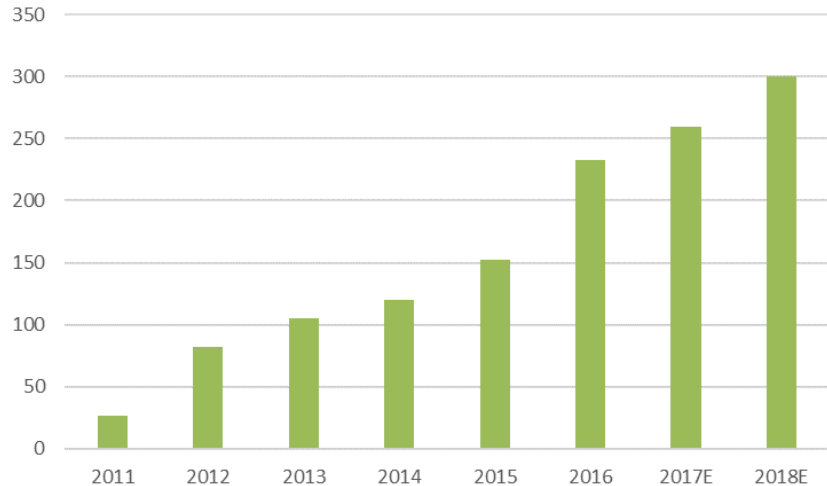
\*中金岭南铅锌未分开披露，只能将铅锌放在在锌产量中一起计算

资料来源：公司 2016 年年报，天风证券研究所

### 1.3. 产量有望继续增长

**产量有望继续增长。**公司的铅锌矿仍处于产能爬坡期，2016 年采选规模为 222.43 万吨，公司目前拥有选矿产能 300 万吨。2017 年公司规划完成原矿开采 270 万吨，完成选矿 250 万吨。随着深部开拓工程的不断推荐，公司有望逐步达到设计产能，在入选品位不发生大幅波动的情况下，精矿含金属量至少还有 20%的扩展空间。如果按照以往的产量增幅推测，公司有望在 18-19 年达到 300 万吨的采矿规模。

图 3：公司原矿采选量不断增加（单位：万吨）



资料来源：公司 2016 年年报，公司 2015 年年报，公司 2015 年发行股份购买资产暨关联交易报告书，天风证券研究所

### 1.4. 锌价有望继续上涨，公司盈利有望超出预期

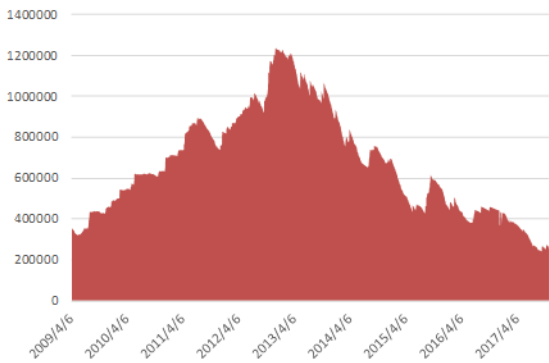
**锌：供应缺口仍在，均价涨幅有望超过 10%。**按照国际铅锌研究小组的统计，17 年 1-9 月全球精炼锌的缺口达到 32.1 万吨。跟据我们的不完全统计，2018 年可能新增锌精矿产能 63.1 万吨，产能爬坡有过程，实际产量可能远低于产能。全年的供需缺口仍然存在，而全球库存处于历史低位。锌矿与锌锭持续紧张，锌价 17 年 12 月末至 18 年 1 月的传统淡季累计上涨超过 10%。17 年锌价前低后高，均价在 2.3 万元/吨左右，18 年锌矿有效供给不足，价格有望稳中有升，预计全年均价有望上涨 10%以上。

表 3：18 年铅锌矿山扩产有限

公司	矿山	资源量 (百万 吨)	品位		设计产能（金属量，吨）	预计产能（锌万吨）	
			铅	锌		2017	2018
MMG	DUGALD RIVER	65	—	12.00%	锌 17 万吨，17 年底建成	0.0	17.0
vedanta	Gamsberg	183	0.50%	6.30%	锌 25 万吨，18 年下半年投产	0.0	25.0
nyrstar	Myra Falls	—	—	—	锌 1.5 万吨，18 年中期投产	0.0	1.5
red river	Thalanga	1.7	2.10%	7.50%	锌 2.14 万吨，铅 0.5 万吨，17 年底投产	0.0	2.1
Auctus Minerals	Mungana	—	—	9.50%	17 年下半年达产，锌 1 万吨	1.0	2.5
	King Vol	—	—	11.20%	18 年投产，与 Mungana 合计达 2.5 万吨锌		
New Central Resource	central	锌 260 万吨，铅 70 万吨	—	—	可行性研究中，有望在 18 年后的 3 年生产 150 万吨锌精矿。其中 18 年产锌精矿 20 万吨，折合锌 10 万吨	0.0	10.0
Glencore	Lady Loretta	—	—	—	矿山复产，预计 2018 年下半年投产，设计产能 18.9	0.0	5.0
Votorantim	Hilanion	—	—	—	锌 25 万吨，2018 年投产	0.0	0.0
总计						1.0	63.1

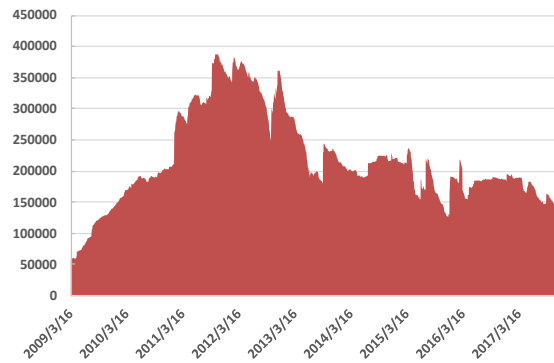
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4: LME 锌库存处于历史低位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: LME 铅库存处于历史低位



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.5. 铅锌量价齐升的低估值遗珠

公司 17 年利润上限对应 PE 仅为 19 倍, 低于国内其余铅锌企业。按照公司 1 月 18 日的业绩预盈公告, 17 年公司净利润为 11 亿元-12.5 亿元, 对应 2 月 2 日市值, 17 年 PE 均值仅为 20 倍, 低于国内披露业绩预告的铅锌上市公司。

表 4: 公司 17 年 P/E 低于其他可比上市公司

	西藏珠峰	盛达矿业	华钰矿业	中金岭南	驰宏锌锗	建新矿业	银泰资源
2 月 2 日市值 (亿元)	234.95	93.08	99.56	287.48	402.72	124.53	216.33
17 年利润下限 (亿元)	11.0	3.5	2.9	10.0	11.5	3.9	2.8
利润下限 PE	21.4	26.6	34.9	28.7	34.9	32.3	77.3
17 年利润上限 (亿元)	12.5	4.1	3.2	11.5	11.5	4.5	3.5
利润上限 PE	18.8	22.7	31.1	25.0	34.9	27.7	61.8
PE 均值	20.1	24.6	33.0	26.9	34.9	30.0	69.5

资料来源: Wind, 天风证券研究所

量价齐升, 预计 18 年公司 P/E 仅为 15 倍。按照公司目前的开采规模情况和铅锌价格走势, 我们认为 18 年公司的铅锌产量有望增长 10%-12%; 铅锌均价有望上涨 10%, 公司的净利润有望达到 15.7 亿元, PE 仅 15 倍。

### 1.6. 阿尔登地区资源潜力较大, 公司有望获得新矿权

公司即将达成获得新三矿权的条件。2016 年四季度公司公告与塔国政府拟签订“北阿矿投资协议之补充协议”, 协议规定公司塔中矿业建设 5 万吨铅冶炼项目达产后并启动 5 万吨锌冶炼项目建设, 塔国政府通过谈判移交“巴雅尔别克矿床”采矿权以及“阿格巴矿床”和“恰拉塔矿床”的两个探矿权的流程。公司 5 万吨铅冶炼项目已经于 2017 年 11 月 16 日竣工, 预计将在 18 年达产, 按照协议, 三新矿权的谈判和移交有望展开。这有助于公司进一步加强对整个阿尔登托普坎矿区资源的控制力。

