



Research and  
Development Center

矿产资源储量丰富，受益一带一路政策  
——西部矿业（601168.SH）深度报告

2015年10月16日

范海波 行业分析师  
吴漪 行业分析师  
丁士涛 行业分析师  
王伟 行业分析师

## 证券研究报告

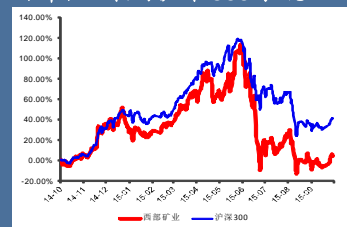
### 公司研究——首次覆盖

#### 西部矿业 (601168.SH)



首次评级

#### 西部矿业相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2015.10.15)

收盘价(元)	6.89
52周内股价波动区间(元)	4.98-9.36
最近一月涨跌幅(%)	-26.55
总股本(亿股)	23.83
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	161

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心  
邮编：100031

**范海波** CFA, 行业分析师  
执业编号: S1500510120021  
联系电话: +86 10 63081252  
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

**吴漪** 行业分析师  
执业编号: S1500512110003  
联系电话: +86 10 63081085  
邮箱: wuyi@cindasc.com

**丁士涛** 行业分析师  
执业编号: S1500514080001  
联系电话: +86 10 63080936  
邮箱: dingshitao@cindasc.com

**王伟** 行业分析师  
执业编号: S1500515070001  
联系电话: +86 10 63081273  
邮箱: wangwei2@cindasc.com

## 矿产资源储量丰富，受益一带一路政策

### 深度报告

2015年10月16日

#### 本期内容提要：

- ◆ **公司资源储量丰富，多金属品种是保障。**西部矿业是国内有色金属行业最大的多金属矿业公司之一，多种金属资源储备优势明显，公司拥有铜、铅、锌、银、金等金属资源储备能够为其长期可持续发展提供较为有利的保障。
- ◆ **大股东旗下资产是支撑。**西矿集团作为西部矿业的大股东旗下拥有多座矿山，在全国16个省拥有40余家直接或间接控股子公司，形成了有色金属、能源化工、盐湖化工、城市投资及金融四大产业板块。
- ◆ **10万吨电锌项目正式投产。**2015年9月30日，青海省重点项目之一西部矿业年产10万吨电锌项目正式投产，是园区“十二五”重点工业项目，项目引进国际上最先进的“氧压浸出全湿法炼锌工艺”，具有十分突出的社会效益和经济效益。
- ◆ **“一带一路”有望带动公司发展。**青海在“一带一路”中有着举足轻重的重要地理和区位优势，公司由于其地理优势加紧利用自身丰富的矿产资源、完善的交通网络，加大矿产资源的勘探开发，充分发挥其资源优势有望进一步提高公司业绩。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计西部矿业15-17年摊薄EPS分别为0.06元、0.08元和0.09元。选取有色金属A股上市公司做为可比公司，可比公司的PE(2015E)均值为56倍，中值为37倍。相比之下，西部矿业的市盈率(2015E)为111X，高于行业平均水平，鉴于公司多金属矿产资源储备丰富，首次覆盖，给予“持有”评级。
- ◆ **股价催化剂：**中国政策出台新的刺激政策；新兴市场国家经济趋稳；国企改革进展加快
- ◆ **风险因素：**产品价格波动风险；矿产资源量和可采储量估测的风险；贸易风险等

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	25271.52	24247.09	24870.49	25197.87	25360.75
增长率YoY%	27.45	-4.05	2.57	1.32	0.65
归属母公司净利润(百万元)	349.82	290.11	151.57	189.25	221.80
增长率YoY%	15.49	56.92	7.68	18.74	17.34
毛利率%	5.21	6.13	4.78	4.86	5.09
净资产收益率ROE%	3.09	2.55	1.32	1.63	1.88

摊薄每股收益 EPS(元)	0.15	0.12	0.06	0.08	0.09
市盈率 P/E(倍)	48	58	111	89	76
市净率 P/B(倍)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2015 年 10 月 15 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
公司简介 .....	2
大型矿产上市公司 .....	2
大股东旗下资源丰富 .....	4
矿产资源丰富，综合开发为主 .....	5
全球经济放缓，有色金属价格继续维持弱势 .....	6
金属价格仍受下行压力 .....	6
金属产量和板块表现分化 .....	7
资源凸显潜力，矿业铸就价值 .....	9
有色金属储备丰富，产量超额完成 .....	9
铜铅锌撑起主要盈利，公司项目进展顺利 .....	10
资源保障是看点，价值被低估 .....	12
人民币贬值有利于有色金属产品出口，“一带一路”是亮点 .....	13
盈利预测与估值 .....	16
基本假设和盈利预测 .....	16
相对估值与投资评级 .....	17
风险因素 .....	18

## 图 目 录

图 1: LME 基本金属价格变动情况 .....	7
图 2: 上海基本金属价格变动情况 .....	7
图 3: 我国铜月产量及同比增速 (单位: 万吨) .....	8
图 4: 我国锌月产量及同比增速 (单位: 万吨) .....	8
图 5: 我国铜铅月产量及同比增速 (单位: 万吨) .....	8
图 6: 我国铝月产量及同比增速 (单位: 万吨) .....	8
图 7: 西部矿业主要矿山及冶炼产能分布 .....	9
图 8: 公司 2014 年主营业务收入结构 .....	10
图 9: 公司 2014 年主营业务利润结构 .....	10
图 10: “一带一路”规划图 .....	14

## 表 目 录

表 1: 西部矿业最新股权结构图 (2015 年半年报) .....	2
表 2: 西部矿业十大流通股股东表 (2015 年半年报) .....	3
表 3: 西矿集团旗下资产 .....	4
表 4: 西部矿业已注入矿山资源 (千吨) .....	5
表 5: 国内金属现货价格 (单位: 元/吨) .....	6
表 6: 2012~2015E 年公司主要品种精矿产量 (单位: 万吨) .....	9
表 7: 2013~2015E 年公司冶炼产能产量情况 (单位: 万吨) .....	10
表 8: 公司主要在建项目最新情况 .....	12
表 9: 可比公司储量价值比 .....	12
表 10: A 股主要铜铅锌公司与西部矿业产量对比 .....	13
表 11: 2012~2014 年公司金属贸易业务概况 .....	13
表 12: 金属价格预测 .....	16
表 13: 金属产量预测 .....	16
表 14: 矿产采选冶单位成本预测 .....	16
表 15: A 股主要铅锌公司估值 .....	17

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑

亮点 1: 公司资源储备丰富, 多金属品种是保障。西部矿业是国内有色金属行业最大的多金属矿业公司之一, 多种金属资源储备优势明显, 公司拥有铜、铅、锌、银、金等金属资源储备能够为其长期可持续发展提供较为有利的保障。矿山开采是公司主要的利润来源, 毛利较高, 也是公司重要发展方向。

亮点 2: 大股东旗下资产是支撑。西矿集团由青海省国资委控股, 持股 50.37%处于实际控制地位, 旗下拥有多座矿山, 在全国 16 个省拥有 40 余家直接或间接控股子公司, 形成了有色金属、能源化工、盐湖化工、城市投资及金融四大产业板块。

