

有色准新股，“一带一路”新标兵

西藏珠峰 (600338.SH)

推荐 首次评级

核心观点：

- **公司重组成功概率高。**公司原有业务铅锌冶炼，4万吨产能，盈亏平衡，本质上是一个壳公司，大股东从2011年起开始启动资产注入，类似于自己借自己的壳。2014年证监会受理公司的重组申请，表明公司前面两次的重组障碍已经解决，值此恰逢西藏自治区50周年之际，以及从响应我国“一带一路”的角度出发，公司重组成功为大概率事件。
- **重组成功之后估值有83%的修复空间。**目前市值51亿元，股本1.6亿股，增发股份4.9亿股，增发完成之后市值219亿元（对应股本6.5亿股）；拟注入资产塔中矿业2015-2017年承诺利润分别为3.9、5.7、5.7亿元，铅锌储量约662万吨，在二级市场估值400亿元左右（对比驰宏锌锗、中金岭南）；83%的估值修复空间。
- **潜在融资诉求对股价仍有巨大提升空间。**此次重组不包括融资，从公司发展的角度推测上市公司会有相应融资需求。融资诉求将很有可能称为催生股价上涨动力。
- **我国在塔吉克斯坦“一带一路”建设标兵。**塔吉克斯坦为中亚五国之一，矿产资源丰富，基础设施落后，政治比较稳定，未来发展空间巨大。公司拟注入资产塔中矿业为中塔工业园的主要投资方，而中塔工业园区为2014年9月份习近平主席访问塔吉克斯坦时两国最高层见证合作备忘录签订的重要项目。西藏珠峰作为实际控制人唯一的上市公司平台，中塔工业园未来不排除注入上市公司的可能性。
- **“新股”，被“打新”。**此次重组成功后，从本质上西藏珠峰成为一支新股，具备新股票的两个主要特征：（1）新资产，重组之前公司仅有4万吨的铅锌冶炼产能，类似“壳公司”；（2）流通股本少，重组之后公司仅有17%的流通盘。
- **风险提示：**重组不成功，铅锌价格大幅下跌。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司重组完成后，2015-2017年的净利润为3.9、5.7、5.7亿元。公司目前市值（重组后）219亿元，被严重低估，公司的融资诉求和一带一路主题，对估值仍有巨大的提升空间。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,569.07	1,541.60	2,701.65	3,241.62	3,286.14
yoy	17.31%	-1.75%	17.04%	19.99%	1.37%
归属母公司净利润	20.88	8.55	394.23	572.96	574.86
yoy	-71.45%	-59.06%	48.47%	46.39%	0.33%
EPS（元）	0.13	0.05	0.6	0.88	0.89
P/E	73.24	247.44	60.17	41.02	40.56

资料来源：中国银河证券研究部

注：2015、2016、2017年业绩预测考虑了资产注入增发摊薄

分析师

刘文平

☎：(86755) 83024323

✉：liuwenping_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514110003

胡皓

☎：(8621) 20252665

✉：huhao_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100005

特此鸣谢

华立

(huali@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

感谢实习生凌琳

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.06.24

A股收盘价(元)	33.74
A股一年内最高价(元)	43.20
A股一年内最低价(元)	8.50
上证指数	4690.15
市净率	234.15
总股本(亿股)	1.58
实际流通A股(亿股)	1.58
流通A股市值(亿元)	53.42

目 录

一、公司概况：经营每况愈下，急需根本性变革.....	2
二、资产重组，五年磨一剑	7
（一）塔中矿业注入，公司重组获矿产资源	7
（二）三次尝试，历时五年，公司美梦将成真	9
（三）塔中矿业拥有世界级铅锌矿产资源	9
（四）塔中矿业盈利能力较强	13
三、依托中塔工业园，深度参与“一带一路”	15
（一）塔吉克斯坦是“一带一路”重要节点之一	15
（二）拉动塔吉克斯坦工业发展，公司将成塔国“一带一路”最佳代言人.....	17
（三）依托中塔工业园，公司是塔国“一带一路”战略执行者	19
四、盈利预测与估值	20
（一）有色金属资源型采选类公司估值的决定因素	20
（二）西藏珠峰的估值	22
五、投资建议	24
六、风险因素	25
七、附录：行业分析：基本面最好的大宗商品金属，铅锌未来将迎来供应缺口	26
（一）供应端：产能收缩明显	26
（二）需求端：下游需求稳中有升	31
（三）供应缺口扩大，铅锌行业景气周期向上	33
八、财务报表预测	35

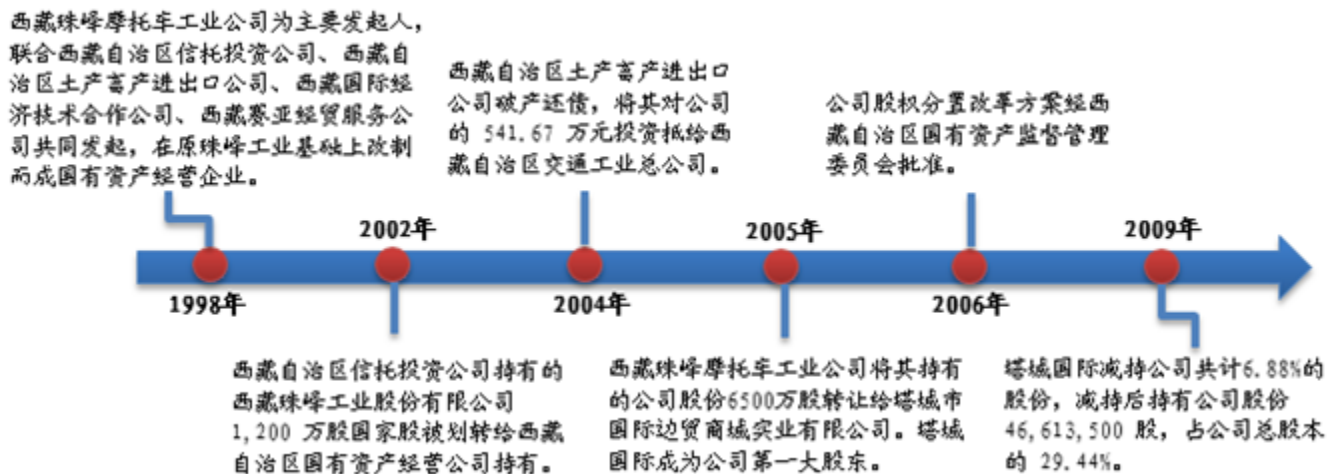
一、公司概况：经营每况愈下，急需根本性变革

公司是一家注册地在西藏的有色金属冶炼企业。公司最早经西藏自治区人民政府批准以西藏珠峰摩托车工业公司为主要发起人，联合西藏自治区信托投资公司、西藏自治区土产畜产进出口公司、西藏国际经济技术合作公司、西藏赛亚经贸服务公司共同发起，在原珠峰工业基础上改制而成的国有资产经营企业。公司于1998年11月30日成立，并于2000年12月27日在上海证券交易所挂牌上市。

2005年4月8日，西藏珠峰摩托车工业公司将其持有的公司股份6500万股（占公司总股份的41.05%）转让给塔城市国际边贸商城实业有限公司（后改名为新疆塔城国际资源有限公司）。自此，塔城国际就成为公司第一大股东。而公司主业也由摩托车及其零件制造转与销售变为锌、铜等有色金属产品冶炼与销售。

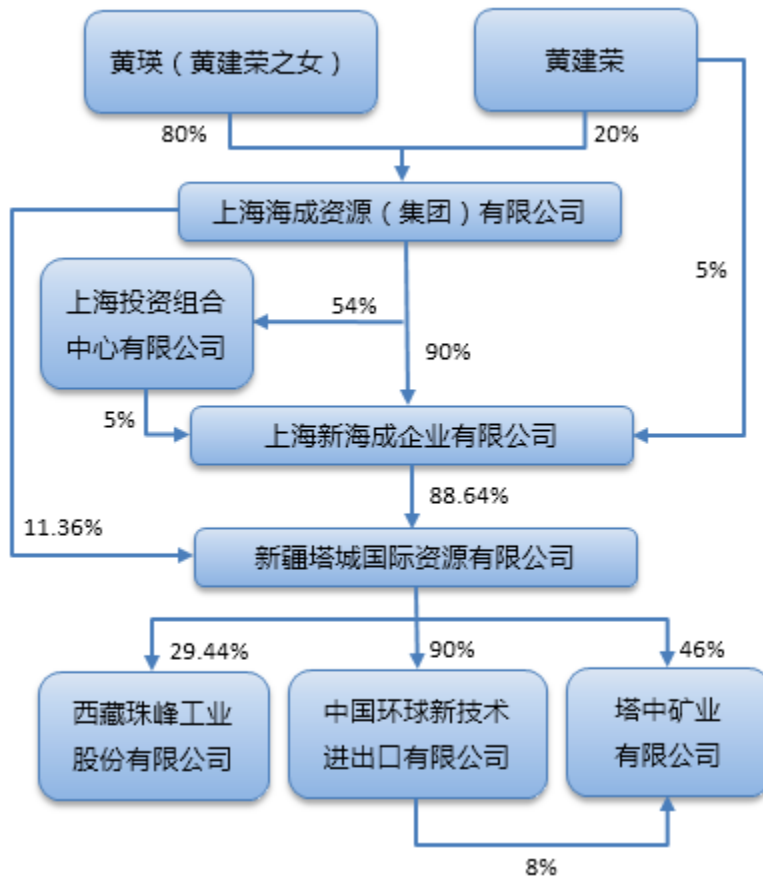
之后经历2006年的股权分置改革和之后的大股东减持，目前的股权结构如下。

图1：公司股权演变历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

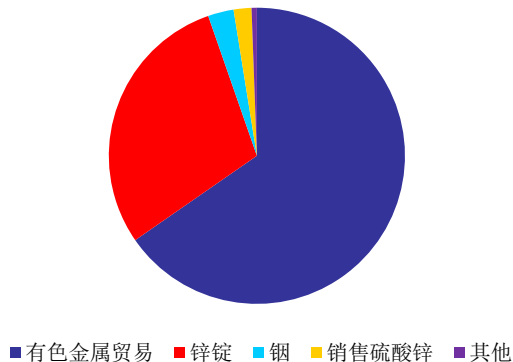
图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告, 中国银河证券研究部

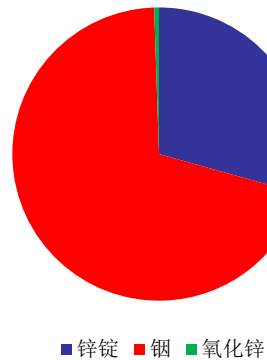
公司目前的主营业务为锌、铜等有色金属产品冶炼与销售。公司最早从事摩托车产品及零部件生产、销售。但因摩托车行业近些年来产能严重过剩，以及公司及原控股股东（西藏珠峰摩托车工业公司）涉及走私案件，公司生产经营和财务状况受到重大影响，业绩连续几年大幅度下滑，陷入经营和财务危机。为此，在控股股东变更后，公司进行资产重组，剥离了公司摩托车业务与资产，并于 2006 年 3 月与西部矿业签订收购其部分锌、铜冶炼资产。自此，公司主营业务变为锌、铜等有色金属冶炼与销售。