塔中矿业铅锌矿床位于南天山西段铅锌金银铜多金属成矿带上, 阿尔登-托普坎铅锌矿田、阿特拉斯曼超大型银铅锌矿田是该成矿带上最大的铅锌银矿集区。阿尔登-托普坎矿田内包括有十余处中大型规模的铅锌矿床, 保有铅锌总矿石量 3 亿吨。除现有三个采矿权外, 公司所在的阿尔登-托普坎矿区还有 11 个矿权, 对应矿石总资源量 8000-9000 万吨, 铅锌综合品位一般, 但银铜品位较高。

## 2. 西藏珠峰已经具备了矿业巨头的三大潜质

矿业巨头的优势在于拥有低成本的核心矿山, 巨头通过持续获得低成本优势矿山而成长。将矿山的成本拆分后, 我们认为, 矿业企业的核心竞争力表现在三个方面: 1, 资源判断力; 2, 矿业项目的管理能力; 3, 融资能力。西藏珠峰已经具备了成为矿业巨头的三大潜



质。中亚铅锌资产有望迎来量价齐升，业绩有望继续增长；收购 Lithium-X 有望成为公司厚积薄发的第一步。

## 2.1. 矿业企业的核心优势是成本

有色金属的价格几乎完全由供需（以及人们对供需的预期）决定，与完全竞争市场有相似性。对既无法决定价格，成本的可调节空间又不大的有色金属矿业企业来说，**成本优势是绝对优势**。

标准精矿成本 = (原矿处理成本 + 矿山获得成本) \* (原矿精矿比) + 单位财务成本

$$\text{原矿精矿比} = \frac{\text{精矿品位} * \text{回收率}}{\text{原矿品位}} * (1 + \text{贫化率})$$

(注：标准精矿成本为矿山全生命周期成本。)

将成本的影响因素进行归类，可以看出，成本实质上只与资源状况、运营情况和财务成本相关。对应矿业企业的三大核心竞争力：1，资源判断力；2，矿业项目管理能力；3，融资能力。对应国际化的矿业巨头，三大核心竞争力可以扩展为：1，全球范围内的资源判断力；2，国际矿业项目的管理能力；3，多货币融资能力。

表 5：影响精矿成本的因素可以归结为三大矿业企业的竞争力

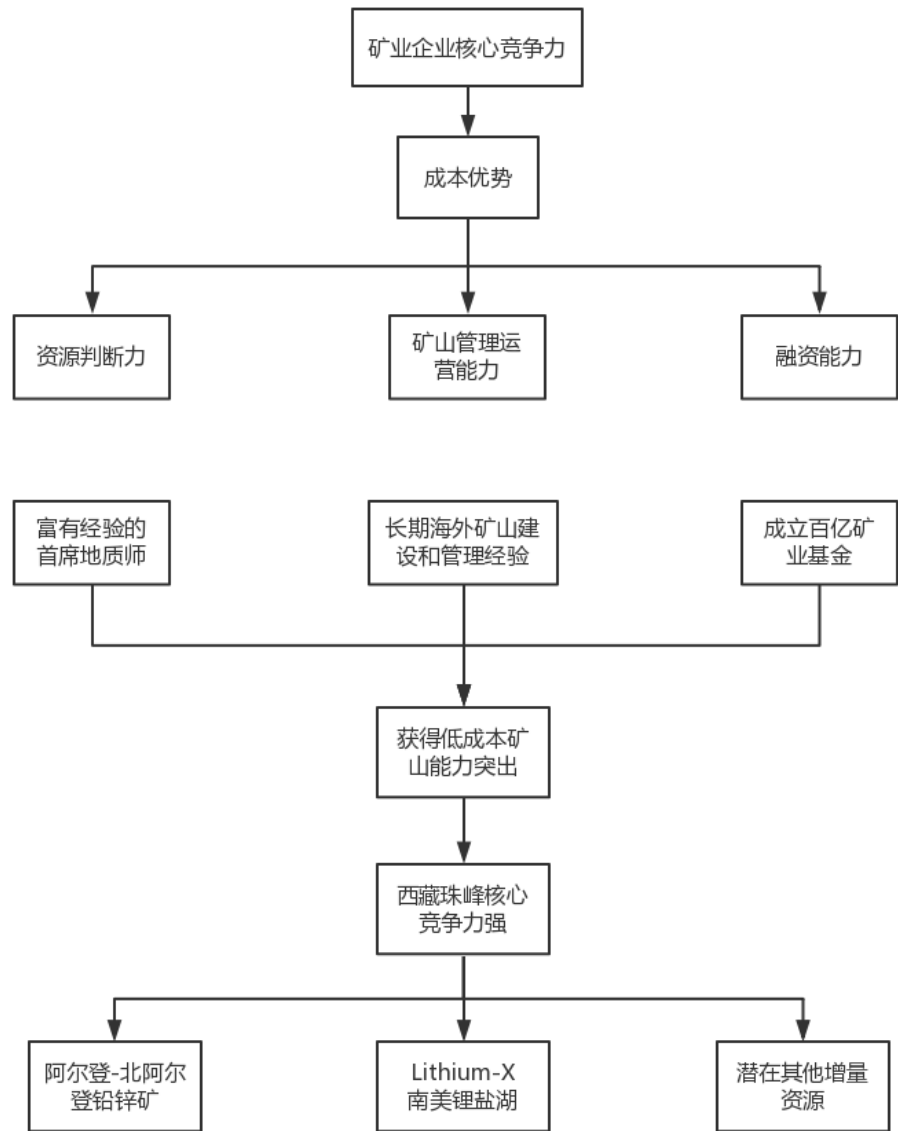
核心竞争力	关键因素			
资源状况相关	<b>原矿品位</b>	可研贫化率	可研回收率	<b>获得矿山的费用</b>
矿山运营相关	原矿处理成本	实际贫化率	实际回收率	
融资能力相关	单位财务成本			
其他	标准精矿品位			

资料来源：天风证券研究所

## 2.2. 西藏珠峰已经在三个方面获得优势

公司非常重视培养全球资源判断力，引入具有 30 年地质勘探经验，并具有多年海外项目经验，澳大拉西亚协会院士任小华出任首席地质师；国际矿业运营管理方面，公司主力矿山阿尔登-北阿尔登铅锌矿位于塔吉克斯坦，公司进行恢复生产，扩建，运营中积累了海外项目的运营能力；多货币融资方面，公司与上海歌石祥金投资合伙企业（以下简称歌石祥金）和华融华侨资产管理股份有限公司（以下简称华融华侨）成立 100 亿矿业投资基金。可以说西藏珠峰已经具备了矿业巨头的三大潜质。

图 6：公司已经具备了矿业巨头的三大潜质



资料来源：天风证券研究所

### 2.3. 资源判断力是重中之重

从公式中可以看出，与资源本质相关的原矿品位与成本是乘数效应，至关重要；但收购矿山的成本一般也和资源情况成正比；好资源一般不便宜。勘探和采矿之间存在矿权交易市场，具有资源判断力的企业有望在这一市场中买到便宜的好资源。公司对于资源判断力非常重视，引入经验丰富的首席地质师，加强自身的资源判断力，为未来优秀资源增量打下基础。

