



# 产品格局多元化，业绩规模待释放

## ——鹏欣资源（600490）深度报告

2019年02月20日

推荐/首次

鹏欣资源 深度报告

### 报告摘要：

**公司主要产品为铜、钴、黄金：**公司是国内新锐的多金属产业链一体化的有色集团之一，公司的主要核心资产为刚果（金）的希图鲁矿及南非的奥尼金矿，核心产品为铜、钴、黄金。公司具有从采选、冶炼至贸易的有色金属生产销售全要素。其中公司阴极铜产品收入占主营收入比（除贸易外）高达66%，公司钴及黄金产品的产量将自2018年起逐步释放，预计至2020年公司的钴及金金属产量或分别达到7000吨及5708kg，公司营业规模有望在产品结构多元化基础上进一步扩大。

**公司经营业绩将受益于奥尼金矿的产出释放：**公司奥尼金矿合计资源矿石量7131万吨，金金属量5017.74万吨，品味7.44克/吨；根据公司生产计划，奥尼金矿的2/4/6/7号矿井在2018-2022年分别为(kg)：32.2、761、5708、9814及12332；预计奥尼金矿利润分别为282万、7570万、10.07亿、16.5亿及20.5亿；在2018-2019年黄金生产毛利平均维持32%的水平，2020-2022年毛利或超55%。此外，奥尼金矿达产后将令公司成为全国排名前五的黄金生产企业。

**公司经营稳定性受矿储资源拓展支撑：**除了稳定开发当前已有的希图鲁矿389万吨矿储资源及奥尼金矿501.7吨金金属资源外，公司与文森特公司签订了铜、钴原材料报销协议，同时公司与刚果（金）国家矿业总公司签订了PE1078地块的25年租赁开采权，公司矿储资源的大力拓展有助于公司经营业绩的稳定。

**公司经营规模将受益于新能源产业链一体化拓展：**公司计划升级其氢氧化钴生产线技术以稳固其新能源上游供应；公司投资CleanTeQ、与格派新能源签订氢氧化钴销售协议并投资设立上海鹏珀全面布局新能源产业链一体化拓展。公司多元化多板块的经营结构有利于其协同效应的发挥、营业规模的扩大及抗风险能力的提高。

**公司业绩将受益于：**公司金属产品产出的稳定性释放、公司经营规模的持续性扩张、生产成本及生产稳定性的预期及新能源产业链一体化的拓展。

**风险提示：**奥尼金矿金金属产量不及预期，阴极铜生产成本超预期攀升，铜、金价格大幅下跌，刚果（金）发生超预期的政治风险。

### 预期公司盈利预测及投资评级。

- 我们预计公司2018年-2020年营业收入或分别为111.03亿元、161.4亿元和221.2亿元，净利润或分别为4.83亿、6.52亿及8.44亿；所对应的EPS分别为0.22/0.3及0.39。我们给予公司6个月内25倍估值，目标价为7.5元，较当前溢价40%，给予公司“推荐”评级。

### 分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

### 研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

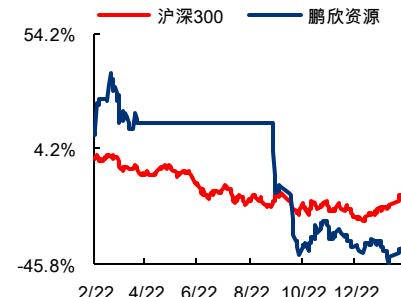
执业证书编号：

S1480118100014

### 交易数据

52周股价区间(元)	4.82-7.54
总市值(亿元)	101.77
流通市值(亿元)	71.88
总股本/流通A股(万股)	211143/149137
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.1

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,560.09	6,056.41	11,103.2	16,139.7	22,114.6
增长率 (%)	43.18%	136.57%	83.33%	45.36%	37.02%
净利润 (百万元)	120.32	331.32	483.04	651.58	843.49
增长率 (%)	201.59%	175.38%	45.79%	34.89%	29.45%
净资产收益率 (%)	1.35%	5.39%	7.20%	8.98%	10.50%
每股收益(元)	0.03	0.16	0.22	0.30	0.39
PE	177.33	33.25	24.62	17.98	13.76
PB	2.34	1.80	1.77	1.61	1.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 目 录

<b>1. 公司业务由单一金属采销转向结构多元化发展 .....</b>	<b>5</b>
1.1 公司历史虽短但发展势头迅猛 .....	5
1.2 公司主要业务分为矿业、贸易、金融及新能源四大板块 .....	5
1.3 公司有较高股权集中度,实际控制人为姜氏家族 .....	6
1.4 公司股权质押率高,同公司运作模式有关 .....	7
1.5 至 2020 年公司有占总股本 18.66% 的限售股解禁 .....	8
1.6 公司阴极铜生产具有国家级科技专利 .....	8
<b>2. 拓展矿产资源布局,多元化矿产储备规模已形成 .....</b>	<b>9</b>
2.1 希图鲁铜矿是公司最核心的矿端资产之一 .....	9
2.2 希图鲁铜矿年均阴极铜累计产出约 4.8 万吨 .....	9
2.2.1 希图鲁铜矿稳定供应年均约 3.5 万吨的阴极铜产量 .....	9
2.2.2 废液萃取技术每年为公司稳定提供约 2400 吨阴极铜产量 .....	10
2.2.3 公司氢氧化钴生产线项目每年为公司稳定贡献约 1 万吨阴极铜 .....	11
2.2.4 公司阴极铜产品具有较为明显成本优势 .....	11
2.2.5 硫酸价格及矿石价格对希图鲁矿的精铜生产成本有直接影响 .....	12
2.2.6 公司计划升级希图鲁铜矿的矿石处理品味至 2%, 处理能力至 190 万吨 .....	13
2.3 公司通过希图鲁铜矿改造项目由上游切入钴产业链 .....	13
2.3.1 希图鲁铜矿氢氧化钴生产线项目将供应年均约 7000 吨的金属钴产量 .....	13
2.3.2 公司参股 CleanTeQ 加强新能源产业链渗透力 .....	13
2.4 公司通过多种方式巩固铜、钴资源供应 .....	15
2.4.1 与文森特矿业签订包销协议稳定铜钴原材料供应 .....	15
2.4.2 公司取得 PE1078 号 217 地块 25 年租赁开发权—夯实公司铜钴资源储备 .....	15
2.4.3 设立刚果(金)钴矿交易中心,加强钴供应并掌控当地钴资源定价权 .....	16
<b>3. 收购奥尼金矿,公司金金属资源储量超 500 吨 .....</b>	<b>17</b>
3.1 公司通过收购宁波天弘完成对奥尼金矿的矿业权控制 .....	17
3.2 宁波天弘高业绩承诺体现管理层对奥尼金矿的盈利信心 .....	18
3.3 奥尼金矿是公司最重要的金金属资源 .....	19
3.3.1 奥尼金矿历史悠久,黄金矿储资源丰富 .....	19
3.3.2 奥尼金矿 198 万吨碳浆厂将满足选矿作业要求 .....	20
3.3.3 奥尼金矿达产后的金产规模相当于国内黄金公司前五名 .....	21
3.3.4 奥尼金矿复产工作有序:7 号矿井实现产出,2/4/6 号矿井启动复产 .....	22
3.3.5 奥尼金矿 1、3、5 号矿区仍有 7110 万吨矿储量 .....	23
3.3.6 初步估算奥尼金矿对公司的毛利贡献在 2022 年将超过 20 亿 .....	23
<b>4. 三大业务板块合理助阵公司业务规模扩大 .....</b>	<b>24</b>
4.1 新材料板块助阵公司业务规模多样化 .....	24
4.2 贸易板块助阵公司业务规模放大,但毛利率有改善空间 .....	25
4.3 金融业务板块服务公司多元化金融需求 .....	26
<b>5. 盈利预测及估值 .....</b>	<b>26</b>
5.1 经营规模良性扩张有助于公司营收及利润的增长 .....	26

6. 投资评级.....	28
7. 风险提示.....	29

## 插图目录

图 1: 鹏欣资源发展历程 (2000-2017) .....	5
图 2: 鹏欣资源主要业务板块 .....	6
图 3: 白银有色前十大股东持股比例 .....	7
图 4: 鹏欣资源股权质押总量及比例 .....	7
图 5: 鹏欣资源限售股解禁时间、解禁股东明细及占总股本比例 .....	8
图 6: 希图鲁铜矿阴极铜年产量 (2013-2020, 虚线为预估值) .....	10
图 7: 希图鲁铜矿小萃取车间图 .....	11
图 8: 鹏欣资源阴极铜生产成本 .....	12
图 9: CleanTeQ Sunrise 项目矿区位置 .....	15
图 10: Sunrise 项目钴现金成本敏感度图 .....	15
图 11: PE1078 区域位置图 .....	16
图 12: 钴矿石交易中心奠基仪式 .....	17
图 13: CAPM 公司的股权结构 .....	18
图 14: 奥尼金矿矿区位置 .....	20
图 15: 奥尼金矿碳浆厂生产流程 .....	21
图 16: 奥尼金矿 1-7 号矿井位置 .....	22
图 17: 奥尼金矿 2、4、6、7 号矿井占总生产规模比重 .....	22
图 18: 鹏欣资源新能源产业链布局 .....	24

## 表格目录

表 1: 希图鲁铜矿资源储量 .....	9
表 2: 希图鲁铜矿阴极铜生产成本及毛利 .....	12
表 3: 希图鲁铜矿项目改造前后指标对比 .....	13
表 4: CleanTeQ Sunrise 矿钴含量全球排名 .....	14
表 5: CleanTeQ Sunrise 矿钴含量全球排名 .....	14
表 6: 公司与文森特铜钴供应协议 .....	15
表 7: 宁波天弘业绩承诺 .....	18
表 8: 可比上市公司业绩承诺覆盖率 .....	19
表 9: 国内前五大黄金公司查明黄金资源储量 .....	21
表 10: 国内前五大黄金公司查明黄金资源储量 .....	23
表 11: 奥尼金矿 1/3/5 号矿区数据 .....	23
表 12: 奥尼金矿 1/3/5 号矿区数据 .....	24
表 13: 公司贸易收入增速、毛利率及贸易占主营业务比例 .....	25