亮点 3: 10 万吨电锌项目正式投产。2015 年 9 月 30 日, 青海省重点项目之一西部矿业年产 10 万吨电锌项目正式投产, 是园区“十二五”重点工业项目, 项目引进国际上最先进的“氧压浸出全湿法炼锌工艺”, 与国内目前大多数企业采用的常规湿法工艺流程相比, 属低污染、低排放的先进冶炼技术, 具有十分突出的社会效益和经济效益。

亮点 4: “一带一路”有望带动公司发展。青海在“一带一路”中有着举足轻重的重要地理和区位优势, 也在加紧利用自身丰富的矿产资源、完善的交通网络、重要的生态屏障作用, 丝绸之路经济带建设将极大地拓展青海经济发展的战略空间。在“一带一路”政策的驱动下, 公司由于其地理优势, 加大矿产资源的勘探开发, 充分发挥其资源优势有望进一步提高公司业绩。

### 股价催化剂

中国政策出台新的刺激政策; 新兴市场国家经济趋稳; 国企改革进展加快。

### 盈利预测与投资评级

按公司股本 2,383,000,000 股计算, 我们预计西部矿业 15-17 年摊薄 EPS 分别为 0.06 元、0.08 元和 0.09 元。选取有色金属 A 股上市公司做为可比公司, 可比公司的 PE (2015E) 均值为 56 倍, 中值为 37 倍。相比之下, 西部矿业的市盈率(2015E) 为 111X, 高于行业平均水平。鉴于公司多金属矿产资源储备丰富, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

### 风险因素

产品价格波动风险; 矿产资源量和可采储量估测的风险; 贸易风险等

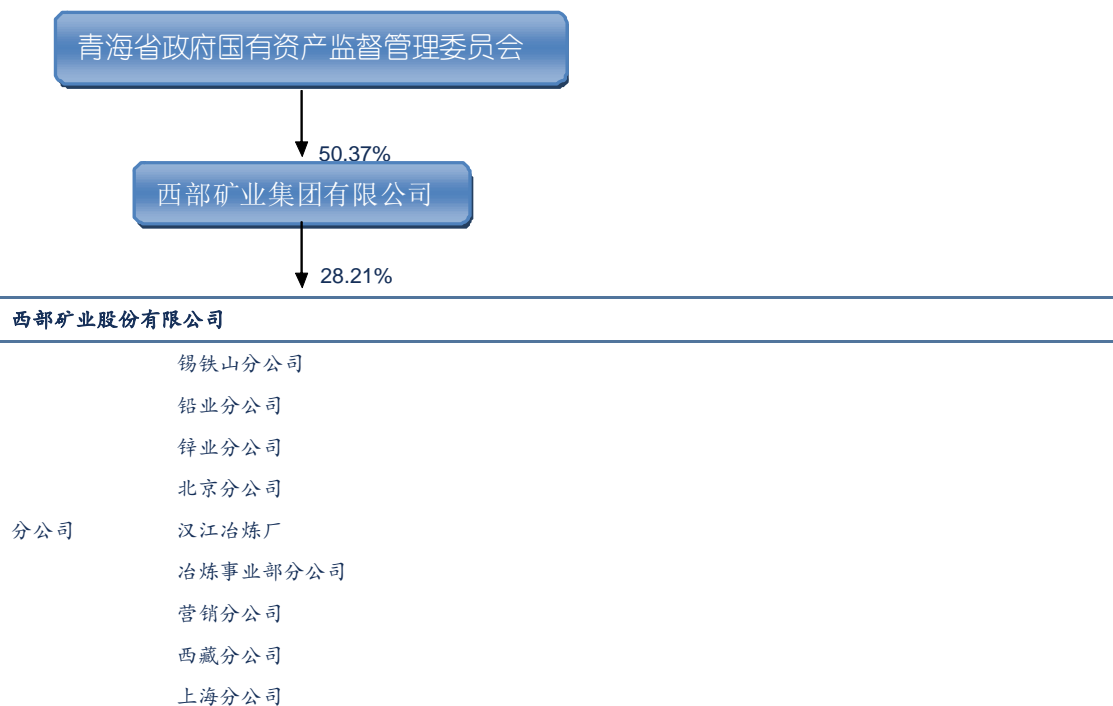
## 公司简介

### 大型矿产上市公司

西部矿业股份有限公司成立于 2000 年 12 月，由鑫达金银开发中心、株洲冶炼厂（现为株洲冶炼集团有限责任公司）、长沙有色冶金设计研究院、广州保税区瑞丰实业有限公司等 4 家单位共同发起设立。2007 年 7 月在上交所挂牌上市，公司总部位于青海省西宁市五四大街 52 号，是一家地处我国西部地区以矿产资源综合开发为主业的大型矿业上市公司。青海在“一带一路”中有着举足轻重的重要地理和区位优势，也在加紧利用自身丰富的矿产资源、完善的交通网络、重要的生态屏障作用，丝绸之路经济带建设将极大地拓展青海经济发展的战略空间。

西部矿业主要从事铜、铅、锌、铝、铁等基本金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务。公司自产产品所需的原料采购，主要集中在内蒙、甘肃、青海、西藏等地，是青藏高原上大型有色金属采、选、冶联合企业之一，公司生产的铅精矿一级品率达 98%，产品远销日本、韩国、新加坡、香港等国家和地区。

表 1：西部矿业最新股权结构图（2015 年半年报）



全资子公司	贵州西部矿业信成资源开发有限公司 (100%)	巴彦淖尔西部铜材有限公司 (80%)	
	巴彦淖尔西部铜业有限公司 (100%)	内蒙古双利矿业有限公司 (50%)	
		内蒙古西部冶金有限责任公司 (50%)	
	青海西部矿业科技有限公司 (100%)	北京西部矿业技术研究发展有限责任公司 (100%)	
		青海西部矿业工程技术研究有限公司 (100%)	
	中国西部矿业 (香港) 有限公司 (100%)	三江控股有限公司 (100%)	
		康赛铜业投资有限公司 (100%)	
	西部矿业 (上海) 有限公司 (100%)	ATLAS IRON LIMITED (0.43%)	
	西部矿业西藏贸易有限公司 (100%)		
	青海西部矿业规划设计咨询有限公司 (100%)		
	控 (参) 股公司	青海西豫有色金属有限公司 (85.39%)	
		四川鑫源矿业有限责任公司 (76%)	
		青海西部铝业股份有限公司 (64.36%)	
		西部矿业集团财务有限公司 (60%)	
西藏玉龙铜业股份有限公司 (58%)			
青海湘和有色金属有限责任公司 (51%)			
深圳市西部百河贸易有限公司 (51%)			
四川夏塞银业有限公司 (51%)			
青海铜业有限责任公司 (40%)			
青海省投资集团有限公司 (35.89%)			
西宁特钢集团有限责任公司 (39.37%)			
兰州有色冶金设计研究院有限公司 (30%)			
巴彦淖尔紫金有色金属有限公司 (20%)			
青海甘河工业园开发建设有限公司 (5.48%)			