图 3：公司 2014 年主营收入构成占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

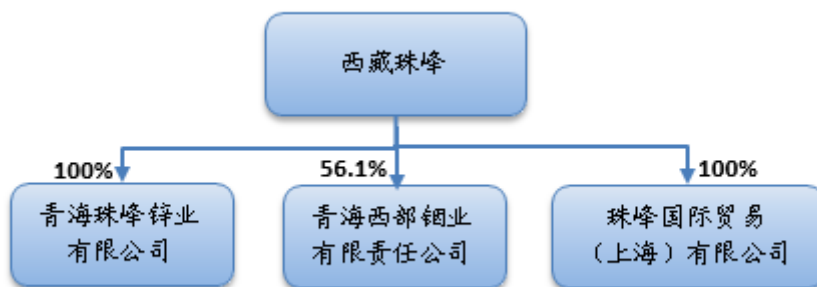
图 4：公司 2014 年毛利构成占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司旗下共有青海珠峰锌业、珠峰国际贸易与青海西部铜业这 3 家子公司。其中，珠峰锌业生产电解锌、锌基合金、硫酸、粗镉等产品，拥有 4 万吨的湿法炼锌产能；西部铜业生产金属铜、一水硫酸锌等产品，同时年产精铜 10 吨左右；珠峰贸易主要销售锌锭、铝锭、铅锭等。因近期我国宏观经济下行压力大，有色金属下游需求萎靡，行业景气度下行，铅锌冶炼企业经营压力陡增，公司扣非后归属母公司净利润已连续 3 年处于亏损状态。在铅锌冶炼等主营业务持续疲弱的情况下，公司急需通过资产重组，收购海外优质矿山，涉足资源端向上整合产业链，才能从根本上解决公司可持续发展问题。

图 5：公司组织结构图



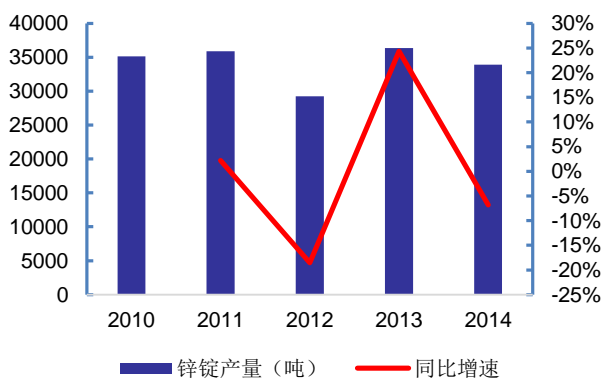
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 1: 公司子公司具体情况

子公司全称	业务性质	持股比例	2014 年营业收入(万元)	2014 年净利润(万元)
青海珠峰锌业有限公司	有色金属冶炼	100%	48,884.12	-2,985.26
青海西部铝业有限责任公司	有色金属冶炼	56.1%	8,275.57	415.06
珠峰国际贸易(上海)有限公司	国内国际贸易	100%	119,128.75	33.06

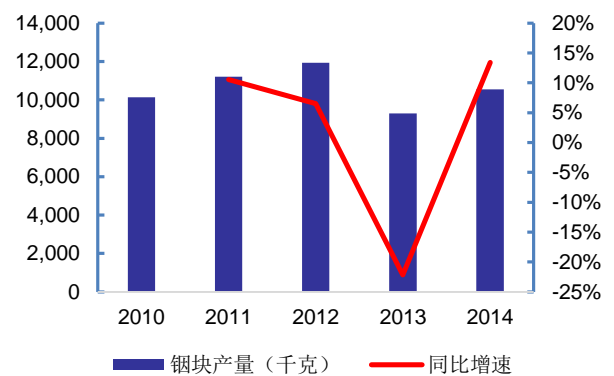
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 6: 公司锌锭产销量



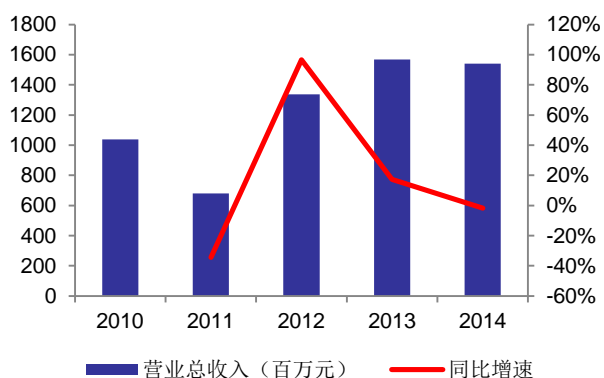
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 7: 公司钢块产销量



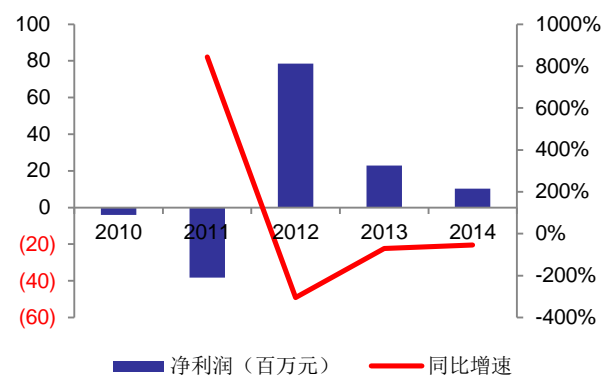
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 8: 公司营业收入与营业收入增速



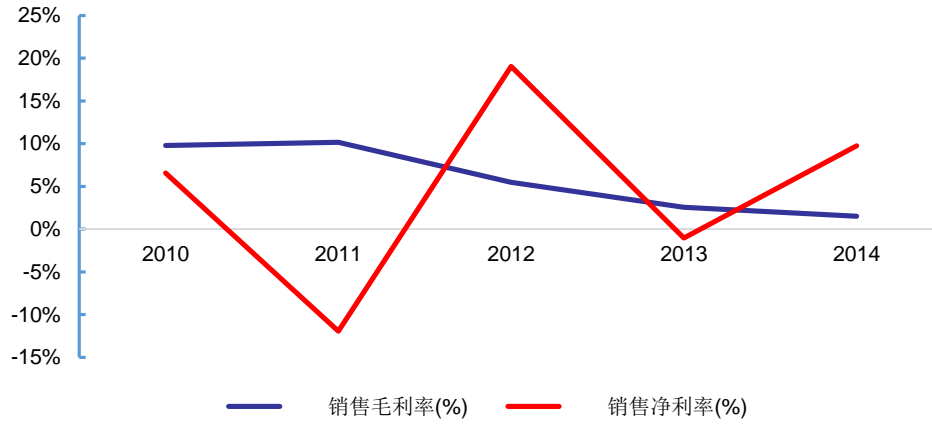
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 9: 公司业绩与业绩增速



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 10：公司毛利率与净利率水平每况愈下



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、资产重组，五年磨一剑

(一) 塔中矿业注入，公司重组获矿产资源

公司本次拟向塔城国际、东方外贸、中环技非公开发行 A 股 494,673,930 股（其中向塔城国际发行 227,550,008 股，向东方外贸发行 227,550,008 股，向中环技（塔城国际是其控股股东）发行 39,573,914 股），每股 6.37 元，总作价 315,107.29 万元，购买这三家公司合计持有的塔中矿业 100% 的股权（塔中矿业资产评估价值为 315,107.29 万元）。塔中矿业是一家经营实体在塔吉克斯坦的有色金属矿采选企业，其经营范围为地质勘探、开采、选矿、矿石加工、冶金等，拥有资源量超过 600 万吨的铅锌矿。

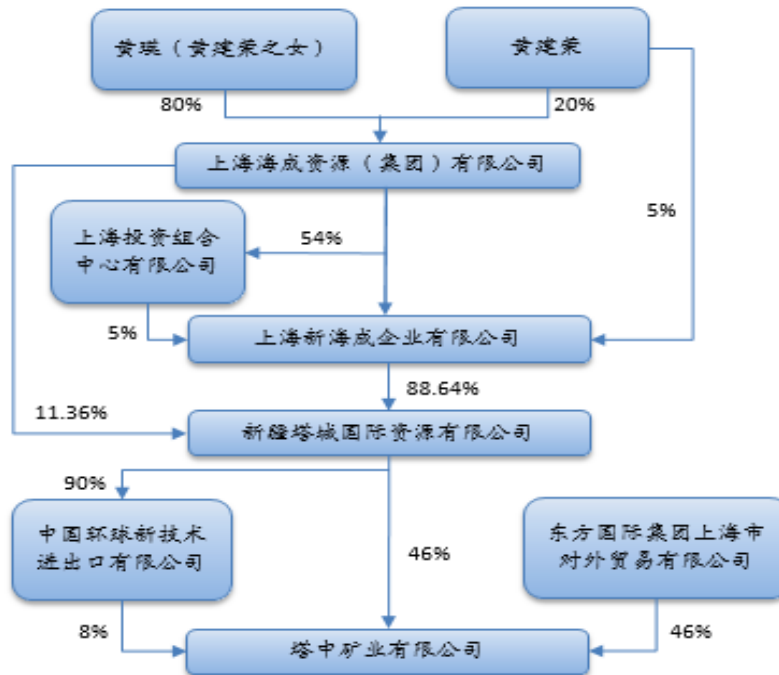
塔中矿业控股股东为塔城国际，其实际控制人为黄建荣。HK Global（持股 92%）与中环技（持股 8%）于 2007 年 6 月 29 日设立塔中矿业。通过 3 次股权转让，到 2011 年 6 月 HK Global 已将所持有的塔中矿业 92% 股权全部转让给塔城国际。2013 年 1 月，为偿还海成资源（塔城国际控股公司）所欠付东方外贸债务累计 14 亿元计息本金，塔城国际将受让其持有的塔中矿业 46% 的股权（转让价格折合 8611.2 万元）给东方外贸进行抵债。股权转让后，各方同意将塔中矿业股权整体注入西藏珠峰，实现西藏珠峰资产重组。

图 11：塔城国际发展历程



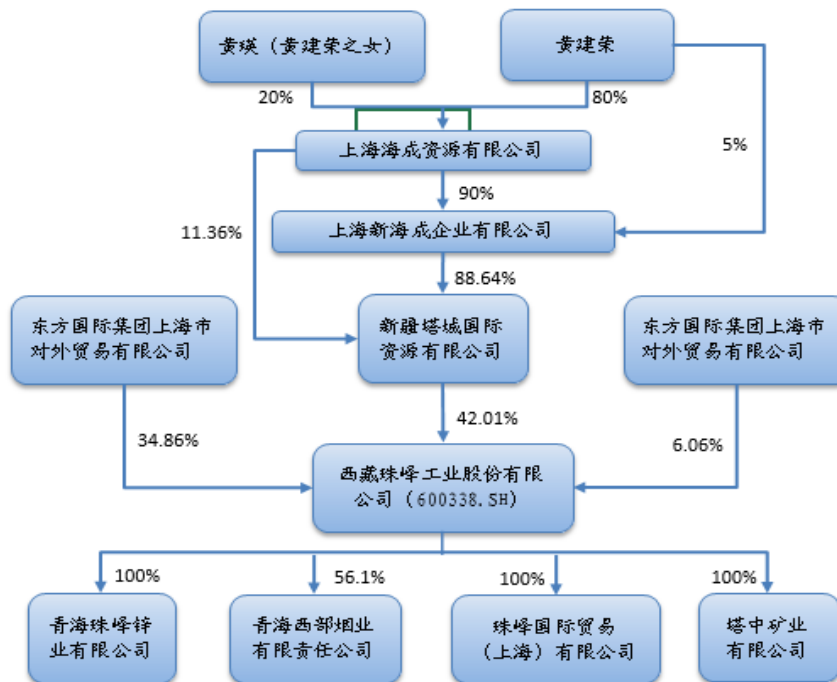
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 12: 塔中矿业股权结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 13: 公司重组完成之后的股权结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

（二）三次尝试，历时五年，公司美梦将成真

公司对本次资产重组、收购矿山策划已久，向资源端转型决心坚定。针对公司冶炼业务疲软的现状，公司及其大股东一直想通过向上游资源端的扩张，解决其无矿产资源导致冶炼成本过高，盈利能力差的问题。早在 2011 年，大股东与公司做了第一次资产重组，将塔中矿业注入上市公司的尝试。但因东方外贸与海成资源的债务纠纷（公司与大股东存在相关连带赔偿责任），公司的重组计划被迫搁浅。2013 年，在解决与东方外贸的债务问题后，公司重启了塔中矿业的资产注入方案。但因塔中矿业的当时北阿矿只有探矿权，没有采矿权，方案没有通过证监会审批。在 2014 年 7 月取得北阿矿的采矿权后，公司在 2014 年底第三次启动了塔中矿业的资产注入尝试。鉴于公司前两次的重组失败障碍已经解决，值此恰逢西藏自治区 50 周年之际，以及从响应我国“一带一路”的角度出发，我们认为公司重组成功为大概率事件。