表 14: 鹏欣资源公司收入预测表: .....	26
表 15: 申万有色板块及其子版块市盈率市净率比较表 .....	28
表 16: 同类型有色上市企业市盈率比较表 .....	28
表 17: 公司盈利预测表 .....	30

## 1. 公司业务由单一金属采销转向结构多元化发展

### 1.1 公司历史虽短但发展势头迅猛

鹏欣环球资源股份有限公司（鹏欣资源）的前身是上海中科合臣股份有限公司（中科合臣），于2009年被鹏欣资源要约收购并于2013年完成公司注册名称变更登记（由“中科合臣”变更至“鹏欣资源”）。鹏欣资源的主要业务为铜钴金的采选冶炼及销售，主要资产为刚果金的希图鲁矿及南非的奥尼金矿。近几年公司秉持“产业+金融、投资+并购、内生式增长+外延式扩张”的发展战略，在海外大力拓展相关资源储备并已切入钴、金领域，公司的业务模式亦由单一的金属采销转向贸易、金融及新能源等多元化发展，并已成为拥有22家子公司，2家孙公司，3家联营公司的集团型企业。公司是上海市百强企业，获得过中国有色金属工业科学技术一等奖及中国上市公司最具成长价值奖。

图 1: 鹏欣资源发展历程 (2000-2017)

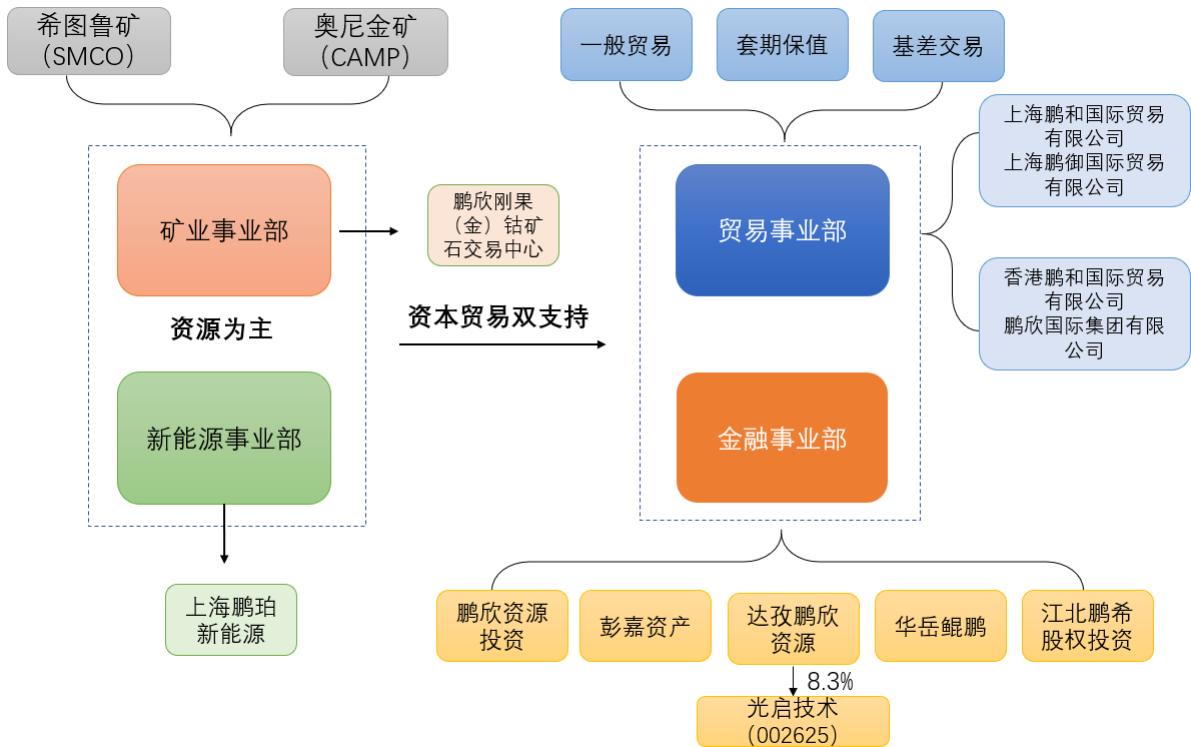


资料来源：公开信息整理，东兴证券研究所

### 1.2 公司主要业务分为矿业、贸易、金融及新能源四大板块

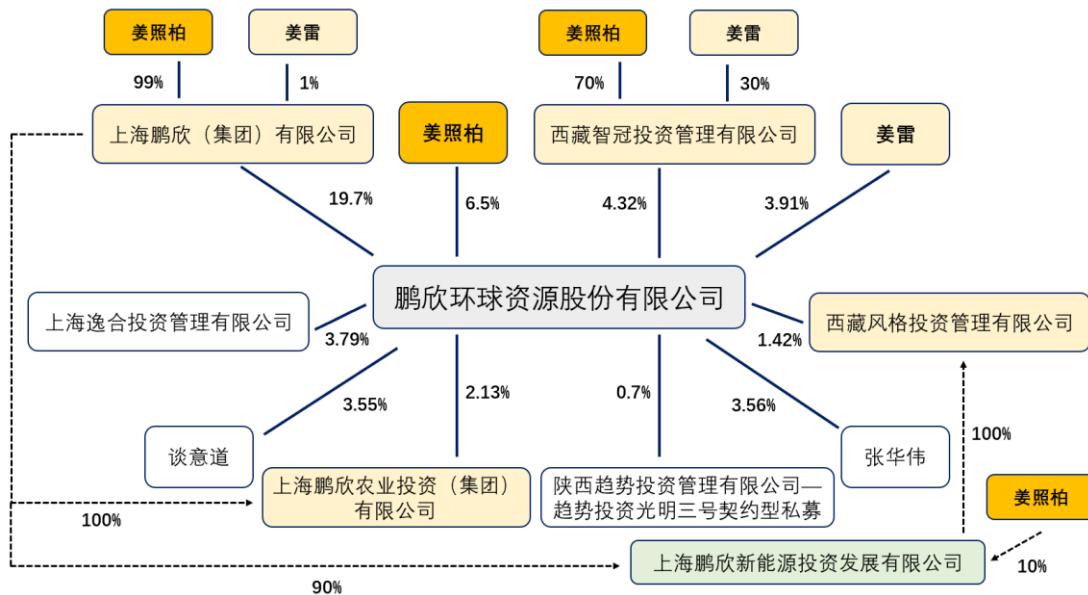
公司的业务板块分为四大类，分别是矿业、贸易、金融及新能源板块。其中矿业是公司核心业务板块，为公司提供了稳定的现金流收入。矿业板块基于金属铜的采选冶炼销售，并且将规模扩大至钴及黄金资源的储备、开采及生产等。贸易板块基于公司自有的矿山产出，进行一般贸易、套期保值及基差交易三项业务，以实现公司产品全球范围内优化配置为目的。金融板块致力于整合公司海内外资源，拓展公司融资及对外投资渠道，下属四个主要投资子公司及一个私募基金管理平台。新能源板块定位于承接新能源产业链上游矿业资源及下游关键材料的投资、开发、建设和投后管理，目的为拓展公司产品结构及推动公司的可持续发展。公司各业务板块间具有较强互补性，形成较为明显的协同效应，对公司业务的全面发展提供了实质性的支撑与推进。

图 2: 鹏欣资源主要业务板块



### 1.3 公司有较高股权集中度，实际控制人为姜氏家族

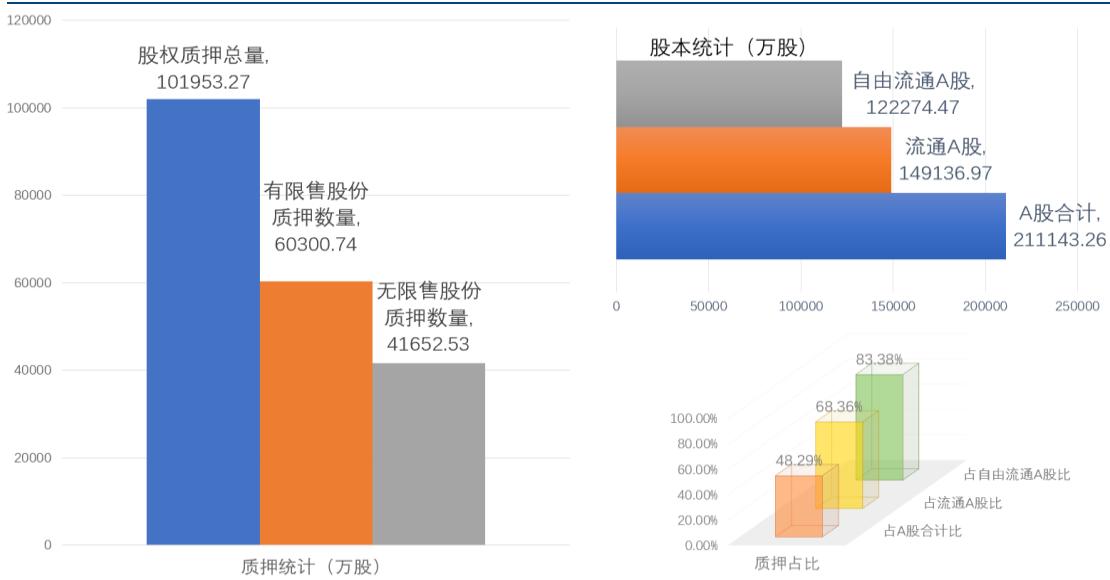
公司股权集中度较高，此外公司在 2020 年有一定规模的限售股解禁。从公司的股权结构观察，公司前十大股东累计持股占总股本比例为 49.62%，其中前四大股东（为一致行动人）持股占总股本比例为 34.47%，而鉴于姜照柏先生作为公司第二大股东（6.5%）并分别持有公司第一大股东上海鹏欣（集团）有限公司（19.7%）及第三大股东西藏智冠投资管理有限公司（4.32%）各 99% 及 70% 的股权，故公司的实际控制人为姜照柏先生。