#### 2.3.1. 资源情况至关重要

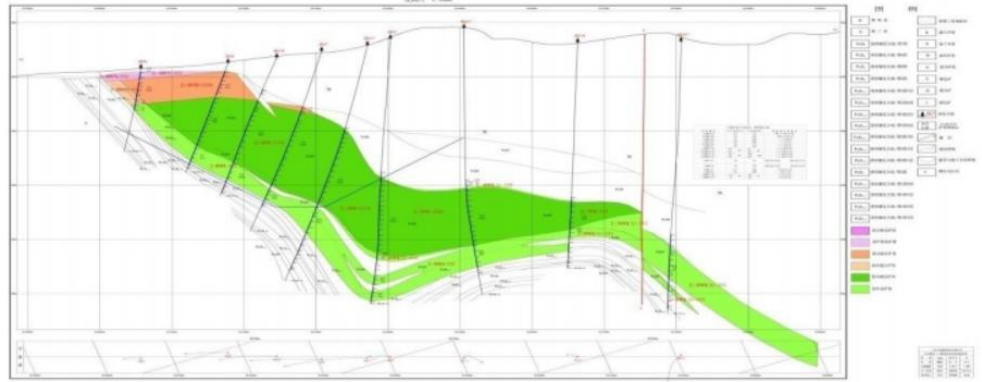
从公式中可以看出，原矿品位对成本的影响是乘数效应，同时也是资源之间区别最大的因素。矿体厚度，矿脉分布是否连续，矿脉深度，当地水系是否发育等资源相关状况也影响到资源的经济性指标。同时，获得资源的成本也在很大程度上影响着矿山全生命周期的成本。可以说资源状况是矿业成本最核心的影响因素。勘探是获得资源状况的唯一途径。

#### 2.3.2. 勘探的性质决定了资源的不确定性

勘探工作本身存在不确定性。有色金属勘探主要步骤是通过遥感地质勘查技术（业内简称

“遥感”)在大范围内圈定地质异常可能出现的地区(部分国家这一工作由政府相关部门完成),通过地球物理勘查技术(业内简称“物探”)寻找具体地质异常可能出现的位置,结合地球化学勘查技术(业内简称“化探”)对成矿理论和位置进行推断;最后通过钻孔获取岩芯样本进行测试,实际验证。钻孔获得岩芯样本最直接也最有效。但钻孔不可能连续,即使达到详查标准的钻孔仍有几十米至上百米的间隔,中间的部分需要依靠理论和经验建模推测。地质师的经验水平不一,可能得出不同结论。

图 7: 钻探剖面图可以看出钻孔间隔

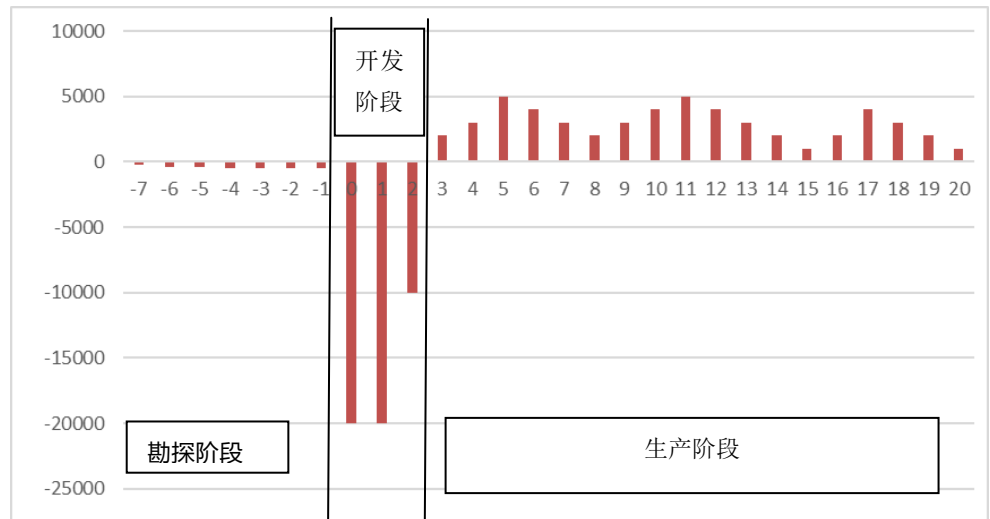


资料来源:《中矿资源招股说明书》,天风证券研究所

### 2.3.3. 勘探到开发中蕴藏重大增值空间

勘探和矿业中间存在矿业权交易市场。矿业可以大致分为两个阶段:资源勘探和矿业生产(中间有矿业开发)。勘探阶段从获得探矿权到可行性研究一般持续 5-7 年(部分项目持续时间更长),这一阶段的投资额较小,风险较大。海外勘探阶段主要由独立勘探人或者小型勘探公司进行,国内主要由地勘单位完成。这些企业的资金实力有限,很难负担开发阶段动辄上亿的资金需求,一般都是找矿业公司卖掉或者联合开发。

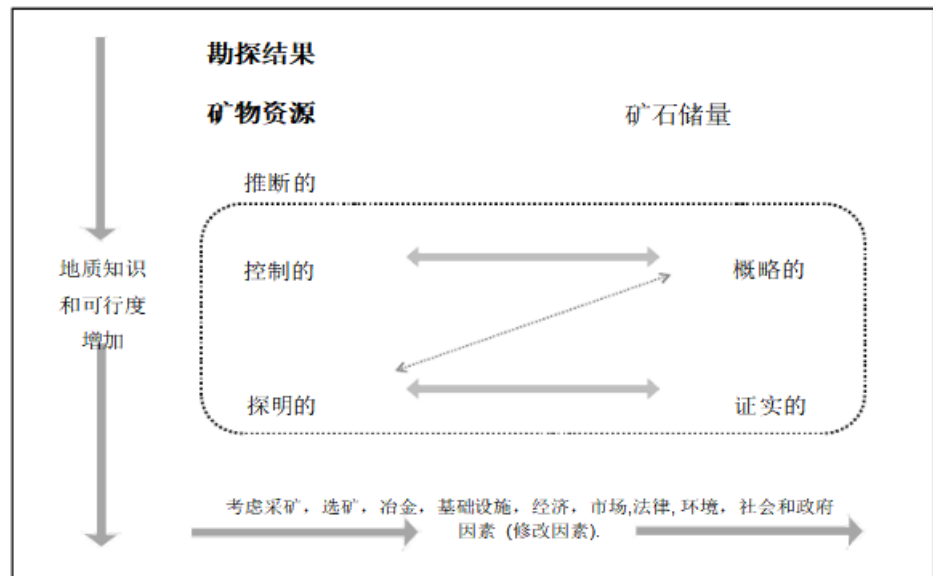
图 8: 矿业全生命周期现金流情况



资料来源:《The JORC CODE 2012 中文版》,天风证券研究所

资源的不确定性较强。矿权的地址报告中经济的可研的探明储量一般仅为总资源量的一小部分;由勘探活动本质决定资源量部分存在较大不确定性。需要富有经验的地质和采矿专家对资源进行解读和验证,才能确认资源的潜力。

图 9：勘探结果、矿产资源和矿石储量的一般关系



资料来源：《The JORC CODE 2012 中文版》，天风证券研究所

**资源判断力强的公司善于发现矿权价值。**一般来说好货不便宜在矿业权交易中仍然有效，但由于资源的不确定性决定了资源判断力强的矿业企业，有可能发现资源的潜在价值，用较低的价格获得优质资源。权交易蕴含巨大增值空间。

**资源勘探的涉及面广，需要资深专家团队。**资源勘探是融合多学科、多方法、多工种的应用学科，除了本身专业知识外，地质师的经验也很重要。富有实地经验的地质师对地质报告的解读和资源的把握往往更加精准，发现更大资源潜力的可能性也越高。矿业公司的资源判断力可以说与地质师团队直接相关。