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

表 2：西部矿业十大流通股股东表 (2015 年半年报)

股东名称	持股数量	持股比例	股本性质
西部矿业集团有限公司	672,300,000	28.21%	人民币普通股
东方国际集团上海市对外贸易有限公司	46,350,000	1.95%	人民币普通股
海通证券股份有限公司约定购回式证券交易专用证券账户	30,000,000	1.26%	人民币普通股
新疆同裕股权投资有限公司	26,460,000	1.11%	人民币普通股
中国建设银行股份有限公司-国泰中证有色金属行业指数分级证券投资基金	19,440,000	0.82%	人民币普通股
林泗华	17,710,000	0.74%	人民币普通股
中信证券股份有限公司约定购回式证券交易专用证券账户	8,360,000	0.35%	人民币普通股
李文熙	6,490,000	0.27%	人民币普通股
中国银行股份有限公司-信诚中证 800 有色指数分级证券投资基金	6,030,000	0.25%	人民币普通股
马玉华	4,800,000	0.2%	人民币普通股

资料来源：公司公告 信达证券研发中心

## 大股东旗下资源丰富

公司大股东西部矿业集团有限公司，总部在青海省西宁市，由青海省国资委控股，持股 50.37%处于实际控制地位。在全国 16 个省拥有 40 余家直接或间接控股子公司，形成了有色金属、能源化工、盐湖化工、城市投资及金融四大产业板块。西矿集团以矿产开发为主，是目前国内最大的铅锌生产企业和控制铜、银、锂等金属资源储量最大的矿业公司之一。2014 年底，西矿集团总资产达到 423 亿元。

西矿集团旗下有多座矿山，资源储备丰富：青海锡铁山铅锌矿是我国年采选规模最大的独立铅锌矿山；内蒙古获格琦铜矿是位居国内资源量第六位的大型铜矿，西部矿业公司的主要铜矿也产自该地区；四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称；西藏玉龙铜矿是我国资源储量最大的铜矿之一；青海玉树大场金矿列入国家新发现的十大矿产资源接替地，也是我国近年发现的尚未开发的特大型金矿之一。此外，集团旗下的青海锂业和西部镁业为国家高新技术企业，茶卡盐湖和柯柯盐湖为全国首家绿色食品原料（食用盐）标准化生产基地。

表 3：西矿集团旗下资产

行业分类	旗下公司或资产
有色金属	西矿股份锡铁山分公司，巴彦淖尔西部铜业有限公司，青海赛什塘铜业有限责任公司，西藏玉龙铜业股份有限公司，四川鑫源矿业有限责任公司，四川夏塞银业有限责任公司，四川会东大梁矿业有限公司，西矿股份锌业分公司，西矿股份铅业分公司，青海西豫有色金属有限公司，巴彦淖尔西部铜材有限公司，



盐湖新能源	青海省盐业股份有限公司，青海锂业有限公司，青海西部镁业科技发展有限责任公司，青海西部化肥有限责任公司
煤炭加工	青海大美煤业股份有限公司，青海西部石化有限责任公司
金属服务	西部矿业集团财务有限公司，青海银行股份有限公司，中山证券有限责任公司
地产建设	北京西矿建设公司，西宁海湖综合体项目，北京新青海大厦，西宁南川项目
信息产业	北京青科创通信息技术有限公司，
其他业务	青海西部矿业科技有限公司，中国西部矿业（香港）有限公司，北京西部矿业建设有限公司，西宁宾馆

资料来源：公司网站，信达证券研发中心

### 矿产资源丰富，综合开发为主

西部矿业已注入矿产资产主要产品为铜精矿、锌精矿、铅精矿及硫精矿，并伴生有一定的金和银等其他金属矿产品。公司主要拥有和控制锡铁山铅锌矿、获各琦铜矿、赛什塘铜矿、呷村银多金属矿和玉龙铜矿。上述五个矿山由北至南分布在内蒙古、青海、四川和西藏，这些矿山的分布以及对周边地区矿产资源的辐射影响将不断构建和完善公司在西部的产业地域布局。各项资产下属矿山主要矿产品金属储量及地质品位情况见表 4。

表 4：西部矿业已注入矿山资源（千吨）

		锡铁山矿	获各琦矿	赛什塘矿	呷村矿	玉龙铜矿
铜	金属量		503.2	347.2	80.7	3200.2
	平均品位 (%)		1.34	1.15	1.04	0.76
锌	金属量	1376.4	704.6		655	
	平均品位 (%)	5.99	1.55		8.44	
铅	金属量	997.7	612.9		404.5	
	平均品位 (%)	4.34	1.35		5.21	
银	金属量	1549			1863	
	平均品位 (克/吨)	67.4			240	
金	金属量	19.97				
	平均品位 (克/吨)	0.87				

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

锡铁山矿作为公司的核心矿山之一，1986 年开始建设生产，是公司在西部高海拔地区获取和开采优质矿产资源的中坚力量。目前，公司锡铁山矿有 150 万吨/年的矿石处理能力，呷村银多金属矿有 70 万吨/年矿石处理能力，获各琦铜矿有 300 万吨/年的矿石处理能力，赛什塘铜矿有 75 万吨/年的选矿处理能力。

## 全球经济放缓，有色金属价格继续维持弱势

### 金属价格仍受下行压力

2015年中国和全球经济的发展，将对基本金属市场形成一定支撑，但中国等主要经济体增速的放缓，将抑制基本金属产品价格的涨幅，我们预计短期内锌、铅、铜、铝等有色金属价格将在低位震荡。铜在基本面无明显变化的情况下被大肆做空，并带动各金属品种大幅大跌。四月份后，随着下游金属消费旺季的到来，金属价格曾出现一波快速反弹，但是受到中国经济无明显好转和美元指数止跌反弹的影响，金属价格再次大幅下跌。2015年上半年，基本金属指数下跌10.53%。

表 5：国内金属现货价格（单位：元/吨）

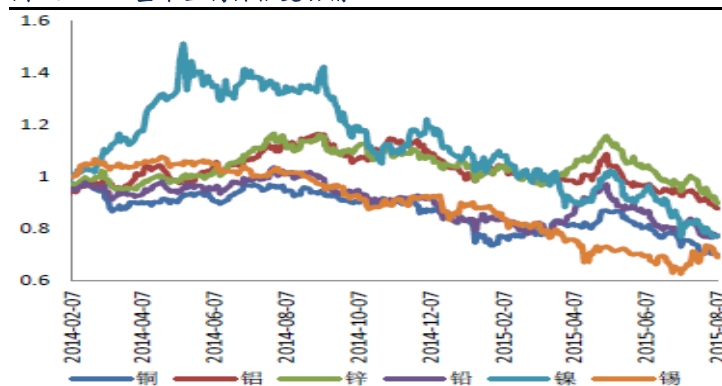
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	三年均价	五年均价	2015年
铜	59,080	66,249	57,238	53,239	49,150	53,209	56,991	43,303
铝	15,715	16,866	15,623	14,491	13,474	14,529	15,234	12,924
锌	18,027	17,640	15,460	15,450	16,410	15,773	16,597	16,748
铅	16,147	16,388	15,341	14,228	13,871	14,480	15,195	12,993
锡	147,012	191,735	157,788	147,714	139,453	148,318	156,740	121,106
镍	166,669	171,013	125,729	105,436	116,126	115,764	136,995	102,676
金	268	329	339	281	252	291	294	242