**图 3:白银有色前十大股东持股比例**


资料来源：Wind, 公司公告，东兴证券研究所

#### 1.4 公司股权质押率高，同公司运作模式有关

公司具有较高的股权质押率，而这与其运作模式有关。公司股权质押总量为 10.195 亿股，占公司总股本的 48.29%，占公司自由流通股本的 83.38%；公司前十大股东中有七大股东出现质押，共质押 7.87 亿股（共持 8.12 亿股），质押率高达 97%。公司股权质押率较高的原因主要同公司面临股票无法减持的条件约束有关，因此在经营运作中的流动性支持更多是通过质押方式获得。

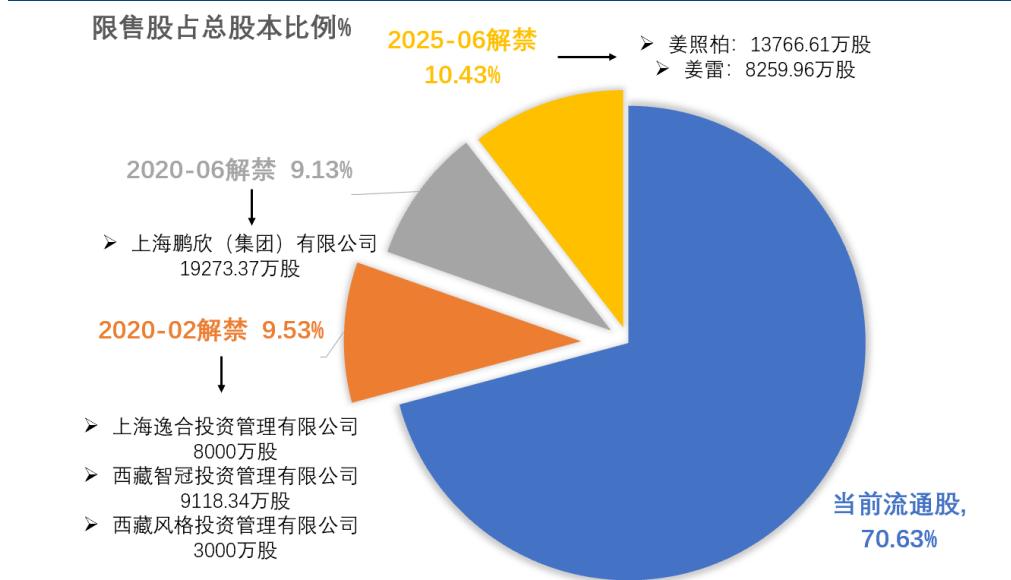
**图 4:鹏欣资源股权质押总量及比例**


资料来源：Wind, 东兴证券研究所

## 1.5 至 2020 年公司有占总股本 18.66% 的限售股解禁

公司在 2020 年有共计 3.939 亿的限售股解禁,解禁数量占总股本的 18.66%。解禁分两个阶段进行,第一阶段为 2020 年 2 月的 2.012 亿解禁股释放,该阶段解禁数量占解禁前流通股本的 13.49%,占总股本 9.53%;第二阶段为 2020 年 6 月的 1.927 亿解禁股,占解禁前流通股本的 11.39%,占总股本 9.13%。

图 5:鹏欣资源限售股解禁时间、解禁股东明细及占总股本比例



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 1.6 公司阴极铜生产具有国家级科技专利

公司希图鲁铜矿的阴极铜生产技术较为先进并且取得 8 项专利。其中国家发明专利授权三项,国家实用新型专利授权 5 项。公司的阴极铜生产技术有三大主要创新点,分别为:

- 新型磨矿分级系统工艺 → 首次采用单段半自磨及高频振动细筛闭路的粗磨分级技术,有效提高磨机处理能力并改善磨矿效果 → 降低 20%~30% 磨矿能耗;
- 粗粒强化搅拌浸出技术 → 改善浸出粒度粗、浸出槽易沉槽及难以实现连续浸出等难题 → 实现规模产业化;
- 大型湿法炼铜高效溶液循环、精华及综合利用技术 → 系统形成精细化采矿配矿技术、装备及自动化集成控制技术等 → 提高产品质量,降低生产成本。

## 2. 拓展矿产资源布局, 多元化矿产储备规模已形成

公司的主要矿端资产为刚果(金)的希图鲁矿及南非的奥尼金矿, 其中希图鲁矿的主要产品为铜及硫酸钴, 而奥尼金矿的主要产品为黄金。公司拥有由采矿、选矿、加工、冶炼至销售的自有一体化生产模式, 生产线完全按照国内环保要求建设, 金属产量及生产成本均较为稳定。

### 2.1 希图鲁铜矿是公司最核心的矿端资产之一

位于刚果(金)加丹加铜矿带的希图鲁铜矿是公司最为核心的资产之一。希图鲁铜矿是刚果(金)当地规模最大、技术及环保设施最先进的铜企之一, 具有389万吨的金属库存量, 其中铜资源储量约15.4万吨, 钴资源储量约9400吨, 拥有大量地表露头及浅埋品位高达2~9%的氧化铜钴矿石, 平均铜品味高达4.7%, 平均钴品味约0.1%。公司在2009年收购了希图鲁铜矿项目, 并且组建了希图鲁矿业有限公司(SMCO), 主营希图鲁矿床4725地矿的矿产资源勘查、开发作业及冶炼。

表 1: 希图鲁铜矿资源储量

	分类	万吨	含铜量%	含钴量%
测定的	低碳酸盐矿	211.18	5.15	0.07
	高碳酸盐矿	55.28	3.08	0.02
	高滑石矿	96.86	4.87	0.85
	小计	<b>363.31</b>	<b>4.76</b>	<b>0.27</b>
推定的	低碳酸盐矿	220.68	4.77	0.08
	高碳酸盐矿	125.38	2.54	0.05
	高滑石矿	45.08	4.47	0.07
	小计	<b>391.16</b>	<b>4.02</b>	<b>0.07</b>
推定+测定	低碳酸盐矿	431.85	4.96	0.07
	高碳酸盐矿	180.66	2.7	0.04
	高滑石矿	141.95	4.75	0.6
	小计	<b>754.47</b>	<b>4.38</b>	<b>0.17</b>
推测的	低碳酸盐矿	21.93	2.51	0.02
	高碳酸盐矿	1.05	3.38	0.04
	高滑石矿	0.00	0	0
	小计	<b>22.99</b>	<b>2.55</b>	<b>0.02</b>

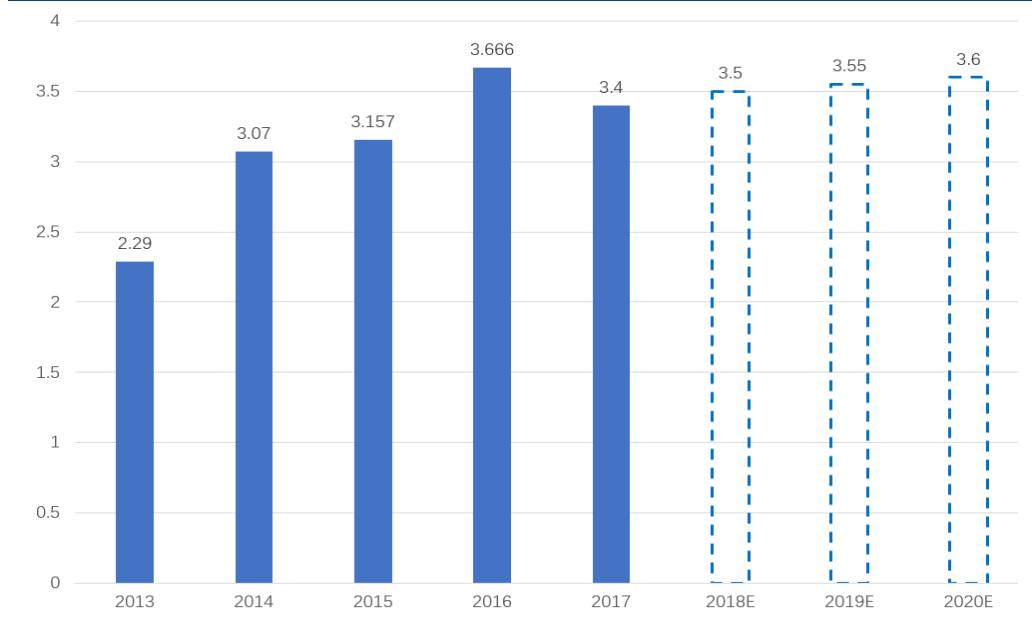
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 2.2 希图鲁铜矿年均阴极铜累计产出约4.8万吨

#### 2.2.1 希图鲁铜矿稳定供应年均约3.5万吨的阴极铜产量

希图鲁铜矿的阴极铜冶炼设计年产能为4万吨, 其年均产能利用率稳定维持于90%以上水平, 为公司贡献了年均约3.5万吨的阴极铜产量。从希图鲁铜矿的实际精炼铜产出变化观察, 其从2013年的年产2.29万吨大幅增长48.47%至2017年的3.4万吨, 而得益于公司精矿资源供应的充足, 预计2018年及后期公司阴极铜产量或维持于3.55万吨左右的平均水平。

图 6: 希图鲁铜矿阴极铜年产量 (2013-2020, 虚线为预估值)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.2.2 废液萃取技术每年为公司稳定提供约 2400 吨阴极铜产量

公司自主完成了小萃取技术改进项目及小萃取车间工程，可有效对希图鲁铜矿的含铜尾矿废水进行阴极铜萃取。公司在生产初期即建成废料液集中存储中心，将生产环节中的相关废水集中存放。随着公司小萃取技术的升级及开展，公司可从存储的废料液中进行精炼铜提纯 (2 克/吨)，当前该小萃取技术可为公司带来月均 200 吨阴极铜的产出增量，年均约 2400 吨。