#### 2.4. 引入经验丰富的首席地质师保障公司资源判断力

**具有丰富国际地质经验的首席地质师。**公司是国内少数重视资源判断力的矿业公司之一，也是少数年报中将总地质师列为高管的矿业公司之一，可以看出公司对地质师团队建设的重视程度。公司在 2016 年引入任小华博士担任总地质师。任小华博士为中国地质学会理事，陕西省有突出贡献专家，澳大利亚 AusIMM（冶金地质协会）院士，澳大利亚 JORC 资源/储量标准高级资格人，JORC 标准 2012 中文版审校之一，曾参与国家紧缺资源攻关课题，科技部“十一五”科技支撑计划项目等重要科研课题**理论水平过硬**；从事地质找矿、矿床勘查、资源评价、勘探技术管理、矿产资源量/储量估算方面工作三十多年，**地质工作经验丰富**；在西北地质勘查局任职期间，西北地勘局子公司西色国际陆续投资了雷纳德·谢尔夫铅锌矿项目、盈地金矿项目和格林威尔斯金矿项目，**拥有海外项目经验**。公司已经拥有较好的资源判断力，有望在未来的资源收购中显示出来。

#### 2.5. 公司海外运营管理经验丰富 有望继续低成本资源扩张

矿山管理运营会影响原矿处理成本以及实际贫化率和回收率，从而影响成本。有色金属矿的采选属于成熟技术，矿业企业之间差异大部分来自管理能力的强弱。涉及到国际项目时，除了矿业管理本身的要求外，还需要矿业企业熟悉当地法律，维护好原住民关系等。公司子公司塔中矿业在塔吉克斯坦用十年时间完成了恢复矿山，开拓巷道，扩大采选规模等工作，积累大量海外运营管理经验。目前运营的三个矿区资源量大，品位较高，近年来采选能力不断扩大，回收率也有望继续提升，盈利能力也有望随着铅锌上涨不断上升。随着公司的冶炼产能落成，塔国承诺交付的其他三个矿山有望交割，届时公司掌握的资源量有望进一步提升。

##### 2.5.1. 中亚矿山起家 海外经验丰富

**塔中矿业十余年中亚矿山管理。**公司子公司塔中矿业成立与 2007 年，主要资产为阿尔登地区的阿尔登铅锌矿，北阿尔登铅锌矿和派-布拉克铅锌矿。矿区曾经由苏联主导开采，苏联解体后一直荒废，公司入主后开始恢复生产，开拓巷道，新建选矿厂，公司采选规模从

2011 年的 26.75 万吨提升至 2016 年的 232.93 万吨。在这一过程中，公司管理层积累了海外矿山运营的全套经验。

## 2.6. 成立百亿矿业基金 融资能力有保障

国际融资能力是矿业企业进行资源扩张的基石。

公司与二股东歌石祥金、华融华侨等成立以西藏珠峰为主要劣后方发起设立中、规模达 100 亿人民币（或等值美元）的并购基金。已经确认的有限合伙人劣后级份额有中国四大资产管理公司之一华融资产管理公司的全资子公司华融致远投资控股 51% 的华融华侨资产公司参与。其拟以自有或自筹资金认购不超过 10 亿元劣后份额。而公司与二股东上海歌石祥金也拟以自有或自筹资金认购不超过 10 亿元劣后份额。

同时，华融华侨下属基金管理公司与西藏珠峰及歌石祥金一起认购普通合伙人份额，担任并购基金管理人。根据其网站介绍，华融资产是经国务院批准，由财政部、中国人寿保险（集团）共同发起设立的国有大型非银行金融企业，为中国四大金融资产管理公司之一，2015 年在香港联合交易所主板上市，股票代码为 2799.HK。截至 2016 年末，其总资产达 14,119.7 亿元，继续保持中国最大资产管理公司地位，净利润达 231.1 亿元。

此次参与合作方华融华侨资产，是由华融资产（持股 51%）和汕头市政府出资设立，属于华融资产一级子公司，为海内外华侨提供金融管理服务。

图 10：华融华侨为海外华侨提供金融服务



资料来源：华融华侨官网，天风证券研究所

## 3. Lithium X 有望成为公司全球资源扩张的首个标的

公司在 17 年 12 月 18 日发布公告，拟向参股子公司 NNEL（公司持股 45%）提供 2.65 亿加元的财务资助额度，并出具融资承诺函用以收购 Lithium-X。

按公司所拥有的资源量计算，200 万吨碳酸锂当量的资源量大约与全球第三大盐湖提锂供应商 FMC 的 190.28 万吨相当，FMC 当前年产能为 1.8 万吨碳酸锂和 1 万吨氢氧化锂（2 万吨在建）。市值约为 120 亿美元，2016 年其归母净利润为 2.09 亿美元。



表 6：仅 SDLA 项目便跻身全球前列

公司	盐湖	碳酸锂 (万吨)	镁锂比	锂盐设计产能	产能 (碳酸锂, 万吨)			
					2017	2018	2019	2020
SQM	Salar de Atacama (智利)	1109.997	6.4	已有碳酸锂产能4.8万吨, 氢氧化锂0.6万吨; 2017年底氢氧化锂扩产至1.3万吨, 2018年碳酸锂扩产至6.3万吨	5.6	6.2	7.6	7.6
ALB	Salar de Atacama (智利)	380.5704	6.4	目前产能4.4万吨, 预计2020年提升到8万吨	3	3.7	4.4	4.6
FMC	Salar del Hombre Muerto	190.2852	1.4	氢氧化锂1万吨, 碳酸锂1.8万吨; 一期0.8万吨氢氧化锂17年Q3达产, 二期1.2万吨2019年达产	3.6	3.6	4.8	4.8
Orocobre	Salar de Olaroz	121	2.8	一期1.75万吨碳酸锂已投产, 二期1.75万吨碳酸锂2019年投产	1.2	1.6	3.5	3.5
Li3	Maricunga(智利)	57.4	6.63	可行性研究中, 最快2019年以后投产	0	0	—	—
Enirgi Group	Rincon	480	8.6	5万吨, 2018年下半年投产	0	1	3	5
Comibol	Salar de Uyuni (玻利维亚)	2907.135	18.6	5万吨, 2018年底建成	0	0	2.5	5
Neo Lithium	3Q	—	—	3.5万吨, 2019年投产	0	0	1	2.5
Lithium Americas	Cauchari-Olaroz	270	2.4	总产能5万吨, 一期2.5万吨锂盐, 2019年试生产	0	0	0	2.5
Galaxy Resource	Sai de vida	723.3	2.2	设计产能2.5万吨, 2020后投产	0	0	0	0
Lithium X	Sal de los Angeles	205	3.8	2万吨碳酸锂, 可行性研究中	0	0	0	0
ALB	Antofalla	—	—	勘探中	0	0	0	0
international lithium	Mariana	186.6	14	正在进行可行性研究	0	0	0	0
ERAMET	Centenario	>700	—	2万吨, 2021年底投产	0	0	0	0
Orocobre	Salinas Grand	—	—	1万吨, 投产时间未知	0	0	0	0

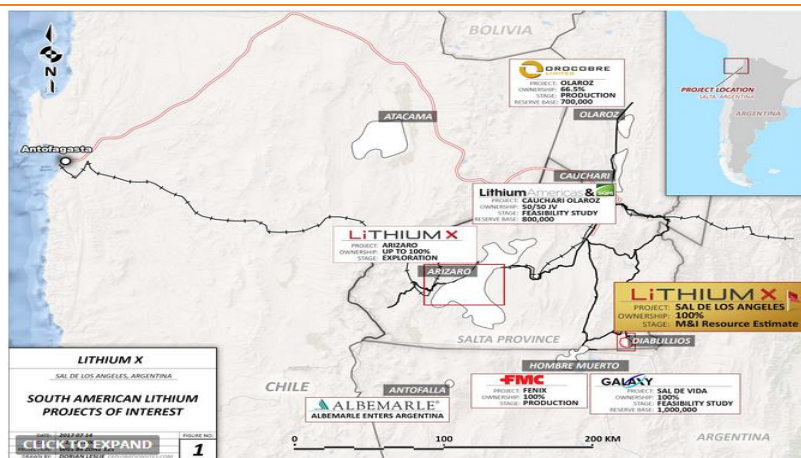
资料来源: Lithium-X 官网, 天风证券研究所

### 3.1. Lithium-X 拥有三大盐湖, 潜力比肩顶级巨头

此次要约收购的 Lithium-X 属于世界知名在开发锂盐湖资源公司, 拥有三个优质项目。其中 SDLA (100%权益, 拥有符合 43-101 标准的资源量折合碳酸锂 204.4 万吨, 锂含量平均约为 500ppm, 镁锂比 3.8) 和 Arizaro (100%权益, 锂 Atacama 只有约 100 公里, 面积约为 SDLA 的四倍、Atacama 的两倍, 是全球最大的未开发盐湖) 都位于锂资源的“中东”南美锂三角地区 (阿根廷、智利、玻利维亚交界处)。比邻全球优质的 Atacama 和 FMC 的 Salar de hombre Muetro。