转型有色金属资源类公司，建立完整产业链，未来发展空间被打开。一旦本次公司资产重组成功，矿山收购交易完成后，塔中矿业有色金属采选业务将纳入上市公司业务板块，与现有的公司冶炼业务形成产业链协同效应，提升公司的产业链价值。此外，在控股股东将塔中矿业注入公司后，公司所获得的优质矿产资源，明显提升公司整体的资产质量。

（三）塔中矿业拥有世界级铅锌矿产资源

塔中矿业拥有世界级的铅锌矿产资源。塔中矿业主营业务为有色金属铅锌矿的选矿、矿石加工、开采，是塔吉克斯坦唯一的大型规模铅锌采选企业。公司所拥有的阿尔登-托普坎铅锌矿项目已探明铅锌总金属资源量在 660 万吨以上（据《人民网》2014 年最新披露储量数据，其中金属铅 292 万吨，金属锌 370 万吨），达到了世界级铅锌矿的水准。

表 2：全球铅锌矿储量排行

排名	矿山名称	铅锌储量（万吨）
1	Rampura Agucha	1591
2	Red Dog	1277
3	Century	1268
4	Antamina	958
5	Mt Isa	953
6	Kazzinc	736
7	其余矿山	25138

资料来源：ILZSG，中国银河证券研究部

公司在阿尔登-托普坎铅锌矿项目旗下有派-布拉克矿、阿尔登-托普坎矿、北阿尔登-托普坎矿这 3 个铅锌矿的采矿权。阿矿、派矿及北阿矿均位于塔吉克斯坦阿尔登-托普坎铅锌矿区，矿区位于塔吉克斯坦首都杜尚别东北，水平距离约 600km，位于塔国第二大城市胡占德东北，水平距离约 110km，矿区分布大小不等的十二个铅锌矿床，其中主要矿床即为派-布拉克矿床、阿尔登-托普坎矿床及北阿尔登-托普坎矿床，三个矿床相距 3~5km。

图 14：阿尔登-托普坎铅锌矿区地图



资料来源：《北阿尔登-托普坎铅锌矿简介》，中国银河证券研究部

派-布拉克矿采矿权

根据塔吉克斯坦政府向塔中矿业颁发的《派-布拉克矿地下资源使用证书》和塔吉克斯坦矿山安全技术监督总局向塔中矿业颁发的《派矿开采用地许可证》，塔中矿业获得派-布拉克矿铅锌矿山开采权，矿区面积为 48.7 公顷，有效期自 2006 年 9 月 7 日至 2021 年 9 月 7 日，开采量每年 100 万吨铅锌矿石。

根据岳海鑫源的评估报告（数据较早），派-布拉克铅锌矿评估用可采储量为 108.13 万吨，其中铅金属量 56,720.77 吨，平均地质品位 5.25 %；锌金属量 61,314.99 吨，平均地质品位 5.67%，银金属量 4.47 吨，平均地质品位 4.13 g/t。

目前派矿已在正常生产，产能为 20.00 万吨/年，正在进行采矿的采场为 402、412、413、415 采场以及 1220 中段 IV-1 矿体的开采，派矿 2012 年出矿 32.85 万吨，2013 年计划出矿 78 万吨。

表 3: 派-布拉克矿资源储量

资源量编码	原矿量 (万吨)	截至 1999 年 1 月 1 日评估利用资源储量					
		品位			金属量		
		锌 (%)	铅 (%)	银 (g/t)	锌 (吨)	铅 (吨)	银 (吨)
C1	122.6	6	6.27	—	73,510.00	76,870.00	—
C2	79.7	3.66	3.72	62.01	29,200.00	29,680.00	49.42
C1+C2	202.3	5.08	5.27	24.43	102,710.00	106,550.00	49.42

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

阿尔登-托普坎矿

根据塔吉克斯坦政府向塔中矿业颁发的《阿尔登-托普坎矿地下资源使用证书》和塔吉克斯坦矿山安全监督管理局向塔中矿业颁发的《阿尔登—托普坎矿开采用地许可证》，塔中矿业获得阿尔登—托普坎矿金属矿山开采权，矿区面积为 269 公顷，有效期自 2006 年 9 月 7 日至 2021 年 9 月 7 日，开采量每年 100 万吨。

根据岳海鑫源的评估报告，阿尔登-托普坎铅锌矿评估用可采储量为 1,973.58 万吨，其中：铅金属量 424,074.06 吨，平均地质品位 2.15%；锌金属量 487,781.70 吨，平均地质品位 2.47%；银金属量 385.37 吨，平均地质品位 19.53 克/吨。

2008 年阿尔登-托普坎铅锌矿开始恢复与建设工程。目前阿矿已开始生产，正在进行采矿的采场为 V 中段、VI 中段、VII 中段 18 个采场，阿矿 2012 年出矿 50.98 万吨，2013 年计划出矿 78 万吨。

表 4: 阿尔登-托普坎矿资源储量

资源量编码	原矿量 (万吨)	截至 1999 年 1 月 1 日评估利用资源储量					
		品位			金属量		
		锌 (%)	铅 (%)	银 (g/t)	锌 (吨)	铅 (吨)	银 (吨)
B	57.40	2.23	2.26	32.09	12,800.00	13,000.00	484.10
C1	1,451.32	2.08	2.41	—	302,300.00	350,000.00	—
C2	945.91	2.23	2.56	—	210,560.00	242,200.00	—
B+C1+C2	2,454.63	2.14	2.47	19.72	525,660.00	605,200.00	484.10

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

北阿尔登-托普坎矿

北阿尔登-托普坎铅锌矿床位于阿尔登-托普坎矿床主矿带以北 0.5km，大体情况与阿矿相近，北阿矿勘查程度局部达到详勘。目前，塔中矿业已与塔国卡伊拉库姆勘探队签订勘探合同，

商定 2012 年 8 月~2017 年 1 月期间完成北阿矿的地质勘探工作。塔中矿业目前正在编制北阿矿可研报告及设计规划，2014 年对北阿矿安排配产 30 万吨矿石，2015 年正式试产。

根据岳海鑫源的评估报告，北阿尔登-托普坎铅锌矿评估基准日评估用可采储量为 4,403.75 万吨，其中：铅金属量 113.93 万吨，平均地质品位 2.59%；锌金属量 145.75 万吨，平均地质品位 3.31%；银金属量 1,525.22 吨，平均地质品位 34.63 克/吨。

北阿矿 200 万吨采选能力总投资 116,897.64 万元。其中：井巷工程 15,671.97 万元；房屋构筑物 46,979.09 万元；机器设备 54,246.58 万元。北阿矿投资基建期 2012 年 10 月~2015 年 12 月。其中 2012 年 2,000 万元、2013 年 10,000 万元、2014 年 50,000 万元、2015 年 54,897.64 万元。塔中矿业将以自有资金支付上述投资计划中的约 60,000 万元，通过银行贷款等方式筹集另外 57,000 万元。

表 5：北阿尔登-托普坎矿资源储量

资源量编码	截至 2007 年 1 月 1 日评估利用资源储量						
	原矿量 (万吨)	品位			金属量		
		锌 (%)	铅 (%)	银 (g/t)	锌 (吨)	铅 (吨)	银 (吨)
C1	229.69	2.69	3.25	33.52	61,700.00	74,600.00	77.00
C2	5,154.53	2.58	3.31	34.68	1,901,800.00	2,439,100.00	1,787.80
C1+C2	5,384.22	2.59	3.31	34.63	1,963,500.00	2,513,700.00	1,864.80

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

塔中矿业收购了原塔吉克斯坦阿尔登-托普坎矿务局有效资产后，派矿于 2007 年 6 月进场开工，已完成恢复工程、基建开拓工程和基建采准工程，并于 2008 年 2 月开始了铅锌矿石的开采；阿矿于 2008 年 4 月恢复与基建工程正式开工；2010 年下半年，设在矿区的设计选矿能力 100 万吨/年的选矿厂投产，整个矿山采选系统已正常运营。北矿探矿生产掘进正常进行，目前已经开始产出副产矿石。2011 年，派矿和阿矿合计出矿 26.75 万吨。2012 年，派矿和阿矿计划出矿 75 万吨，实际出矿 79.99 万吨。

目前，塔中矿业采用目前较为先进的优先浮选工艺，已具备年处理 150 万吨矿石的产能，并正在新建产能 100 万吨的采选工程，投资建设铅锌冶炼厂，同时延伸综合加工产业链。其销售客户主要为荷兰托克、嘉能可等全球大宗商品交易巨头。

表 6：塔中矿业矿产开采储量及品位

储量情况表：万吨					
	铅	品位	锌	品味	合计
派矿	5.6	5.25%	6.1	5.67%	11.7
阿矿	42	2.15%	49	2.47%	91
北阿矿	114	2.59%	146	3.31%	260
合计	161.6		201.1		362.7

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

注：此表数据为公司 2013 年公告披露数据，按《人民网》2014 年最新披露，派矿、阿矿、北阿矿的铅锌总储量达 660 万吨

表 7：塔中矿业主要销售客户

客户	2012 年 1-9 月	
	金额（万元）	占主营业务比例
新疆塔城国际资源有限公司	18,901.80	53.83%
荷兰托克有限公司卢塞恩分公司	11,264.92	31.08%
嘉能可国际公司	4,245.05	12.09%
中国机械进出口（集团）有限公司	703.93	2.00%
中国航空技术国际控股有限公司	—	—
合计	35,115.60	100%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（四）塔中矿业盈利能力较强

塔中矿业盈利能力极为突出。塔中矿业 2014 年铅锌精矿产量为 8 万吨，净利润为 2.5 亿元，每吨铅锌净利润为 0.31 亿元。对比国内铅锌矿采选龙头公司中金岭南的 0.15 亿元/吨，驰宏锌锗的 0.05 亿元/吨，显示塔中矿业拥有极强的盈利能力。

表 8：塔中矿业财务数据摘要（百万元）

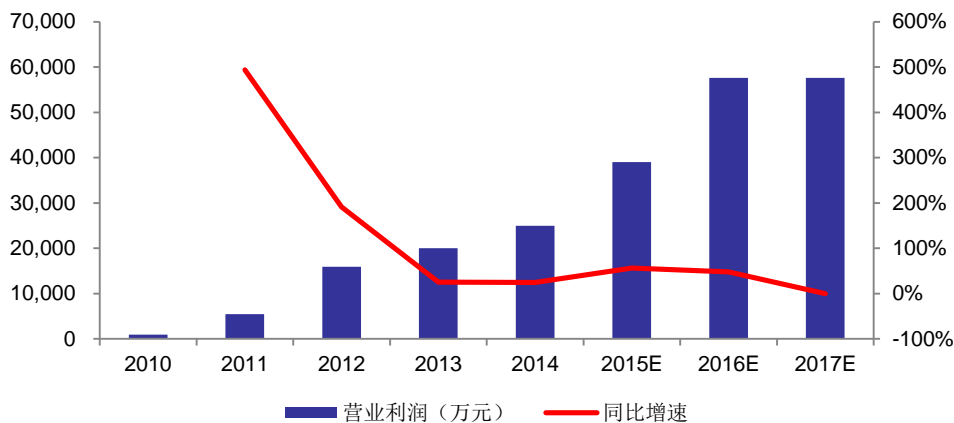
项目	2010 年度	2011 年度	2012 年 1-9 月
营业收入	57.70	218.73	351.16
营业利润	9.23	54.81	119.70
利润总额	9.12	54.23	118.75
净利润	9.12	54.23	118.93

