

互联网金融新秀

西藏珠峰 (600338.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **股权集中, 流通盘小。**2015年7月重大资产重组通过证监会审核, 植入全新资产塔吉克斯坦优质铅锌矿, 重组完成后, 大股东持有的上市公司41%的股权, 二股东东方国贸持有的34.8%的上市公司股权的受益权归大股东所有, 且1年内无处置计划。三股东作为大股东的一致行动人, 持股6%。二级市场的流通股份仅18%。
- **优质资产盈利能力强。**剥离珠峰铝业100%股权、西部铝业56.1%股权, 减亏约6000多万元。核心资产塔中矿业为铅锌矿, 储量600多万吨, 品味7%左右, 重组时承诺净利润2015-2017分别为3.9/5.7/5.7亿元, 尽管铅锌价格大幅下跌, 跟银河有色组的实地调研情况, 完成盈利预测仍为大概率事件。
- **入股今日捷财, 步入千亿朝阳行业。**投资3000万元入股上海捷财金融信息服务有限公司, 持股25%, 成为标的公司的第二大股东。今日捷财行业首创P2L(个人投资者对接融资租赁), P2L通过保险公司全额承保赔付和融资租赁公司的应收账款质押, 给与投资者双重保险, 化解了目前我国P2P平台信用体系缺乏的问题。自2014年上线以来, 累计投资额度迅速增长至5.6亿元。**目标市场4300亿规模, 增速40%以上。**
- **协同效应值得期待。**入股今日捷财, 西藏珠峰正式切入互联网金融领域, 为公司长远发展埋下伏笔。考虑到中塔工业园投资所需要的设备, 推测入股今日捷财, 或为工业园的设备融资做铺垫。
- **中塔工业园——塔吉克斯坦的特区。**作为塔吉克斯坦第一大工业体, 大股东承担了我国一带一路走出去的重任。塔吉克斯坦地处中亚, 战略意义重大; 中亚资源丰富, 基础设施投资处于爆发阶段, 是我国产能输出的重点区域。为了充分利用前苏联遗留的工业基础, 建设性提出“一国多区”, 即凡是通过塔城国际(西藏珠峰大股东)招商引资过去的企业在塔吉克斯坦的主园区之外的地方仍可享受税收等投资优惠政策。推测盈利模式以园区服务、设备进出口以及优良项目投资入股为主。时间控制人仅西藏珠峰一个上市公司平台, 且从规避关联交易的角度出发, 未来工业园大概率会注入到上市公司。
- **投资建议:**公司矿山储量600多万吨, 品味7%, 盈利能力强, 预计2015-2017净利润3.9、5.7、5.7亿元, 对比同行业上市公司中金岭南和驰宏锌锗, 公司被严重低估, 给与推荐评级。对已铅锌矿山转型互联网金融公司盛屯矿业, 给与公司2015年60市盈率, 市值234亿元。

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	1,924.15	3,550.41	3,652.97
yoy	17.31%	-1.75%	24.82%	84.51%	2.89%
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	170.92	444.40	37.03	25.25	24.97

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

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

市场数据

时间 2015. 12. 4

A股收盘价(元)	22.22
A股一年内最高价(元)	43.20
A股一年内最低价(元)	11.25
上证指数	3524.99
市净率	18.24
总股本(亿股)	6.53
实际流通A股(亿股)	1.58
流通A股市值(亿元)	35.11

相关研究

西藏矿业(000762.SZ)点评报告: 铅锌采选产能逐步释放, 维持公司“推荐”评级(2015.10.28)

西藏矿业(000762.SZ)点评报告: 业绩受制于产量短期下滑, 收购铅锌资源铸公司新起点(2015.8.26)

西藏矿业(000762.SZ)点评报告: 资产重组过会, 铅锌新航母扬帆起航(2015.7.10)

西藏矿业(000762.SZ)深度报告: 有色准新股, “一带一路”新标兵(2015.6.25)

目 录

一、类新股上市，股权集中	3
二、优质资产，估值低廉	5
(一) 剥离亏损业务，业务结构简单	5
(二) 同行业估值对比	5
(三) 利润完成确定性高	6
三、互联网金融终落一子	7
(一) 互联网金融首创 P2L 模式	7
(二) 可能是史上最安全	8
(三) 高收益、零费用，规模迅速放大	9
(四) 朝阳行业，4300 亿元市场规模，目标定位明确	10
(五) 先发优势明显	11
(六) 引入西藏珠峰，战略完美契合	12
三、一带一路之塔国特区	13
(一) 两国政府框架下最大项目，战略意义重大	13
(二) 一园多区，塔国特区	14
四、投资建议	16
五、风险因素	18

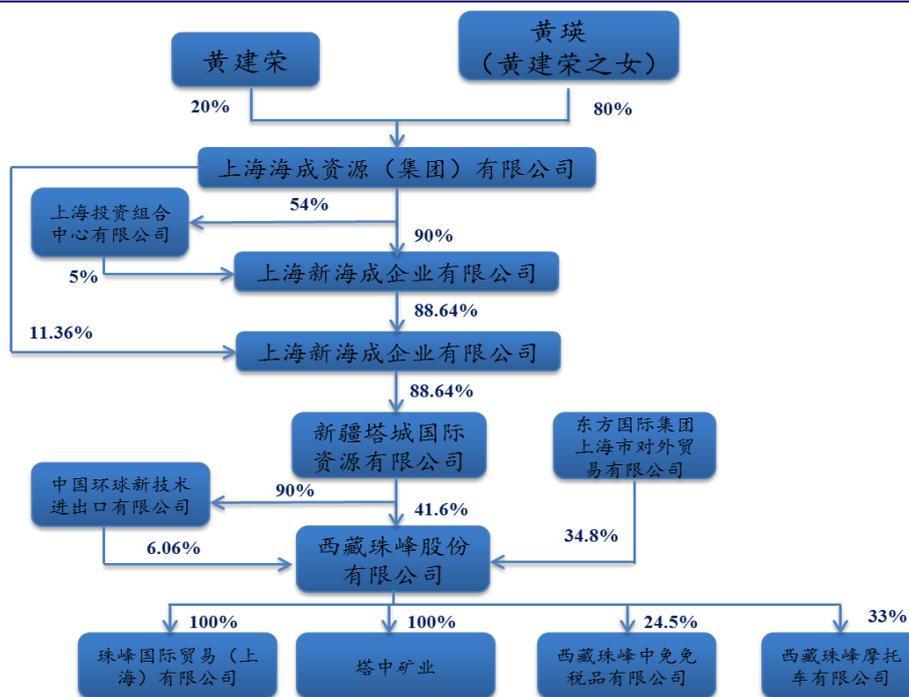
一、类新股上市，股权集中

公司注册地在西藏的。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。

2015年7月公司重大资产重组，实际控制人将其控制的塔中矿业100%的股权注入到上市公司，公司目前的股权结构如下图。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

其中东方外贸（东方国际集团上海对外贸易有限公司）所持有的34.8%的股份，系今年的7月份的重大资产重组中由塔中矿业46%的股权变更而来，而46%的塔中矿业的股权系东方外贸通过受让塔城国际持有的塔中矿业部分股权进行抵债而来，2012的债务金额为14亿元。

根据协议，东方外贸抛售该34.8%的股权，若股票抛售后所得款项加上剩余股票市值，在扣除1,380万美元（折合人民币8,611.2万元）及东方外贸公司因受让塔中矿业股权、向西藏

珠峰出让塔中矿业股权以及重组成功后抛售西藏珠峰股票等转让行为所产生的一切税费后,低于剩余的被告债务的,不足部分由海成资源予以补足。若抛售后所得款项,在扣除 1,380 万美元(折合人民币 8,611.2 万元)及东方外贸公司因受让塔中矿业股权、向西藏珠峰出让塔中矿业股权以及重组成功后抛售西藏珠峰股票等转让行为所产生的一切税费后, **超出剩余的被告债务的超出部分的资产由东方外贸退予塔城国际。**

即可理解为东方外贸所持有 34.8% 的上市公司的股权其收益权归塔城国际所有。塔城国际和一致行动人中国环球新技术进出口公司合计持有上市公司 47.66% 的股权,加入东方外贸的股权,共计 82.46%。目前二级市场上完全意义上的可流通的股权仅 17.54%,低于次新股 25% 的流通股权。

东方外贸从 2015 年 8 月份起在未来 12 个月内无增持、处置拥有上市公司股份的计划。

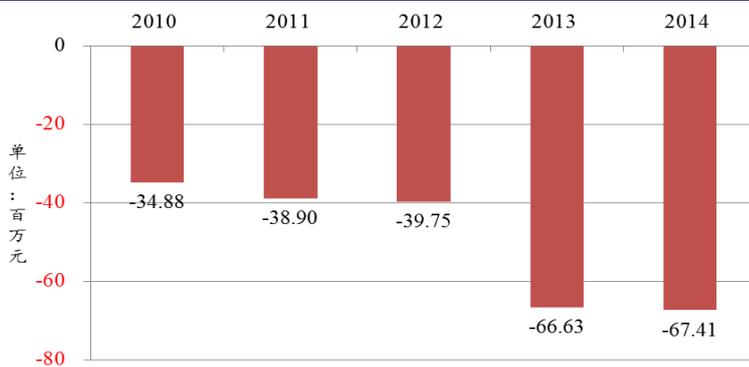
二、优质资产，估值低廉

(一) 剥离亏损业务，业务结构简单

按照区域，公司的主营业务可以分为两块：(1) 国内铅锌铜冶炼；(2) 塔吉克斯坦铅锌矿采选。其中铅锌采选业务为 2015 年 7 月份重组注入的新业务，已经并表。而在此之前，铅锌铜冶炼一直为公司的主营业务，几乎每年均有亏损，该资产的主要作用是保壳。重组完成之后，冶炼业务的价值不在，被剥离。目前上市公司主要业务只有铅锌采选，对应的资产为塔中矿业的铅锌矿。

本公司拟向湖南智昊通过协议方式转让珠峰锌业 100% 股权、西部铜业 56.1% 股权。作价 6890.04 万元。交易完成后，公司将不再持有珠峰锌业、西部铜业股权。

图 2：冶炼业务每年亏损 6000 多万元



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 同行业估值对比

今年八月通过证监会的重组审批，塔中矿业 100% 股权作价 31.5 亿元成功注入到上市公司。未经审计的净资产 8 亿元，其中计入股本 4.94 亿元，账面溢价部分 3.05 亿元计入公司资本公积。

塔中矿业拥有世界储量最大的单体矿山。矿区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。其中规模较大的阿尔登和北阿尔登同属同一矿体，因为矿业权的划分而划分为两个区块。

根据塔吉克斯坦能源工业部提交资料，已探明铅锌矿石总储量 1.05 亿吨，金属铅 292 万吨，金属锌 370 万吨，银 4000 吨，具有极高的资源价值，属于超大型铅锌矿。其中北阿尔登-托普坎探明资源量矿石 7539 万吨，金属量铅 196 万吨、锌 251 万吨、铜 20 万吨、银 2400 吨，是公司现阶段开采的主要矿区。铅锌综合品味在 7% 左右。根据今年的开采情况判断：**铅品味 3.5%，锌 4%，铜 0.25-0.28%。高于 8 年前和 24 年前的评估资料。**

表 1：全球铅锌矿储量排行

排名	矿山名称	铅锌储量 (万吨)
1	RampuraAgucha	1591
2	RedDog	1277
3	Century	1268
4	Antamina	958
5	MtIsa	953
6	Kazzinc	736
7	其余矿山	25138

资料来源：ILZSG，中国银河证券研究部

(三) 利润完成确定性高

公司目前的开采主体为北阿尔登矿，目前的开采规模为 150 万吨原矿，根据产能的投产规划，预计 2016 年原矿产量达到 200 万，2017 年 250 万吨。

表 2：矿山的重要开采指标

关键指标			
原矿产量 (万吨)	150	选矿回收率	
品味		铅	76%
铅	3.50%	锌	87%
锌	4%	铜	50%
铜	0.26%	银	63%
银 (g/吨)	40	加工费	
采矿指标		铅 (美元/千吨)	230
贫化率	15%	锌 (美元/湿吨)	280
损失率	10%	铜 (美元/千吨)	200
		精矿含水量	
		铅精矿	8%
		锌精矿	10%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

根据我们的测算，在今年铅锌大幅下跌的情况下，公司的净利率仍能达到 40% 以上（按照铅锌均价计算）。根据我们的判断铅锌，尤其是锌价在明年大概率触底回升。公司完成盈利承诺为大概率事件。

三、互联网金融终落一子

公司 2015 年 10 月 28 号投资 3000 万元入股上海捷财金融信息服务有限公司。持股 25%，成为标的公司的第二大股东。

表 3：西藏珠峰成为上海捷财金融服务股份有限公司第二大股东

股东	持股比例 (%)
张慧娟	37.5
西藏珠峰工业股份有限公司	25
苏州汇利华创业投资有限公司	22.5
施炳	7.5
刘晓琴	7.5
合计	100

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(一) 互联网金融首创 P2L 模式

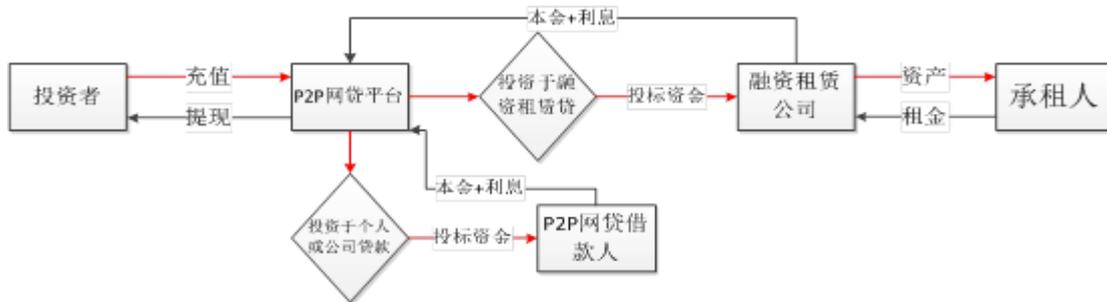
上海捷财金融信息服务有限公司于 2014 年 06 月在上海虹口区设立，该公司首创 P2L 模式(融资租赁互联网金融模式)，为投资者提供专业安全的理财服务。**P2L (Person to Leasing)**，即**个人投资对接融资租赁**。平台一端对接的是有国家资质的融资租赁金融机构的真实产品，另一端对接的是有巨大理财需求的互联网用户，以互联网的效率让融资需求和民间资本在更大的范围里快速的匹配。

图 3：行业首创 P2L 模式



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: P2L 和 P2P 的现金流程图对比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

该公司是中国首家深耕融资租赁的互联网金融平台, 并保持行业领先地位, 2014 年斩获**第一财经金融价值榜最佳创新互联网金融奖** (2013 年此奖项获得者为陆金所)。

(二) 可能是史上最安全

投资人在今日捷财平台出借本金给持有国家颁发牌照的融资租赁机构; 融资租赁机构每个月收到承租企业的租金后还本付息给投资人; 今日捷财将融资租赁机构的应收账款质押到中国人民银行下属中登网, 由今日捷财投资人持有。

通过保险公司全额承保赔付和融资租赁公司的应收账款质押, 给与投资者双重保险。

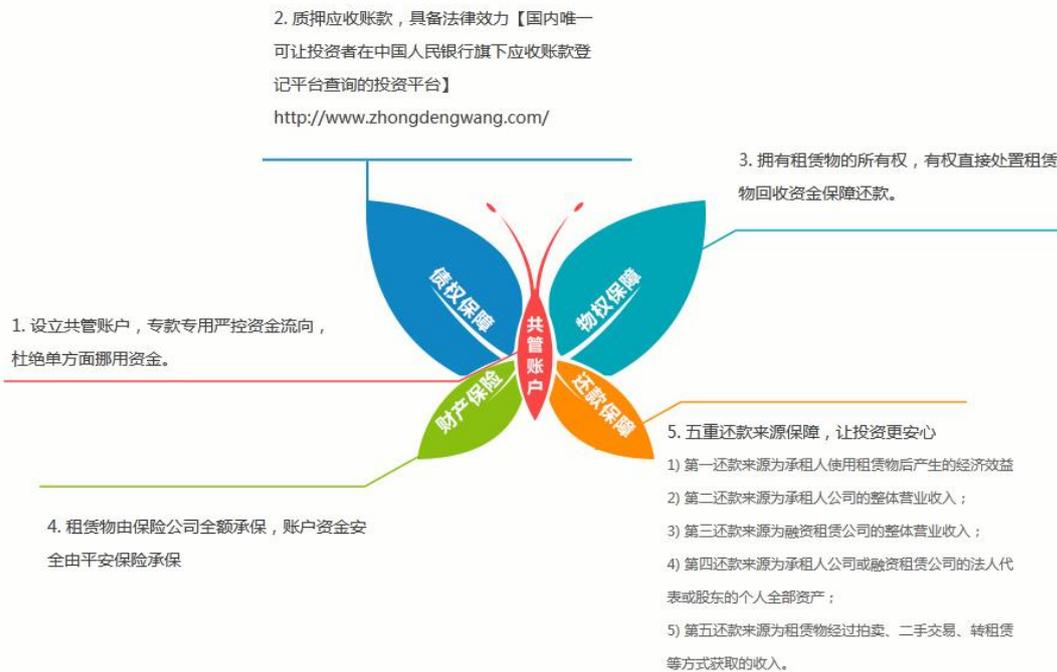
P2L 解决物权和债权的对接, 对投资人实际上有更实际的保护, 而平台则发挥类似支付宝的功能, 在债权未尽之前, 投资人通过平台享有物权, 而这种形式也许能够化解目前中国 P2P 平台信用体系缺乏的问题, 而且就其实际意义来说, 新设物权要比债权人抵押更为有效与真实。

图 5: 投资者的双重保险



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 6：首创蝴蝶型金融级安全保障



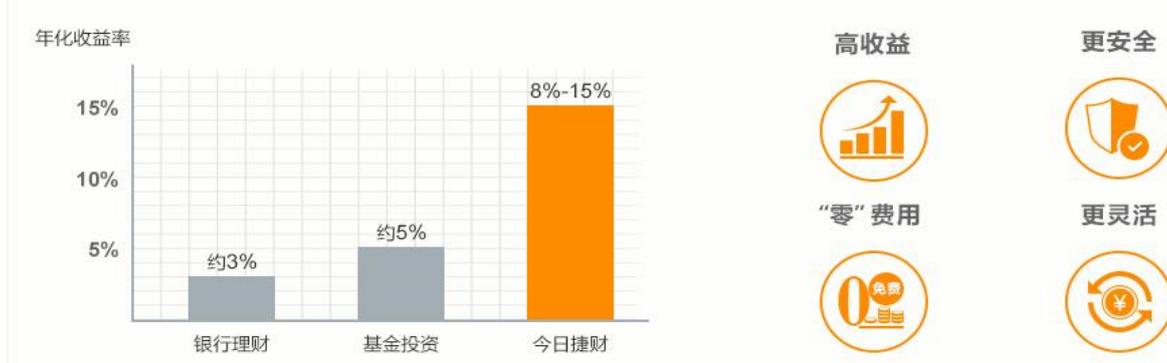
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

另外公司，通过优选机构；通过实地调研，严格筛选项目；通过专款专用等多种途径完善贷后监管。

（三）高收益、零费用，规模迅速放大

今日捷财对投资者的本金和收益安全，进行多方位的保护，尽可能地降低了投资者的风险，风险程度堪比银行理财，但收益率颇高。

图 7：今日捷财产品具有低风险高收益



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2004年6月份至今，上线一年多的时间里，已经累计为134,338人实现投资，累计投资560,043,194元，已经归还本息306,767,687元。

图8：今日捷财部分产品



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四) 朝阳行业，4300亿元市场规模，目标定位明确

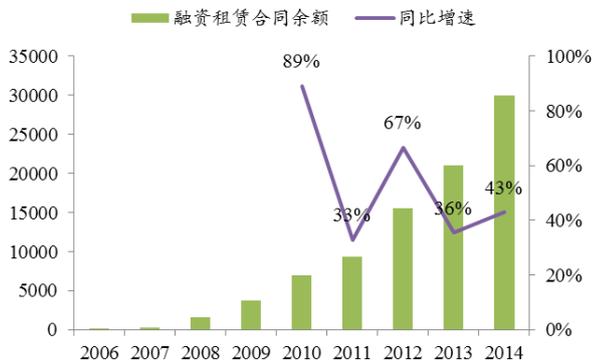
今日捷财所有的资金均投向实体经济，用于企业购买核心生产资料，即生产设备，从根本上服务实体经济，既符合国家战略又解决客户的实际问题。

至2015年6月底，我国现存融资租赁企业共3,185家，其中金融租赁39家，内资租赁191家，外资租赁2,955家，企业数量相对于2014年增长44.64%；全国融资租赁合同余额约为36,550亿元，同比增幅为40.58%。融资租赁市场可分为金融融资租赁和融资租赁两大类。这两类占比分别为40%和60%。而在融资租赁中，按照资金类别又可分为外资、国有和民营，占比分别为15%、25%和20%。”

今日捷财目标领域为民营的20%空间，目前行业额度大概4300亿元。预计到2017年额度有可能达到6000亿元。

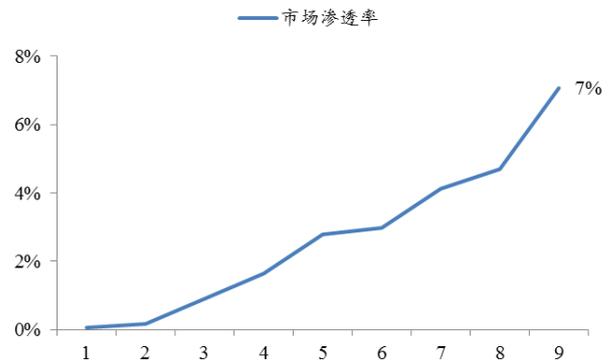
我国融资租赁市场7%的市场占有率，同欧美发达国家相比仍具有非常大的差距。根据世界租赁年鉴统计，目前发达国家融资租赁的市场渗透率大约在15%-30%，可作为除银行信贷以外的第二大融资方式。根据美国设备租赁和金融协会(ELFA)官网公布数据可知，美国2014年的融资租赁额超过9,000亿美元，市场渗透率更是高达40%。

图 9：我国融资租赁市场高速发展



资料来源：中国金融租赁行业年度发展报告，中国银河证券研究部

图 10：市场渗透率迅速提升，同发达国家相比差距仍大



资料来源：中国金融租赁行业年度发展报告，中国银河证券研究部

通过和融资租赁公司合作的模式则是当下最契合国情的一种兼顾高收益与高安全的互联网金融模式创新，实际上能解决物权和债权的对接，对投资人有更实际的保护，而平台则发挥类似支付宝的功能。这种形式或能够化解目前中国互联网金融平台信用体系缺乏的问题，而且就其实际意义来说，新设物权要比债权人抵押更为有效与真实。

今日捷财的融资租赁模式可解构为由融资租赁机构作为融资租赁项目的发起方，面向特定承租人提供设备融资租赁服务，而资金来源于互联网金融平台的各个投资人。承租人获得标的物设备（如医院的医疗设备、工厂的生产设备）的使用权，投资人委托融资租赁公司获得标的物设备的所有权。

公司选择的企业服务对象主要是融资租赁和供应链金融，除了安全因素之外，还考虑到这两种企业融资都是真正为实体企业的生产服务的，符合国家支持互联网金融的初衷。

（五）先发优势明显

目前专门开展 P2L 业务的平台有融租 e 投、拾财贷和 e 租宝。P2P 行业的积木盒子、爱投资和理财范等 P2P 平台开始涉入融资租赁业务。

P2P 平台涉入 P2L 领域，尚属于初期，合作的租赁公司也就两三家。且在项目类型、规模、期限和受益方面差异较大，基本不构成竞争关系。

从规模上看规模较大为拾财贷，规模约 4.9 亿元，同期今日捷财的额度为 5.8 亿元。

表 3：租赁模式差异明显

平台	模式
积木盒子	车辆租赁
爱投资	直租租赁和回租租赁
融租 e 投	重卡、物流、工业、医疗、农业等行业领域。仅有狮桥融资租赁一家租赁公司对接，且为外商。
拾财贷	对应 6 家融资租赁公司，涉及领域有光伏、在电子信息、工业装备、包装、快速消费、教育、医疗等融资租赁
e 租宝	合作伙伴仅安徽钰诚融资租赁有限公司，中外合资的融资租赁企业。

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(六) 引入西藏珠峰，战略完美契合

入股今日捷财，西藏珠峰正式切入互联网金融领域，实现在主业健康发展的同时，布局新兴行业，为公司长远发展埋下伏笔。目前的今日理财业务有望和西藏珠峰的一带一路的战略相结合，实现多赢。一方面引入今日捷财，再叠加融资租赁公司，能够解决走出去企业的融资问题；另外，因为得天独厚的政策支持，通过中塔工业园公司进出口设备享受多重税收优惠，这也是中塔工业园公司的重要盈利模式，引入今日捷财，间接增加公司的盈利能力。

而对于今日捷财来讲，引入西藏珠峰，为公司的发展提供资金支持，同时和中塔工业园的一带一路形成契合，为公司业务做大做强提供强有力的支撑。

三、一带一路之塔国特区

(一) 两国政府框架下最大项目，战略意义重大

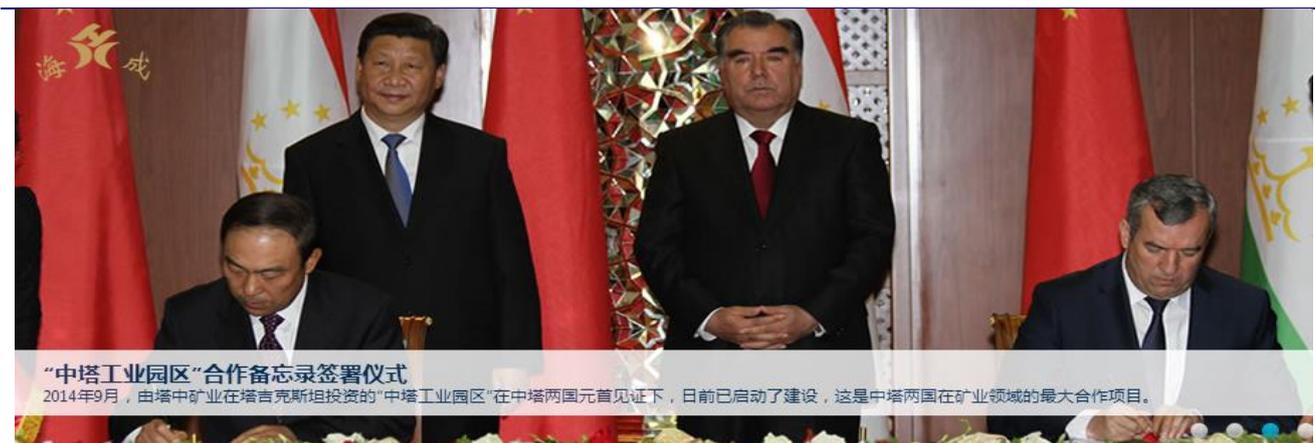
中国现在处在一个美国的“V”字包围圈中，出海口完全处于美国的控制下，而以现在中国的海军实力短期内很难突破美国海上的包围。在西南方向我们面对的是有核军事强国印度，北方有强国俄罗斯。只有西北面的中亚地区适合我国的战略突围。而且一旦控制中亚，便能接触伊朗这个中东地区大国。中国通过和伊朗的合作便能在中东形成自己真正的声音，这也能摆脱我国对美国的全局被动局面。

当完成了和中亚国家的扩张后，假如修建运量大的石油管道的话，还能缓解我国在马六甲海峡不稳定对我国石油安全产生的威胁。中亚国家有着我国经济发展的急需的资源物质。铜铝铅锌基本金属储量均位于世界前列，且勘探开发程度低，潜在空间巨大。

中塔工业园是中塔两国在“一路一带”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 11：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

(二) 一园多区，塔国特区

中亚五国地大物博但工业基础薄弱，日常消费品也依赖进口。以塔吉克斯坦为例，根据银河证券有色组的实地调研，当地最好的公路为中国政府援建的高速公路，纺织品也依赖中国进口。

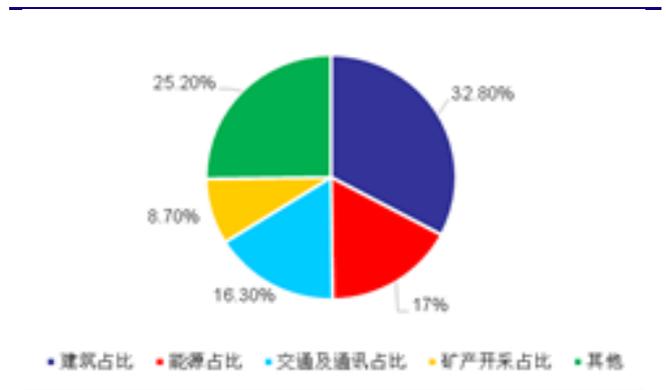
但中亚执政者已形成稳固的统治基础，国家长期政治稳定，与中国关系友好，尤其是塔吉克斯坦，对中国人的友好程度甚于对任何其他国家居民。与我国之前的发展思路类似，中亚国家目前也是以经济发展为中心，该理念已深入人心。政府层面也在积极吸引外资。西藏珠峰成为塔吉克斯坦吸引外资典范。

图 12：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

图 13：塔吉克斯坦固定资产投资领域



资料来源：塔吉克斯坦统计局，中国银河证券研究部

在政府和外资（主要是中国）的推动下，国家固定资产投资高速增长。但固定资产投资所需的原材料严重匮乏，价格大幅高于我国国内的价格。在塔国调研时，在该过的主要城市附近偶尔看到华新托在建的水泥厂。可以预期未来几年塔国基础设施建设的爆发增长。中塔工业园的市场不仅仅是针对塔国，园区企业产品可辐射整个中亚市场。

图 14：通过塔吉克斯坦可辐射整个中亚



资料来源：塔吉克斯坦统计局，中国银河证券研究部

作为塔国的第一大企业，塔中矿业（西藏珠峰全资子公司）帮助塔国政府实行铅锌矿的开采，解决当地 1000 多人的就业（工人工资高于政府公务员），贡献了丰厚的税收，塔中矿业深得政府的信赖，和当地民众的尊敬。这也是塔国政府委托塔城国际承建中塔工业园的重要原因。

中塔工业园园区占地面积 69 万平方米,根据最新情况, **中塔工业园由原来的单一园区, 变更为“一园多区”**, 及凡是通过塔城国际来招商引资过来的企业, 不论在塔国的任何地方, 均等同于在工业园内。理论对塔城国际来讲, 塔国的任何地方都是中塔工业园, 均可享受税收等多方面的优惠。一园多区的变动主要基于塔吉克斯坦有多处前苏联留下来的废弃厂房, 可以重新利用, 减少投资额度。

根据相关政策, 所有进驻工业园的企业所需的设备等, 只有以塔城国际的名义才能享受进口免税等优惠政策。 **利用今日捷财的平台则可帮忙解决的设备的融资租赁资金来源问题。**

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、投资建议

公司矿山储量 600 多万吨，品味 7%，盈利能力强，预计 2015-2017 净利润 3.9、5.7、5.7 亿元，对比同行业上市公司中金岭南和驰宏锌锗，公司被严重低估，给与推荐评级。对已铅锌矿山转型互联网金融公司盛屯矿业，给与公司 2015 年 60 市盈率，市值 234 亿元。

铅锌行业可比上市公司

表 5：可比公司与西藏珠峰的产量、储量、盈利数据对比

公司	2014 年产量(万吨)	权益储量 (万吨)	2015 预计净利润 (扣非归母)	近四个季度 EPS (元)	市值(亿元)
中金岭南	32	837	0.77	0.22	302
驰宏锌锗	33	640	1.5	0.10	176
西藏珠峰	9	662	2.7	0.46	152

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部。

注：驰宏锌锗的矿山储量扣除了境外资源，因为可开发性太低。中金岭南和驰宏锌锗 2015 年的净利率根据前三季度利润同比而来。

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。

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。2014 年铅锌产量约 35 万吨。

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 年铅锌精矿产量可达 10 万吨，未来其铅锌精矿产能或将继续扩张。

塔中矿业 2014 净利润 2.6 亿元，并承诺其 2015-2019 年的净利润不低于 3.9，5.8，5.8，5.8，5.3 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。2015-2017 年净利润为 3.9 亿元，5.8 亿元，5.8 亿元。

铅锌行业转型互联网可比上市公司

盛屯矿业

公司 2014 年自产矿收入 4.66 亿元，原矿产量 73.94 万吨，综合判断精矿产量在 5-6 万吨之间。公司权益铅锌储量接近 70 万吨。2014 年扣非归母净利润 1.3 亿元，预计 2015 年 1.1 亿元（根据三季度净利润同比测算）。

盛屯矿业目前市值 119 亿元，对应 2015 年 P/E 108 倍。

煤炭电商瑞茂通龙头瑞茂通预计 2015 年对应市盈率水平也在 75 倍左右。

综合考虑铅锌行业和大宗商品互联网金融公司的估值情况，给与公司 60 倍 PE，对应市值 234 亿元。

五、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。

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	3
图 2: 冶炼业务每年亏损 6000 多万元.....	5
图 3: 行业首创 P2L 模式.....	7
图 4: P2L 和 P2P 的现金流程图对比.....	8
图 5: 投资者的双重保险.....	8
图 6: 首创蝴蝶型金融级安全保障.....	9
图 7: 今日捷财产品具有低风险高收益.....	9
图 8: 今日捷财部分产品.....	10
图 9: 我国融资租赁市场高速发展.....	11
图 10: 市场渗透率迅速提升, 同发达国家相比差距仍大.....	11
图 11: 习近平主席见证中塔工业园合作备忘录签订.....	13
图 12: 塔吉克斯坦固定资产投资增速逐年上升.....	14
图 13: 塔吉克斯坦固定资产投资领域.....	14
图 14: 通过塔吉克斯坦可辐射整个中亚.....	14

表格目录

表 1: 全球铅锌矿储量排行	6
表 2: 矿山的重要开采指标	6
表 3: 西藏珠峰成为上海捷财金融服务股份有限公司第二大股东	7
表 4: 租赁模式差异明显	11
表 5: 可比公司与西藏珠峰的产量、储量、盈利数据对比	16

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