此地区的锂原料产量以碳酸锂计占全球 50%, 资源量占全球 57.8%。全球最大的锂资源三大巨头供应商 ALB、SQM、FMC 都位于这一地区。包括全球最大盐湖 Salar de Uyuni、全球第三大干盐湖 Salar de Atacama。这一地区有着锂含量高、镁锂比低、蒸发量大等得天独厚的优点, 是全球最重要的锂资源基地。第三个参股 19.9% 的 Pure Energy (第一大股东,) 则位于特斯拉供应商 Silver Peak 盐湖周围, Pure Energy 的 Clayton Valley 项目规划产能折合 0.91 万吨碳酸锂当量。

图 11: 公司两大优质项目均位于南美锂三角



资料来源: Lithium-X 官网, 天风证券研究所

### 3.2. Lithium-X 经营团队履历优秀, 堪称锂业伯乐

Lithium-X 公司的董事会主席 Paul Matysek 过去十年曾先后创立三家矿业公司, 最终都成功被并购, 其中包括被银河资源收购的 Lithium One。其技术总监是前 Rockwood 锂业公

公司的南美总裁 (Rockwood 于 2014 年被 ALB 以 62 亿美元收购)。海外勘探项目到孵化转让是一条很成熟的产业, 凭借慧眼识珠的本领和上市公司的融资功能将好资源孵化后转让为大公司减少了很多勘探和初期成本。

### 3.3. SDLA 项目 2018 年底投产, 2019 年有望贡献利润

公司三个项目都处于成熟矿区, 基础设施完善、交通便利, 这将大幅缩短项目开发时间。其中 Sal de los Angeles 项目属于优质卤水, 距离 Galaxy 的 VIDA 和 FMC 的 Fenix 盐湖不远。其 2017 年 2 月获得了基建许可, 正在进行 2500 吨碳酸锂年产能的盐田建设 (后续可扩展至 5000 吨/年), 项目采用智利阿卡特玛盐湖成熟工艺, 基础成矿时间大约 25 个月, 后期可通过改进工艺使成矿周期降至 12 个月预计 2018 年底、2019 年初即将投产。

根据 LIX 公司网站与珠峰披露的信息, 按照 43-101 标准, 指示资源量锂 19.49 万吨@0.5 克/升 (103.7 万吨碳酸锂当量); 钾 214.35 万吨@5.51 克/升 (408 万吨氯化钾当量); 推断资源量锂 18.9 万吨@0.41 克/升 (100.7 万吨碳酸锂当量), 钾 206.8 万吨@4.49 克/升 (394.8 万吨氯化钾当量), 平均镁锂比 3.8: 1。其后续规划为 3 万吨/年碳酸锂产能。

图 12: 公司 SDLA 项目位于南美锂三角



资料来源: Lithium-X 官网, 天风证券研究所

表 7: SDLA 项目资源量大

矿山	目前阶段		锂 (碳酸锂当量, 万吨)	品位 (克/升)	钾 (氯化钾当量, 万吨)	品位 (克/升)	镁 锂 比
Sal De Los Angeles	2017 年 2 月 17 日获得建设许可	指示资源量	103.70	0.50	214.35	5.51	3.8
		推断资源量	100.70	0.41	206.80	4.49	
		总计	204.40	0.46	421.15	5.01	

资料来源: Lithium-X 官网, 天风证券研究所

**SDLA 属于资源量大, 品位高, 镁锂比低的优质资源。**SDLA 的指示推断资源量 204.4 万吨, 在南美开发及生产中的盐湖 (这里表述不严谨, SDLA 并未生产) 中排行第三。原卤锂品位高于 0.41 克/升 (和上面品位同样的疑问), 镁锂比只有 3.8, 低于南美主力盐湖 Salar de Atacama(6.4)。钾锂比较高 (11), 若同时生产钾肥, 有望摊薄公司碳酸锂的生产成本。

表 8: SDLA 资源量排在锂三角盐湖前列

公司	盐湖	碳酸锂 (万吨)	镁锂比
SQM	Salar de Atacama	1110.0	6.4
ALB	Salar de Atacama	380.6	6.4
Lithium X	Sal de los Angeles	204.4	3.8
FMC	Salar del Hombre Muerto	190.3	1.4

Orocobre	Salar de Olaroz	121.0	2.8
Lithium Americas	Cauchari-Olaroz	270.0	2.4

资料来源：Lithium-X 官网，SQM 等公司官网，Orocobre 年报，天风证券研究所

### 3.4. SDLA 生产成本全球最低一档，具备长周期强竞争力

资源价格有波动周期，优秀公司的核心竞争力主要体现在低成本、高品质资源的获取上，此次我们判断 SDLA 生产成本有望全球最低一档主要依据如下：

**后续投资较为可控。**SDLA 项目道路通畅，距离阿根廷萨尔塔市 320 公里，距离智利港口安托法加斯塔港口 700 公里，盐湖旁有淡水供给，附近没有大型人口聚集区及农田，利于项目开发。SDLA 项目距离 Lithium Americas 的 Cauchari-Olaroz Project 不远。参考 Cauchari-Olaroz Project 一期，2.5 万吨产能投资 4.25 亿美元（折合 27.6 亿元），预计 SDLA 每万吨碳酸锂产能的投资也有望控制在 1.7 亿美元左右。

**预计开发成本较低，按照 3 万吨产能、1.2 亿美元保守计算，毛利有望达到 2.5 亿美元以上。**参考公司较近的 Orocobre 的 Olaroz 盐湖和 Lithium Americas 的 Cauchari-Olaroz Project 不远，Orocobre 在 2017 财年的碳酸锂平均成本为 3710 美元/吨（折合人民币 2.4 万元/吨）；Lithium American 的 Cauchari-Olaroz Project 一期全成本预计为 2920 美元/吨（折合人民币 1.9 万元/吨）。

结合其附近成熟的交通设施、水电情况、以及附近 FMC 盐湖的成本来看，其卤水生产成本应在 1400 美元/吨（折合碳酸锂）左右，基本与全球优质的 Atacama 盐湖以及优质的固体锂矿 Greenbush 基本成本持平。考虑后续 2000 美元/吨的加工成本，其电池级碳酸锂的生产成本应在 3400 美元/吨左右，这还未考虑其伴生钾肥等产品的贡献。

我们认为公司此前公告的 3 万吨电池级碳酸锂达产后年净利润不低于 1.3 亿美元的假设比较保守。即便是按照 1.2 亿美元/吨电池级碳酸锂价格测算，其年毛利应该在 2.4 亿美元以上。若运送至国内出售，按照目前国内 2 万美元/吨不含税价测算，则其年毛利应该 4.98 亿美元，按照美元比人民币 6.5 的汇率，折合人民币约 32.37 亿元。