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

在各公司铅锌精矿销售价格几乎相差无几的情况,盈利能力的高低主要是取决于成本端的控制。我们认为,塔中矿业领先于国内铅锌采选矿巨头的盈利能力来自于其在成本端的几大优势:1)塔中矿业铅锌矿的质地品位优秀,开发成本少;2)塔中矿业矿山的采掘巷道为前苏联遗留,前苏联解体废弃矿山在由塔中矿业接手后,其并不需要进行大规模固定资产投资,因此折旧费用少;3)塔中矿业地处塔吉克斯坦,人力成本较国内优势显著,推测工人工资仅为国内的四分之一到三分之一,另外电费和税收较国内低。(4)塔中矿业为纯矿山开采企业,不包括冶炼,也是盈利较好的原因之一。

塔中矿业未来盈利有保证。随着塔中矿业的采选矿产能的扩产以及新建产能的逐步达产,未来塔中矿业的盈利能力或将更进一步。根据塔城国际与西藏珠峰签署的盈利预测补偿协议,塔中矿业承诺其 2015-2019 年的净利润不低于 3.90, 5.76, 5.76, 5.73, 5.31 亿元。且此盈利承诺是基于铅锌价格处于谷底的 2011-2012 年 LME 铅锌现货价格均价作出。**而按目前的趋势未来铅锌价格大概率上涨,塔中矿业 2015-2019 年的盈利水平或将超出市场预期。**

图 15: 塔中矿业业绩及业绩增速



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

三、依托中塔工业园，深度参与“一带一路”

(一) 塔吉克斯坦是“一带一路”重要节点之一

“一带一路”是我国发展大战略。“一带一路”是指“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的简称。在习近平主席、李克强总理等中央领导层的大力推动下，“一带一路”的战略构想已上升至国家大战略高度，其承担着我国国内转型升级、扩大外部需求输出过剩产能、协调区域发展不平衡、施加国际地区影响力的重大使命。根据已有统计，“一带一路”将受益 65 个国家，涉及经济规模将达 21 万亿美元。

图 16：“一带一路”战略路线图



资料来源：网络资料, 中国银河证券研究部

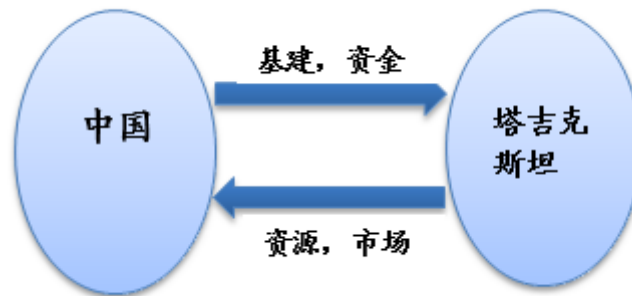
图 17：“一带一路”涉及国家、地区经济数据概况



资料来源：百度百科, 中国银河证券研究部

塔吉克斯坦与“一带一路”战略高度契合。塔吉克斯坦位于中亚东南部，东与中国新疆接壤，是“一带一路”战略中“丝绸之路经济带”的重点发展区域。塔吉克斯坦矿产资源丰富，银、铅、锌、铀等矿产资源在中亚储量占第一位。但因其交通、电力工业基础设施落后，其发展受到限制。“一带一路”战略的推行，使塔吉克斯坦的资源优势与我国基建、资金优势高度互补，惠利于两国，形成双赢的局面。2014年9月，我国和塔吉克斯坦都签署了联合宣言，在双边的正式文件中，都明确表示将共同推进“丝绸之路经济带”建设。

图 18：中塔两国均受益于“一带一路”战略

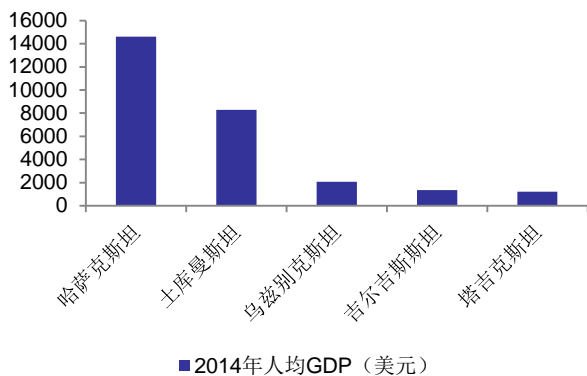


资料来源：中国银河证券研究部

(二) 拉动塔吉克斯坦工业发展，公司将成塔国“一带一路”最佳代言人

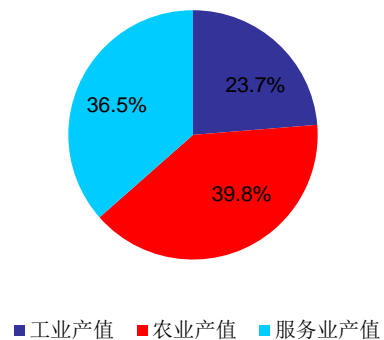
塔吉克斯坦工业基础薄弱，经济发展潜力大。塔吉克斯坦经济发展缓慢，2014 年人均 GDP 仅为 1217 美元，排在中亚五国的末尾。塔吉克斯坦脆弱的工业基础（交通、电力等设施不佳），是拖累其经济发展的主要原因。2014 年塔吉克斯坦工业产值只占其 GDP 总值的 24%。近几年，塔吉克斯坦政府增加了对工业基础设施的投资（包括引入像塔中矿业等外国投资建设采矿冶炼厂等手段），其固定资产投资增速从 2012 年以来逐年上升，这将挖掘其经济潜力，促其发展进入爆发期。

图 19：中亚五国 2014 年人均 GDP（美元）



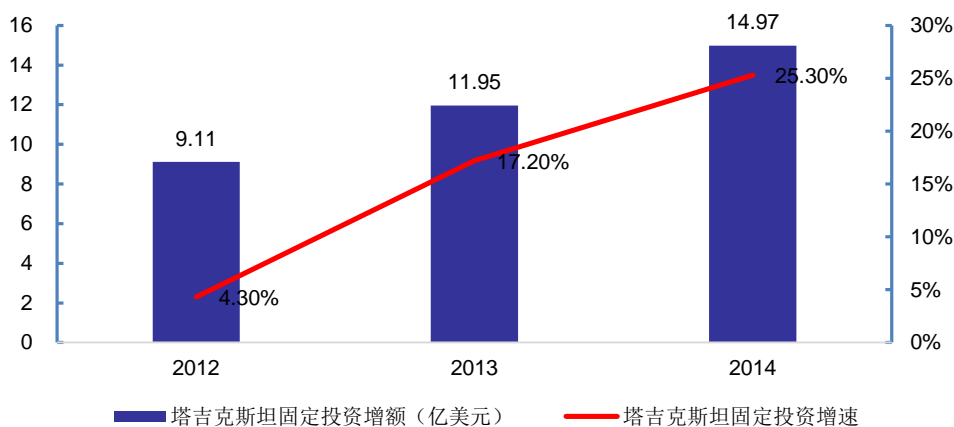
资料来源：塔吉克斯坦统计局，中国银河证券研究部

图 20：2014 年塔吉克斯坦 GDP 占比



资料来源：塔吉克斯坦统计局，中国银河证券研究部

图 21：塔吉克斯坦固定资产投资增速逐年上升

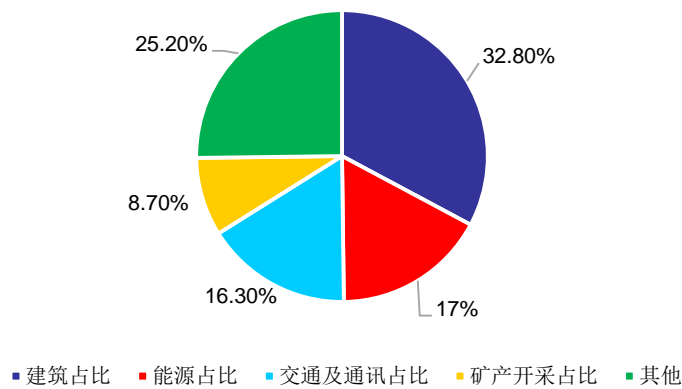


资料来源：塔吉克斯坦统计局，中国银河证券研究部

中塔工业园所提供的冶炼、化工、建材等产品，正为塔国固定资产投资、工业基础设施建设所需。塔吉克斯坦固定资产投资基本投向于建筑、交通及通讯设施等。而中塔工业园与塔

中矿业所提供的铅锌、建材等产品正好可大量应用于建筑、交通设施等行业中（塔中矿业将建成塔吉克斯坦国内的第一座铅锌冶炼厂），可无缝助力于塔吉克斯坦的工业基础设施建设，拉动塔国的工业发展，最终促进其经济发展。公司将真正达到“一带一路”战略中所期望的“输出国内产能、获取矿产资源、协助他国经济发展、施加我国区域影响力”的目标，成为我国在塔吉克斯坦的“一带一路”战略最佳代言人。

图 22：塔吉克斯坦固定资产投资占比

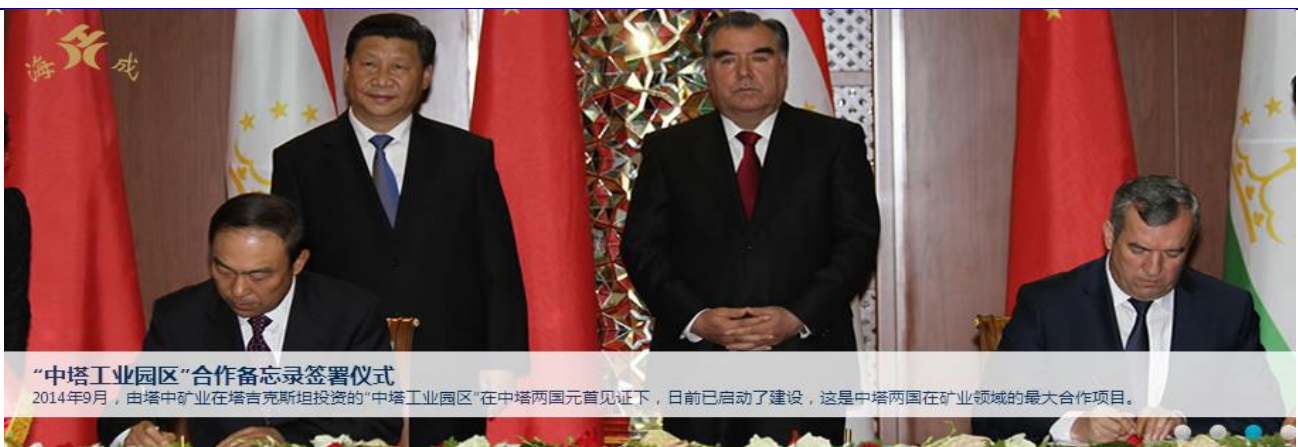


资料来源：塔吉克斯坦统计局, 中国银河证券研究部

（三）依托中塔工业园，公司是塔国“一带一路”战略执行者

中塔工业园是中塔两国在“一带一路”战略下的核心项目。2014年9月13日，塔城国际与塔吉克斯坦工业和新技术部在两国元首的见证下签署了关于中塔工业园区的合作备忘录，双方深入开展矿业领域的合作发展。中塔工业园区于2014年4月在塔国北部的伊斯季克洛尔市奠基。园区占地面积69万平方米，将以铅锌等有色金属冶炼为主，结合产出的副产品延伸综合加工产业链，涉及冶炼、化工、建材等多个行业。该项目预计总投资4亿~5亿美元，2017年建成后将为当地创造超2500个就业机会。

图 23：习近平主席见证中塔工业园合作备忘录签订



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

深耕塔吉克斯坦，塔中矿业是中塔工业园的心脏。塔中矿业是中塔工业园的主要投资方之一。塔中矿业早于2007年便成立于塔吉克斯坦，2014年公司总资产为8.27亿元，营业收入8.96亿元，净利润2.8亿元，解决塔籍人员就业1400人。塔中矿业目前已成为塔国第二大工业企业。