资料来源：信达证券研发中心整理

中国逐渐成为多种矿产资源的最大消费国，2015年上半年十种主要有色金属产量同比增长9.32%，但有色金属进出口贸易总额（不含黄金首饰及零件贸易额）561亿美元，同比下降10.7%。中国在全球海运铁矿石贸易中的比重从15%上升到70%、铁矿石进口从6000万吨/年上升到6亿吨/年、中国铜需求量在全球的比重从13%上升到28%、中国的铝需求量从全球需求量的13%提高到34%、中国钢产量从1.4亿吨/年提高到5.5亿吨/年。

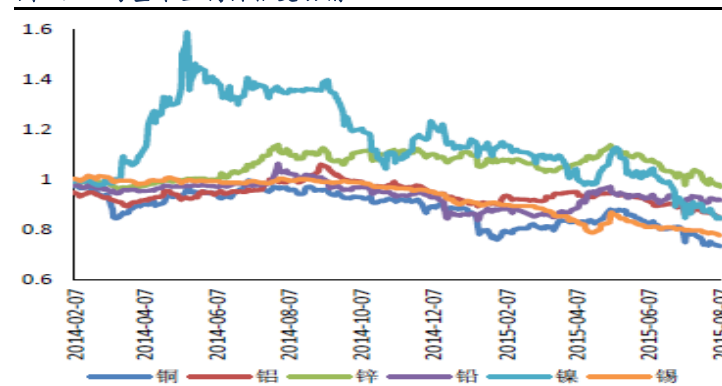
短期内金属价格上行压力仍存：首先，中国经济增长动能减弱，下半年经济下行压力致使金属需求受挫；其次，美联储年内加息预期升温致使美元指数走强，直接促使金属等大宗商品价格上行受阻，美国经济强劲将支撑美元处于高位，利空金价；再次，欧元区希腊困境仍未最终明朗，即使退欧对欧盟经济的负面影响将很小，黄金受影响有限。同时，希腊危机打压欧元，利好美元，从另一方面也将压制黄金，全球对基本金属的消费可能难有起色。

图 1：LME 基本金属价格变动情况



资料来源：wind, LME, 信达证券研发中心

图 2：上海基本金属价格变动情况



资料来源：wind, 上海有色金属网, 信达证券研发中心

## 金属产量和板块表现分化

2014 年，在国内“三期叠加”大背景下，面对经济发展进入新常态之后出现的需求不旺、增速下降、资源环境约束收紧等问题，有色金属全行业积极应对、克难求进，总体保持了平稳运作态势。

锌作为基本金属中基本面最好的品种，有望走出历史底部。2014 年锌价大幅上涨，原因是对于全球第三大锌矿世纪矿业 2015 年关停后导致的供给短缺的担忧。随着中国经济逐渐在四季度企稳，以及海外矿山关停的影响逐步显现，锌基本面将逐步获得有力支撑。我们判断短期全球锌供需将处于弱平衡的状况。从长期看，由于锌是基本金属中唯一不可回收的品种，在加上未来没有大型矿山投产，锌将处于供给短缺的状况。

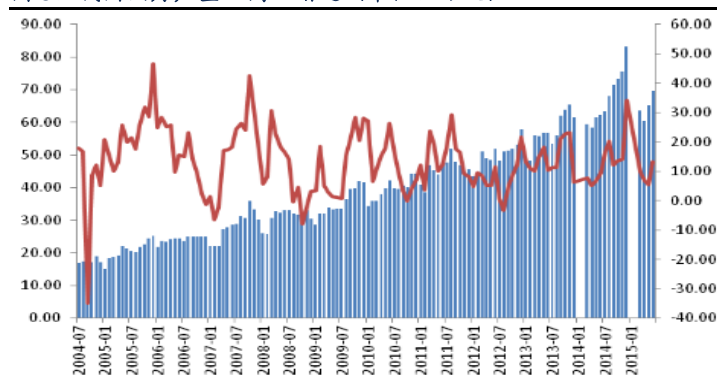
15 年中期，由于受到国内股市暴跌和希腊债务问题的影响，沪铝价格出现暴跌。主力合约价格从 13000 元/吨跌破 12000 元/吨，创 6 年新低。但之后政府开始出台一系列救市政策，铝价开始反弹。上半年氧化铝累计值同比增长 13.10%，增速同比增加 6.61 个百分点，而去年同期增速同比减少 3.49 个百分点，氧化铝产能继续加速释放。6 月份氧化铝产量增速同比增加 9.08 个百分点，扭转了上年同期增速下降的局面。上半年电解铝产量同比增长 11.69%，增速同比增加 4.27 个百分点，6 月电解铝产量依然高速增长同比增加 13.19 个百分点。铝行业依然面临着上游氧化铝、电解铝产能不能释放，下游铝材产能紧缩的局面。

在连续五年供给短缺后，2015 年全球精炼铜供需状况有望发生从短缺到过剩的根本性变化。2015 年 1-6 月，我国精炼铜累计产量 377.83 万吨，同比增长 9.39%，增速同比增加 1.43 个百分点。中国是全球重要的铜冶炼国家，占全球冶炼产能的 30%。在全球冶炼产能增量中，中国新增产能占据了大部分，2014 年新增产能为 123 万吨。ICSG 预计，2015 年-2017 年全

球铜精矿产能增速为 5.7%、9.8%、8.7%，而冶炼产能增速为 3.26%、1.49%和 1.13%，冶炼产能增速明显低于铜精矿产能增速。可见，在铜矿供应加速释放的背景下，冶炼环节的瓶颈依然存在，将继续影响铜精矿向精炼铜的转化。

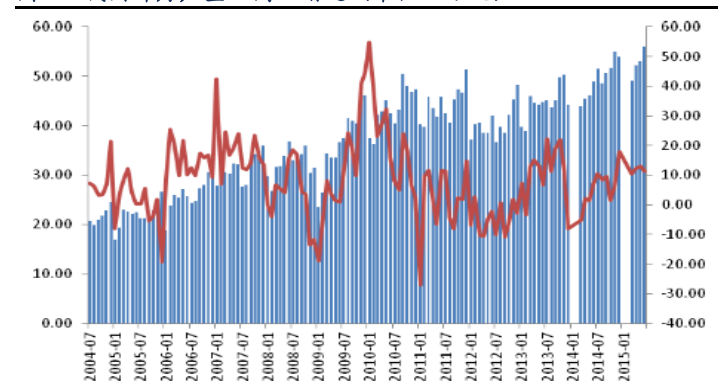
过去 5 年中国铅消费增长速度略低于全球，主要是因为下游高污染的铅酸蓄电池行业（约占中国精炼铅消费的 70%）于 2011-2012 年进行了整顿，2012 年中国铅消费量开始明显下降。2015 年上半年，铅产量下降 3.49%，连续 14 个月出现回落，但降幅趋缓，5 月产量再次下滑。由于目前铅价已经在成本线附近，我们预计铅价能够得到较为坚实的支撑，但短期内大幅上涨可能性不大。