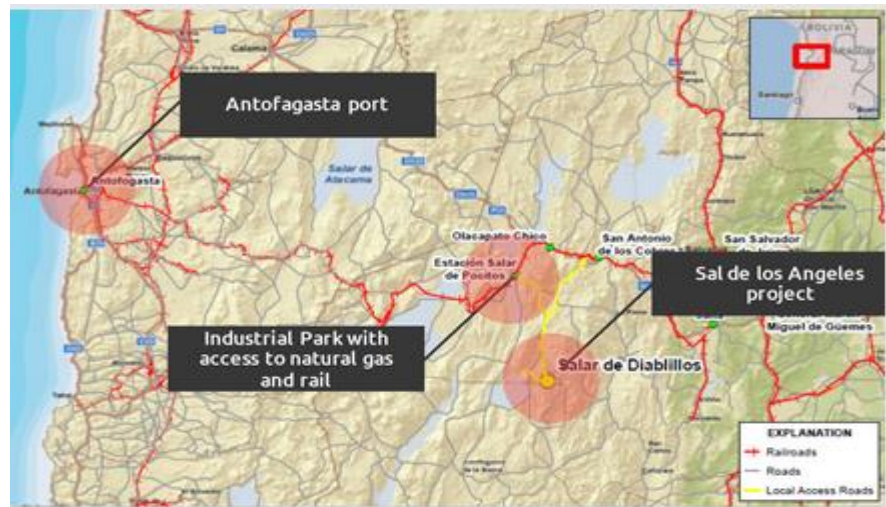
表 9：按照海外保守价格计算 达产后 SDAL 项目毛利超过 2.4 亿美元

毛利（万美元）		成本（美元/吨）		
		保守	中性	乐观
售价（美元/吨）		4000	3400	3000
保守	12000	24000	25800	27000
海外目前价格	15000	33000	34800	36000
国内目前价格	20000	48000	49800	51000

资料来源：生意社，天风证券研究所

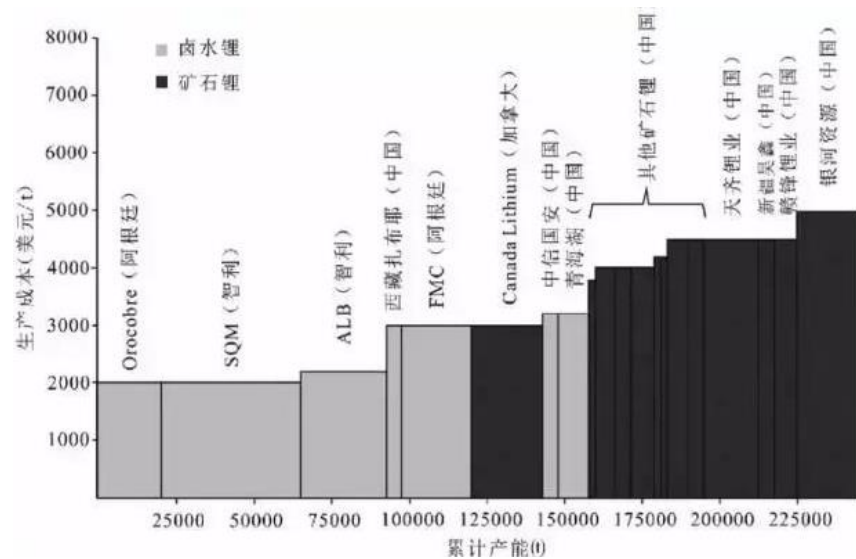


图 13: SDLA 和 Arizaro 项目处于成熟矿区，基础设施条件良好降低开发成本



资料来源: Lithium-X 官网, 天风证券研究所

图 14: 全球主要锂资源项目成本



资料来源: CNKI, 天风证券研究所

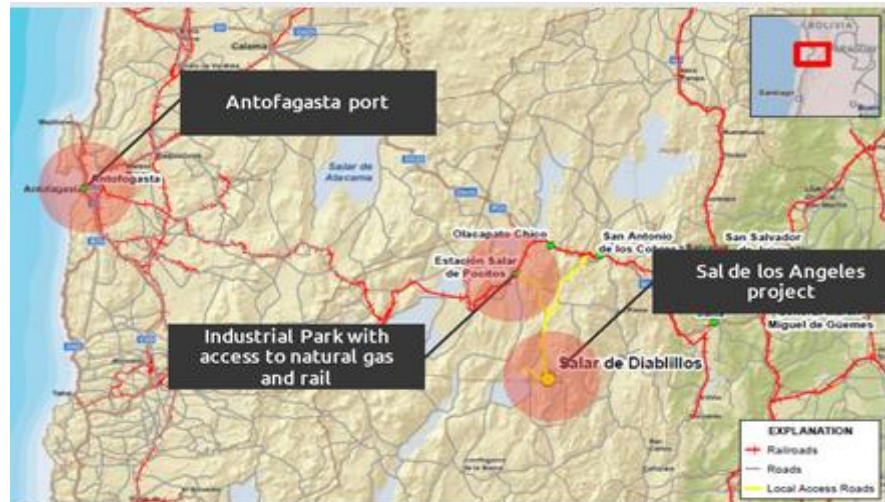
### 3.5. Arizaro 项目-全球第三大盐湖，资源潜力巨大

Arizaro 项目矿权面积较大。同样位于南美锂三角地区，盐湖面积 19.7 万公顷（1970 平方公里，跟据公司网站披露为全球第三大盐湖），Li-X 拥有 11 个探矿权面积 3.38 万公顷（338 平方公里）。

离 Atacama 和 SDLA 均只有 100 公里，从地图上来看，包括 FMC 在内的诸多盐湖提锂产品运输到港口依靠的铁路和公路横穿 Arizaro 盐湖矿区附近有铁路和公路通过，距离 Pocitos 75 公里，距离 SDLA 项目 100 公里。

资源前景较好。法国电力、力拓等企业在 Arizaro 盐湖拥有勘探权，周边 Taca-Taca 和 Lindero 等前期资源项目已经为项目周边提供了很好的基础设施。项目虽然处于勘探阶段，但历史取样显示在地表 96 米以下存在有经济价值的富锂卤水，被认为蕴藏着价值极高的锂矿。公司拥有此盐湖 33846 公顷的勘探权，未来收购完成后，存在较大的勘探价值

图 15：铁路公路横穿 Arizaro 盐湖



资料来源：Lithium-X 官网，天风证券研究所

### 3.6. Clayton Valley 项目-近水楼台：离特斯拉最近的盐湖，围绕成熟盐湖

Li-X 持有 Pure Energy 19.9% 股权（拥有将股份增加至 22.5% 的优先权），是第一大股东，并拥有一个董事席位。Pure Energy 主要资产为 Clayton Valley 项目。项目位于北美内华达州，矿区面积 2.63 万公顷（263 平方公里），分为南北两块（中间为雅宝的 Silver Peak 盐湖），43-101 推断资源量折合 21.8 万吨碳酸锂当量。该区域锂矿的平均品位为 123mg/L，镁锂比 2.9，属于低镁锂比高质量盐湖。