西藏珠峰作为实际控制人唯一的上市公司平台，我们推测未来西藏珠峰很有可能成为中塔工业园的融资和资产证券化平台，即不排除未来注入到上市公司的可能性。

四、盈利预测与估值

(一) 有色金属资源型采选类公司估值的决定因素

决定有色金属企业估值的因素主要有：**利润、产量（产能）和储量（开采年限）。**

1) 利润：作为股价最核心的因素和未来现金流的折现，关于利润的重要性无需多说。尤其是铅锌金属价格大幅上涨预期渺茫的时候，利润的重要性更加凸显。

2) 产量：其上市公司盈利相对于价格弹性的重要指标。有色金属上市公司估值隐含了金属价格上涨之后，公司盈利水平大幅好转的预期。因为有色金属公司矿山的单位开采成本固定，盈利的多寡直接取决于金属价格的高低，价格上涨部分带来的收入即为公司新增毛利。公司盈利弹性的大小取决于公司的精矿产量。

比如，盛达矿业年产量仅为西藏珠峰的二分之一，中金岭南的六分之一，驰宏锌锗的七分之一。而这产量的限制也决定了盛达矿业弹性较小。

3) 储量或者开采年限：这个指标直接影响上市公司估值时的可折现时间（现金流折现法）。另外储量小，产能扩张受限，影响扩产预期，这也是储量对估值的重要影响因素之一。比如，盛达矿业储量低，开采年限仅 20 年左右，时间太短，这也是压制其公司估值的重要因素之一。

而且我们发现，当矿山可采年限在 30 年以下时，储量对估值的溢价水平有较大影响；但当可采年限 30 年以上时，储量对估值溢价的压制影响可以忽略。假设一个公司每年盈利 10000 元人民币，我们来测算一下折旧年限对公司估值的影响。我们发现在 8% 的折现率情况下，在 30 年折现相比 20 年折现约有 15% 的溢价，且随着折现率的下降这种溢价在提升。而 40 年折现周期相对 30 年折现周期的溢价仅为 5%（采用 8% 的折现率）。即储量方面驰宏锌锗相对于中金岭南的溢价可以忽略，相对于盛达矿业的溢价也很小。但储量大带来的扩产预期对公司估值的正面影响尚无法定量。

表 9：折现周期和折现率对公司估值的影响（假设每年净利润 10000 元）

折现率	20 年	30 年	40 年	60 年	100 年
8%	106,036	121,584	128,786	133,667	134,939
10%	93,649	103,696	107,570	109,639	109,992
12%	83,658	90,218	92,330	93,229	93,332

资料来源：中国银河证券研究部

表 10：不同周期折现估值相对于 20 年折现溢价水平

折现周期	8%	10%	12%
30 年	15%	11%	8%
40 年	21%	15%	10%
60 年	26%	17%	11%
100 年	27%	17%	12%

资料来源：中国银河证券研究部

因此,西藏珠峰子公司塔中矿业的可开采年限在 30 年以上,且存在大量尚未勘探的领域。我们认为相比盛达矿业,西藏珠峰在储量上受限较小,享有储量溢价。

考虑到在资产重组后,西藏珠峰将转型为一家有色金属资源型的铅锌矿采选公司,我们将其与国内中铅锌采选龙头公司中金岭南、驰宏锌锗进行估值对比。

中金岭南

中金岭南的铅锌权益储量 837 万吨,另外还有权益储量铜 18.5 万吨、银 3909.4 吨、黄金 2.9 吨、镍 5 万吨和锂 10.7 万吨。国内矿山主要为广东凡口铅锌矿和广西盘龙铅锌矿(75%);国外矿山为澳大利亚子公司 PEM(53.37%) 在澳洲控制的 BrokenHill 铅锌矿、MountOxide 铜钴矿等矿区,以及爱尔兰参股项目(40%)的 5 个探矿权。

中金岭南 2014 年铅锌精矿产量为 32 万吨,归属母公司净利润 4.7 亿元,扣非后 2.6 亿元;过去四个季度 EPS 为 0.22 元,目前市值为 508 亿元。

驰宏锌锗

驰宏锌锗目前国内铅锌储量 730 万吨,权益储量 640 万吨;境外铅锌资源量 2100 万吨(尚未开采,开采不确定性大),权益储量 1000 万吨。

驰宏锌锗 2014 年铅锌精矿产量为 33 万吨,归属母公司净利润 1.61 亿元,扣非后 1.4 亿元;过去四个季度 EPS 为 0.10 元,目前市值为 284 亿元。

西藏珠峰

西藏珠峰子公司塔中矿业拥有铅锌储量近 662 万吨(据《人民网》2014 年报道最新储量数据),开采年限超出 30 年。塔中矿业 2014 年铅锌精矿产量为 8 万吨左右,预计 2015 年铅锌精炼产量可达 10 万吨,未来其铅锌精矿产能或将继续扩张。

塔中矿业 2014 年净利润 2.6 亿元,并承诺其 2015-2017 年的净利润不低于 3.9, 5.7, 5.7 亿元。考虑到长期铅锌价格的触底回升,以及赔偿协议的严格约束,塔中矿业实现该盈利目标为大概率事件。因此,我们保守预测西藏珠峰近四个季度净利润为 3 亿元(近四个季度摊薄后 EPS 为 0.46 元),2015-2017 年净利润为 3.9 亿元, 5.7 亿元, 5.7 亿元。

表 11: 可比公司与西藏珠峰的产量、储量、盈利数据对比(西藏珠峰考虑增发收购后数据)

公司	2014 年产量(万吨)	权益储量(万吨)	2014 年归属母公司净利润 (亿元)	近四个季度 EPS (元)	市值(亿元)
中金岭南	32	837	4.7	0.22	508
驰宏锌锗	33	640	1.6	0.10	284
西藏珠峰	12	662	2.7	0.46	207

资料来源:中国银河证券研究部

(二) 西藏珠峰的估值

通过将西藏珠峰与可比公司中金岭南、驰宏锌锗进行关于产量、储量、利润这些估值决定因素的对比之后，我们将依据这3种因素对估值的影响程度分别给予权重（总权重为100%），在综合考虑后最终确定公司的估值。

我们认为，产量这一估值决定因素将在一定程度上决定矿山利润与可采年限（储量）另外两大因素，或者说其已被利润与可采年限在另一层面所反映。而在西藏珠峰这案例中，中金岭南与驰宏锌锗2014年的铅锌精矿产量都接近于塔中矿业2014年产量的3倍，按此估算，西藏珠峰的市值应在137亿元【 $(519/3+304/3)/2=137$ 】。但考虑到，中金岭南与驰宏锌锗的产量相对稳定，但塔中矿业还在不但扩产中（未来产量或达25万吨/年左右），因此在这一案例中产量对公司估值的决定性影响力较小，我们仅给予其10%的权重。

在比较储量或可采年限这一估值因素中，我们仅考虑目前可进行开采的矿山储量。中金岭南的铅锌矿权益储量为837万吨，驰宏锌锗为640万吨（国外2100万吨储量目前尚无开采迹象，故暂不纳入考量），而塔中矿业的铅锌储量达652万吨。照此储量对比，西藏珠峰的估值应在362亿元【 $662 * (519/837+304/640)/2=362$ 】。而按储量计算，西藏珠峰、中金岭南、驰宏锌锗的可采年限均超过30年。从上文中论证以得，矿山可采年限超过30年后，其储量对估值溢价的决定性影响力将以指数级减小，因此在这一案例中我们给予储量30%的估值决定性权重。

毫无疑问，利润是公司估值中最为关键的因素，更具有决定性。比如，中金岭南与驰宏锌锗在产量与储量都相差不大的情况下，因前者2014年净利润在后者的一倍之上，市场给予前者的市值也在后者的一倍之上。因此，我们给予利润60%的估值决定性权重。而以利润确定公司的市值，其本质即为PE估值法。中金岭南近四个季度EPS为0.22元，PE(TTM)为107倍；驰宏锌锗近四个季度EPS为0.11元，PE(TTM)为182倍。即其平均PE(TTM)为145倍。西藏珠峰近四个季度EPS为0.46元（已考虑塔中矿业注入，增发股本后摊薄）。照此计算（增发后6.5亿股本），其以利润确定的公司估值应为434亿元【 $0.46 * 145 * 6.5 = 434$ 】。

在比较西藏珠峰、中金岭南、驰宏锌锗，综合考量利润、产量、储量这三大估值决定性因素及其估值权重，以及考虑塔中矿业承诺2015-2017年3.9亿元，5.7亿元，5.7亿元净利润与未来3年30%的年均复合增速所带来的一定估值溢价，我们给予西藏珠峰400亿市值。

表 12：公司估值对比

公司	市值/产量 (亿元/万吨)	市值/权益储量 (亿元/万吨)	PE (TTM)
中金岭南	16.22	0.62	107
驰宏锌锗	9.21	0.48	182
平均	12.72	0.55	145

资料来源：中国银河证券研究部

表 13: 西藏珠峰估值计算

估值因素	以该因素估值 (亿元)	估值权重 (%)	分块估值水平 (亿元)
产量	137	10%	14
储量	362	30%	109
盈利	434	60%	260
合计			383
综合估值 (未来业绩承诺与业绩增速给予溢价)			400

资料来源: 中国银河证券研究部

五、投资建议

考虑到塔中矿业承诺其 2015-2017 年的净利润不低于 3.9, 5.7, 5.7 亿元, 我们预测在资产注入后, 公司 15/16/17 年 EPS 分别为 0.60/0.88/0.89 元 (已考虑增发股本摊薄)。鉴于公司在收购矿山后将转型为有色金属资源型采选类企业, 成为铅锌行业新龙头之一, 我们在将其对标同行业标杆公司中金岭南与驰宏锌锗, 以及考虑其未来业绩与业绩增速给予一定溢价后, 给予其 400 亿元的估值, 估值修复空间 93%。

重组之后或再融资, 估值仍有提升空间。根据公司的公告判断公司在本次重大资产重组中, 取消了再融资计划。考虑到资本市场的火爆, 以及公司的发展的资金诉求 (矿山技改, 延伸产业链等), 我们判断公司在重组之后很有可能会有再融资, 股权融资既符合公司的利益诉求, 也符合我国政府提倡的加大直接融资在资本市场占比的倡议。上市公司的融资诉求将在一定程度上提升公司的估值。

“一带一路”为公司未来发展注入新鲜血液。塔吉克斯坦为中亚五国之一, 矿产资源丰富, 基础设施落后, 政治比较稳定, 未来发展空间巨大。拟注入资产他塔中矿业为中亚五国之一塔吉克斯坦的塔中工业园的重要投资方, 未来拟投资建设的建材冶炼等项目市场, 市场空间巨大。塔吉克斯坦或将加入欧亚经济联盟。欧亚经济联盟目前的成员国是俄罗斯、哈萨克斯坦、白俄罗斯、亚美尼亚和吉尔吉斯斯坦。加入后塔吉克斯坦产品可以免税进入关税同盟成员国市场。塔吉克斯坦或成为西藏珠峰介入中亚“一带一路”建设的突破口和桥头堡。塔中矿业作为塔吉克斯坦最重要的工业体之一, 将称为中国“一带一路”推进的先行者和重要实施方。

此次重组成功后, 从本质上西藏珠峰成为一支新股, 具备新股票的两个主要特征: (1) 新资产, 重组之前公司仅有 4 万吨的铅锌冶炼产能, 类似“壳公司”; (2) 流通股本少, 重组之后公司仅有 17% 的流通盘。

我们判断此次重组成功概率高 (西藏主题, 一带一路建设), 重组成功之后估值相对优势明显, 之后或有再融资, 以及“一带一路”的契机和公司的“新股”属性, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

六、风险因素

- 1) 公司资产重组失败；
- 2) 经济下行，下游需求低迷，国际大宗商品有色金属价格下跌；
- 3) 塔中矿业铅锌矿采选产能释放进程慢于预期；
- 4) 国外矿业经营的政治风险；
- 5) 人民币升值造成的汇率风险。