图 7: 希图鲁铜矿小萃取车间图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

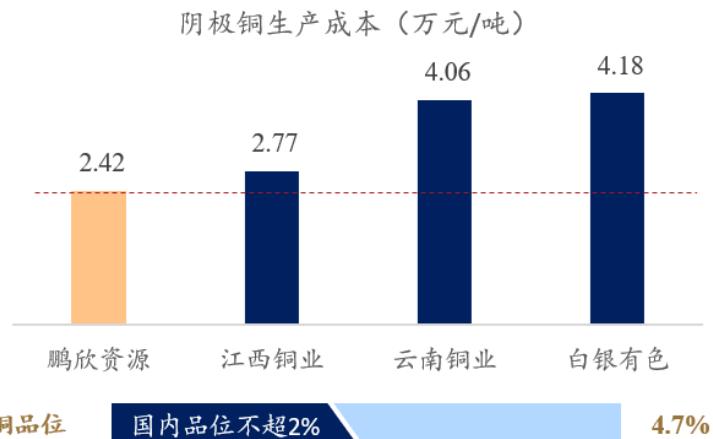
### 2.2.3 公司氢氧化钴生产线项目每年为公司稳定贡献约 1 万吨阴极铜

公司在希图鲁矿区新建 7000 吨氢氧化钴生产线项目，项目达产后每年可有约 1000 万吨阴极铜作为副产品产出。该项目分两期，一期计划年产氢氧化钴 3000 吨，项目完全达产后预计阴极铜产出约 4400 吨；二期计划年产氢氧化钴量达到 7000 吨，依照一期氢氧化钴及阴极铜的产出比例推算，预计二期粗制氢氧化钴生产线完全建立后年产阴极铜总量或可达到 1 万吨。

### 2.2.4 公司阴极铜产品具有较为明显成本优势

公司阴极铜生产具有较为明显成本优势。单位成本优势主要来源于三个方面：其一是品味优势，公司的铜矿品味平均在 4.7% 左右，而国内的铜矿品味大多低于 2%；其二是地理优势，希图鲁矿位于刚果（金）的铜钴矿带中心，除资源富足外周边具有充足的水电运条件，有助于开采成本的降低；其三是生产流程一体化优势，公司生产用硫酸多数源于自给、生产余热全部回收发电、小萃取技术实施等环节整体降低了阴极铜的完全生产成本。整体观察，公司的吨铜生产成本在 2017 年为 2.42 万/吨，较江西铜业、云南铜业及白银有色的吨铜成本分别低了 12.6%、40.4% 及 42.1%。

图 8: 鹏欣资源阴极铜生产成本



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.2.5 硫酸价格及矿石价格对希图鲁矿的精铜生产成本有直接影响

硫酸及矿石是影响公司精炼铜生产成本动态化的主要因素。公司硫酸产能约 15 万吨, 硫酸产能利用率约 80%, 年均硫酸产量约 12 万吨左右, 但依然未能有效满足公司的精炼铜自产要求。因公司采用湿法炼铜技术, 生产过程中对硫酸的大量需求致使公司自产硫酸量仍存供应缺口, 因此有部分硫酸需要进行外部采购。而硫酸价格的变化对公司电解铜的生产成本起到直接影响。矿石方面, 鉴于公司在生产过程中有部分矿石通过外购获得, 外购矿石的定价及含铜品味致使阴极铜生产成本出现变化。公司 2017 年的精铜成本 (2.42 万元/吨) 尽管相较同行依然有明显优势, 但较 2016 年吨铜 1.904 万元/吨的成本出现了 27.1% 的上涨 (2017 年硫酸均价反弹了 30.7%, 铜矿均价反弹 23.9%)。

表 2: 希图鲁铜矿阴极铜生产成本及毛利

		2014	2015	2016	2017
成本	元/吨	38794	25176	19039	24200
硫酸	元/吨	323.8	367.7	200.3	261.9
铜矿	美元/吨	1840.8	1379.2	1202.1	1489.6
均价	元/吨	48117	40545	38263	49334
毛利	元/吨	9323	15369	19224	25134
毛利率	%	19.4%	37.9%	50.2%	50.9%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 2.2.6 公司计划升级希图鲁铜矿的矿石处理品味至 2%, 处理能力至 190 万吨

公司计划对希图鲁铜矿的矿石处理能力进行升级。源于矿石品味持续性下滑及高品位矿稀缺性的预期, 公司的战略发展方向转为优化低品位矿石处理能力。公司计划通过优化设备工艺参数, 改善过高酸耗成本来提升阴极铜生产线的综合回收率。该升级计划总投资金额约 6301 万美元, 其中包含建设投资 3501 万美元, 计划分别升级矿石处理能力及矿石处理量。公司计划升级矿石处理能力由当前的 4% 处理品味升级至 2%; 矿石处理量计划由当前的 100 万吨升级至 189 万吨。源于 2% 矿石品味是长期铜矿资源供应的平均水平, 升级改建完成后将提升公司的综合产出率, 可进一步降低生产成本并提高公司的综合经济效益。

**表 3: 希图鲁铜矿项目改造前后指标对比**

指标	改造前	改造后
阴极铜产能	3.4万吨/年	>3.4万吨/年
炼选冶回收率	81%	90%
矿石处理品味	铜 4.2%	铜 2.0% 钴 0.6%
选矿处理能力	100万吨/年	189万吨/年

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 2.3 公司通过希图鲁铜矿改造项目由上游切入钴产业链

#### 2.3.1 希图鲁铜矿氢氧化钴生产线项目将供应年均约 7000 吨的金属钴产量

公司计划升级希图鲁铜矿铜湿法冶炼生产线 (630 计划), 使其新增含钴溶液的提取工艺, 多元化公司产品线的同时提升公司经营规模。公司氢氧化钴生产线的投建主要分两期进行, 涉及产能规模分别为 3000 吨及 4000 吨。其中一期氢氧化钴项目已经竣工试产, 并将于 2018 年 12 月达产 (3000 吨); 二期 4000 吨氢氧化钴项目当前正按计划建设, 预计至 2020 年会完全达产。钴生产线作为公司的矿产资源发展战略之一, 当前主要以协同阴极铜产出为主 (作为铜副产品)。由于刚果 (金) 1% 以下的钴资源不计价, 因此公司的硫酸钴将无额外的资源成本支出, 具有比较明显成本优势, 这有利于提高公司的整体毛利水平。从公司的生产计划估计, 至 2020 年氢氧化钴生产线完全达产后公司每年会有 6000 吨-7000 吨硫酸钴萃取 (硫酸钴按 9 折钴价格定价), 依据当前钴价计算, 达产后会对公司提供超过 1 亿美金的收入贡献。

#### 2.3.2 公司参股 CleanTeQ 加强新能源产业链渗透力

公司通过孙公司鹏欣国际参股澳洲 CleanTeQ 公司并持有其 16.17% 的股份, CleanTeQ 旗下拥有 Sunrise 锰钴钪项目, 是除非洲以外全球最大的坑矿项目及镍钴品味最高的矿床之一。该矿床总计有 1.09 亿吨矿石量, 矿石含钴品味 0.1%, 累计钴金属量约 11.4 万吨(其中已确定矿石储量 5200 万吨, 钴品味及钴金属量分别为 0.11% 及 5.7 万吨)。

表 4: CleanTeQ Sunrise 矿钴含量全球排名

MINE	COUNTRY	2017 ESTIMATED TONNES
Mutanda	DRC	24,500
Tenke Fungurume	DRC	16,400
Katanga	DRC	11,000
Huayou Cobalt	DRC	6,300
Norilsk	Russia	4,900
Ruashi	DRC	4,600
<b>Clean TeQ Sunrise*</b>	<b>Australia</b>	<b>~ 4,000 - 5,000 p.a. (years 2 – 6 post ramp up)</b>
Moa Bay	Cuba	3,600
Big Hill	DRC	3,600
BOSS Mining	DRC	3,300
Vale	New Caledonia	3,200
Murrin Murrin	Australia	2,800
Taganito	Philippines	2,800
Artisinal	DRC	More than 20,000

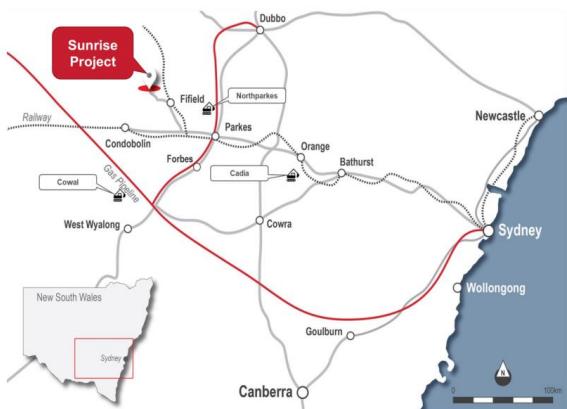
资料来源: CleanTeQ, 东兴证券研究所

表 5: CleanTeQ Sunrise 矿钴含量全球排名

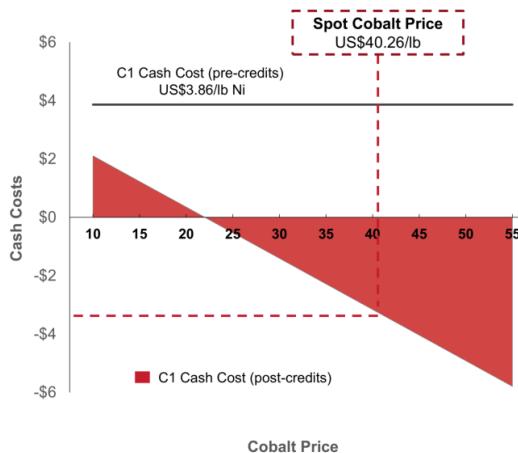
	矿石量 (万吨)	钴品味%	钴金属量
确定储量	4000	0.15%	5.9
推定储量	4700	0.13%	5.8
推测储量	140	0.11%	1.6
总计	10100	0.13%	13.2

资料来源: CleanTeQ, 东兴证券研究所

Sunrise 项目的钴产品具有较为明显的经济效益。这种优势主要源于三个方面, 首先是地理位置, Sunrise 矿区在悉尼西部 350 公里处的成熟矿区区域, 这意味着该区域的运输条件、开采设施和基础建设都较为成熟; 其次, 矿区为近地表沉积特征, 矿的最大深度仅为 40 米, 意味着可以采用简单的露天开采法, 可以有效降低开采成本并加强开采计划的可控性; 此外, 该矿区资源品味极高, 处于高含铁量的红土资源带, 矿石中的钴资源含量是非洲以外全球品味最高的(钴的品味约 0.13%)。最后, CleanTeQ 拥有较为先进的金属回采技术, 可直接在红土矿中提取浓酸钴并纯化和生产出电池级的硫酸钴, 中间省略了进一步的精炼环节, 显著降低了硫酸钴的生产流程及生产成本, 具有明显的经济效益。

**图 9:CleanTeQ Sunrise 项目矿区位置**


资料来源: CleanTeQ, 东兴证券研究所

**图 10:Sunrise 项目钴现金成本敏感度图**


资料来源: CleanTeQ 东兴证券研究所

## 2.4 公司通过多种方式巩固铜、钴资源供应

### 2.4.1 与文森特矿业签订包销协议稳定铜钴原材料供应

希图鲁矿业公司在 2018 年与文森特矿业公司签订铜钴精矿产品包销协议来稳定其原材料供应。其中每年文森特矿业向希图鲁矿业提供不少于 5500 吨铜金属量、1500 吨钴金属量的精矿资源供应，该协议长达 15 年，协议期满后可自动延续 15 年；此外，希图鲁矿业还可根据文森特矿业的实际情况调整每年铜钴金属的最低供应量。文森特矿业旗下的该铜钴矿项目距离希图鲁矿业约 50 公里，有这较显著的区域性优势。该协议的签署有利于扩充公司铜钴资源供应，扩大公司的生产规模及稳定生产状态。

**表 6:公司与文森特铜钴供应协议**

	铜金属量	钴金属量	协议期
	吨	吨	年
文森特矿业	≥5500	≥1500	15

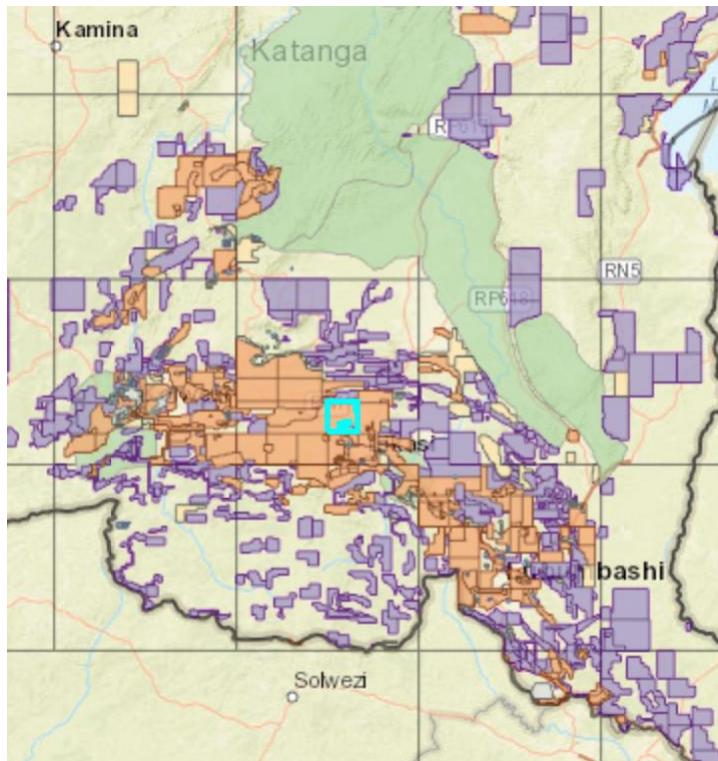
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 2.4.2 公司取得 PE1078 号 217 地块 25 年租赁开发权—夯实公司铜钴资源储备

公司已与刚果（金）国家矿业总公司（GECAMINES S.A.）签订了长达 25 年的租赁开发协议，租赁对象为第 1078 号开采许可证（PE1078）的 217 个地块矿床的开发权。PE1078 矿区总面积达 184 平方公里，初步预计有 50 万吨金属铜资源储量及 10 万吨的金属钴资源储量（吨铜开采需付 35 美元/吨的资源税，钴不收取）。因该地块含矿底层露出面积大，开采相对容易，矿石品味有较好预期；此外，矿区周边具有相

关的水、电等开采必备要素，有助于开采计划的有效执行；而鉴于该地块临近马路且离现有生产基地仅35KM远，这意味着运输及生产成本也将获得有效控制。当前公司已就该地块的资源储备进行全面勘探普查，预计在近期会有更加详尽的勘察结果。此次协议的签署对公司的铜、钴资源储备有着极为重要的意义，有利于公司经营发展的稳定性。

图 11:PE1078 区域位置图



资料来源：DRC Mining Cadastre Portal, 东兴证券研究所

#### 2.4.3 设立刚果（金）钴矿交易中心，加强钴供应并掌控当地钴资源定价权

公司在刚果（金）建立了钴矿石交易中心，有望提升公司在全球钴市场的话语权。鉴于刚果（金）的钴储量占全球52%，钴产量占全球近70%，公司钴矿石交易中心的建立有助于提升公司资源掌控力及全球钴市场的话语权。这种积极的作用具体体现于两方面，其一是可加强公司的钴矿石供应量，其二则有利于优化公司的钴产业链结构。从矿石供应角度考虑，源于刚果（金）每年有约30%以上的钴矿石源自手抓矿（年约1.7万吨，当地人在公共矿山内以家庭为单位开采并称重售出），鹏欣钴矿石交易中心可直接向当地人以合理价格收购其劳动产出，该项目已经获得当地政府的支持及当地采矿者的认可，这有利于公司矿石成本的可控并有助于增大公司钴矿石供应及储备。其次，钴矿石国际交易平台有助于提升公司在钴行业的定价权，并且有利于公司

建立及优化其仓储、物流、贸易一体化的钴产业链，对公司钴市场的发展将起到极为积极的作用。

图 12: 钴矿石交易中心奠基仪式



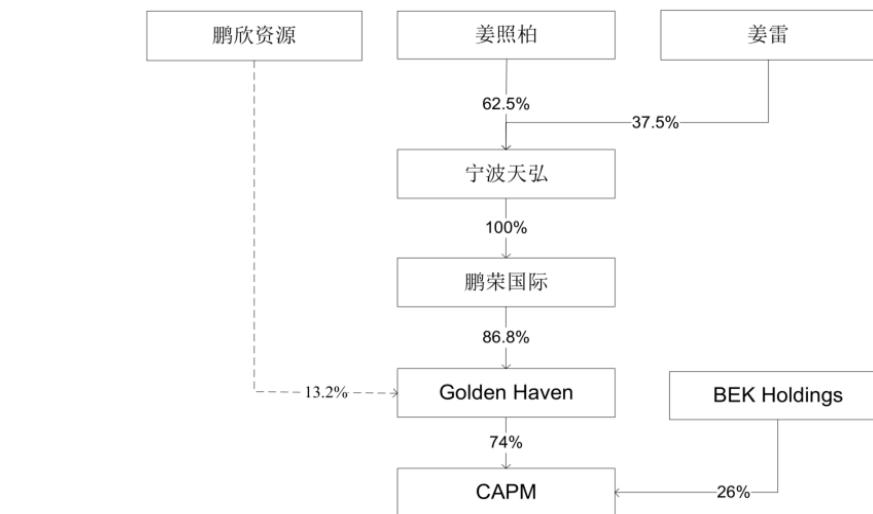
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

### 3. 收购奥尼金矿，公司金属资源储量超 500 吨

#### 3.1 公司通过收购宁波天弘完成对奥尼金矿的矿业权控制

公司在 2018 年完成向其实际控制人收购奥尼金矿的矿业权。公司通过收购实际控制人姜照柏先生及一致行动人姜雷先生共同持有的宁波天弘 100% 股权，从而间接取得 CAPM 的控制权，而 CAPM 的核心资产则为奥尼金矿的矿业权。此次交易作价 19.088 亿，为现金支付及发行股份方式进行，其中现金对价为 4 亿元人民币，股份支付对价为 15.088 亿人民币（发行 220.27 万股），交易完成后鹏欣资源获得宁波天弘 100% 股权，并持有 Golden Haven 100% 股权及 CAPM 74% 的股权。

图 13:CAPM 公司的股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.2 宁波天弘高业绩承诺体现管理层对奥尼金矿的盈利信心

本次交易宁波天弘在 2018-2024 年有 19.439 亿元的业绩承诺，承诺期覆盖奥尼金矿生产建设计划的投产期第一年至达产期第三年。考虑到本次交易的成本为 19.088 亿元，而交易业绩承诺期覆盖率超过 100%（业内覆盖率均值为 36.1%），显示出管理层对奥尼金矿盈利能力的充分信心。

表 7: 宁波天弘业绩承诺

标的公司	投产期				达产期			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	
宁波天弘	-2,475.94	-528.18	2,203.60	11,094.00	58,992.98	61,752.79	63,346.82	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表 8: 可比上市公司业绩承诺覆盖率**

上市公司	并购标的	业绩承诺期	业绩承诺覆盖率
湖南黄金	黄金洞矿业100%股权	2015-2017	23.80%
	新立探矿权	2017-2019	80.30%
山东黄金	东风采、探矿权	2015-2018	50.10%
	归来庄矿业权	2015-2018	30.90%
天业股份	蓬莱矿业权	2015-2018	11.60%
	天业投标100%股权	2017-2020	32.40%
银泰资源	上海盛蔚99.78%股权	2017-2019	23.70%
	<b>平均值</b>	<b>36.10%</b>	<b>中位值</b>
<b>鹏欣资源</b>	<b>宁波天弘100%股权</b>	<b>2018-2024</b>	<b>100%</b>

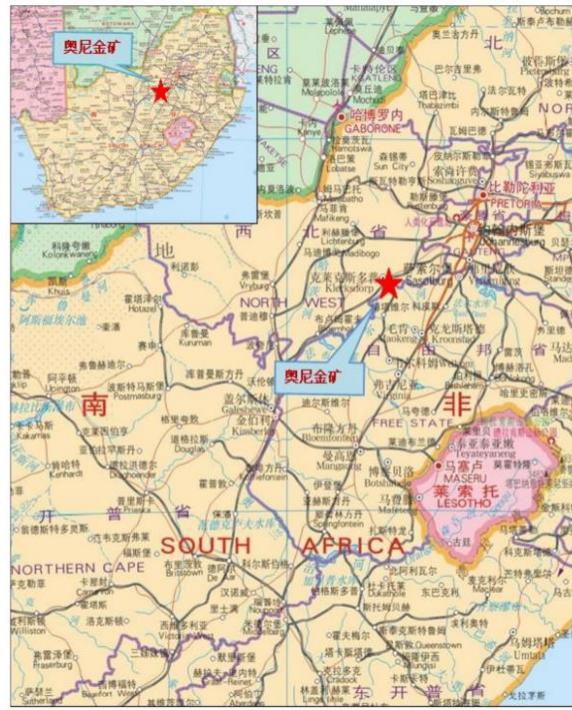
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.3 奥尼金矿是公司最重要的金属资源

#### 3.3.1 奥尼金矿历史悠久, 黄金矿储资源丰富

奥尼金矿历史悠久, 生产条件相对成熟, 黄金矿储资源丰富。奥尼金矿有 100 多年生产历史并且先后经过多家矿业公司的经营管理, 该矿在 2010 年 3 月停产并于 2017 年开始复产启动工作, 当前 CAPM 对奥尼金矿的矿业权续期 20 年申请已经完成, 奥尼金矿的自续期的公证契约也已签发完成。奥尼金矿属于深井地下开采矿山, 开采深度在地下 1400M 至 2300M, 主要开采 Vaal 矿脉和 VCR 矿脉, 均为缓倾斜薄矿体。其合计资源矿石量 7131 万吨, 金(金属量) 501.74 万吨, 其中可采储量 5120.18 万吨, 金(金属量) 381.12 吨, 品味 7.44g/t, 采矿回采率及矿石贫化率分别为 87.94% 及 17.8%。奥尼金矿的设计生产规模为 198 万吨/年, 选冶回收率 90.5%, 计划基建期为 5 年。

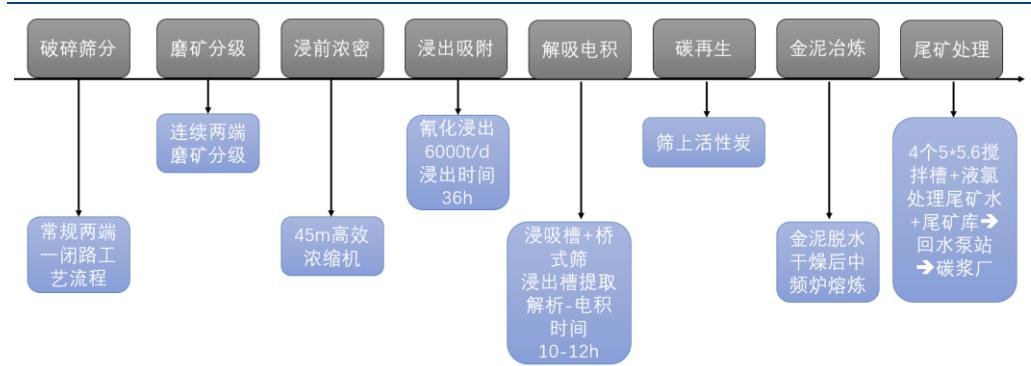
图 14: 奥尼金矿矿区位置



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.3.2 奥尼金矿 198 万吨碳浆厂将满足选矿作业要求

奥尼金矿的产品为大于 95% 纯度的合质金，原料完全采用矿区内自行开采的金矿石，生产辅料如氟化钠及活性炭主要自南非当地采购。生产过程中最大的能源消耗为电和水，南非当地电力供应充沛，对生产方面没有制约；水主要采用地下水及管井取水，生活用水取自市政管网。此外，项目基建所需的木材、雷管炸药、砂石油料等由当地采购，但机械设备、电气设备等从中国进口。此外，奥尼金矿生产建设项目将新建年矿石处理量 198 万吨的碳浆厂，计划原矿入选品味 6.16g/t，回收率 91.5%，这将完全满足奥尼金矿选矿作业的需求。

**图 15: 奥尼金矿碳浆厂生产流程**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.3.3 奥尼金矿达产后的金产规模相当于国内黄金公司前五名

从奥尼金矿的矿井情况及资源储量观察，奥尼金矿有 1-7 号矿井，1、3、5 号矿区暂未有开采计划，关键坑内工程的 2、4、6 及 7 号矿井均可改造后使用，这意味着投资成本的减少及产出时间的缩短。从矿的服务年限观察，奥尼金矿服务年限为 36 年，其中 2 号矿井服务年限为 25 年，4 号矿井为 31 年，6 号及 7 号矿井均为 36 年。从矿的资源储备产量来看，奥尼金矿的黄金储量约 501.7 吨，平均品味高达 7.04 克/吨，根据 Minxcon 的评估，奥尼金矿达产后预期年均含金量将达到 11.62 吨。考虑到国内前五大黄金生产商的黄金保有资源量及矿产金产量（第五名储量 279 吨，产量 9.1 吨），预计奥尼金矿完全达产后的金产规模相当于国内黄金公司的第五名，这对公司的业务规模及估值会产生根本性变化。

**表 9：国内前五大黄金公司查明黄金资源储量**

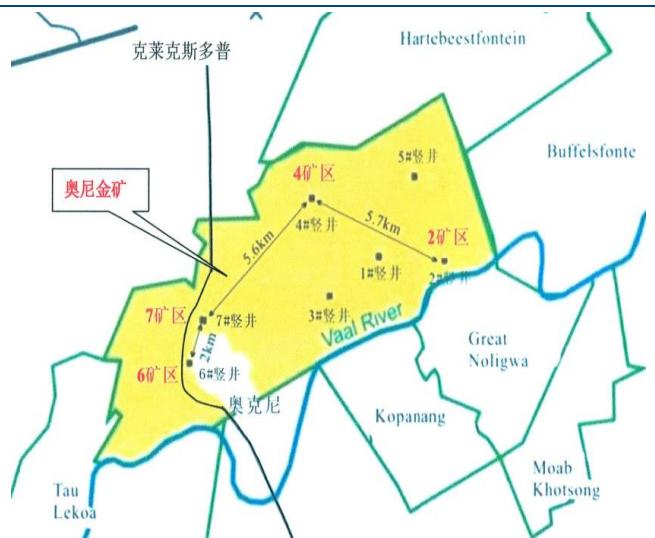
单位名称	查明黄金资源储量		占全国比例
	吨	%	
中国黄金集团公司	1883	16.28%	
紫金矿业集团股份有限公司	1261.28	10.91%	
山东黄金集团有限公司	1451	12.55%	
山东招金集团有限公司	1228	10.62%	
灵宝黄金股份有限公司	180	1.56%	
合计	6003.28	51.92%	
奥尼金矿	资源储量 年均金金属产量	501.7 (吨) 11.62 (吨)	

资料来源：中国黄金年鉴，公司公告，东兴证券研究所

### 3.3.4 奥尼金矿复产工作有序：7号矿井实现产出，2/4/6号矿井启动复产

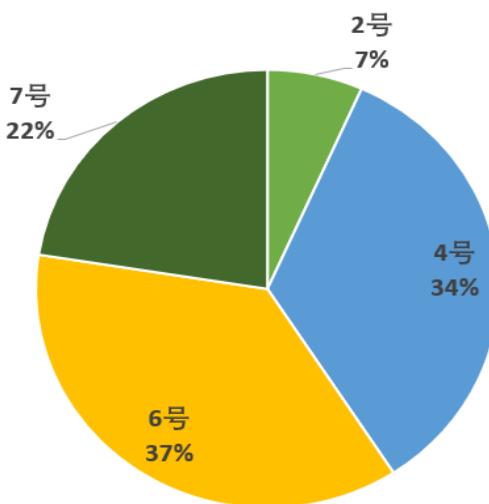
从奥尼金矿的复产安排观察，6、7号矿井因具备较好开采条件而优先复产，2、4号矿井在2019至2021年间完成复产工作。根据公司生产计划，在基建期第2年至基建期第5年（2018-2021），仅6、7号矿井产金，自第6年起，2、4、6、7号井全部达产，其中6、7号井合质金产量占总金产量的44.3%。生产规模方面，2、4、6及7号矿井的生产规模分别为13.2万吨/年，67.65万吨/年，72.6万吨/年及44.55万吨/年；分别占198万吨总规模的6.7%、34.2%、36.7%及22.5%。

图 16: 奥尼金矿 1-7 号矿井位置



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 17: 奥尼金矿 2、4、6、7 号矿井占总生产规模比重



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

具体产出方面，7号井已经实现产出，6号井在2019年投产，而2和4号井计划在2021年左右投产。先行投产的7号矿井在2018年6月底已经出金，实现矿石品味为4克/吨（符合勘探值），预计在2019年的产出计划为17万吨；6号矿井计划在2019年9月投产，并于当年达到1.5万吨的矿金产出。从勘探的矿石品味来看，2/4号矿井矿石品味要明显高于6/7号矿井，其中2号矿金矿石品味达到12.12克/吨，4/6/7号矿井矿石品味分别为7.78克/吨、5.06克/吨及4.03克/吨，这意味着2022年2/4号矿井产出后公司的金金属产量及毛利将获得进一步提升。

**表 10: 国内前五大黄金公司查明黄金资源储量**

矿区	矿石量	占比	品味	含金量	金属占比
	万吨	%	克/吨	吨	%
2号	327	5.25%	12.12	39.65	10.40%
4号	2127	34.15%	7.78	165.38	32.39%
6号	2340	37.57%	5.06	118.31	31.04%
7号	1435	23.04%	4.03	57.81	15.17%
总计	6229	100%	6.12	81.14	100%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.3.5 奥尼金矿 1、3、5 号矿区仍有 7110 万吨矿储量

奥尼金矿 1、3、5 号矿区暂时未有明确开采计划, 但矿区资源储备量与 2/4/6/7 号矿区累积储量相当, 是公司矿端资源的夯实储备。1/3/5 号矿区累计有 7110 万吨矿储存量(探明+推断+控制), 其中矿石品味平均约 3.53 克/吨(已探明品味约 11.2 克/吨), 金属量 251 吨。

**表 11: 奥尼金矿 1/3/5 号矿区数据**

级别	矿量	品味	金属量	金属量
	百万吨	克/吨	吨	Koz(千盎司)
探明的	4.5	11.16	50	1606
控制的	2.2	6.84	15.4	494
推断的	64.4	2.88	186.7	5969
总计	71.1	3.53	251	8069

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.3.6 初步估算奥尼金矿对公司的毛利贡献在 2022 年将超过 20 亿

根据公司的生产计划及当前稳定的生产进程, 奥尼金矿对公司的实际利润贡献将在 2020 年逐步达产后爆发。从我们预估的数值观察, 预计奥尼金矿 2018 年利润仅为 282 万, 2019 年利润 7570 万, 2020 年-2022 年利润分别增至 10.07 亿, 16.5 亿及 20.5 亿, 这与宁波天弘的业绩承诺整体一致。此外, 公司的毛利率在 2018 至 2019 年预计维持在 32% 的平均水平, 在 2020-2022 年间毛利率或会超过 55%。

**表 12: 奥尼金矿 1/3/5 号矿区数据**

	品味 (克/吨)	2018E		2019E		2020E		2021E		2022E	
		矿石量 (万吨)	金产量 (kg)								
2号	12.12	0	0	0	0	6.6	799.92	9.9	1199.9	13.2	1599.8
4号	7.78	0	0	0	0	33.8	2629.64	50.7	3944.5	67.65	5263.2
6号	5.06	0	0	1.5	75.9	27.5	1391.5	66	3339.6	72.6	3673.6
7号	4.03	0.8	32.24	17	685.1	22	886.6	33	1329.9	44.55	1795.4
合计		0.8	32.24	18.5	761	89.9	5707.66	159.6	9813.8	198	12332
矿石量产量		0.80		18.50		89.90		159.60		198.00	
金产量		32.24		761.00		5707.66		9813.84		12331.94	
金价		273.70		287.40		301.80		301.80		301.80	
收入(万元)		882.41		21871.14		172257.18		296181.69		372177.80	
单位成本(元/吨)		750.52		773.04		796.23		820.11		844.72	
成本(万元)		600.42		14301.16		71580.78		130890.11		167253.94	
毛利(万元)		281.99		7569.98		100676.40		165291.58		204923.86	
毛利率%		31.96%		34.61%		58.45%		55.81%		55.06%	
单位成本包括:辅材、人工、折旧、摊销、动力、修理及其他费用。											

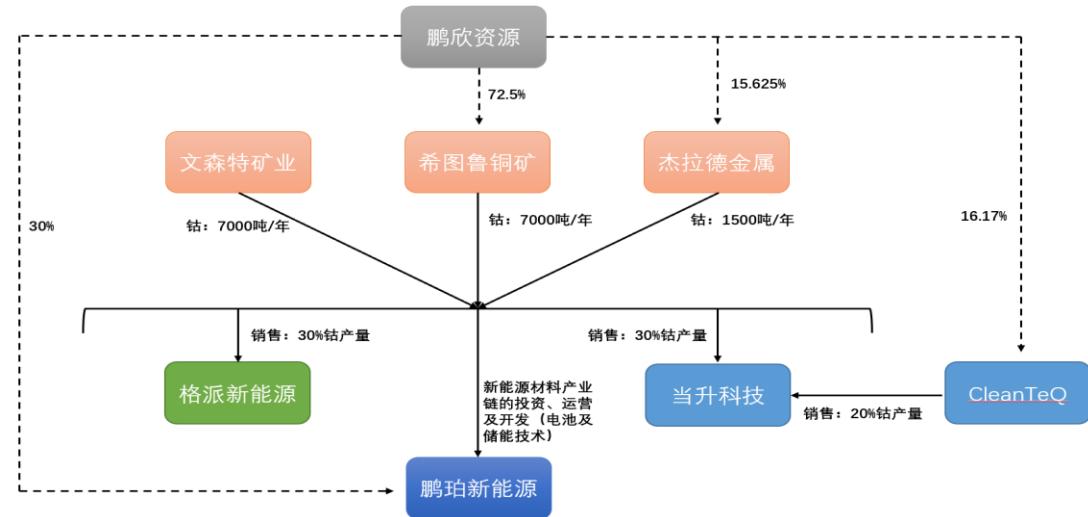
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

## 4. 三大业务板块合理助阵公司业务规模扩大

### 4.1 新材料板块助阵公司业务规模多样化

公司新材料业务主要聚焦于新能源产业链一体化发展,此外公司还积极布局新兴碳材料领域。新能源产业链一体化发展是公司重点的经营战略之一,公司通过矿业板块布局电池原料上游资源供应,通过投资设立上海鹏珀布局三元动力电池正极材料产业链,通过与格派新能源签订战略协议锁定未来5年氢氧化钴30%销量,通过CleanTeQ与当升科技签署的报销协议锁定CleanTeQ未来20%的硫酸钴销量。当前公司的新能源业务已经完成了产业整合,这有利于公司经营结构的拓展及协同效应的发挥,同时有助于提高公司的抗风险能力。

**图 18:鹏欣资源新能源产业链布局**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

新兴碳材料领域部分，公司投资华碳（重庆）新材料产业发展有限公司并占股 45%。华碳公司拥有多项石墨烯自主创新技术，并形成了从石墨烯原材料到应用产品的全产业链。其在高品质石墨烯材料、石墨烯散热产品、石墨烯高分子复合材料及石墨烯功能涂料等领域实现了产业化技术突破，相关产品性能已处于国际先进水平。投资华碳公司有助于进一步拓展公司新能源业务结构，实现新能源产业链的全面布局。

## 4.2 贸易板块助阵公司业务规模放大，但毛利率有改善空间

公司的贸易板块分为一般贸易、套期保值及基差交易，公司在 2017 年开始加大贸易板块的交易量，令贸易板块占主营收入比例由 2015 年的 31.4% 攀升至 75%。从 2017 年公司的贸易板块贡献观察，贸易增长率较快，贸易规模明显增大、贸易点价实现经济效益，但贸易毛利率仍有改善空间。公司 2017 年的贸易额同比出现 209.1% 的增长至 45.41 亿元（公司全年主营收入 60.56 亿元）；贸易规模除阴极铜外，扩大至镍、铝、白银、锌、锡、PTA、棉花等品种；其中公司自产阴极铜的平均销售点价显著高于 LME 铜均价，实现了一定的贸易创收。从贸易板块占主营收入比例观察，公司的贸易占主营收入比例由 31.4% 涨至 75%，显示出贸易业务的实质性放大；从贸易板块毛利率角度观察，公司的贸易毛利率在近几年出现持续改善的迹象，由 2015 年的 -2.8% 逐渐回升至 2017 年的 -0.1%，但考虑到公司贸易量规模的持续增大及贸易板块的表观利润贡献依然为负，预计公司后期的贸易利润仍有进一步改善的空间。

表 13: 公司贸易收入增速、毛利率及贸易占主营业务比例

(亿元)	2015	2016	2017
贸易收入	5.61	14.69	45.41
增速%		161.9%	209.1%
贸易成本	5.76	14.78	45.47
增速%		156.3%	207.7%
毛利率	-2.8%	-0.6%	-0.1%
主营收入	17.88	25.6	60.56
增速%		43.2%	136.6%
贸易占比	31.4%	57.4%	75.0%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 4.3 金融业务板块服务公司多元化金融需求

金融业务方面，公司依托旗下的金融投资平台满足公司多元化的金融要求。公司完成了光启技术股权转让质押，成立了上海彭嘉资产完成了私募基金管理人登记，成为宁波江北鹏希股权投资的有限合伙人，完成鹏欣资源 AA 债券评级并成功转让通善金融的部分股权。

## 5. 盈利预测及估值

### 5.1 经营规模良性扩张有助于公司营收及利润的增长

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 111.03 亿元、161.4 亿元和 221.2 亿元，增速分别为 83.3%、45.36% 和 37.02%；对应 EPS 分别为 0.22/0.30/0.39 元/股，对应现价 PE 分别为 24.62/17.98/13.76。希图鲁铜矿改建完成后铜钴金属稳定供应的预期、奥尼金矿 2/4/6/7 号矿井的良性产出预期、铜及黄金均价的上行预期、公司经营规模扩张的良性预期以及公司相关产品毛利稳定放大的预期均有助于公司营收的放大和利润的增长。我们的核心假设基于以下数据：

表 14: 鹏欣资源公司收入预测表：

铜：

		2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
希图鲁铜矿	万吨	3.4	3.5	3.55	3.6	3.6	3.6
小萃取	万吨	0	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
钴副产品	万吨	0	0.07	0.44	1	1	1
累计铜产量	万吨	3.4	3.81	4.23	4.84	4.84	4.84
铜均价	万元/吨	4.94	5.28	5.43	5.54	5.65	5.76
单位铜成本	万元/吨	2.42	2.49	2.68	2.68	2.68	2.68
铜销售收入	亿元	16.80	20.12	22.97	26.81	27.34	27.89
铜销售成本	亿元	8.23	9.50	11.34	12.97	12.97	12.97
毛利	亿元	8.57	10.62	11.63	13.84	14.37	14.92
毛利率	%	51.0%	52.8%	50.6%	51.6%	52.6%	53.5%

### 黄金:

	品味	2018E		2019E		2020E		2021E		2022E	
		矿石量 (克/吨)	金产量 (万吨)	矿石量 (kg)	金产量 (万吨)	矿石量 (万吨)	金产量 (kg)	矿石量 (万吨)	金产量 (kg)	矿石量 (万吨)	金产量 (kg)
2号	12.12	0	0	0	0	6.6	799.92	9.9	1199.9	13.2	1599.8
4号	7.78	0	0	0	0	33.8	2629.64	50.7	3944.5	67.65	5263.2
6号	5.06	0	0	1.5	75.9	27.5	1391.5	66	3339.6	72.6	3673.6
7号	4.03	0.8	32.24	17	685.1	22	886.6	33	1329.9	44.55	1795.4
合计	0.8	32.24	18.5	761	89.9	5707.66	159.6	9813.8	198	12332	
矿石量产量		0.80		18.50		89.90		159.60		198.00	
金产量		32.24		761.00		5707.66		9813.84		12331.94	
金价		273.70		287.40		301.80		301.80		301.80	
收入(万元)		882.41		21871.14		172257.18		296181.69		372177.80	
单位成本(元/吨)		750.52		773.04		796.23		820.11		844.72	
成本(万元)		600.42		14301.16		71580.78		130890.11		167253.94	
毛利(万元)		281.99		7569.98		100676.40		165291.58		204923.86	
毛利率%		31.96%		34.61%		58.45%		55.81%		55.06%	

单位成本包括: 辅材、人工、折旧、摊销、动力、修理及其他费用。

### 贸易:

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
贸易收入	百万元	561.0547	1469.233	4541.379	9082.757	13624.14	17711.38
贸易成本	百万元	576.4945	1477.745	4546.568	9078.216	13610.51	17693.67
毛利	百万元	-15.4398	-8.51225	-5.18924	4.541379	13.62414	17.71138
毛利率	%	-2.8%	-0.6%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源: 东兴证券研究所

我们选取了三家与公司的经营模式有共同点的有色企业比较, 发现三家公司的平均PE为31.9(三家可比公司盈利预期取自Wind一致性预期), 略高于公司的29.9。从公司的主营构成观察, 由于公司的主要业务集中于铜、钴及黄金, 为了更客观和全面的进行横向比较, 我们结合行业细分的三个子版块分别做了PE的对比(铜板块、小金属板块及黄金板块), 具体数据请见表15。

考虑到公司金属产品产出有稳定性增长预期、营业规模有持续扩大预期、生产成本可控性较强且有进一步收缩预期及公司资源储备多样化及业务结构多元化的持续发展预期，我们给予公司在近六个月内25倍PE估值，与之相对应的公司股价为7.5元。

表 15：申万有色板块及其子版块市盈率市净率比较表

整体法	申万有色指数	工业金属	铜板块	小金属	黄金板块	鹏欣资源
PE (TTM)	24.49	25.38	23.36	19.56	20.96	29.9
PB	2.01	1.44	1.35	2.49	2.37	1.94

资料来源：WIND、东兴证券研究所

表 16：同类型有色上市企业市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	PE(TTM)	2018EPS	2019EPS	2020EPS	2018PE	2019PE	2020PE
600362.SH	江西铜业	14.41	23.50	0.85	9.97	1.07	16.81	13.85	12.63
603993.SH	洛阳钼业	4.42	18.1	0.26	0.30	0.33	15.92	13.99	12.56
600547.SH	山东黄金	33.35	72.9	0.53	0.69	0.86	48.67	36.95	29.76
平均 PE		38.1					27.13	21.48	18.31
600490.SH	鹏欣资源	5.30	31	0.22	0.30	0.39	24.62	17.98	13.76

资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 6. 投资评级

公司是新锐的多元化金属产业集团，主要产品为铜、钴、金。公司的核心资产为刚果（金）的希图鲁铜矿及南非的奥尼金矿。其中希图鲁铜矿是刚果（金）当地规模最大、技术及环保设施最先进的铜企之一，其铜矿石及钴矿石储量大且品味优异；公司奥尼金矿有超过500吨的金金属储量，完全达产后的金产规模将令公司跻身国内黄金公司前五名。此外，公司积极拓展海外资源储量，同文森特公司签订铜钴矿石包销协议，与刚果（金）国家矿业总公司签订PE1078地块租赁开采权等。除矿业板块的规模及储备不断扩张外，公司亦积极拓展新能源产业链一体化的发展。公司通过矿业板块布局电池原料上游资源供应，通过投资设立上海鹏珀布局三元动力锂电池正极材料产业链，通过与格派新能源签订战略协议锁定未来5年氢氧化钴30%销量，通过CleanTeQ与当升科技签署的包销协议锁定CleanTeQ未来20%的硫酸钴销量。公司多元化的多板块经营结构有利于其协同效应的发挥、营业规模的扩大及抗风险能力的提高。

从公司的核心生产技术观察，公司的阴极铜生产技术取得8项专利，其中国家发明专利授权3项，国家实用新型专利授权5项。公司的新型磨矿分级系统工艺、粗粒强化搅拌浸出技术及大型湿法炼铜高效溶液循环、精华及综合利用技术能有效降低平均约25%的磨矿能耗，降低生产成本提高产品质量的同时实现规模产业化。得益于领先的专利技术及优异的生产环境，公司的阴极铜生产成本较国内主流铜企平均低35%。

考虑到公司经营规模的多元化发展及稳定扩大，公司主要产品价格上行的预期及生产

稳定性的可控预期，我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入或分别为 111.03 亿元、161.4 亿元和 221.2 亿元，增速分别为 83.3%、45.4% 和 37%。我们给予公司 6 个月内 25 倍估值，目标价为 7.5 元，较当前溢价 40%，首次给予公司“推荐”评级。

## 7. 风险提示

奥尼金矿金金属产量不及预期，阴极铜生产成本超预期攀升，铜、金价格大幅下跌。

表 17：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元		
		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计		1740	3482	4582	6523	8709	营业收入		2560	6056	11103	16140	22115	
货币资金		773	2529	3164	4600	6303	营业成本		2176	5432	10034	14874	19707	
应收账款		24	11	20	29	40	营业税金及附加		1	3	5	7	9	
其他应收款		50	44	80	116	160	营业费用		58	65	122	161	442	
预付款项		87	95	110	132	161	管理费用		171	207	224	202	774	
存货		570	711	1314	1948	2581	财务费用		49	92	201	203	184	
其他流动资产		225	88	-109	-305	-538	资产减值损失		3.16	52.81	2.00	2.00	3.00	
非流动资产合计		2864	4311	4247	4110	3974	公允价值变动收益		21.20	3.75	36.90	36.90	0.00	
长期股权投资		2	1782	1782	1782	1782	投资净收益		7.83	46.70	28.90	50.00	8.00	
固定资产		2563	2178	2013	1863	1721	营业利润		131	255	581	778	1003	
无形资产		80	14	13	12	10	营业外收入		0.55	91.05	15.00	15.00	15.00	
其他非流动资产		0	250	250	250	250	营业外支出		0.15	0.40	14.00	8.00	2.00	
资产总计		4604	7794	8830	10633	12682	利润总额		131	346	582	785	1016	
流动负债合计		740	1225	1485	2636	3842	所得税		11	14	99	133	173	
短期借款		250	728	662	1477	2341	净利润		120	331	483	652	843	
应付账款		231	203	369	547	725	少数股东损益		69	30	27	27	27	
预收款项		82	1	12	28	50	归属母公司净利润		51	301	456	625	817	
一年内到期的非		0	0	0	0	0	EBITDA		446	636	921	1118	1324	
非流动负债合计		0	895	895	895	895	EPS (元)		0.03	0.16	0.22	0.30	0.39	
长期借款		0	895	895	895	895	主要财务比率							
应付债券		0	0	0	0	0			2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计		740	2121	2380	3532	4737	成长能力							
少数股东权益		47	89	116	143	170	营业收入增长		43.18%	136.57%	83.33%	45.36%	37.02%	
实收资本(或股		1680	1891	2111	2111	2111	营业利润增长		179.90%	95.15%	127.88%	33.92%	28.95%	
资本公积		1860	3387	3387	3387	3387	归属于母公司净利		51.44%	36.94%	51.44%	36.94%	30.72%	
未分配利润		62	363	819	1444	2261	获利能力							
归属母公司股东		3817	5584	6333	6958	7775	毛利率(%)		15.01%	10.30%	9.63%	7.85%	10.89%	
负债和所有者权		4604	7794	8830	10633	12682	净利率(%)		4.70%	5.47%	4.35%	4.04%	3.81%	
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)		1.12%	3.87%	5.17%	5.88%	6.44%	
		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)		1.35%	5.39%	7.20%	8.98%	10.50%	
经营活动现金流		413	372	626	738	1018	偿债能力							
净利润		120	331	483	652	843	资产负债率(%)		16%	27%	27%	33%	37%	
折旧摊销		266	289	139	137	137	流动比率		2.35	2.84	3.09	2.47	2.27	
财务费用		49	92	201	203	184	速动比率		1.58	2.26	2.20	1.74	1.60	
应收账款减少		0	13	-9	-9	-11	营运能力							
预收帐款增加		0	-81	11	16	22	总资产周转率		0.56	0.98	1.34	1.66	1.90	
投资活动现金流		-399	-1717	-10	85	5	应收账款周转率		41	347	720	660	644	
公允价值变动收		21	4	37	37	0	应付账款周转率		9.23	27.94	38.85	35.24	34.78	
长期股权投资减		0	-1629	-75	0	0	每股指标(元)							
投资收益		8	47	29	50	8	每股收益(最新摊		0.03	0.16	0.22	0.30	0.39	
筹资活动现金流		-436	2918	19	612	680	每股净现金流(最新		-0.25	0.83	0.30	0.68	0.81	
应付债券增加		0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊		2.27	2.95	3.00	3.30	3.68	
长期借款增加		0	895	0	0	0	估值比率							
普通股增加		201	211	220	0	0	P/E		177.33	33.25	24.62	17.98	13.76	
资本公积增加		1693	1527	0	0	0	P/B		2.34	1.80	1.77	1.61	1.44	
现金净增加额		-422	1573	635	1435	1703	EV/EBITDA		18.87	14.39	10.45	8.05	6.17	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

### 研究助理简介

### 张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理，东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。