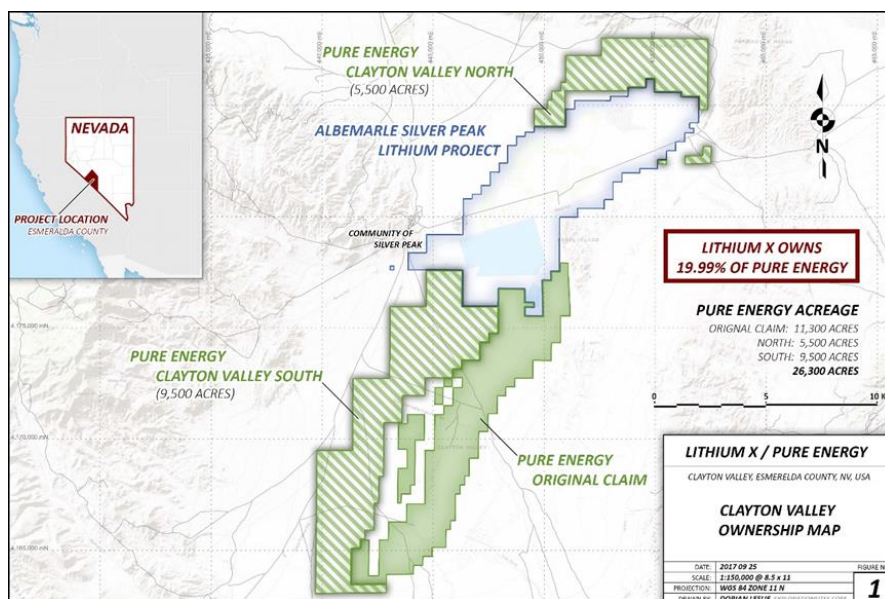
围绕成熟矿山，开发有望事半功倍。雅宝的 Silver Peak 盐湖是目前美国唯一开采中的锂盐湖，周边配套较为完善，生产工艺较为成熟。Clayton Valley 项目计划产能折合碳酸锂 0.91 万吨，2019 年开建，2022 年达到满产。按照 4000 美元/吨的成本和 1.5 万美元的售价进行测算，达产后该项目的毛利有望达到 1 亿美元。

根据 LIX 网站的原文，其项目所在地离 Tesla Gigafactory 超级工厂仅 3.5 小时车程，Elon Musk 和 Tesla 也曾许诺优先采购国内原料。从这个角度展望，在其他条件同等条件下，确实此项目未来若投产确实有成为 Tesla 供应商的可能性，不过目前而言还太早期，存在较大不确定性。

Pure Energy 还拥有 TERRA COTTA 项目。该项处于早期勘探阶段，位于阿根廷的 Pocitos 盐湖中，10 个探矿权面积总计 1.3 万公顷。距离 Rincon 盐湖 32 千米，距离 FMC 的 Fenix 工厂 90 公里。附近基础设施良好，天然气管道和铁路在目边沿穿过，有望成为新的资源增长点。



图 16: Clayton Valley 近水楼台：离特斯拉最近的盐湖，围绕成熟盐湖



资料来源：Lithium-X 官网，天风证券研究所

图 17: TERRA COTTA 项目位于锂三角中部



资料来源：Pure Energy 官网，天风证券研究所

### 3.7. 未来有望全部装入上市公司

此次收购的境外主体为 12 月 11 日刚设立的香港 NNEL 公司，公司参股 45%，但为此次收购提供要约收购所需全部 2.6 亿加元融资额度，其控股股东为西藏珠峰二股东歌石祥金，歌石祥金目前持有珠峰 15.31% 股权，其同一控制人的企业上海歌金于年内二级市场增持西藏珠峰近 3 亿元折合 1.32% 股权。

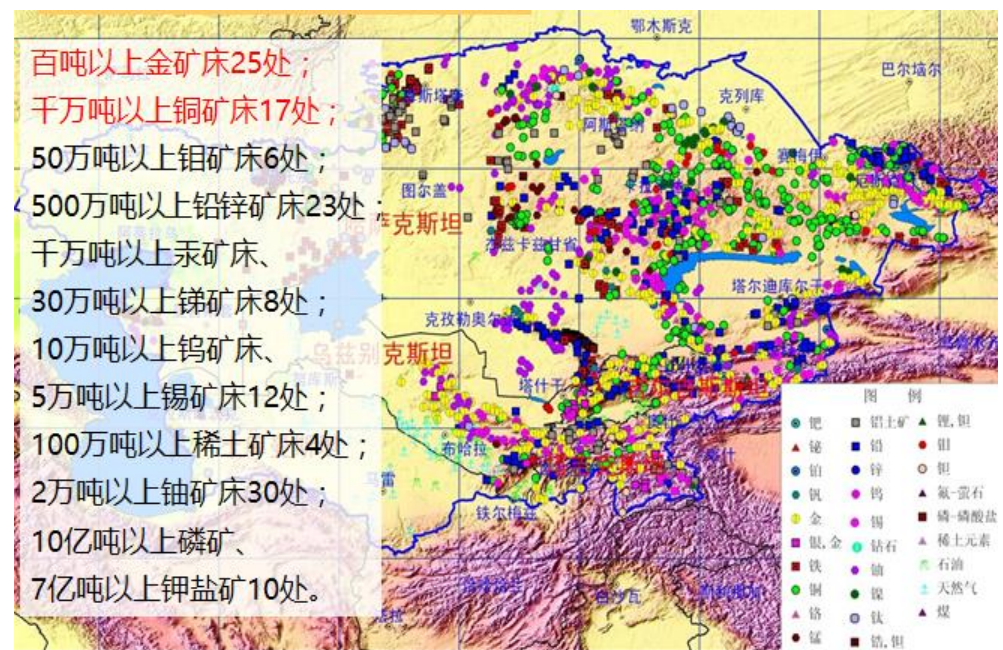
此次公告的预计交易方案是在 LIX 公司私有化退市后，由 NNEL 公司作为融资主体继续开展 LIX 的经营或者转让控股权给西藏珠峰拟设立的并购基金，西藏珠峰拥有项目的优先购买权。考虑到方案的设计和西藏珠峰为此次收购提供全部融资额度，我们判断项目未来一旦顺利投产，将大概率全部装入上市公司。

### 3.8. Lithium X 可能仅仅是个开始

**百亿基金剩余甚多。**本次收购 Lithium-X 全部股权的成本可能不高于 2.65 亿加元，按照 2 月 3 日美元兑加元卖价 1.2430 计算折合 2.13 亿美元；按照周围盐湖 1.7 亿美元/万吨碳酸锂产能的投资强度计算，初步规划 3 万吨产能投资在 5.1 亿美元左右；总投资规模按照美元兑人民币 6.5 的汇率计算，总投资在 47 亿元左右，不到 100 亿投资基金的一半。

**厚积薄发，还看未来。**公司已经初步具备了矿业巨头的三大潜质，Lithium-X 收购可能仅仅是资源扩张的第一步。公司立足之本中亚地区资源丰富，在百亿矿业基金募资完成后，继续进行低成本的资源扩张是大概率事件。

图 18：中亚资源丰富



资料来源：中国地调局，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

**盈利预测与评级：**我们测算公司 2017-19 年的 EPS 分别为 1.87 元、2.40 元和 3.00 元，对应 2 月 5 日收盘价 37.01 元，动态 P/E 分别为 20 倍、15 倍和 12 倍。公司 PE 明显低于其他铅锌企业，18 年公司有望迎来量价齐升，锂业资产一旦注入上市公司，业绩有望出现较大增长，因此维持公司“买入”评级。

表 10：公司业绩有望在量价齐升中不断增长

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
选矿规模 (万吨)	152.00	222.43	250.00	280.00	310.00
总成本(万元)	27867.40	39923.26	44269.38	47859.14	51588.72

吨矿处理成本 (元/吨)	183.34	179.49	177.08	170.93	166.42
<hr/>					
锌	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产量 (万吨)	5.28	7.30	8.21	9.19	10.18
收入 (万元)	35798.20	67065.00	124653.56	166193.59	203574.52
单位售价 (万/吨)	6781.25	9182.71	15185.63	18076.92	20000.00
当年平均锌价 (元/吨)	12925.56	14320.51	20185.63	23076.92	25000.00
加工费 (元/吨)	6144.32	5137.80	5000.00	5000.00	5000.00
成本 (万元)	14841.01	20119.91	22573.79	24363.27	26464.69
单位成本 (元/吨)	2811.33	2754.87	2750.00	2650.00	2600.00
<hr/>					
铅	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产量 (万吨)	3.92	5.18	5.82	6.52	7.22
收入 (万元)	42881.75	65208.51	99580.00	117024.44	132397.37
单位售价 (万/吨)	10930.30	12582.44	17095.67	17937.94	18330.39
精矿含银 (吨)	54.69	79.00	88.79	99.45	110.10
当年平均银价 (元/千克)	2961.48	3332.07	3400.00	3300.00	3300.00
调整后单位售价 (元/吨)	7627.62	8519.02	11912.85	12907.55	13300.00
当年平均铅价 (元/吨)	11052.21	12442.47	15612.85	16607.55	17000.00
加工费	3424.59	3923.44	3700.00	3700.00	3700.00
成本 (万元)	12282.79	14823.26	16309.63	17614.40	18779.37
单位成本 (元/吨)	3130.81	2860.25	2800.00	2700.00	2600.00
<hr/>					
铜	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产量 (万吨)	0.1788	0.2396	0.2693	0.3016	0.3339
收入 (万元)	7181.59	10048.00	11579.82	13120.21	15694.70
单位售价 (万元/吨)	40165.47	41936.58	43000.00	43500.00	47000.00
成本 (万元)	743.60	4980.92	5385.96	5881.47	6344.67
单位成本 (元/吨)	4158.82	20788.46	20000.00	19500.00	19000.00
<hr/>					
矿山采选业	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入 (万元)	85861.54	142321.51	235813.38	296338.23	351666.59
成本 (万元)	27867.40	39923.26	44269.38	47859.14	51588.72

毛利 (万元)	57994.14	102398.26	191544.01	248479.09	300077.87
铅冶炼	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产量 (万吨)			1.00	3.50	5.00
收入 (万元)			14832.20	55220.10	80750.00
成本 (万元)			15000.00	55220.10	79942.50
毛利 (万元)			-167.80	0.00	807.50
其他业务	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入 (万元)	63283	5354	10000	0	0
成本 (万元)	67421	4232	9900	0	0
毛利 (万元)	-4137	1122	100		
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入 (万元)	149145	147676	260646	351558	432417
总成本 (万元)	95288	44155	69169	103079	131531
总毛利 (万元)	53857	103520	191476	248479	300885

资料来源：公司 2015 年年报，公司 2016 年年报，天风证券研究所

## 5. 风险提示

铅锌价格下跌的风险，锂价下跌的风险，Lithium-X 收购遇阻的风险，盐湖开发延期的风险，冶炼项目亏损的风险。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	106.97	398.36	2,592.14	3,681.30	5,760.89	营业收入	1,491.45	1,476.76	2,606.46	3,515.58	4,324.17
应收账款	180.87	144.61	310.80	197.44	427.69	营业成本	952.88	441.56	691.69	1,030.79	1,315.31
预付账款	11.45	42.33	19.98	47.34	60.03	营业税金及附加	43.53	84.58	104.26	140.62	155.67
存货	79.79	143.30	42.96	283.63	83.08	营业费用	95.07	108.21	130.32	147.65	142.70
其他	10.66	16.57	12.12	13.11	14.18	管理费用	129.43	107.33	109.47	119.53	129.72
<b>流动资产合计</b>	<b>389.74</b>	<b>745.17</b>	<b>2,978.00</b>	<b>4,222.81</b>	<b>6,345.87</b>	财务费用	(21.43)	(15.26)	63.03	55.37	(22.02)
长期股权投资	1.24	1.17	1.17	1.17	1.17	资产减值损失	85.70	(3.21)	28.59	37.03	20.80
固定资产	604.90	875.70	916.88	956.13	981.23	公允价值变动收益	(0.08)	(3.35)	0.00	0.00	0.00
在建工程	96.18	127.96	112.78	115.67	99.40	投资净收益	(5.92)	18.91	29.48	29.48	29.48
无形资产	2.56	2.27	2.13	1.99	1.85	其他	12.01	(31.12)	(58.96)	(58.96)	(58.96)
其他	112.71	195.02	110.47	137.04	145.27	<b>营业利润</b>	<b>200.27</b>	<b>769.11</b>	<b>1,508.58</b>	<b>2,014.07</b>	<b>2,611.46</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>817.58</b>	<b>1,202.13</b>	<b>1,143.43</b>	<b>1,212.00</b>	<b>1,228.92</b>	营业外收入	1.45	1.61	1.61	1.56	1.59
<b>资产总计</b>	<b>1,207.33</b>	<b>1,947.30</b>	<b>4,121.43</b>	<b>5,434.81</b>	<b>7,574.79</b>	营业外支出	1.02	4.72	1.95	2.57	3.08
短期借款	32.00	0.00	700.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>200.69</b>	<b>765.99</b>	<b>1,508.24</b>	<b>2,013.06</b>	<b>2,609.97</b>
应付账款	315.72	552.67	310.14	848.32	901.58	所得税	61.09	118.67	286.57	442.87	652.49
其他	185.21	92.19	244.00	149.06	278.36	<b>净利润</b>	<b>139.60</b>	<b>647.33</b>	<b>1,221.67</b>	<b>1,570.19</b>	<b>1,957.48</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>532.94</b>	<b>644.86</b>	<b>1,254.14</b>	<b>997.38</b>	<b>1,179.93</b>	少数股东损益	(20.43)	(2.93)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>160.04</b>	<b>650.26</b>	<b>1,221.67</b>	<b>1,570.19</b>	<b>1,957.48</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.25	1.00	1.87	2.40	3.00
其他	4.02	3.66	3.91	3.87	3.81						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.02</b>	<b>3.66</b>	<b>3.91</b>	<b>3.87</b>	<b>3.81</b>						
<b>负债合计</b>	<b>536.96</b>	<b>648.52</b>	<b>1,258.05</b>	<b>1,001.24</b>	<b>1,183.75</b>						
少数股东权益	4.00	1.06	1.06	1.06	1.06	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	653.01	653.01	653.01	653.01	653.01	<b>成长能力</b>					
资本公积	22.36	22.36	22.36	22.36	22.36	营业收入	-3.25%	-0.99%	76.50%	34.88%	23.00%
留存收益	337.38	987.63	2,209.31	3,779.49	5,736.97	营业利润	1483.11%	284.04%	96.15%	33.51%	29.66%
其他	(346.37)	(365.30)	(22.36)	(22.36)	(22.36)	归属于母公司净利润	1772.02%	306.31%	87.88%	28.53%	24.67%
<b>股东权益合计</b>	<b>670.37</b>	<b>1,298.77</b>	<b>2,863.38</b>	<b>4,433.57</b>	<b>6,391.05</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,207.33</b>	<b>1,947.30</b>	<b>4,121.43</b>	<b>5,434.81</b>	<b>7,574.79</b>	毛利率	36.11%	70.10%	73.46%	70.68%	69.58%
						净利率	10.73%	44.03%	46.87%	44.66%	45.27%
						ROE	24.02%	50.11%	42.68%	35.42%	30.63%
						ROIC	238.79%	107.22%	180.39%	173.44%	287.38%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	44.47%	33.30%	30.52%	18.42%	15.63%
						净负债率	28.50%	22.06%	8.73%	-47.46%	-42.88%
						流动比率	0.73	1.16	2.37	4.23	5.38
						速动比率	0.58	0.93	2.34	3.95	5.31
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	9.74	9.07	11.45	13.83	13.83
						存货周转率	17.79	13.24	27.99	21.53	23.58
						总资产周转率	1.75	0.94	0.86	0.74	0.66
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.25	1.00	1.87	2.40	3.00
						每股经营现金流	0.30	0.89	1.77	2.92	3.22
						每股净资产	1.02	1.99	4.38	6.79	9.79
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	151.01	37.17	19.78	15.39	12.35
						市净率	36.27	18.62	8.44	5.45	3.78
						EV/EBITDA	54.35	22.07	13.85	9.69	6.96
						EV/EBIT	75.91	24.32	14.15	9.86	7.07

资料来源:公司公告, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com