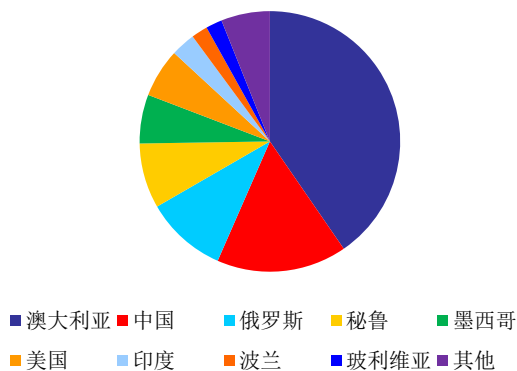
七、附录：行业分析：基本面最好的大宗商品金属，铅锌未来将迎来供应缺口

（一）供应端：产能收缩明显

全球铅锌矿资源分布集中。根据 USGS 的数据资料显示，2013 年世界已查明的铅资源量超过 20 亿吨，储量 8900 万吨。铅矿资源分布集中，澳大利亚、中国、俄罗斯、秘鲁、美国、印度、波兰等七个国家铅储量占世界总储量的 90.2%。

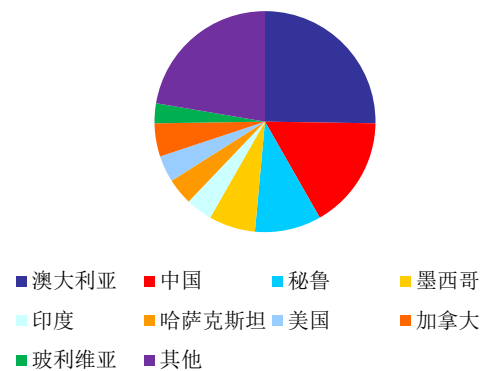
而截至 2013 年，世界已查明的锌资源 19 亿吨，储量 2.5 亿吨，基础储量 4.8 亿吨。世界锌矿资源主要集中在澳大利亚、中国、秘鲁、墨西哥、美国、印尼和哈萨克斯坦等 7 个国家，锌储量占世界总储量的 72.0%。按照当前全球每年 1300 万吨的消费量，锌矿储量只够全球开采 20 年，锌资源相对稀缺。

图 24：全球铅资源分布



资料来源:USGS, 中国银河证券研究部

图 25：全球锌资源分布

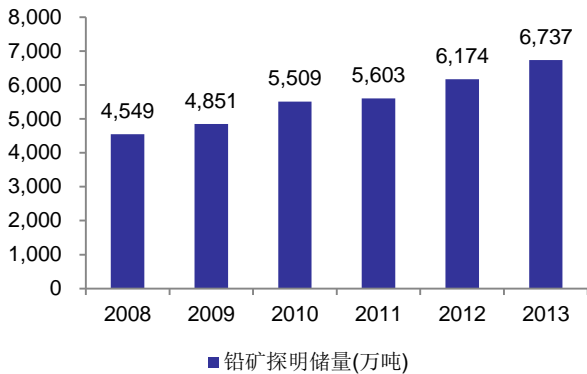


资料来源:USGS, 中国银河证券研究部

国内铅锌矿资源储量较为稀缺。2013 年国内探明铅矿储量 6737.2 万吨；2014 年，全国有色地勘队伍新勘探铅锌资源 287.18 万吨，增速逐年趋缓。国内铅资源主要集中在内蒙古、云南、广东、四川等几个省，占全国储量的 70% 左右。

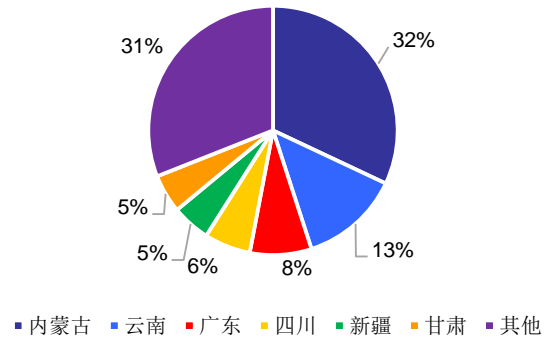
2013 年国内探明锌矿储量 13787.7 万吨，主要分布在内蒙古、云南、甘肃、广东等几省。

图 26: 国内铅矿探明储量



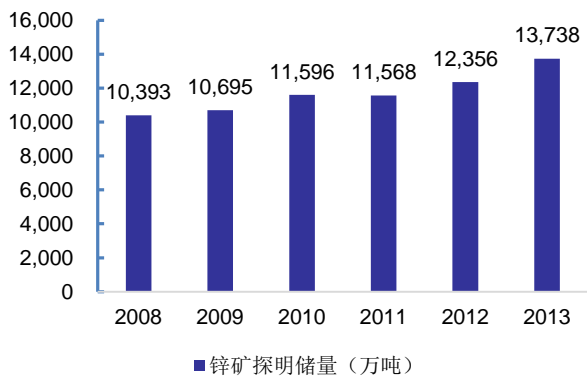
资料来源:国家统计局, 中国银河证券研究部

图 27: 国内铅资源地区分布



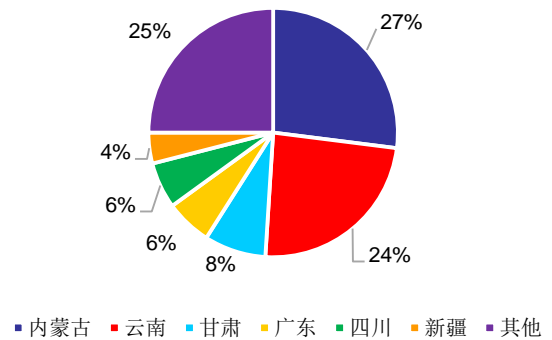
资料来源:国家统计局, 中国银河证券研究部

图 28: 国内锌矿探明储量



资料来源:国家统计局, 中国银河证券研究部

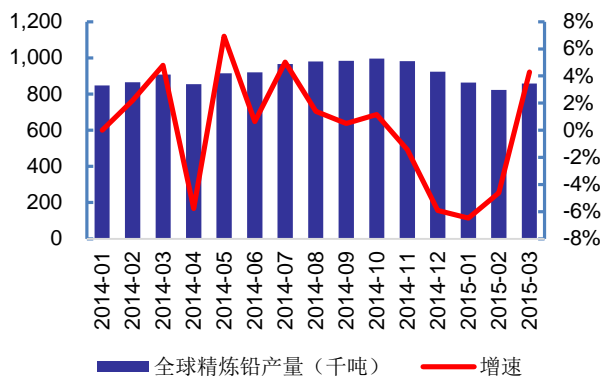
图 29: 国内锌资源地区分布



资料来源:国家统计局, 中国银河证券研究部

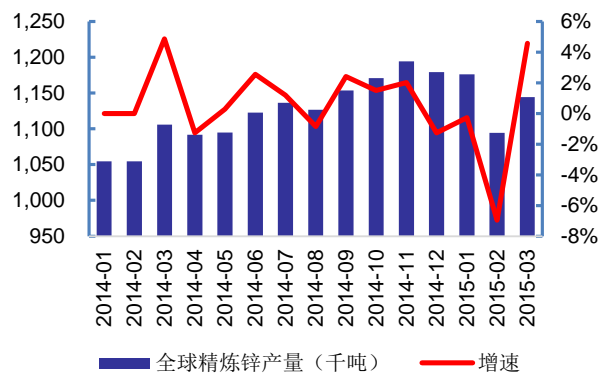
全球精炼铅产量下降, 精炼锌产量增长趋缓。据国际铅锌小组最新公布的数据显示, 2015 年 1-3 月全球精铅产量为 254.6 万吨, 同比减少 2.3%。精锌产量为 341.4 万吨, 同比增长 8.3%。国外铅锌矿山由于长期开采, 近几年面临品质下降、资源枯竭、锌矿山投产少等问题, 铅锌供应趋紧。

图 30: 全球精炼铅产量与产量增速



资料来源:ICSG, 中国银河证券研究部

图 31: 全球精炼锌产量与产量增速



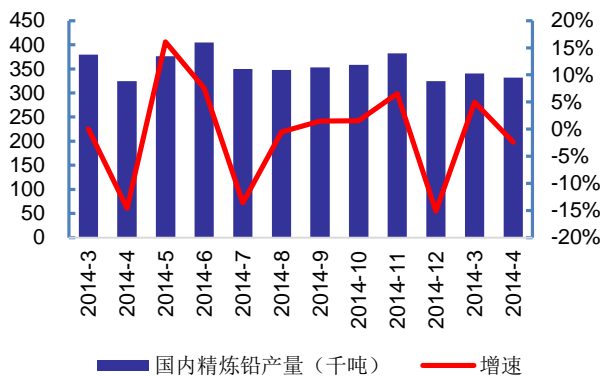
资料来源:ICSG, 中国银河证券研究部

国内精炼铅产量下降明显,精炼锌产量保持较高增长。国内 2015 年第一季度生产铅 98.79 万吨,同比下降 6.58%,降幅明显。2015 年第一季度生产精炼锌 146.06 万吨,同比增长 14.61%。

目前国内铅价处于低位,去年 12 月份原生铅冶炼厂开工率为 65%。其中,年产能在 10 万吨以上的大型企业开工率下降明显,年产能 5-10 万吨的中型企业开工率亦小幅下降。铅价低于铅厂的成本线,而铅精矿价格未出现明显的下滑,冶炼厂出货较为困难,产能收缩是大势所趋。

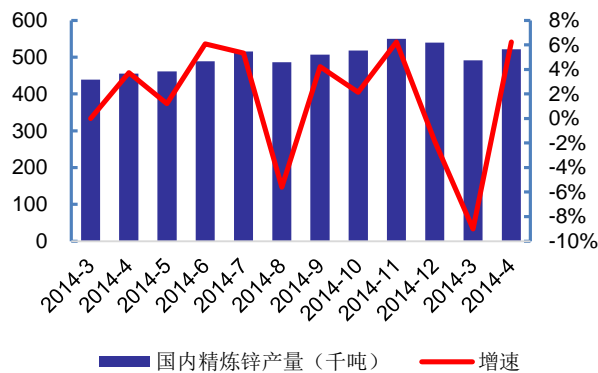
国内锌矿供应较为充裕,精炼锌产量增速较快,总体上显著高于全球增速。去年下半年月均产量为 52.35 万吨,目前中国锌冶炼产能已占全球 40% 以上。根据安泰科统计的数据,去年下半年中国锌冶炼厂开工率升至 80% 以上的高位,产能释放已经完全,进一步增长的空间有限,预计今年产量增速也将趋缓。

图 32: 国内精炼铅产量与产量增速



资料来源:国家统计局, 中国银河证券研究部

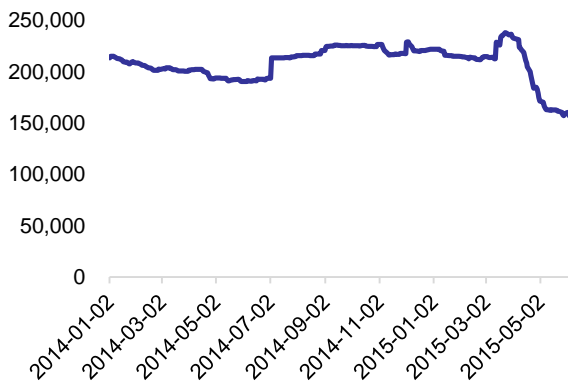
图 33: 国内精炼锌产量与产量增速



资料来源:国家统计局, 中国银河证券研究部

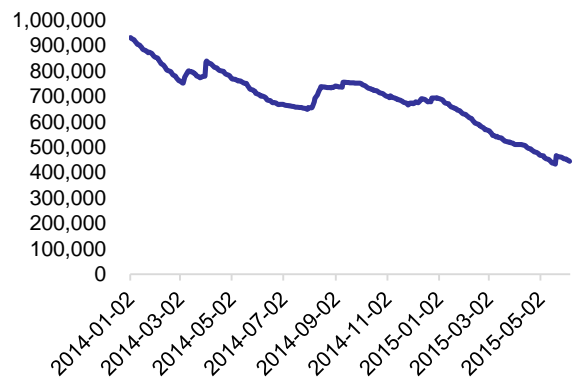
全球 LME 铅锌去库存化明显。根据 LME 近一年多的铅锌库存变化显示，全球铅锌正在显著去库存阶段。LME 铅库存由上年年初的 20 万吨已下降到今年 6 月的 15 万吨水平，而锌库存去上年年初的 90 万吨相比更是下降了一半。产能的收缩和铅锌库存的不断去化，将加剧全球铅锌供应紧张的局面。

