

西藏珠峰 (600338)

证券研究报告

2017年12月19日

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

国内第一家进军锂资源“中东”

公司公告拟通过参股 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。预见未来 10-20 年，锂的需求将会随着新能源汽车的快速发展而呈现数十倍的爆发。为了避免当年铁矿石都掌握在国外手里导致利润留在国外、污染留在国内的悲剧重演，境外优质锂资源的获取成了我国的当务之急。LIX 公司主体资产位于全球体量最大、品质最好、成本最低的地区之一：南美锂三角地区（智利、阿根廷、玻利维亚三国交界处）堪称“锂资源的中东”。若收购成功，公司将成为我国第一家在锂三角地区拥有顶级项目的公司。

Lithium-X 拥有三大盐湖，资源比肩顶级巨头

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，锂含量平均约为 500ppm，镁锂比 3.8，光此一个盐湖便超过现全球第 5 大锂资源公司 FMC。同在一个地区的 Arizaro 盐湖是全球最大的未开发盐湖，其面积约为全球最负盛名的 Atacama 盐湖（为全球两大锂资源巨头 ALB、SQM 共同拥有）的两倍、SDLA 的四倍。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。

SDLA 项目预计 2019 年贡献利润，生产成本全球最低之一

2017 年 2 月 SDLA 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，其后续规划为 3 万吨/年碳酸锂产能。参考公司最近的 Orocobre 的 Olaroz 盐湖和 Lithium Americas 的 Cauchari-Olaroz Project 的成本（Orocobre 2017 财年碳酸锂平均成本为 3710 美元/吨；Lithium American 的 Cauchari-Olaroz Project 一期全成本预计为 2920 美元/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。保守估计达产后年毛利超 2.5 亿美元，若运回国内按照现在国内 2.5 万美元/吨不含税价出售，则其年毛利应该 6.5 亿美元折合人民币约 42.9 亿元，这与天齐锂业目前的单吨净利水平相当。

盈利预测与估值建议

不考虑此次收购，我们预计公司现有业务 2017、2018 年净利润分别为 12.07 亿、15.80 亿元，对应 18 日收盘价 46.62 元，2017 年 P/E 为 25.21 倍，可比铅锌资源公司驰宏锌锗、中金岭南、兴业矿业、银泰资源分别为 30 倍、20 倍、27 倍、47 倍，估值优势明显。考虑到此项目的不确定性，我们并未在盈利预测中考虑此次收购，但如果收购及后续开发成功，即便是按上文较为保守的预测，未来十分有望在 3-5 年内从净利润上实现翻番甚至更甚，因此继续维持“买入”评级，强烈推荐。

风险提示： 要约收购失败的风险，资源价格下跌的风险，项目审批的风险，项目盈利不达预期的风险。

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	2,510.48	3,163.21	3,795.85
增长率(%)	(3.25)	(0.99)	70.00	26.00	20.00
EBITDA(百万元)	249.79	830.52	1,445.09	1,862.84	2,315.69
净利润(百万元)	160.04	650.26	1,207.70	1,579.55	1,947.91
增长率(%)	1,772.02	306.31	85.73	30.79	23.32
EPS(元/股)	0.25	1.00	1.85	2.42	2.98
市盈率(P/E)	190.22	46.82	25.21	19.27	15.63
市净率(P/B)	45.68	23.46	10.69	6.88	4.77
市销率(P/S)	20.41	20.61	12.13	9.62	8.02
EV/EBITDA	54.35	22.07	19.72	14.38	10.66

资料来源：wind，天风证券研究所

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	46.62 元
目标价格	62 元
上次目标价	62 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)	30,443.20
流通 A 股市值(百万元)	7,381.50
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	44.20
一年内最高/最低(元)	54.79/27.18

作者

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

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@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:拟联合收购境外优质盐湖资产，新锂业巨头或诞生》 2017-12-06
- 《西藏珠峰-季报点评:铅锌价格坚挺，业绩持续高增长》 2017-10-26
- 《西藏珠峰-公司点评:发起百亿并购基金，矿业巨头之心显峥嵘》 2017-08-15



1. 国内第一家进军锂资源“中东”

公司 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（跟据人民银行 2017 年 12 月 14 日汇率中间价，约合 2.07 亿美元，或人民币 13.65 亿元）的财务资助额度，并出具融资承诺函用以收购 Lithium-X（以下简称 Li-X）。