图 3：我国铜月产量及同比增速（单位：万吨）



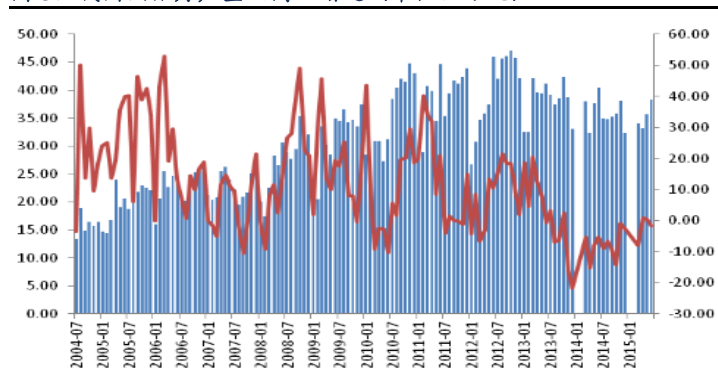
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 4：我国锌月产量及同比增速（单位：万吨）



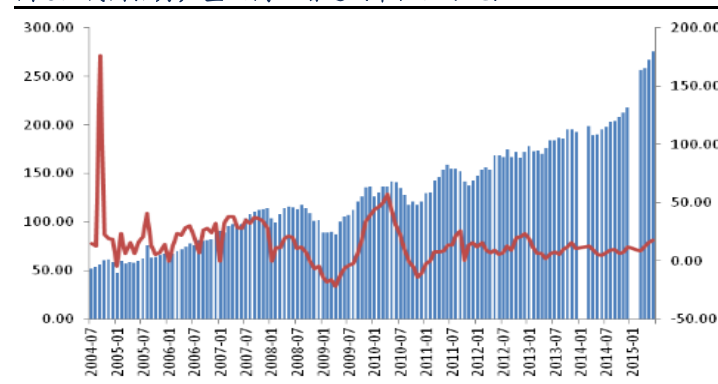
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 5：我国铜铅月产量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 6：我国铝月产量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：wind，信达证券研发中心

## 资源凸显潜力，矿业铸就价值

### 有色金属储备丰富，产量超额完成

2014年，公司锌锭、电铅、电解铜产量均同比减少，仅粗铅产量有所增长，公司冶炼产品产能未能完全释放；此外，受当期有色金属产品价格的下滑等因素影响，公司金属采选冶业务收入同比降低。

资源储量方面，截至2014年末，公司保有有色金属资源储量为152.62万吨铅、243.45万吨锌、680.64万吨铜、36.33万吨钼、2,382.94万吨银和19.07吨金，丰富的有色金属储量为公司业务的长期发展提供了较为有力的支撑。

从有色金属采选来看，2014年受子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司尾矿库容量限制，当年公司未启动铅锌选矿生产，公司全年锌精矿产量为6.67万吨，同比下降13.26%。铜精矿方面，随着玉龙铜矿生产工艺的完善，公司2014年铜精矿产量计划完成率为107%，当年原计划铜精矿产量为3.11万吨，实际产量为3.33万吨。铅精矿方面，公司2014年铅精矿原计划产量为4.71万吨，实际产量4.84万吨，计划完成率为103%。此外，公司2014年精矿所含银和精矿所含金原计划产量分别为97.87千克和135.23千克，实际产量分别为105.26千克和210.22千克，计划完成率分别为108%和155%。

图7：西部矿业主要矿山及冶炼产能分布



资料来源：信达证券研发中心整理

表6：2012~2015E 年公司主要品种精矿产量（单位：万吨）

	2012	2013	2014	2015E
锌精矿(万吨)	7.29	7.69	6.67	6.52

铅精矿(万吨)	5.28	5.17	4.84	4.70
铜精矿(万吨)	2.53	2.89	3.33	3.36
精矿所含银(千克)	102.61	102.30	105.26	101.65
精矿所含金(千克)	145.40	175.01	210.22	140.80

资料来源: wind, 信达证券研发中心

就有色金属冶炼而言, 公司产业布局主要集中于锌、铅、铜冶炼领域, 产品的产业链较为完整。2014 年受下游需求增速放缓和产品价格降低等影响, 公司主要冶炼产品的产能未能全部释放。

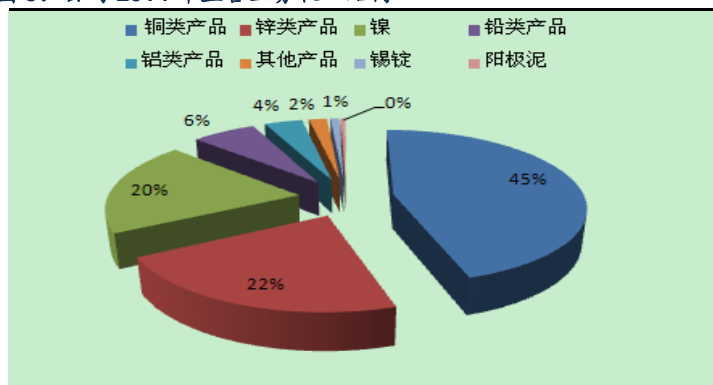
表 7: 2013~2015E 年公司冶炼产能产量情况 (单位: 万吨)

冶炼产品	产能			产量		
	2013	2014	在建产能	2013	2014	2015E
锌锭	6	6	10	5.56	4.02	8.10
粗铅	15	10	-	3.89	4.42	4.20
电铅	5.5	5.5	-	2.61	2.21	2.00
电解铜	5	5	-	1.83	1.49	2.50

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

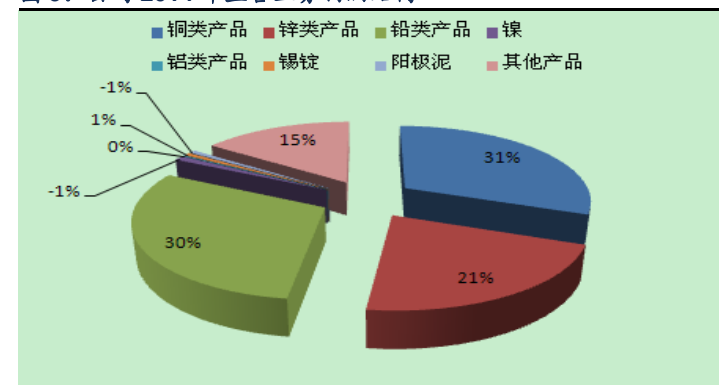
### 铜铅锌撑起主要盈利, 公司项目进展顺利

图 8: 公司 2014 年主营业务收入结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 9: 公司 2014 年主营业务利润结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

分产品看, 公司主要营业收入和营业利润来自铜金属和铅金属业务。2014 年铜金属和铅金属分别占营业收入的 45%和

20%，占营业利润的 31%和 30%。2014 年度实现营业收入 242 亿元，较上年同期下降 4%，实现利润总额 4.79 亿元，较上年同期下降 10%，实现净利润 3.4 亿元，较上年同期下降 10%，其中归属于母公司股东的净利润 2.9 亿元，较上年同期下降 17%。

公司营业收入减少 4%，从营业收入变动构成来看，主要是本期有色金属采选业收入减少，减少的原因是上期处置了子公司青海西部矿业百河铝业有限责任公司，转让了“煤电铝碳”相关公司和资产，本期不再合并，以及本期有色金属价格下跌，导致本期营业收入减少。公司归属于母公司股东的净利润较上年波动较大，主要是由于本期主要精矿产品铅精矿和铜精矿的平均销售价格较上年同期分别下降 2%和 10%，贵金属黄金和白银的平均销售价格较上年同期减少 10%和 13%，同时受本期铅锌精矿产销量减少的影响，导致本期矿山板块利润贡献减少 0.91 亿元。

公司于 2013 年末转让了旗下“煤电铝碳”相关公司和资产，被转让的分子公司及转让股权分别为：子公司青海西部矿业百河铝业有限责任公司 100%、青海西海煤电有限责任公司 100%股权、青海西部碳素有限责任公司 51%股权；分公司西部矿业股份有限公司唐湖电力分公司的整体资产；以及公司拥有对上述公司的债权及部分现金。2014 年，上述分子公司不再纳入公司的合并范围。与此同时，2014 年有色金属价格同比下跌。受以上两方面因素影响，公司 2014 年金属采选冶业务收入同比减少 22.03%，为 42.70 亿元。毛利方面，公司对冶炼厂采取了减产减亏和控制成本等措施，当年金属采选冶板块毛利率为 25.88%，同比增加 6.05 个百分点。

2015 年公司最新项目进展：

- 西藏玉龙铜矿二期 1800 万 t/a 矿石采选系统一期工程已基本完成竣工验收的准备工作，其中水土保持设施验收、环境保护设施验收、安全设施验收已委托验收单位开展现场调查、出具整改建议，现玉龙铜业根据整改建议积极实施整改。目前，玉龙铜业铜矿二期 1800 万 t/a 矿石采选系统二期工程尚处于前期准备阶段，主要用于矿山采剥和萃取车间恢复重建工程。玉龙铜矿由于工艺仍处于磨合与完善阶段，短期内望提高公司铜精矿含铜产量的可能性较小，但这是公司未来利润主要增长点之一。
- 西部矿业年产 10 万吨电锌项目土建工程、设备安装已经完成，并于 2015 年 9 月 30 日正式投产。10 万吨电锌氧压浸出新技术工程项目位于甘河工业园区，是西部矿业的延生产业链，项目占地面积 17.39 公顷，总投资 13.7 亿元。项目采用的氧压浸出釜、锌电积大板技术及其自动化出装槽、全自动剥锌机组均为世界领先的先进技术设备，生产实现了工艺流程高度的自动化、信息化控制，各项经济技术指标优于传统工艺。投产后，可年产锌锭 10 万吨，硫磺 4.75 万吨，并综合回收镉、镉、铜等伴生有价金属。在宏观经济整体下行和冶炼行业低迷的形势下，西部矿业逆势而为，投产 10 万吨电锌项目，加快了产业结构调整步伐以及优化了甘河园区产业结构，并在资源综合回收、节能降耗、清洁生产等方面展现了较强的优势。

表 8：公司主要在建项目最新情况

项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入占预算比例	工程进度	资源来源
西藏玉龙铜矿采选冶工程	34.15	100%	95%	自筹
10 万吨/年电锌氧压浸出新技术工程	13.70	85%	100%	募集资金

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 资源保障是看点，价值被低估

2014 年，全国有色金属产量保持平稳增长，十种有色金属产量为 4417 万吨，同比增长 7.2%，增速回落 2.7 个百分点。其中，精炼铜、原铝、铅、锌产量分别为 796 万吨、2438 万吨、422 万吨、583 万吨，分别同比增长 13.8%、7.7%、-5.5%、7%，原铝增幅回落 2 个百分点。2015 年上半年，全国十种有色金属产量 2526 万吨，同比增长 9.3%，增速同比提高 3.9 个百分点。西部矿业的金属储量价值处于行业上游水平，保有有色金属资源储量为 152.62 万吨铅、243.45 万吨锌、680.64 万吨铜、36.33 万吨钼、2,382.94 万吨银和 19.07 吨金。公司资源禀赋突出，已形成集采选冶为一体的完整产业链，矿产资源多元化，储备丰富，尤其是铜储量处于行业领先地位。我们认为，公司在采选产业链方面仍具有市场优势，公司通过深挖资源储量和市场开拓，提升产能与产量，使公司的经营业绩保持稳定增长。

表 9：可比公司储量价值比

	银泰资源	盛达矿业	盛屯矿业	兴业矿业	中金岭南	驰宏锌锗	江西铜业	紫金矿业	西部资源	西部矿业
储量 (万吨)										
铜			23.37	220.03	19.99	4.13	1439	1362	13.25	680.64
铅	62.34	26.73	21.69	904.24	327.51	305.77		172	30.61	152.62
锌	74.11	90.11	43.53		414.11	772.68		926	47.95	243.45
价格(元/吨)										
铜	38500	38500	38500	38500	38500	38500	38500	38500	38500	38500
铅	13300	13300	13300	13300	13300	13300	13300	13300	13300	13300
锌	14800	14800	14800	14800	14800	14800	14800	14800	14800	14800
储量价值 (万元)										
铜	0	0	899745	8471155	769615	159005	55401500	52437000	510125	26204640
铅	829122	355509	288477	12026392	4355883	4066741	0	2287600	407113	2029846



锌	1096828	1333628	644244	0	6128828	11435664	0	13704800	709660	3603060
总计	1925950	1689137	1832466	20497547	11254326	15661410	55401500	68429400	1626898	31837546
市值(万元)	1404727	729203	1139256	582617	2883054	1649217	4014042	6886363	1464102	1596610
市值/储量 价值	0.73	0.43	0.62	0.03	0.26	0.11	0.07	0.10	0.90	0.05
行业平均	0.36									

资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

虽然短期金属价格仍存上行压力, 但是公司资源储量价值良好, 盈利水平有保证, 行业平均市值与储量价值比为 0.36, 西部矿业比值为 0.05, 由此看出公司市值虽然偏小但储量价值大, 公司价值被明显低估。

表 10: A 股主要铜铅锌公司与西部矿业产量对比

权益储量	铜(万吨)	铅(万吨)	锌(万吨)
中金岭南	0.93	15.3	16.2
江西铜业	21		
驰宏锌锗		10.6	22
中色股份		9.4	21.7
盛屯矿业	0.23	0.73	2.04
紫金矿业	13.85	30	1.1
西部矿业	3.33	4.84	6.67

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 人民币贬值有利于有色金属产品出口, “一带一路”是亮点

公司金属贸易业务规模持续扩大, 收入占比逐年提高, 但贸易业务获利空间不断变小, 对公司整体盈利能力造成影响。公司近年来有色金属贸易量逐年增长, 2014 年, 其有色金属贸易业务收入为 192.82 亿元, 同比增长 2.27%; 贸易收入在营业总收入中占比为 79.52%, 较上年提高 4.91 个百分点。当期主要有色金属价格的下滑使得公司金属贸易业务收入和成本出现倒挂, 2014 年该项业务毛利率为-0.14%, 同比降低 0.27 个百分点。总体来看, 贸易业务获利空间逐年收窄, 同时, 有色金属价格波动对金属贸易业务和整体业务状况也影响公司盈利。

表 11: 2012~2014 年公司金属贸易业务概况

	2012	2013	2014
收入(亿元)	130.45	188.54	192.82
占营业总收入比重	66.79%	74.61%	79.52%

毛利率	0.99%	0.13%	-0.14%
-----	-------	-------	--------

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中国经济下行压力加大，出口明显下滑。近期，人民币兑美元汇率出现连续贬值，最高跌幅达 3.5%。据统计，2015 年前 7 个月，我国外贸进出口 13.63 万亿元人民币，比去年同期下降 7.3%。2015 年 7 月份当月，我国进出口总值 2.12 万亿元，同比下降 8.8%。其中，出口 1.19 万亿元、进口 9302 亿元，分别下降 8.9%和 8.6%；当月贸易顺差 2630 亿元，收窄 10%。作为我国经济发展的“三架马车”之一，出口面临的严峻形势，对人民币贬值产生了催化作用。

2015 年，我国有色金属产品进出口贸易同样也面临严峻局面。据统计，1-6 月，我国有色金属进出口贸易总额(不含黄金首饰及零件贸易额)562 亿美元，同比下降 10.7%。其中进口额 415 亿美元，同比下降 15.7%；出口额为 147 亿美元，同比增长 7.0%。贸易逆差为 268 亿美元，同比下降 24.4%。造成我国有色金属产品进出口贸易额下降的主要原因，不是进出口量的减少，而是价格的大幅度下跌。铜是我国进口的大宗商品，今年上半年，进出口贸易额同比分别下降了 18.4%和 10.8%。但是在铜产品进口中，铜矿进口量已经超过 500 万吨，同比增长了 13.3%，支撑了国内铜冶炼的发展。国际市场铜价下跌，是导致我国铜产品进出口贸易额下降的根本原因。

从未来走势看，由于没有新的需求增长支持因素，再加上美元汇率强劲，今后一、二年内，包括有色金属在内大宗资源类商品的价格难有起色，部分有色金属价格还有进一步下降的空间。人民币贬值会抬升进口商品的成本，在一定程度上影响了我国有色金属矿产原料的进口，人民币贬值对我国有色金属贸易出口产生有利影响。

“一带一路”是国家谋求开放新格局的重要战略，也是青海发展外向型经济的主要依托。丝绸之路经济带沿线国家在矿产资源领域的合作具有很强的互补性，中国紧缺的铜、镉、镍等矿产和战略性新兴产业等，是丝绸之路经济带沿线国家的优势资源。“一带一路”建设中，贸易投资合作是关键。要实现青海对外贸易的快速发展，必须通过丝绸之路经济带建设，促进青海与中亚国家的全面开放和合作。在“一带一路”政策的驱动下，青海由于其地理优势，加大矿产资源的勘探开发，实现资源优势向经济优势转变。

图 10：“一带一路”规划图



资料来源：信达证券研发中心整理

## 盈利预测与估值

### 基本假设和盈利预测

1、根据未来 3 年国际经济形势，我们对未三年金属价格进行了预测，此价格预测依据十年金属价格经通胀平减指数调整后回归模型和统计得出；

**表 12：金属价格预测**

	2015E	2016E	2017E
铅 (元/吨)	14000	14000	14200
锌 (元/吨)	16300	16626	16626
铜 (元/吨)	48000	45000	42000
银 (元/千克)	3400	3350	3300
铝 (元/吨)	13300	13500	13500

资料来源：信达证券研发中心预测

2、未来三年公司采选生产能力如表 13 所示；

**表 13：金属产量预测**

产量 (吨)	2015E	2016E	2017E
铅精矿	48,448	48,500	48,500
锌精矿	66,700	67,370	67,370
铜精矿	33,680	34,180	34,180
锌锭	40,660	40,660	40,660
粗、电铅	67,200	67,800	67,800
电解铜	16,200	16,580	16,580

资料来源：信达证券研发中心预测

3、矿产部分采选冶单位成本如表 14 所示；

**表 14：矿产采选冶单位成本预测**

元/吨	2015E	2016E	2017E
铅精矿	10,277	10,277	10,277

锌精矿	14,947	15,500	15,500
铜精矿	46,550	47,200	47,200
锌锭	99,040	99,040	40,660
粗、电铅	9,549	9,549	67,800
电解铜	588,873	588,873	16,580

资料来源：信达证券研发中心预测

## 相对估值与投资评级

我们预计西部矿业 2015-2017 年归属母公司股东净利润分别为 1.52 亿元，1.89 亿元和 2.21 亿元，对应的摊薄每股收益分别为 0.06 元、0.08 元和 0.09 元。选取有色金属 A 股上市公司做为可比公司，可比公司的 PE（2015E）均值为 56 倍，中值为 37 倍。相比之下，西部矿业市盈率(2015E)为 111X，高于行业平均水平，鉴于公司多金属矿产资源储备丰富，首次覆盖，给予“持有”评级。

我们选取了 A 股上市公司中与公司业务相同的公司进行比较，如表 15 所示。

表 15：A 股主要铅锌公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE			PB
			2015E	2016E	2017E	TTM	2015E	2016E	2017E	
600547.SH	山东黄金	19.98	0.64	0.81	0.81	50	31	25	25	3.12
600711.SH	盛屯矿业	7.79	0.20	0.32	0.42	67	39	24	19	3.20
600497.SH	驰宏锌锗	10.49	0.25	0.35	0.48	132	42	30	22	2.51
601899.SH	紫金矿业	3.74	0.12	0.14	0.20	31	31	27	19	2.93
601958.SH	金钨股份	7.8	0.07	0.08	0.09	238	111	98	87	1.93
603993.SH	洛阳钼业	12.25	0.35	0.39	0.50	53	35	31	25	3.95
600988.SH	赤峰黄金	11.57	0.44	0.55	0.53	31	26	21	22	4.07
000688.SZ	建新矿业	17.07	0.28	0.33	0.35	60	61	52	49	14.85
000693.SZ	华泽钴镍	17.07	0.51	0.63	0.93	39	33	27	18	6.23
000697.SZ	炼石有色	19.66	0.10	0.13	0.13	132	197	151	151	7.67
000426.SZ	兴业矿业	6.89	0.11	0.12	0.22	173	63	57	31	2.98
000603.SZ	盛达矿业	16.3	0.70	0.85	1.00	28	23	19	16	9.87

002155.SZ	湖南黄金	8.51	0.10	0.10	0.11	102	85	85	77	2.85
000758.SZ	中色股份	14.85	0.52	0.82	0.85	35	29	18	17	3.11
	中值					57	37	29	23	3
	均值					82	56	48	41	5

资料来源: wind, 信达证券研发中心(注: EPS 取自 wind 一致预期), 注: 按照 2015 年 10 月 15 日收盘价计算

## 风险因素

### 1. 产品价格波动的风险

公司主要产品锌、铅、铜的价格是参照国内和国际市场价格确定。这些基本金属的国内和国际市场价格不仅受供求变化的影响, 而且与全球经济状况、中国经济状况密切相关。此外, 锌、铅、铜的价格波动一直以来受汽车、建筑、电气及电子等行业的周期活动影响。若上述因素变化导致基本金属价格持续下跌, 则公司需要相应降低产品售价, 这可能会使公司的财务状况和经营业绩受到重大不利影响。

### 2. 采矿和冶炼属于高风险行业

采矿和冶炼业务涉及多项经营风险, 包括工业事故、矿场坍塌、恶劣天气、设备故障、火灾、地下水渗漏、爆炸及其他突发性事件, 这些风险可能导致公司的矿场或冶炼厂受到财产损失, 并可能造成人员伤亡、环境破坏及潜在的法律风险。

### 3. 矿产资源量和可采储量估测的风险

公司通过勘查技术对矿产资源量和可采储量进行估测, 并据此判断开发和经营矿山的可行性和进行工业设计。由于公司的多个矿山地质构造复杂且勘探工程范围有限, 矿山的实际情况可能与估测结果存在差异。若未来公司的实际矿产资源量和可采储量与估测结果有重大差异, 则将会对公司的生产经营和财务状况造成不利影响。

### 4. 从事贸易业务的风险

公司贸易额度较大, 贸易业务集中在基本金属产品领域, 贸易业务具有交易资金量大、毛利率低的特点, 而且相关金属产品的价格近年来市场波动较大, 难以准确预测。若相关产品价格走势与公司预测出现背离, 则会给公司造成较大损失。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	11,941.67	8,920.58	8,809.10	9,055.68	9,416.16
货币资金	6,206.11	3,972.67	3,923.52	4,139.30	4,488.19
应收票据	54.41	4.93	5.06	5.13	5.16
应收账款	1,988.37	613.52	629.29	637.57	641.70
预付账款	612.16	382.40	397.86	402.77	404.40
存货	1,354.70	1,514.60	1,420.91	1,438.45	1,444.25
其他	1,725.91	2,432.46	2,432.46	2,432.46	2,432.46
非流动资产	16,241.07	16,908.17	17,240.01	17,230.35	17,135.15
长期投资	5,335.12	5,043.24	5,043.24	5,043.24	5,043.24
固定资产	3,807.77	3,348.44	5,085.70	7,778.12	7,811.60
无形资产	1,816.13	1,839.83	1,711.86	1,478.98	1,317.26
其他	5,282.04	6,676.66	5,399.22	2,930.02	2,963.05
资产总计	28,182.73	25,828.75	26,049.11	26,286.04	26,551.30
流动负债	10,664.34	7,306.11	7,348.60	7,363.45	7,368.44
短期借款	5,747.00	4,206.65	4,206.65	4,206.65	4,206.65
应付账款	453.86	500.45	520.68	527.11	529.24
其他	4,463.47	2,599.01	2,621.27	2,629.69	2,632.55
非流动负债	5,520.85	6,478.65	6,478.65	6,478.65	6,478.65
长期借款	1,152.27	2,127.00	2,127.00	2,127.00	2,127.00
其他	4,368.58	4,351.65	4,351.65	4,351.65	4,351.65
负债合计	16,185.18	13,784.76	13,827.25	13,842.10	13,847.08
少数股东权益	642.20	674.96	701.26	734.09	772.57
归属母公司股东权益	11,355.35	11,369.04	11,520.61	11,709.85	11,931.65
负债和股东权益	28182.73	25828.75	26049.11	26286.04	26551.30

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	25,271.52	24,247.09	24,870.49	25,197.87	25,360.75
同比(%)	27.45%	-4.05%	2.57%	1.32%	0.65%
归属母公司净利润	349.82	290.11	151.57	189.25	221.80
同比(%)	722.59%	-17.07%	-47.75%	24.86%	17.20%
毛利率(%)	5.21%	6.13%	4.78%	4.86%	5.09%
ROE(%)	3.09%	2.55%	1.32%	1.63%	1.88%
每股收益(元)	0.15	0.12	0.06	0.08	0.09
P/E	48	58	111	89	76
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	22.07	25.49	19.49	17.52	16.06

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	25,271.52	24,247.09	24,870.49	25,197.87	25,360.75
营业成本	23,955.19	22,761.56	23,681.85	23,974.14	24,070.92
营业税金及附加	54.85	57.84	59.32	60.11	60.49
营业费用	148.18	140.89	144.51	146.41	147.36
管理费用	692.92	623.32	639.35	647.76	651.95
财务费用	202.53	277.13	339.55	320.65	322.87
资产减值损失	121.66	129.53	67.51	68.36	68.68
公允价值变动收益	-45.59	70.28	0.00	0.00	0.00
投资净收益	704.77	117.74	298.41	298.41	314.26
营业利润	755.38	444.83	236.81	278.85	352.74
营业外收入	39.82	56.51	41.08	41.08	41.08
营业外支出	260.23	22.43	27.67	27.67	27.67
利润总额	534.97	478.92	250.22	312.41	366.15
所得税	155.68	138.48	72.35	90.33	105.87
净利润	379.29	340.44	177.87	222.08	260.28
少数股东损益	29.47	50.33	26.30	32.83	38.48
归属母公司净利润	349.82	290.11	151.57	189.25	221.80
EBITDA	1,324.65	1,069.53	1,399.23	1,556.54	1,698.00
EPS (摊薄)	0.15	0.12	0.06	0.08	0.09

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1,653.55	1,627.45	1,121.29	1,139.60	1,258.93
净利润	379.29	340.44	177.87	222.08	260.28
折旧摊销	611.64	397.55	587.76	708.62	778.25
财务费用	178.04	193.06	561.26	535.51	553.60
投资损失	-704.77	-117.74	-298.41	-298.41	-314.26
营运资金变动	804.92	764.37	37.31	-84.31	-75.28
其它	384.43	49.77	55.51	56.11	56.34
投资活动现金流	-2,118.11	-813.54	-609.18	-388.30	-356.45
资本支出	-1,790.53	-1,055.60	-907.60	-686.72	-670.71
长期投资	101.10	0.51	298.41	298.41	314.26
其他	-428.67	241.56	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,360.13	-2,610.41	-500.96	-501.90	-502.19
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	2,043.91	-1,966.84	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	683.77	643.57	500.96	501.90	502.19
现金净增加额	898.50	-1795.81	-49.15	215.79	348.88

## 分析师简介

**范海波**, CFA, 行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**, 行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券。

**丁士涛**, 行业研究员。中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验, 2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

**王伟**, 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验。

## 有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。