图 34: LME 铅库存 (吨)



资料来源:LME, 中国银河证券研究部

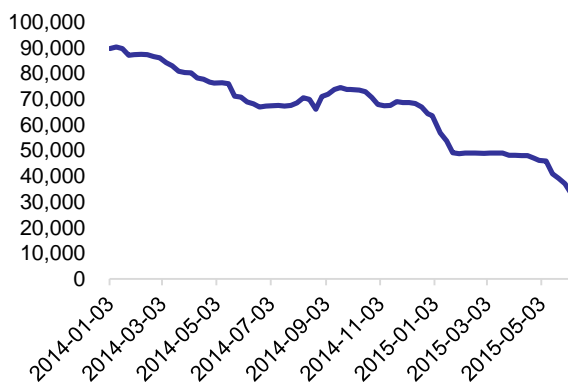
图 35: LME 锌库存 (吨)



资料来源:LME, 中国银河证券研究部

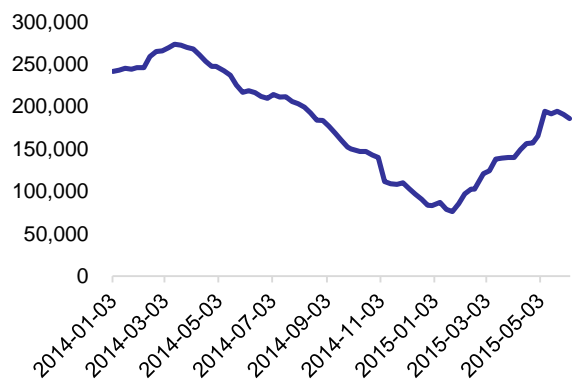
上期所的铅库存从 14 年初的 9 万吨下降到今年 6 月的 4 万吨以下,达到近几年的最低值。而锌库存 15 年一季度有所回升,从 15 万吨回升至 20 万吨左右,在 5 月左右达到稳定。结合宏观经济和锌的供需状况,我们认为主要是由于加工费高企,锌冶炼企业开工率高,而一季度中国经济回落,尤其是 2 月春节需求下降,导致锌库存大幅上涨。5 月开始锌库存企稳,说明锌的国内需求量在春节后正在回升。考虑到国内锌冶炼产能对制约,上期所锌库存或将在 6 月重回下行通道。

图 36: 上期所铅库存 (吨)



资料来源:上海期货交易所, 中国银河证券研究部

图 37: 上期所锌库存 (吨)



资料来源:上海期货交易所, 中国银河证券研究部

海外铅锌矿山关停，未来产能将持续减少。2014 年全年，全球铅矿山产量同比减少 16.9% 至 470 万吨。MMG 将于 2015 年三季度关闭世界第三大也是澳洲最大的露天开采锌矿山世纪锌矿（Century mine）。爱尔兰、赞比亚的锌矿也将关闭，秘鲁、印度的铅锌矿山减产。预计 2015 年锌矿山产能将净减少 7.1 万吨。

表 14：2015 年海外主要铅锌矿山产能变化

国家	项目名称	所属公司	产能变化量（万吨）	状态
加拿大	Yukon	赛尔温驰宏矿业	10	新建
加拿大	Tulsequah Chief 矿	Chieftain Metals	5	新建
秘鲁	Corani	Bear Creek Mining	2	新建
墨西哥	Angangueo 多金属矿	Grupo M é xico	0.4	新建
墨西哥	Plata		2	新建
墨西哥	Rey		3	新建
墨西哥	Valardena	Penoles	5	扩建
墨西哥	Penasquito	Goldcorp	2	扩建
美国	Lik 矿	Zazu 金属	10	扩建
瑞典	Garpenberg	Boliden 公司	4	扩建
塔吉克斯坦	Altyn Topkan 矿	Zarnisor	2	扩建
加拿大	Perseverance	超达	-13.1	关闭
秘鲁	Antamina	BHP/ Xstrata/Teck	-8.5	减产
波兰	Pomorzany 矿	Boleslaw	-7.5	关闭
爱尔兰	Lisheen 矿	韦丹塔	-17	二季度关闭
美国	Pend Oreille 矿	泰克资源	4.4	重启
加拿大	Duck Pond	泰克资源	-0.8	7 月份关闭
澳大利亚	Century 矿	五矿资源	-10	三季度关闭
印度	Zawar 等三矿山	韦丹塔	7	扩产
印度	Rampura-Agucha 矿山	韦丹塔	-7	减产
累计产能变化			-7.1	减产

资料来源：安泰科，中国银河证券研究部

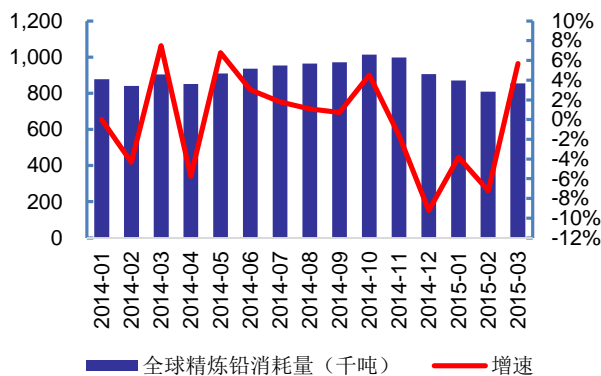
国内铅锌行业准入门槛提高，制约未来铅锌产能释放。2015 年 1 月，我国正式实施新环保法，提高了对于污染企业的污染物排放标准，并且加大处罚力度，对有色金属冶炼行业产生一定的冲击。特别是我国铅冶炼行业，产业集中度较低，中小型铅冶炼企业占比较大，普遍规模较小，而且技术实力和盈利状况不佳。为满足新环保法下污染物的排放标准，环保设备的运营将导致企业的环保费用显著上升，企业的盈利空间将被继续压缩。一部分中小企业可能面临停产，更加制约国内铅产能的释放。

与此同时，《铅行业规范条件（2015）》已经正式发布，新建铅锌矿山的标准大幅提高。根据规范条件，新建小型铅锌矿山规模不得低于单体矿 10 万吨/年，服务年限须在 10 年以上，中型矿山单体矿规模应大于 30 万吨/年。采用浮选工艺的矿山企业其矿石处理能力应不小于矿山开采能力。与此前的规定相比，这一标准提高了一倍以上。行业准入门槛的提高有利于行业加快整合，同时将制约铅锌产能的释放。

(二) 需求端：下游需求稳中有升

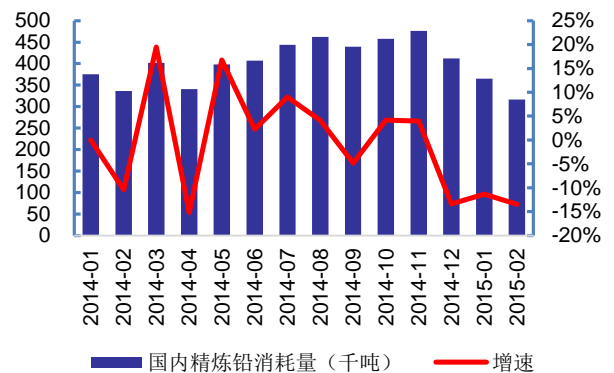
全球铅锌消费量回升。2015 年第一季度，全球铅锌消费量趋于稳定。ILZSG 预估，2015 年全球精炼铅消费量将年增 2.1% 至 1,156 万吨，2015 年 3 月全球铅市供应过剩量缩减至 4,500 吨。2015 年中国铅消费量预估年增 2.9%，中国以外的全球铅消费预估年增 1.4%。预计铅市将有 2.3 万吨的小量供给缺口。这是五年来第一次国际铅市预计出现供应缺口，铅整体价格未来有望迎来回升。

图 38：全球精炼铅消耗量



资料来源:ILZSG, 中国银河证券研究部

图 39：国内精炼铅消耗量

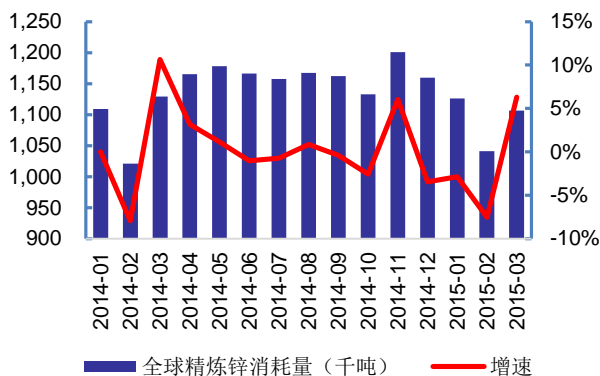


资料来源:ILZSG, 中国银河证券研究部

2015 年全球精炼锌消费量预估将年增 2.9% 至 1,405 万吨。消费增长主要受到中国镀锌钢板需求强劲的影响，中国以外的全球消费则预估年增 1.3%。2015 年全球精炼锌产量预估年增 3.3% 至 1,368 万吨，锌市将有 36.6 万吨的供给缺口，或为预估产量的 2.7%。

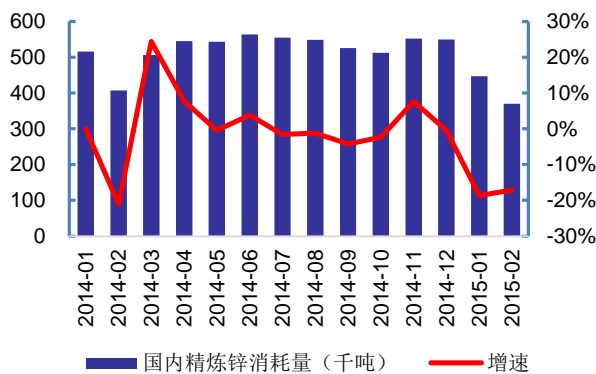
由于去年下半年经济走弱、地产恶化给汽车、家电行业带来负面拖累，年初至今，锌需求量有所下滑。随着货币政策的宽松，经济筑底回升，基建和地产企稳，铁路、水利工程建设将带动未来锌需求量将得到改善。

图 40: 全球精炼锌消耗量



资料来源:ILZSG, 中国银河证券研究部

图 41: 国内精炼锌消耗量



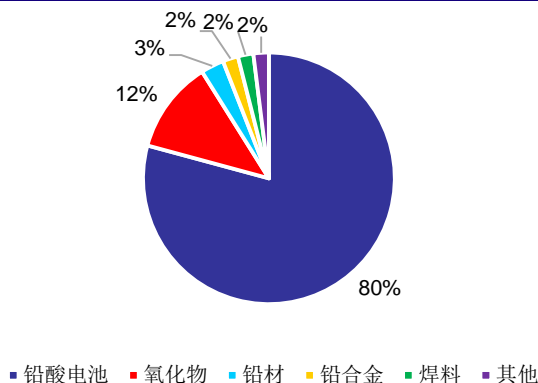
资料来源:ILZSG, 中国银河证券研究部

铅下游铅酸蓄电池需求量保持稳定。中国精炼铅消费结构中，铅酸电池居于首位，占比 80.00%，氧化物占比 12.00%，其他如铅材、铅合金等综合占比仅 8.00%，精炼铅消费主要集中在铅酸电池。

据国家统计局统计数据显示，我国铅酸蓄电池产量从 2010 年的 14416.68 万千伏安时增长至 2013 年的 20502.74 万千伏安时。过去 5 年铅酸电池行业保持了 20% 以上的复合增速，2013 年国内铅酸电池的产量仍保持 15% 以上的增速，2014 年全年产量超过 2.2 亿千伏安时。