新能源汽车动力锂电池离不开锂资源，中国虽然有不少锂资源，但要么品质不好、要么开采条件恶劣。全球体量最大、品质最好、成本最低的锂资源却集中在“锂资源的中东”：南美锂三角地区（智利、阿根廷、玻利维亚三国交界处）。

中国已经出台了双积分制度，欧洲主要国家也已经陆续出台燃油车禁售时间表，可以预见未来 10-20 年，锂的需求将会随着新能源汽车的快速发展而呈现数十倍的爆发。为了避免当年铁矿石都掌握在国外手里导致利润留在国外、污染留在国内的悲剧重演，境外优质锂资源的获取成了中国的当务之急。

近年来，以天齐锂业、赣锋锂业为代表的国内一批优秀企业率先走出国门，纷纷进入澳大利亚收购和包销了澳洲部分优质固体锂矿资源，如天齐锂业于 2012 年收购的全球最好的固体矿山 Greenbush，其在 2016 年产出的锂精矿供应了中国 8.7 万吨锂盐原料来源的 57.4%。为我国新能源汽车发展的原料保障做出了巨大贡献。

不过，全球锂资源最好的锂三角地区却一直无中国企业入主（除了天齐锂业收购 SQM 2.3% 的股权以及赣锋参股美洲锂业 19.9% 股权。）此次西藏珠峰参股 45% 的 NNEL 公司收购若成功将是第一个由中国企业收购的顶级盐湖。

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。

与国内公司相比，赣锋锂业的权益碳酸锂资源量 414.7 万吨的 48.22%（200 万吨矿山+214.7 万吨盐湖）。赣锋锂业的主力矿山 MT Marion（参股 43.1%）的资源量为 262.9 万吨碳酸锂当量。

表 1：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

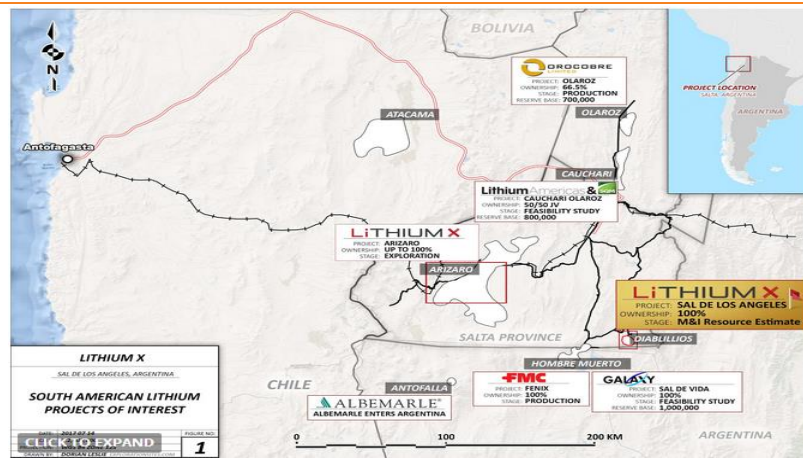
资料来源：Lithium-X 官网，天风证券研究所

1.1. 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）。比邻全球最优质的 Atacama 和 FMC 的 Salar de Hombre Muerto。

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 1：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

1.2. 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。

1.3. SDLA 项目 2018 年底投产，2019 年贡献利润

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 2：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 2：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 3：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

1.4. 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：

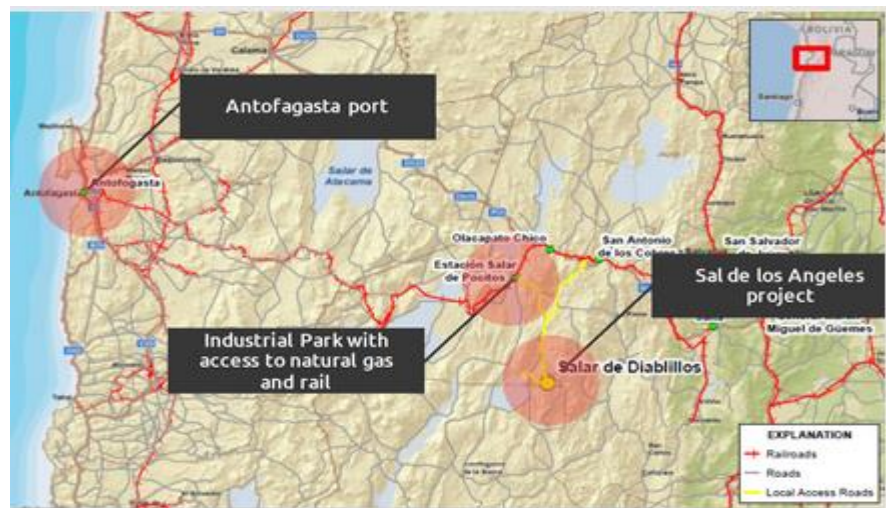
后续投资较为可控。SDLA 项目道路通畅，距离阿根廷萨尔塔市 320 公里，距离智利港口安托法加斯塔港口 700 公里，盐湖旁有淡水供给，附近没有大型人口聚集区及农田，利于项目开发。SDLA 项目距离 Lithium Americas 的 Cauchari-Olaroz Project 不远。参考 Cauchari-Olaroz Project 一期，2.5 万吨产能投资 4.25 亿美元（折合 27.6 亿元），预计 SDLA 每万吨碳酸锂产能的投资也有望控制在 1.7 亿美元左右。

预计开发成本较低，按照 3 万吨产能、1.2 万美元保守计算，毛利有望达到 2.5 亿美元以上。参考公司最近的 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，基本与全球最优质的 Atacama 盐湖以及最优质的固体锂矿 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。

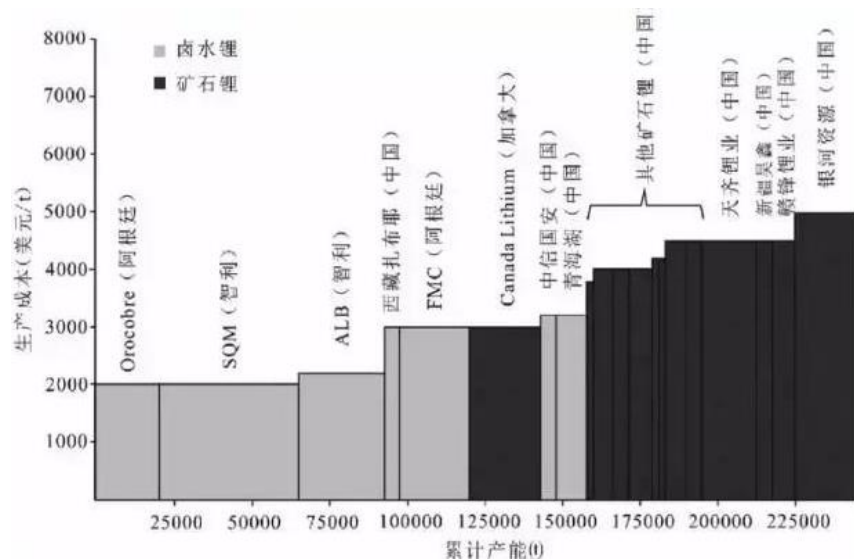
我们认为公司此前公告的 3 万吨电池级碳酸锂达产后年净利润不低于 1.3 亿美元的假设比较保守。即便是按照 1.2 万美元/吨电池级碳酸锂价格测算，其年毛利应该在 2.5 亿美元以上。若运送至国内出售，按照现在国内 2.5 万美元/吨不含税价测算，则其年毛利应该 6.5 亿美元折合人民币约 42.9 亿元。这与之天齐锂业目前的单吨净利水平相当。

图 3：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 4：全球主要锂资源项目成本



资料来源：CNKI，天风证券研究所

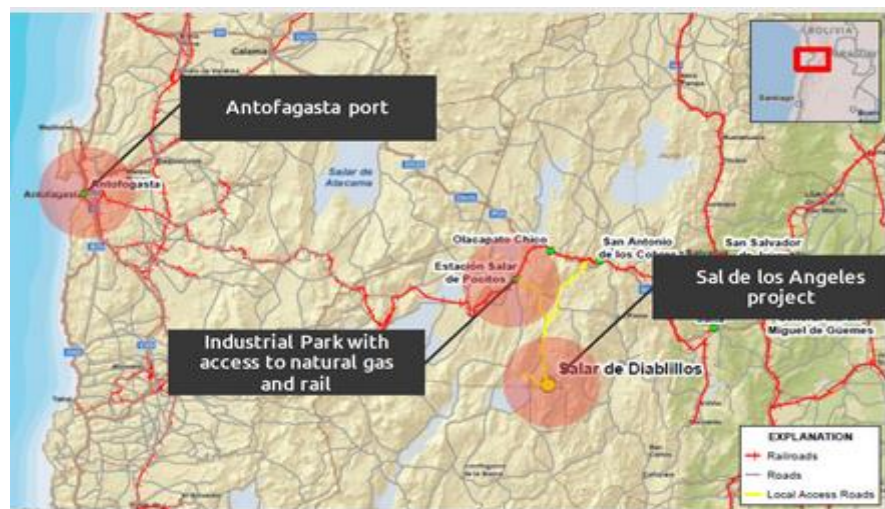
1.5. Arizaro 项目-全球第三大盐湖，资源潜力巨大

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 5：铁路公路横穿 Arizaro 盐湖



资料来源：Lithium-X 官网，天风证券研究所

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

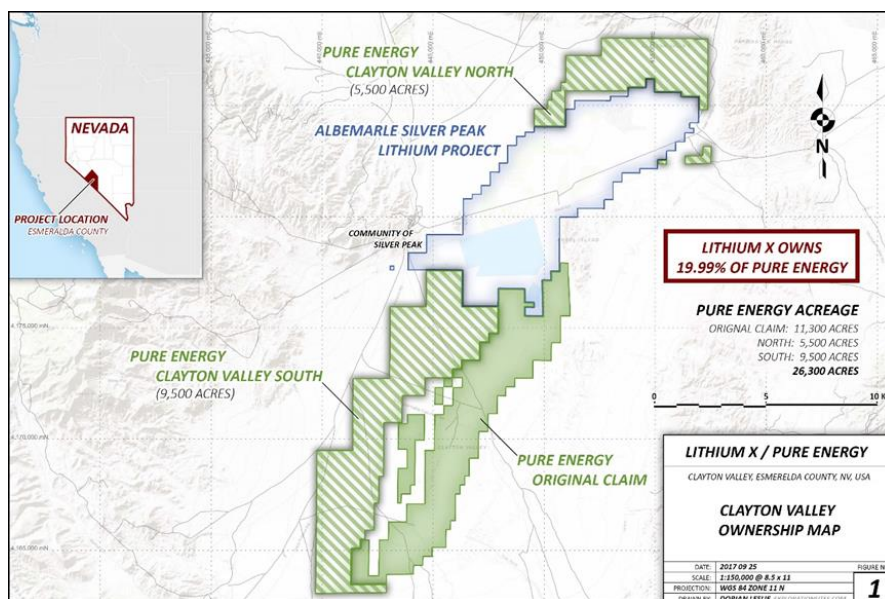
Li-X 持有 Pure Energy 19.9% 股权（拥有将股份增加至 22.5% 的优先权），是第一大股东，并拥有一个董事席位。Pure Energy 主要资产为 Clayton Valley 项目。项目位于北美内华达州，矿区面积 2.63 万公顷（263 平方公里），分为南北两块（中间为雅宝的 Silver Peak 盐湖），43-101 推断资源量折合 21.8 万吨碳酸锂当量。该区域锂矿的平均品位为 123mg/L，镁锂比 2.9，属于低镁锂比高质量盐湖。

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。

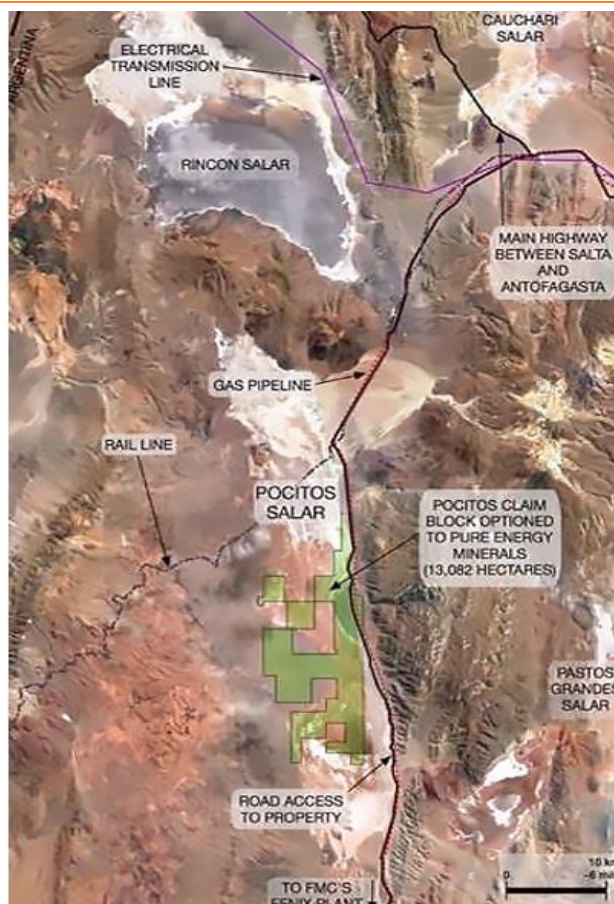
Pure Energy 还拥有 TERRA COTTA 项目。该项处于早期勘探阶段，目位于阿根廷的 Pocitos 盐湖中，10 个探矿权面积总计 1.3 万公顷。距离 Rincon 盐湖 32 千米，距离 FMC 的 Fenix 工厂 90 公里。附近基础设施良好，天然气管道和铁路在目边沿穿过，有望成为新的资源增长点。

图 6: 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 7: 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

2. 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. 与全国最大资产管理公司合伙并购基金，资源巨头之路可期

公告同时表示：根据既定的“一体两翼”（基本有色金属+新能源、新材料）行业发展战略，公司对新能源产业链及其价值链特点保持关注，其重要手段便是并购。

公司此次公告要约收购完成后的 NNEL 公司或将转让控股权给西藏珠峰拟设立的并购基金。此并购基金是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）。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 8：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

4. 盈利预测与估值建议

不考虑此次收购，我们预计公司现有业务 2017、2018 年净利润分别为 12.07 亿、15.80 亿元，对应 18 日收盘价 46.62 元，2017 年 P/E 为 25.21 倍，可比铅锌资源公司驰宏锌锗、中金岭南、兴业矿业、银泰资源分别为 30 倍、20 倍、27 倍、47 倍，估值优势明显。考虑到此项目的不确定性，我们并未在盈利预测中考虑此次收购，但如果收购及后续开发成功，即便是按上文较为保守的预测，未来十分有望在 3-5 年内从净利润上实现翻番甚至更甚，因此继续维持“买入”评级，强烈推荐。

5. 风险提示

要约收购失败的风险，资源价格下跌的风险，项目审批的风险，项目盈利不达预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	106.97	398.36	1,916.69	3,598.36	5,672.83
应收账款	180.87	144.61	294.03	163.27	385.49
预付账款	11.45	42.33	21.03	37.84	50.46
存货	79.79	143.30	52.75	232.88	68.73
其他	10.66	16.57	12.03	13.02	13.99
流动资产合计	389.74	745.17	2,296.53	4,045.37	6,191.50
长期股权投资	1.24	1.17	1.17	1.17	1.17
固定资产	604.90	875.70	916.88	956.13	981.23
在建工程	96.18	127.96	112.78	115.67	99.40
无形资产	2.56	2.27	2.13	1.99	1.85
其他	112.71	195.02	110.47	137.04	145.27
非流动资产合计	817.58	1,202.13	1,143.43	1,212.00	1,228.92
资产总计	1,207.33	1,947.30	3,439.95	5,257.37	7,420.42
短期借款	32.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	315.72	552.67	334.92	678.25	761.00
其他	185.21	92.19	242.16	136.73	266.80
流动负债合计	532.94	644.86	577.08	814.98	1,027.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.02	3.66	3.91	3.87	3.81
非流动负债合计	4.02	3.66	3.91	3.87	3.81
负债合计	536.96	648.52	580.99	818.85	1,031.62
少数股东权益	4.00	1.06	10.62	10.62	13.00
股本	653.01	653.01	653.01	653.01	653.01
资本公积	22.36	22.36	22.36	22.36	22.36
留存收益	337.38	987.63	2,195.33	3,774.89	5,722.80
其他	(346.37)	(365.30)	(22.36)	(22.36)	(22.36)
股东权益合计	670.37	1,298.77	2,858.96	4,438.52	6,388.80
负债和股东权益总	1,207.33	1,947.30	3,439.95	5,257.37	7,420.42

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	139.60	647.33	1,207.70	1,579.55	1,947.91
折旧摊销	73.09	77.91	34.15	38.00	41.31
财务费用	3.83	(0.39)	(5.40)	(12.86)	(21.62)
投资损失	5.92	(18.91)	(29.48)	(29.48)	(29.48)
营运资金变动	(161.49)	(172.09)	(105.63)	156.81	154.29
其它	135.52	45.38	10.06	(0.00)	2.43
经营活动现金流	196.48	579.23	1,111.40	1,732.02	2,094.84
资本支出	635.61	379.26	59.75	80.04	50.05
长期投资	(0.34)	(0.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(842.10)	(793.19)	(70.27)	(133.90)	(75.01)
投资活动现金流	(206.83)	(413.99)	(10.52)	(53.85)	(24.96)
债权融资	143.46	0.29	69.91	60.55	43.58
股权融资	156.01	(3.67)	348.33	12.86	21.62
其他	(305.66)	113.27	(0.79)	(69.91)	(60.61)
筹资活动现金流	(6.19)	109.89	417.45	3.50	4.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(16.54)	275.13	1,518.33	1,681.67	2,074.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,491.45	1,476.76	2,510.48	3,163.21	3,795.85
营业成本	952.88	441.56	728.04	901.51	1,081.82
营业税金及附加	43.53	84.58	108.53	136.75	181.86
营业费用	95.07	108.21	171.99	224.24	188.65
管理费用	129.43	107.33	91.88	68.33	77.81
财务费用	(21.43)	(15.26)	(5.40)	(12.86)	(21.62)
资产减值损失	85.70	(3.21)	28.59	37.03	20.80
公允价值变动收益	(0.08)	(3.35)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.92)	18.91	29.48	29.48	29.48
其他	12.01	(31.12)	(58.96)	(58.96)	(58.96)
营业利润	200.27	769.11	1,416.34	1,837.70	2,296.00
营业外收入	1.45	1.61	1.61	1.56	1.59
营业外支出	1.02	4.72	1.95	2.57	3.08
利润总额	200.69	765.99	1,416.00	1,836.69	2,294.51
所得税	61.09	118.67	198.24	257.14	344.18
净利润	139.60	647.33	1,217.76	1,579.55	1,950.34
少数股东损益	(20.43)	(2.93)	10.06	0.00	2.43
归属于母公司净利润	160.04	650.26	1,207.70	1,579.55	1,947.91
每股收益(元)	0.25	1.00	1.85	2.42	2.98

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-3.25%	-0.99%	70.00%	26.00%	20.00%
营业利润	1483.11%	284.04%	84.15%	29.75%	24.94%
归属于母公司净利润	1772.02%	306.31%	85.73%	30.79%	23.32%
获利能力					
毛利率	36.11%	70.10%	71.00%	71.50%	71.50%
净利率	10.73%	44.03%	48.11%	49.94%	51.32%
ROE	24.02%	50.11%	42.40%	35.67%	30.55%
ROIC	238.79%	107.22%	171.95%	174.04%	253.15%
偿债能力					
资产负债率	44.47%	33.30%	16.89%	15.58%	13.90%
净负债率	28.50%	22.06%	8.74%	-31.67%	-44.45%
流动比率	0.73	1.16	3.98	4.96	6.02
速动比率	0.58	0.93	3.89	4.68	5.96
营运能力					
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	25.61	22.15	25.17
总资产周转率	1.75	0.94	0.93	0.73	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.25	1.00	1.85	2.42	2.98
每股经营现金流	0.30	0.89	1.70	2.65	3.21
每股净资产	1.02	1.99	4.36	6.78	9.76
估值比率					
市盈率	190.22	46.82	25.21	19.27	15.63
市净率	45.68	23.46	10.69	6.88	4.77
EV/EBITDA	54.35	22.07	19.72	14.38	10.66
EV/EBIT	75.91	24.32	20.20	14.67	10.85

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