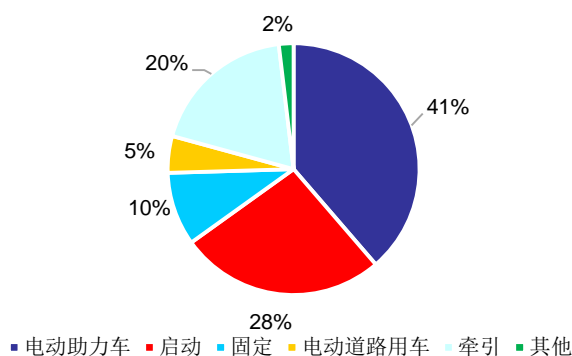
中国铅酸电池消费集中在电动助力车用、起动用及固定用三大领域。自 2010 年以来，我国电动自行车产量保持高速增长，对铅酸蓄电池的需求起到了较大带动作用。2015 年底中国电动自行车保有量将超过 2 亿辆，估计每组电池的替换期约 2.5 年，二级市场对替换电池的需求将可持续增长。

图 42: 国内精炼铅消费结构



资料来源:有色工业协会, 中国银河证券研究部

图 43: 国内铅酸蓄电池消费结构



资料来源:有色工业协会, 中国银河证券研究部

锌下游行业回暖。锌以及下游需求的主要相关产业是：轻工、家电、汽车、房地产以及建筑业。从中国锌需求结构来看，房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域，其次，在地铁、

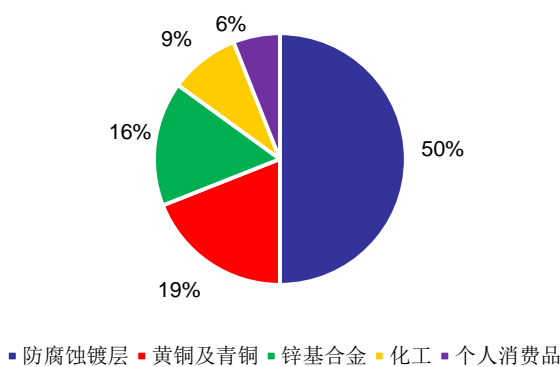
城市轻轨等基础设施建设、电力工程、电网建设等领域也占有一定份额。房地产、建筑以及汽车工业占中国的锌消费量 50% 左右。

从需求上看，金属锌由于其良好的防腐蚀性，有 50% 被应用于镀锌领域。而我国镀锌板的产量约占全球 40%，成为了全球最大的锌消费国家。

在持续货币宽松政策的刺激下，下半年投资环境将得到改善。基建与地产企稳，房屋销售数据好转将带动投资与开工数据。此外，今年铁路、水利工程建设仍将进一步推动锌需求，预计全年需求增速仍将维持 7% 左右的水平。

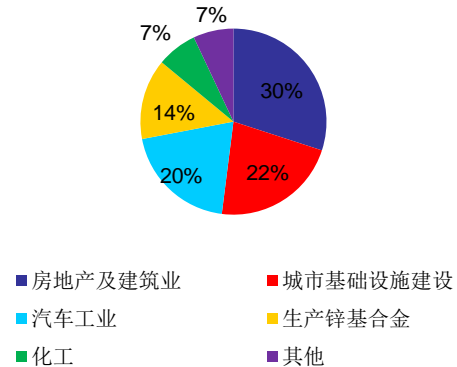
汽车行业的发展也同时带动对锌的需求。根据中汽协的数据预测，2015 年中国汽车全年销量为 2513 万辆，包括出口 86 万辆，增速为 7% 左右，预计未来几年汽车销量将维持稳步快速增长。全年锌供应短缺状况不变，锌价维持上行趋势。

图 44: 全球精炼锌消费结构



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

图 45: 国内精炼铅消费结构



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

(三) 供应缺口扩大，铅锌行业景气周期向上

根据全球铅锌产销数据分析以及我们的预测，未来几年铅锌产量增速趋缓，将持续落后于铅锌消费量，铅锌供应缺口将进一步增大。根据国际铅锌研究小组的数据预测，2016 年全球精铅缺口将超过 30 万吨，精锌缺口将达到 50 万吨。

表 15: 全球铅供需平衡表 (万吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
精炼铅供应	973	1037	1041	1048	1052	1055	1056
精炼铅消费	932	1014	1065	1087	1113	1105	1088
过剩	41	23	-24	-39	-61	-50	-32

资料来源: 国际铅锌研究小组, 中国银河证券研究部

表 16: 全球锌供需平衡表 (万吨)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
精炼锌供应	1287	1306	1274	1314	1348	1384	1395
精炼锌消费	1256	1272	1249	1320	1375	1414	1445
过剩	31	34	25	-6	-27	-30	-50

资料来源:国际铅锌研究小组, 中国银河证券研究部

综上所述, 我们认为 2015 年铅锌行业总体呈供不应求状态。铅锌行业供给端受到:1) 矿山资源老化枯竭关停; 2) 新环保法实施, 行业准入标准提高等因素的制约, 铅锌供应预计未来几年将持续收缩。而铅锌需求端下游需求保持稳定, 有进一步上升空间。因此我们认为, 铅锌价格未来将呈回升趋势, 铅锌行业景气周期将维持上升通道。

八、财务报表预测

表 17: 公司利润表

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1337.52	1569.07	1541.60	1549.36	1540.53	1585.52
减: 营业成本	1292.61	1542.72	1525.60	1528.79	1517.10	1561.97
营业税金及附加	1.71	1.00	1.72	1.86	1.85	1.90
营业费用	13.46	17.26	16.63	17.04	16.79	17.44
管理费用	45.30	53.03	46.70	48.19	49.61	48.20
财务费用	9.30	10.52	11.67	-0.11	-0.42	0.19
资产减值损失	3.04	7.56	3.27	4.62	4.62	4.62
加: 投资收益	4.09	-2.41	75.46	4.00	1.00	3.00
公允价值变动损益	1.03	-0.44	1.18	1.50	1.20	1.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-22.78	-65.88	12.65	-45.53	-46.82	-44.51
加: 其他非经营损益	100.65	89.88	1.67	64.07	64.07	64.07
利润总额	77.87	24.00	14.32	18.54	17.25	19.56
减: 所得税	-0.60	1.17	3.95	9.61	9.61	9.61
净利润	78.47	22.83	10.37	8.93	7.64	9.95
减: 少数股东损益	5.31	1.95	1.82	0.98	0.84	1.09
归属母公司股东净利润	73.16	20.88	8.55	7.95	6.80	8.86

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

表 18: 公司资产负债表

资产负债表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	20.48	22.25	95.79	95.08	59.69	70.00
应收和预付款项	52.35	79.36	129.87	88.43	117.76	116.31
存货	94.94	105.36	87.87	107.38	92.15	113.16
其他流动资产	0.00	2.73	1.57	1.57	1.57	1.57
长期股权投资	1.23	155.09	1.58	3.58	5.58	7.58
投资性房地产	3.16	3.00	2.85	2.57	2.30	2.02
固定资产和在建工程	152.23	109.00	108.20	103.97	96.58	91.12
无形资产和开发支出	52.99	31.27	30.46	28.65	26.85	25.04
其他非流动资产	3.79	2.26	14.36	14.04	13.62	13.62
资产总计	381.17	510.32	472.55	445.26	416.09	440.42
短期借款	77.70	99.50	32.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	181.82	258.17	280.97	281.26	248.71	237.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	10.00
其他负债	94.95	99.39	97.98	93.47	84.21	104.47

负债合计	354.46	457.06	410.95	374.73	337.92	352.30
股本	158.33	158.33	158.33	158.33	158.33	158.33
资本公积	49.96	49.96	49.96	49.96	49.96	49.96
留存收益	-205.09	-181.08	-170.53	-162.58	-155.78	-146.92
归属母公司股东权益	3.20	27.21	37.76	45.71	52.51	61.37
少数股东权益	23.51	26.04	23.97	24.95	25.79	26.88
股东权益合计	26.71	53.25	61.74	70.66	78.30	88.25
负债和股东权益合计	381.17	510.32	472.68	445.40	416.22	440.55

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

表 19: 公司现金流表

现金流量表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	-17.09	3.11	56.55	-21.77	-93.44	-52.28
投资性现金净流量	79.98	-10.01	94.75	51.76	51.46	51.56
筹资性现金净流量	-51.37	-11.80	-75.51	-30.70	6.60	11.03
现金流量净额	11.52	-18.70	75.78	-0.71	-35.39	10.31

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司股权演变历程	2
图 2: 公司股权结构	3
图 3: 公司 2014 年主营收入构成占比	4
图 4: 公司 2014 年毛利构成占比	4
图 5: 公司组织结构图	4
图 6: 公司锌锭产销量	5
图 7: 公司铜块产销量	5
图 8: 公司营业收入与营业收入增速	5
图 9: 公司业绩与业绩增速	5
图 10: 公司毛利率与净利率水平每况愈下	6
图 11: 塔城国际发展历程	7
图 12: 塔中矿业股权结构	8
图 13: 公司重组完成之后的股权结构	8
图 14: 阿尔登-托普坎铅锌矿区地图	10
图 15: 塔中矿业业绩及业绩增速	14
图 16: “一带一路”战略路线图	15
图 17: “一带一路”涉及国家、地区经济数据概况	15
图 18: 中塔两国均受益于“一带一路”战略	16
图 19: 中亚五国 2014 年人均 GDP (美元)	17
图 20: 2014 年塔吉克斯坦 GDP 占比	17
图 21: 塔吉克斯坦固定资产投资增速逐年上升	17
图 22: 塔吉克斯坦固定资产投资占比	18
图 23: 习近平主席见证中塔工业园合作备忘录签订	19
图 24: 全球铅资源分布	26
图 25: 全球锌资源分布	26
图 26: 国内铅矿探明储量	27
图 27: 国内铅资源地区分布	27
图 28: 国内锌矿探明储量	27
图 29: 国内锌资源地区分布	27
图 30: 全球精炼铅产量与产量增速	28
图 31: 全球精炼锌产量与产量增速	28
图 32: 国内精炼铅产量与产量增速	28
图 33: 国内精炼锌产量与产量增速	28
图 34: LME 铅库存 (吨)	29
图 35: LME 锌库存 (吨)	29
图 36: 上期所铅库存 (吨)	29
图 37: 上期所锌库存 (吨)	29
图 38: 全球精炼铅消耗量	31

图 39: 国内精炼铅消耗量	31
图 40: 全球精炼锌消耗量	32
图 41: 国内精炼锌消耗量	32
图 42: 国内精炼铅消费结构	32
图 43: 国内铅酸蓄电池消费结构	32
图 44: 全球精炼锌消费结构	33
图 45: 国内精炼铅消费结构	33

表 格 目 录

表 1: 公司子公司具体情况	5
表 2: 全球铅锌矿储量排行	9
表 3: 派-布拉克矿资源储量	11
表 4: 阿尔登-托普坎矿资源储量	11
表 5: 北阿尔登-托普坎矿资源储量	12
表 6: 塔中矿业矿产开采储量及品位	13
表 7: 塔中矿业主要销售客户	13
表 8: 塔中矿业财务数据摘要 (百万元)	13
表 9: 折现周期和折现率对公司估值的影响 (假设每年净利润 10000 元)	20
表 10: 不同周期折现估值相对于 20 年折现溢价水平	20
表 11: 可比公司与西藏珠峰的产量、储量、盈利数据对比 (西藏珠峰考虑增发收购后数据)	21
表 12: 公司估值对比	22
表 13: 西藏珠峰估值计算	23
表 14: 2015 年海外主要铅锌矿山产能变化	30
表 15: 全球铅供需平衡表 (万吨)	33
表 16: 全球锌供需平衡表 (万吨)	34
表 17: 公司利润表	35
表 18: 公司资产负债表	35
表 19: 公司现金流表	36

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘文平，胡皓，有色金属行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn