

# 西藏珠峰 (600338)

## 塔国铅锌巨头，冉冉升起的盐湖新星

**盐湖提锂新秀，SDLA 一期 2.5 万吨碳酸锂有望于 2022 年底投产。**公司 18 年通过珠峰香港全资收购 LIX 以获得下属三处盐湖资源。其中 1) SDLA 盐湖资源禀赋，拥有 M+I 储量 163.7 万吨 LCE，卤水浓度 501PPM，相关指标均位列南美盐湖前列，计划于 2022 年底投产 2.5 万吨碳酸锂产线。2) Arizaro 位处南美“锂三角”中心地区，基础建设优异，包括 Livent 等诸多盐湖提锂企业产品运输线上的铁路和公路横穿 Arizaro 盐湖矿区，目前虽处于勘探阶段，但历史取样显示地表 96 米以下存在有经济价值的富锂卤水，资源前景佳。3) LIX 还拥有 Pure Energy 及旗下 Clayton Valley 项目 12% 股权，目前 Pure Energy 全权由斯伦贝谢负责投资运营，21 年 7 月斯伦贝谢宣布将与松下（北美）合作建造 DLE 原卤提锂建设工厂，Clayton Valley 开发再加速，公司有望充分享受投资收益。

**与久吾高科签订中试协议，原卤提锂技术助力盐湖开发。**公司与久吾合作签订中试协议，协议约定双方根据对盐湖卤水品质选定，采用目前最先进的吸附耦合膜法工艺，有效提升整体回收率至 88%。**优势一：**使用以地下采出卤水为原料直接提锂的技术路线，省去传统盐田建设直接提锂，相比传统盐田法达产时间减少 18 月，缩短了后续项目建设周期；**优势二：**南美盐湖本缺乏基础建设，投资额相对较高，原卤提锂有效降低项目投资建设成本。

**锂盐价格有望延续高景气，锂盐业务有望充分收益量价齐升。**如我们在报告《供给的两大矛盾，需求的三重催化》所言，2022 年处于上游锂资源供给真空期，相比下游火热的需求，锂盐边际供需将进一步趋紧，22 年锂盐中枢大概率维持高位。综合来看 21 年率先投产项目多为上轮停滞资本开支的棕地资源，而上游持续萎靡的资本开支将进一步延期优质绿地项目的开发。公司作为 22 年底率先投产的绿地项目，有望充分收益锂价高景气周期，公司锂盐业务有望充分收益量价齐升。

**现有矿石资源量近亿吨，远期采选规模增至 600 万吨。**公司全资子公司塔中矿业目前拥有四处采矿权及三处探矿权，保有铅锌铜银资源储量 9088.54 万吨，其中铅金属量 237.21 万吨，锌金属量 279.93 万吨。公司现有采选规模 400 万吨/年，21H1 选矿处理量 137.28 万吨，以接近去年全年水平，实现全年计划的 40% 以上。公司远期采选规模有望进一步提升至 600 万吨，规模效益有望持续带来采选成本优势，持续看好公司铅锌板块前景。

**投资建议：**考虑公司铅锌产量远期将持续爬升，22 年底 SDLA 2.5 万吨碳酸锂待放量，我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.39 亿、11.82 亿和 15.45 亿，对应 EPS 分别为 1.05 元/股，1.29 元/股，1.69 元/股。公司 2021 年 PE 区间 40-45X，对应目标价格区间 42-47.25 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**铅锌价格下跌导致公司利润下降的风险，锂价下跌导致公司利润下降的风险，盐湖扩产不及预期导致公司业绩不及预期的风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,234.30	1,132.62	2,319.65	2,858.65	3,681.49
增长率(%)	9.19	(49.31)	104.80	23.24	28.78
EBITDA(百万元)	961.74	470.31	1,312.94	1,576.19	2,008.14
净利润(百万元)	600.15	30.58	962.76	1,180.33	1,542.92
增长率(%)	(33.37)	(94.90)	3,047.90	22.60	30.72
EPS(元/股)	0.66	0.03	1.05	1.29	1.69
市盈率(P/E)	56.13	1,101.50	34.99	28.54	21.83
市净率(P/B)	12.30	16.07	8.09	6.30	4.89
市销率(P/S)	15.08	29.74	14.52	11.78	9.15
EV/EBITDA	12.35	17.93	25.75	18.92	15.37

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（首次评级）

当前价格 36.85 元

目标价格 42 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 914.21  
 流通 A 股股本(百万股) 914.21  
 A 股总市值(百万元) 33,688.64  
 流通 A 股市值(百万元) 33,688.64  
 每股净资产(元) 2.74  
 资产负债率(%) 34.93  
 一年内最高/最低(元) 37.50/7.88

### 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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《西藏珠峰-半年报点评:选矿技改+盐湖开发，看好公司长期潜力释放》 2019-08-19
- 2 《西藏珠峰-年报点评报告:选矿技改+盐湖开发，看好公司长期潜力释放》 2019-05-03
- 3 《西藏珠峰-公司点评:向 2 万吨 LCE 迈进》 2018-05-29

## 内容目录

1. 布局海外盐湖资源，SDLA 2.75 万吨有望于 2022 年底投建	4
1.1. SDLA 项目资源优质，规划 2.75 万吨规划产能	4
1.2. Arizaro 项目-资源潜力较大，公司资源核心保障	5
1.3. Clayton Valley 项目-合作行业巨头，珠峰尽享受投资收益	6
2. 低成本低估值成长性好的铅锌巨头	7
2.1. 资源量超 9000 万吨	8
2.2. 成本优势明显	8
2.3. 铅锌产量有望继续增长	9
2.4. 锌价有望继续上涨，公司盈利有望超出预期	9
2.4.1. 2019 年塔中矿业获 1 大采矿权 3 大探矿权，产能有望逐步提升至 600 万吨	10
3. 西藏珠峰已经具备了矿业巨头的三大潜质	11
3.1. 矿业企业的核心优势是成本	11
3.2. 西藏珠峰已经在三个方面获得优势	11
3.3. 资源判断力是重中之重	12
3.3.1. 资源情况至关重要	12
3.3.2. 勘探的性质决定了资源的不确定性	12
3.3.3. 勘探到开发中蕴藏重大增值空间	13
3.4. 引入经验丰富的首席地质师保障公司资源判断力	14
3.5. 公司海外运营管理经验丰富 有望继续低成本资源扩张	14
3.5.1. 中亚矿山起家 海外经验丰富	14
4. 盈利预测与评级	14
4.1. 核心假设	14
4.2. 相对估值	16
4.3. 投资建议	16
5. 风险提示	16
5.1. 铅锌价格下跌风险	16
5.2. 锂盐价格大幅下跌风险	16
5.3. 盐湖扩产不及预期	16

## 图表目录

图 1：公司两大优质项目均位于南美锂三角	4
图 2：公司 SDLA 项目位于南美锂三角	4
图 3：SDLA 盐湖锂浓度（mg/L）排行第三	5
图 4：SDLA 盐湖锂资源储量（万吨）排行南美第五	5
图 4：铁路公路横穿 Arizaro 盐湖，后期开发较易	6

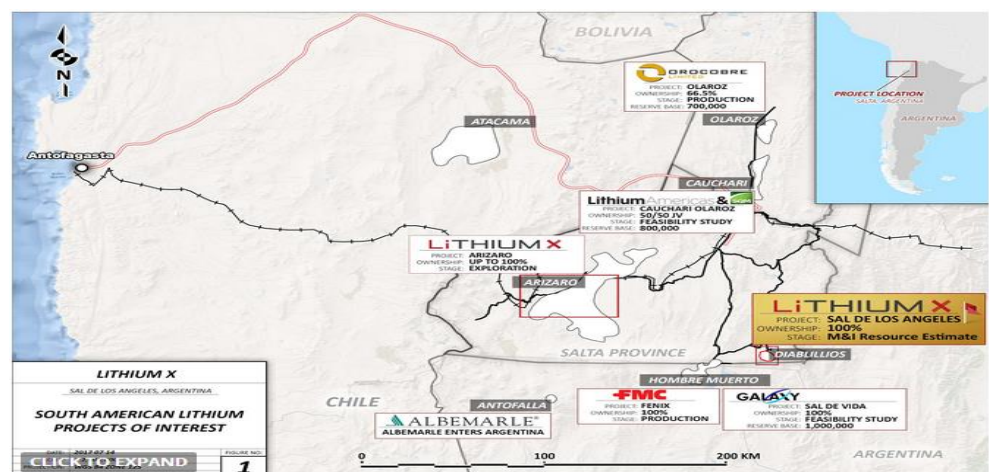
图 6: Clayton Valley 围绕成熟盐湖产业群 .....	6
图 7: TERRA COTTA 项目位于锂三角中部 .....	7
图 8: 公司铅锌营业成本低于同行业其他企业 (单位元/金属吨) .....	8
图 9: 塔国人工成本低于国内 (元) .....	8
图 10: 2020 年公司原矿采选量受疫情影响下降 54.54% (单位: 万吨) .....	9
图 11: LME 锌库存处于历史低位 (吨) .....	10
图 12: LME 铅库存处于历史低位 (吨) .....	10
图 13: 公司已经具备了矿业巨头的三大潜质 .....	11
图 14: 钻探剖面图可以看出钻孔间隔 .....	13
图 15: 勘探结果、矿产资源和矿石储量的一般关系 .....	13
表 1: SDLA 项目资源量大 .....	5
表 3: 2019 年铅锌精矿营业成本和毛利率 .....	9
表 4: 锌供需缺口仍存在 (万吨) .....	10
表 5: 影响精矿成本的因素可以归结为三大矿业企业的竞争力 .....	11
表 6: 盈利预测 .....	14
表 7: 相对估值 .....	16

## 1. 布局海外盐湖资源，SDLA 2.75 万吨有望于 2022 年底投建

西藏珠峰在 2018 年通过其参股 45% 的香港子公司 NextView New Energy Lion HongKong Limited 收购了聚焦锂资源勘探开发的境外上市公司 Lithium X Energy Corp. (LIX) 的全部股份。LIX 现已从加拿大创业板私有化退市，为珠峰香港的全资子公司。LIX 拥有 3 个优质的锂盐湖资源，其中 SDLA (100% 权益，拥有符合 NI 43-101 标准的资源量折合碳酸锂 205 万吨，锂含量平均约为 501ppm，镁锂比 3.8) 和 Arizaro (100% 权益，面积约为 SDLA 的四倍) 都位于全世界锂资源最集中的南美锂三角地区 (阿根廷、智利、玻利维亚交界处)。比邻全球优质的 Atacama 和 Livent 的 Salar de Hombre Muerto。

2020 年此地区的锂原料产量占全球 29.5%，资源量占全球 58%。全球龙头锂资源巨头供应商 ALB、SQM、Livent 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。Clayton Valley 靠近北美唯一在产锂资源雅保 Silver Peak 盐湖附近，Pure Energy 的 Clayton Valley 项目拥有符合 NI 43-101 标准的资源量折合碳酸锂 21.8 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

### 1.1. SDLA 项目资源优质，规划 2.75 万吨规划产能

SDLA 项目 2500 吨 LCE 富锂卤水已经达产，扩产 2.5 万吨 LCE 2022 年投产。LIX 旗下全资子公司阿根廷锂钾公司联营的 2500 吨碳酸锂当量产能的富锂卤水已经达产，稳定产出锂浓度 5.5%-6% 的老卤产品，成本为 3500 美元/吨 LCE，实现部分产品销售至国内客户。根据西藏珠峰 2020 年公告，SDLA 盐湖规划扩产 2.5 万吨碳酸锂当量基础锂盐产品，预计年内实施投资建设，2022 年底前投产，预计产品销售毛利率约 70%。

SDLA 是位于南美锂三角地区 (阿根廷西北部) 已完成可行性研究报告的 5 个项目之一。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。

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

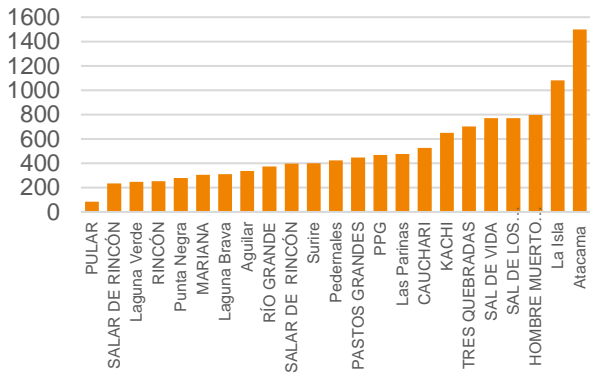
表 1: SDLA 项目资源量大

	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
指示资源量	103.7	0.50	214.35	5.51	
推断资源量	100.7	0.41	206.80	4.49	3.8
总计	204.4	0.46	421.15	5.01	

资料来源：Lithium-X 官网，天风证券研究所

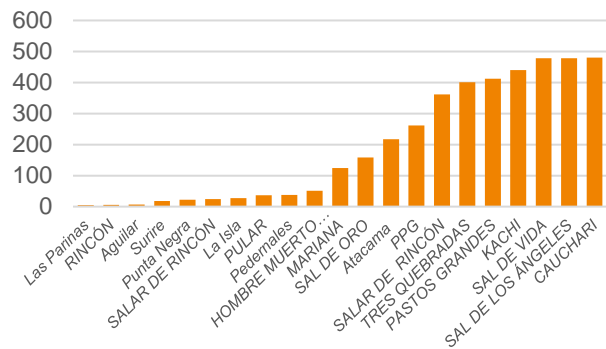
SDLA 属于资源量大，品位高，镁锂比低的优质资源。SDLA 锂资源储量为 478.1 万吨，在盐湖锂资源储量中排名第五，SDLA 的盐湖锂浓度为 770mg/L,在盐湖锂浓度中排行第三，SDLA 的镁锂比为 3.8: 1。与其他盐湖相比较，SDLA 锂资源量大，品位高，开采难度低。

图 3: SDLA 盐湖锂浓度 (mg/L) 排行第三



资料来源：Catalog of Advanced Lithium Projects, Lithium brine production, reserves, resources and exploration in Chile: An Updated Review 等，天风证券研究所

图 4: SDLA 盐湖锂资源储量 (万吨) 排行南美第五



资料来源：Catalog of Advanced Lithium Projects, Lithium brine production, reserves, resources and exploration in Chile: An Updated Review 等，天风证券研究所

与久吾高科签订中试线，原卤提锂技术加持 SDLA 有望快速投产。公司与久吾合作旨在开发出针对阿根廷盐湖卤水特征的新型提锂工艺技术。根据对盐湖卤水品质选定，拟采用目前最先进的吸附耦合膜法工艺，整体回收率有效提升至 88%。**优势一**：使用以地下采出卤水为原料直接提锂的技术路线，一方面可省去传统盐田建设直接提锂，比传统盐田法达产时间加快至少 18 个月，大大缩短了后续项目建设周期；**优势二**：南美盐湖本缺乏基础建设，投资额相对较高，原卤提锂可以有效降低项目投资建设成本，优势非常明显。

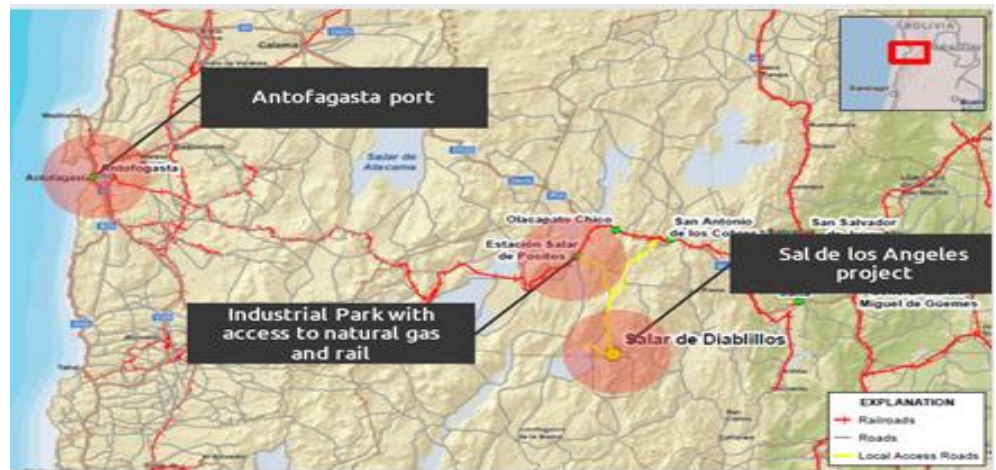
## 1.2. Arizaro 项目-资源潜力较大，公司资源核心保障

**Arizaro 项目矿权面积较大。**同样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）。

**Arizaro 地理位置优越。**离 Atacama 和 SDLA 均只有 100 公里，从地图上来看，包括 Livent 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，存在较大的勘探价值。

图 5：铁路公路横穿 Arizaro 盐湖，后期开发较易



资料来源：Lithium-X 官网，天风证券研究所

### 1.3. Clayton Valley 项目-合作行业巨头，珠峰尽享受投资收益

Li-X 持有 Pure Energy 公司 12% 股权，为第二大股东，Pure Energy 第一大股东是世界油田技术服务公司巨头斯伦贝谢，其下属的斯伦贝谢加拿大有限公司（SCL）持股 19.9%。Pure Energy 主要资产为 Clayton Valley 项目。项目位于北美内华达州，公司拥有的矿区面积约 2.34 万英亩（95 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。

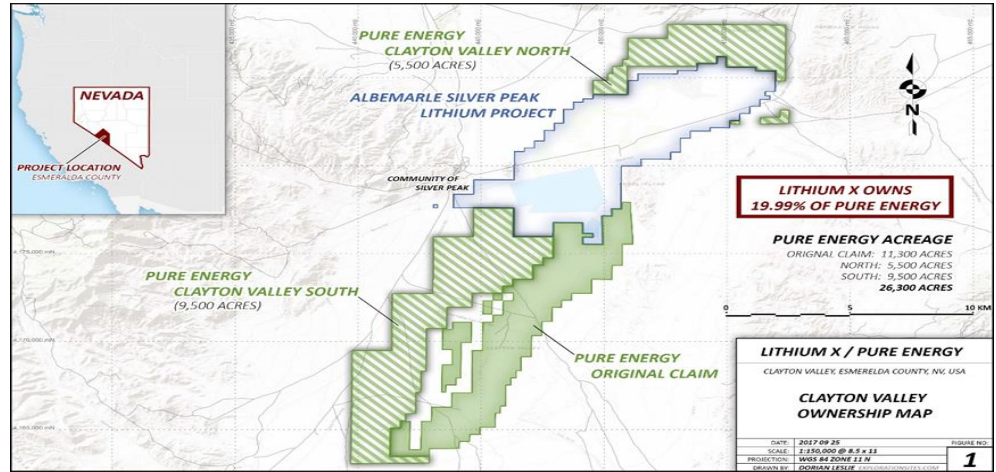
**松下入局加速盐湖开发，公司有望充分享受投资收益。**根据购股选择权协议，斯伦贝谢负责与 Clayton Valley 项目的所有费用，西藏珠峰仅作为财务投资者不对公司运营进行干涉。21 年 7 月，斯伦贝谢宣布将与松下（北美）合作建造试验工厂试验原卤提锂（DLE）技术，松下将提供电池级碳酸锂生产的技术支持。Clayton Valley 项目规划氢氧化锂产能 1.03 万吨，可研报告中以生产成本 3200 美元/吨，售价 1.5 万美元/吨进行测算，达产后该项目的税息折旧及摊销前利润有望达到 1 亿美元。若项目进行顺利，西藏珠峰有望充分享受投资收益。

**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 项目三面环绕雅宝的盐湖，可以依靠已建成的基础设施快速展开生产。

**Pure Energy 还拥有 TERRA COTTA 项目。**该项处于早期勘探阶段，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 Livent 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。

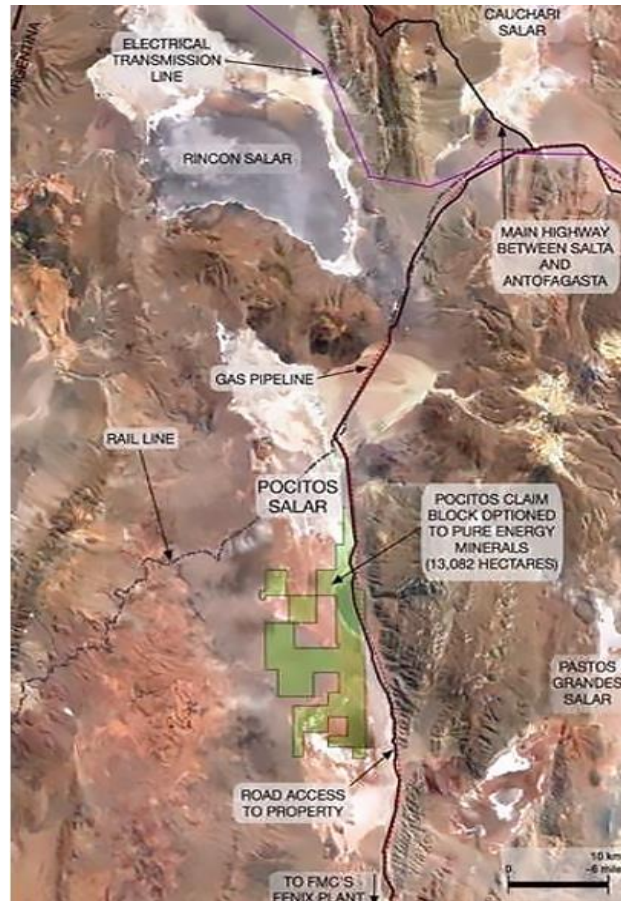
图 6：Clayton Valley 围绕成熟盐湖产业群





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. 低成本低估值成长性好的铅锌巨头

公司全资子公司塔中矿业目前拥有四处采矿权及三处探矿权，保有铅锌铜银资源储量 9088.54 万吨，其中铅金属量 237.21 万吨，锌金属量 279.93 万吨。公司现有采选规模 400 万吨/年，21H1 选矿处理量 137.28 万吨，以接近去年全年水平，实现全年计划的 40%以上。公司远期采选规模有望进一步提升至 600 万吨，规模效益有望持续带来采选成本优势，持续看好公司铅锌板块前景。

## 2.1. 资源量超 9000 万吨

**公司收购矿业巩固核心基础地位，资源量超 9000 万吨。**2019 年度，公司全资子公司塔中矿业获取了 3 个新的铅锌矿矿权。其中包括布祖尔巴矿的采矿权，赛矿和阿矿的探矿权。收购的矿权加强了公司的资源储备，是公司产量提升的重要保证。公司已经拥有位于塔吉克斯坦萨格金州，马钦区阿尔登-托普坎村同一矿脉的派矿、阿矿及北阿矿三个采矿权。公司总计现有铅锌矿石资源超过 9000 万吨，年产量达到 320 万，下一步会逐渐提升产能。

表 2：自有矿山资源超过 9000 万吨（万吨）

矿山名称	主要品种	资源量	储量	品位	许可证/采矿权有效期
派-布拉克	铅、锌	104.61	54.75	铅 3.21% 锌 3.21%	2021 年 9 月 7 日
阿尔登-托普坎	铅、锌	1625.71	703.41	铅 2.35% 锌 2.34%	2021 年 9 月 7 日
北阿尔登-托普坎	铅、锌	5664.92	525.06	铅 3.28% 锌 4.49%	2029 年 7 月 30 日
布祖尔-巴达尔	铅、锌	1693.3	689.43	铅 2.31% 锌 2.76%	2029 年 6 月 22 日
赛卡巴特（探矿权）	铅、锌	79.9	27.48	铅 2.8% 锌 1.1%	2024 年 6 月 22 日
阿格巴（探矿权）	铅、锌	794.1	273.17	铅 2.03% 锌 2.2%	2024 年 6 月 22 日
铅锌矿合计	铅、锌	9088.54	1972.65	铅 2.61% 锌 3.08%	
巴霍杜尔别克（探矿权）	金、银	63.11	2.52	金 1.17 g/t 银 269.13 g/t	2024 年 6 月 22 日
安赫莱斯盐湖	卤水锂矿	204.9	163.7	479 mg/l	附条件的自动展期

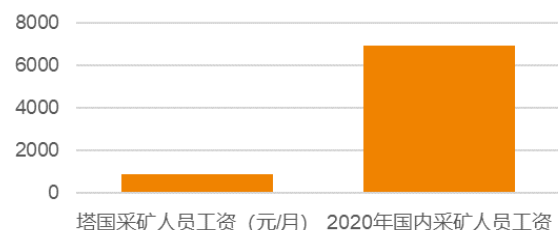
资料来源：公司 2020 年年报，天风证券研究所

## 2.2. 成本优势明显

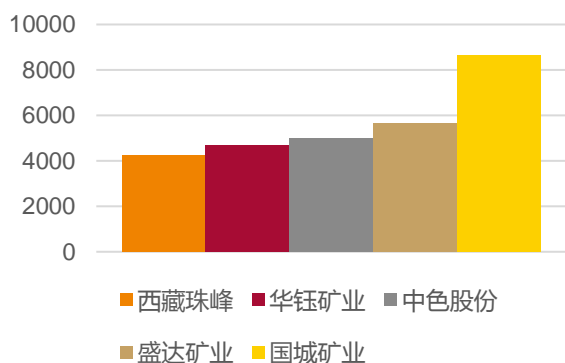
**低成本优势明显，毛利润远高于行业其他公司。**目前塔中矿业 80%以上员工为塔国当地人，当地矿工月用工成本均在 880 元左右，显著低于统计局 2020 年国内采矿业生产人员平均 6942 元/年的平均成本。2020 年受到新冠疫情影响，公司从第二季度开始停产，数据不具有参考价值。以 2019 年数据为准，公司铅锌精矿的加权平均成本仅为 4228 元/金属吨，低于国内同行业铅锌企业的成本。公司 2019 年铅精矿毛利率为 70.7%，锌精矿毛利率为 62.2%，处于行业领先地位。

图 8：公司铅锌营业成本低于同行业其他企业（单位元/金属吨）

图 9：塔国人工成本低于国内（元）







资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：塔吉克斯坦统计局，国家统计局，天风证券研究所

表 2：2019 年铅锌精矿营业成本和毛利率

	西藏珠峰	盛达资源	国城矿业	中色股份	华钰矿业
铅销量 (万吨)	5.22	2.07	0.73	5.23	-
铅营业成本 (万元)	23178	13432	6218	26063	-
铅单位营业成本 (元/金属吨)	4440	6485	8537	4980	-
铅精矿毛利率 (%)	70.7	81.8	46.7	54.7	-
锌销量 (万吨)	7.80	3.21	6.12	-	2.30
锌营业成本 (万元)	31851	16330	53016	-	10776
锌营业成本 (元/金属吨)	4086	5075	8659	-	4,685
铅锌加权平均单位成本 (元/吨)	4228	5627	8646	4980	4,685
锌毛利率 (%)	62.2	47.4	19.1	-	49.38

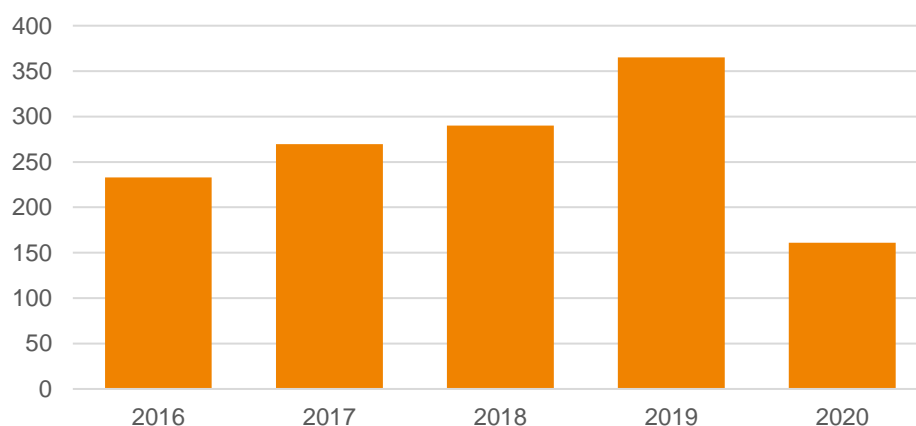
\*中色股份铅锌未分开披露，只能将铅锌放在锌产量中一起计算。华钰矿业只有锌，只能单独计算。

资料来源：2019 年年度报告信息披露问询函的公告，天风证券研究所

### 2.3. 铅锌产量有望继续增长

受疫情影响产量下降，公司规划采选产能增长至 600 万吨。2019 年采选规模为 365.063 万吨，2020 年 Q1 之后塔国受到疫情影响停工，公司产量受到影响，下降至 160.96 万吨，同比下降 54.54%。2019 年底公司选矿产能已经达到 400 万吨，有收购的矿产资源作为支撑，公司计划将采选产能逐渐提升至 600 万吨。

图 10：2020 年公司原矿采选量受疫情影响下降 54.54% (单位：万吨)



资料来源：公司 2016、2017、2018、2019、2020 年年报，天风证券研究所

### 2.4. 锌价有望继续上涨，公司盈利有望超出预期

锌：供应缺口仍在，锌价有望继续上涨。国际铅锌研究组织的数据显示 (ILZSG) 小组的统计 2021 年 4 月份全球锌市场供应缺口达到 26900 吨，1-4 月份全球锌供应过剩量为 31000 吨。根据我们的不完全统计，2021 年可能新增锌精矿产能 48.5 万吨，全球精炼产

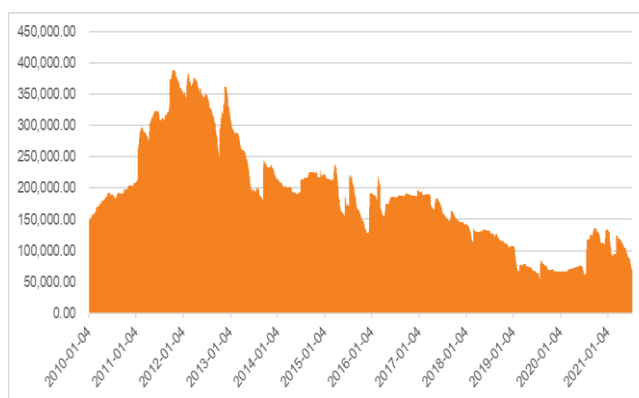
量将有一个更加保守的恢复。尽管新项目会带来新增产量，但是在当前的矿山作业中，会伴随着部分矿山寿命的终结和矿石品位的降低从而影响当前的产量。再加上全球对新矿床勘探的少量投资，2021-2025 年产量可能只会小幅增加。

表 3：锌供需缺口仍存在（万吨）

国家	矿山名称	所属公司	2020 年预计增减	2021 年预计增减
澳大利亚	Mount Isa, McArthur River	Glencore	1.8	2
	Dugald River	MMG	-5	1
	Century	New Century	6	3
南非	Gamsberg（一期）	Vedanta	5	8
印度	Rampura Agucha	HZL	5	5
印度	Sindesar Khurd	HZL	1.5	6
印度	Zawar	HZL	2	4
印度	Rajpura Dariba	HZL	0.5	2
秘鲁	Antamina	Glencore	2	5
北美	Matagami, Kidd	Glencore	0.5	0.5
南美	Argentina, Bolivia, Peru	Glencore	1.5	0
美国	Red Dog	Teck	0.5	-1
美国	Pend Oreille	Teck	-1	0
巴西	Vazante Morro、Agudo	Nexa	1	1
秘鲁	Cerro Lindo、 El Porvenir、Atacocha	Nexa	-2	3
墨西哥	Veta Grande	Santacruz	-0.5	1
加拿大	Caribou	Trevali	-0.5	0.5
爱尔兰、瑞典	Tara、Garpenberg	Boliden	-0.3	0.5
哈萨克斯坦	Zhairam	Glencore	-	5
葡萄牙	Neves-Corvo	Lundin Mining	0	2
合计			18	48.5

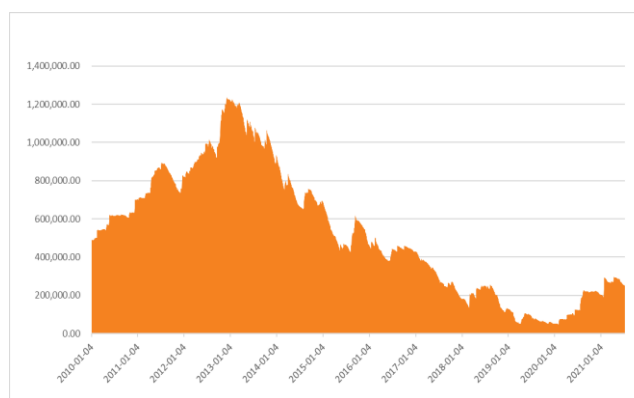
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

图 11：LME 锌库存处于历史低位（吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：LME 铅库存处于历史低位（吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 2.4.1. 2019 年塔中矿业获 1 大采矿权 3 大探矿权，产能有望逐步提升至 600 万吨

2019 年 7 月，塔中矿业取得塔国政府颁发“布祖尔巴达尔”（恰拉塔）铅锌矿采许可证，有效期为 10 年。和“阿格巴”铅锌矿、“赛卡巴特”铅锌矿和“巴霍杜尔别克”金银矿等三个探矿权权证，有效期为 5 年。现有勘探程度内拥有的铅锌资源储量超过 122 万吨（金属量），伴生银资源储量近 1531 吨（金属量）。2019 年 11 月，公司已委托中国华冶科工集团有限公司负责施工建设，正式启动别列瓦尔铅锌矿的生产勘探工程，其他矿床的补充勘探工作也将陆续开展。

塔中矿业铅锌矿床位于南天山西段铅锌金银铜多金属成矿带上，阿尔登-托普坎铅锌矿田、

阿特拉斯曼超大型银铅锌矿田是该成矿带上最大的铅锌银矿集区。阿尔登-托普坎矿田内包括有十余处中大型规模的铅锌矿床，保有铅锌总矿石量 3 亿吨。

### 3. 西藏珠峰已经具备了矿业巨头的三大潜质

矿业巨头的优势在于拥有低成本的核心矿山，巨头通过持续获得低成本优势矿山而成长。将矿山的成本拆分后，我们认为，**矿业企业的核心竞争力表现在三个方面：1，资源判断力；2，矿业项目的管理能力；3，融资能力。**西藏珠峰已经具备了成为矿业巨头的三大潜质。中亚铅锌资产有望迎来量价齐升，业绩有望继续增长；收购 Lithium-X 有望成为公司厚积薄发的第一步。

#### 3.1. 矿业企业的核心优势是成本

有色金属的价格几乎完全由供需（以及人们对供需的预期）决定，与完全竞争市场有相似性。对既无法决定价格，成本的可调节空间又不大的有色金属矿业企业来说，**成本优势是绝对优势。**

标准精矿成本 = (原矿处理成本 + 矿山获得成本) \* (原矿精矿比) + 单位财务成本

$$\text{原矿精矿比} = \frac{\text{精矿品位} * \text{回收率}}{\text{原矿品位}} * (1 + \text{贫化率})$$

(注：标准精矿成本为矿山全生命周期成本。)

将成本的影响因素进行归类，可以看出，成本实质上只与资源状况、运营情况和财务成本相关。**对应矿业企业的三大核心竞争力：1，资源判断力；2，矿业项目管理能力；3，融资能力。**对应国际化的矿业巨头，三大核心竞争力可以扩展为：**1，全球范围内的资源判断力；2，国际矿业项目的管理能力；3，多货币融资能力。**

表 4：影响精矿成本的因素可以归结为三大矿业企业的竞争力

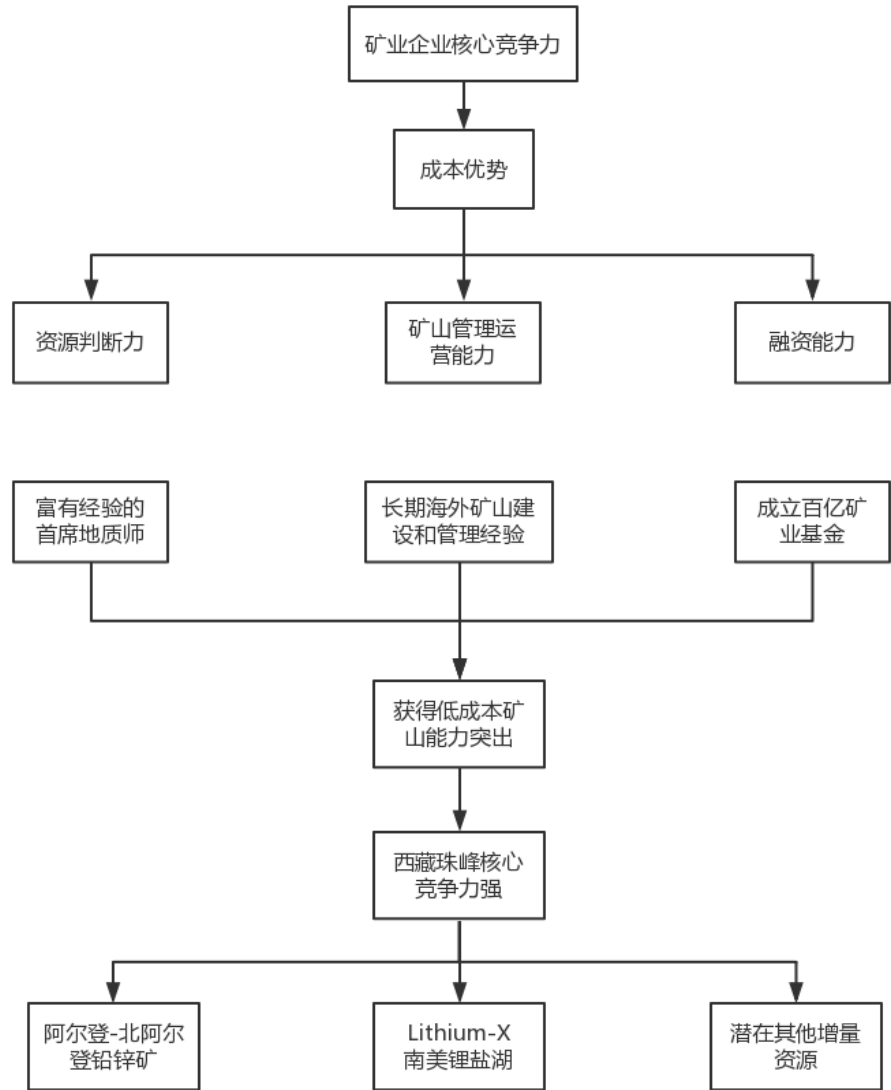
核心竞争力	关键因素
资源状况相关	原矿品位                      可研贫化率                      可研回收率                      获得矿山的费用
矿山运营相关	原矿处理成本                      实际贫化率                      实际回收率
融资能力相关	单位财务成本
其他	标准精矿品位

资料来源：天风证券研究所

#### 3.2. 西藏珠峰已经在三个方面获得优势

公司非常重视培养全球资源判断力，引入具有 30 年地质勘探经验，并具有多年海外项目经验，澳大拉西亚协会院士任小华出任首席地质师；国际矿业运营管理方面，公司主力矿山阿尔登-北阿尔登铅锌矿位于塔吉克斯坦，公司进行恢复生产，扩建，运营中积累了海外项目的运营能力；多货币融资方面，公司与上海歌石祥金投资合伙企业（以下简称歌石祥金）和华融华侨资产管理股份有限公司（以下简称华融华侨）成立 100 亿矿业投资基金。可以说西藏珠峰已经具备了矿业巨头的三大潜质。

图 13：公司已经具备了矿业巨头的三大潜质



资料来源：天风证券研究所

### 3.3. 资源判断力是重中之重

从公式中可以看出，与资源本质相关的原矿品位与成本是乘数效应，至关重要；但收购矿山的成本一般也和资源情况成正比；好资源一般不便宜。勘探和采矿之间存在矿权交易市场，具有资源判断力的企业有望在这一市场中买到便宜的好资源。公司对于资源判断力非常重视，引入经验丰富的首席地质师，加强自身的资源判断力，为未来优秀资源增量打下基础。

#### 3.3.1. 资源情况至关重要

从公式中可以看出，原矿品位对成本的影响是乘数效应，同时也是资源之间区别最大的因素。矿体厚度，矿脉分布是否连续，矿脉深度，当地水系是否发育等资源相关状况也影响到资源的经济性指标。同时，获得资源的成本也在很大程度上影响着矿山全生命周期的成本。可以说资源状况是矿业成本最核心的影响因素。勘探是获得资源状况的唯一途径。

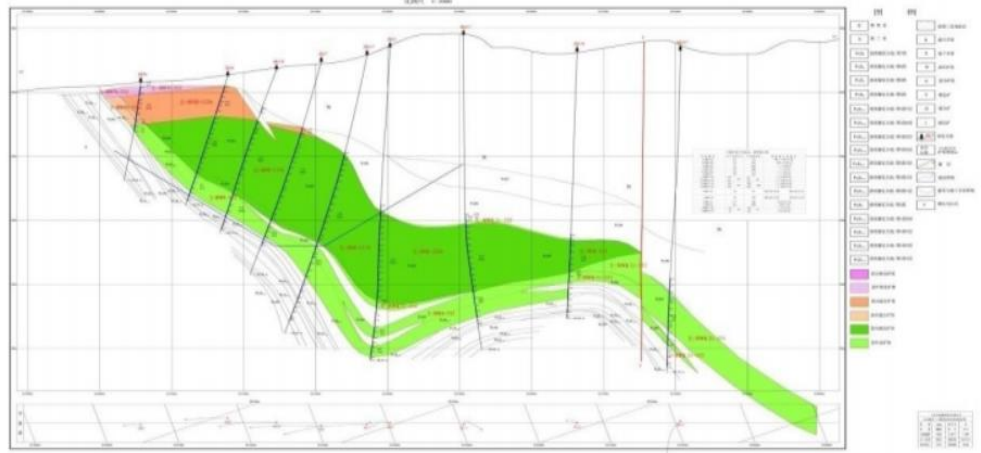
#### 3.3.2. 勘探的性质决定了资源的不确定性

**勘探工作本身存在不确定性。**有色金属勘探主要步骤是通过遥感地质勘查技术（业内简称“遥感”）在大范围内圈定地质异常可能出现的地区（部分国家这一工作由政府相关部门完成），通过地球物理勘查技术（业内简称“物探”）寻找具体地质异常可能出现的位置，结合地球化学勘查技术（业内简称“化探”）对成矿理论和位置进行推断；最后通过钻孔



获取岩芯样本进行测试，实际验证。钻孔获得岩芯样本最直接也最有效。但钻孔不可能连续，即使达到详查标准的钻孔仍有几十米至上百米的间隔，中间的部分需要依靠理论和经验建模推测。地质师的经验水平不一，可能得出不同结论。

图 14：钻探剖面图可以看出钻孔间隔

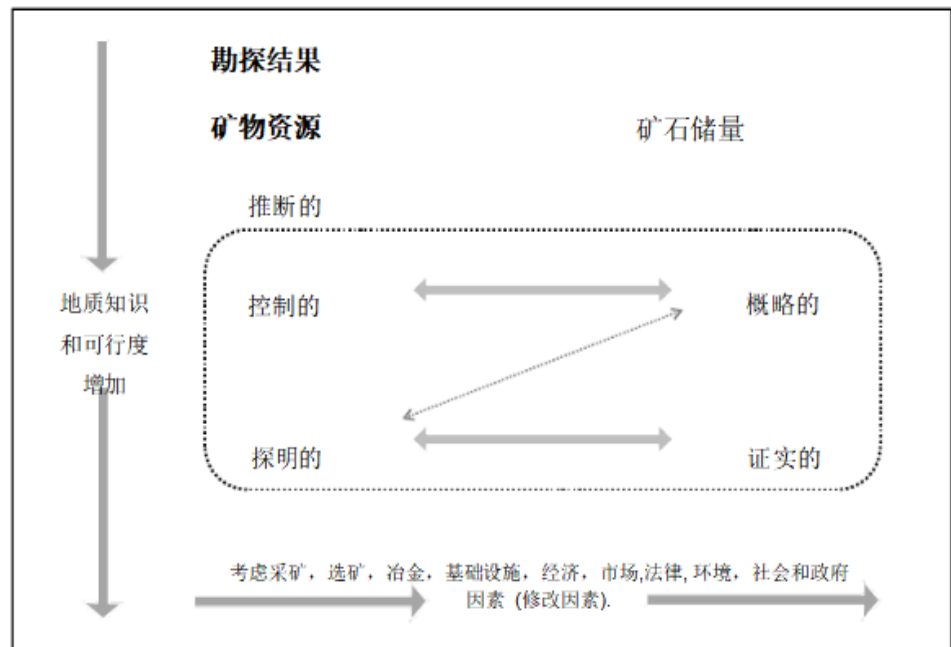


资料来源：《中矿资源招股说明书》，天风证券研究所

### 3.3.3. 勘探到开发中蕴藏重大增值空间

资源的不确定性较强。矿权的地址报告中经济的可研的探明储量一般仅为总资源量的一小部分；由勘探活动本质决定资源量部分存在较大不确定性。需要富有经验的地质和采矿专家对资源进行解读和验证，才能确认资源的潜力。

图 15：勘探结果、矿产资源和矿石储量的一般关系



资料来源：《The JORC CODE 2012 中文版》，天风证券研究所

资源判断力强的公司善于发现矿权价值。一般来说好货不便宜在矿业权交易中仍然有效，但由于资源的不确定性决定了资源判断力强的矿业企业，有可能发现资源的潜在价值，用较低的价格获得优质资源。权交易蕴含较大增值空间。

资源勘探的涉及面广，需要资深专家团队。资源勘探是融合多学科、多方法、多工种的应用学科，除了本身专业知识外，地质师的经验也很重要。富有实地经验的地质师对地质报告的解读和资源的把握往往更加精准，发现更大资源潜力的可能性也越高。矿业公司的资

源判断力可以说与地质师团队直接相关。

### 3.4. 引入经验丰富的首席地质师保障公司资源判断力

**公司拥有丰富国际地质经验的首席地质师。**公司是国内少数重视资源判断力的矿业公司之一，也是少数年报中将总地质师列为高管的矿业公司之一，可以看出公司对地质师团队建设的重视程度。公司在 2016 年引入任小华博士担任总地质师。任小华博士为中国地质学会理事，陕西省有突出贡献专家，澳大利亚 AusIMM（冶金地质协会）院士，澳大利亚 JORC 资源/储量标准高级合格人，JORC 标准 2012 中文版审校之一，曾参与国家紧缺资源攻关课题，科技部“十一五”科技支撑计划项目等重要科研课题**理论水平过硬**；从事地质找矿、矿床勘查、资源评价、勘探技术管理、矿产资源量/储量估算方面工作三十多年，**地质工作经验丰富**；在西北地质勘查局任职期间，西北地勘局子公司西色国际陆续投资了雷纳德·谢尔夫铅锌矿项目、盈地金矿项目和格林威尔斯金矿项目，**拥有海外项目经验**。公司已经拥有较好的资源判断力，有望在未来的资源收购中显示出来。

### 3.5. 公司海外运营管理经验丰富 有望继续低成本资源扩张

矿山管理运营会影响原矿处理成本以及实际贫化率和回收率，从而影响成本。有色金属矿的采选属于成熟技术，矿业企业之间差异大部分来自管理能力的强弱。涉及到国际项目时，除了矿业管理本身的要求外，还需要矿业企业熟悉当地法律，维护好原住民关系等。公司子公司塔中矿业在塔吉克斯坦用十年时间完成了恢复矿山，开拓巷道，扩大采选规模等工作，积累大量海外运营管理经验。目前运营的四大矿区资源量大，品位较高，近年来采选能力不断扩大，回收率也有望继续提升，盈利能力也有望随着铅锌价格上涨不断上升。

#### 3.5.1. 中亚矿山起家 海外经验丰富

**塔中矿业十余年中亚矿山管理。**公司子公司塔中矿业成立与 2007 年，主要资产为阿尔登地区的阿尔登铅锌矿，北阿尔登铅锌矿和派-布拉克铅锌矿。矿区曾经由苏联主导开采，苏联解体后一直荒废，公司入主后开始恢复生产，开拓巷道，新建选矿厂，公司采选规模从 2011 年的 26.75 万吨提升至 2019 年末 354 万吨这一过程中，公司管理层积累了海外矿山运营的全套经验。

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 核心假设

1. 公司 20 年报披露 LME 锌 20 年均价 2267 美元，当前锌价已至 2967.5 美元，对应涨幅 2967 为 1.31%，对应去年公司销售价格 8647.5 元涨 31% 至 1.12 万元，我们合理预测下半年房地产竣工潮会抬升工业金属价格，按全年 1.2 万元计算。铅精粉按照 2019-20 年价格，合理预测未来价格区间在 1.5-1.6 万元之间。当前铜价已升至 7 万，参考 2019-20 年价格，我们合理预测远期均价在 6 万元。
2. 公司控股 SDLA 盐湖 2.5 万吨碳酸锂项目计划于 2022 年底投产，考虑到当下碳酸锂价已经达到 9.2 万元，在上游没有资源增量的情况下，我们合理预测碳酸锂远期价格会在 10 万元。

表 5：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（万元）	22342.8	113261.8	231965.3	285865.2	368149.0
营业成本（万元）	104262.1	45017.8	73848.3	89563.1	114779.6
毛利润（万元）	118952.0	68071.8	158117.0	196302.1	253369.4
毛利率	53.3%	60.2%	68.2%	68.7%	68.8%
<b>锌精矿</b>					
营业收入（万元）	84167.6	41867.8	112113.3	137683.0	157352.0
产量（万吨）	7.81	4.84	8.62	10.59	12.10
销量（万吨）	7.81	4.85	8.62	10.59	12.10

价格 (元/吨)	10770.4	8647.5	13000.0	13000.0	13000.0
营业成本 (万元)	31851.4	18476.8	32771.6	41304.9	48416.0
单位成本 (元/吨)	4075.8	3816.3	3800.0	3900.0	4000.0
毛利润 (万元)	52316.2	23391.0	79341.7	96378.1	108936.0
毛利率	62.2%	55.9%	70.8%	70.0%	69.2%

#### 铅精粉

营业收入 (万元)	79207.3	54987.1	88925.4	112846.8	133128.1
产量 (万吨)	5.27	3.33	5.93	7.28	8.32
销量 (万吨)	5.27	3.35	5.93	7.28	8.32
价格 (元/吨)	15025.5	16414.7	15000.0	15500.0	16000.0
营业成本 (万元)	23177.6	14121.2	26084.8	32762.0	38274.3
单位成本 (元/吨)	4396.8	4242.9	4400.0	4500.0	4600.0
毛利润 (万元)	56029.7	40865.9	62840.6	80084.9	94853.8
毛利率	70.7%	74.3%	70.7%	71.0%	71.3%

#### 铜精粉 (含银)

营业收入 (万元)	11990.4	4690.9	10451.6	12835.3	14669.0
产量 (万吨)	0.23	0.10	0.17	0.21	0.24
销量 (万吨)	0.23	0.09	0.17	0.21	0.24
价格 (元/吨)	51471.9	50163.2	60000.0	60000.0	60000.0
营业成本 (万元)	1818.1	990.7	1741.9	2246.2	2689.3
单位成本 (元/吨)	7804.7	10130.8	10000.0	10500.0	11000.0
毛利润 (万元)	10172.3	3700.2	8709.7	10589.1	11979.6
毛利率	84.8%	78.9%	83.3%	84.0%	84.3%

#### 有色金属贸易

营业收入 (万元)	49904.64	11543.77	12000	12000	12000
营业成本 (万元)	50068.37	11577.07	12000	12000	12000
毛利润 (万元)	-163.73	-33.3	0	0	0

#### 采购境内物资

营业收入 (万元)	14497.06	2478.56	-3000	-3000	-3000
营业成本 (万元)	13368.52	2119.99	-2800	-2800	-2800
毛利润 (万元)	1128.54	358.57	-200	-200	-200
内部抵消					
营业收入 (万元)	-16552.89	-2478.56	0	0	0
营业成本 (万元)	-16021.87	-2267.97	0	0	0
毛利润 (万元)	-531.02	-210.59	0	0	0

#### 碳酸锂

营业收入 (万元)	0.0	0.0	11475.0	13500.0	54000.0
权益产量 (吨)	0.0	0.0	1350.0	1350.0	5400.0
权益销量 (吨)	0.0	0.0	1350.0	1350.0	5400.0
价格 (万元/吨)	0.0	0.0	8.5	10.0	10.0
营业成本 (万元)	0.0	0.0	4050.0	4050.0	16200.0
单位成本 (万元/吨)	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
毛利润 (万元)	0.0	0.0	7425.0	9450.0	37800.0

毛利率	0.0%	0.0%	64.7%	70.0%	70.0%
-----	------	------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4.2. 相对估值

我们选取中金岭南、驰宏锌锗、科达制造、天华超净作为可比公司，参考 2022 可比公司 PE，考虑到公司铅锌业务有望高速增长，公司控股 SDLA 盐湖 2.5 万吨碳酸锂项目计划于 2022 年底投产，南美盐湖作为优质资源权益难以获得，应给予适当溢价。我们认为公司 PE 40-45X 为合理地估值区间，2021 年对应目标价格区间 42-47.25 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 相对估值

证券代码	公司	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000060.SZ	中金岭南	0.27	0.32	0.51	19.79	16.65	10.50
600497.SH	驰宏锌锗	0.26	0.33	0.44	20.43	16.04	12.16
平均值		0.27	0.33	0.48	20.11	16.35	11.33
002497.SZ	科达制造	0.45	0.64	0.78	42.35	29.54	24.30
300390.SZ	天华超净	1.14	1.78	2.41	57.98	36.91	27.35
平均值		0.80	1.21	1.60	50.17	33.23	25.83

资料来源: Wind (一致预期), 天风证券研究所

注: 盈利预测为 Wind 一致预期

## 4.3. 投资建议

我们认为在全球疫情逐步恢复背景下，公司塔国矿石采选业务有望逐步恢复，公司计划 25 年矿石采选产能达到 600 万吨，相比公司 20 年采选矿石量 179.12 万吨，公司铅锌业务有望高速增长。公司控股 SDLA 盐湖 2.5 万吨碳酸锂项目计划于 2022 年底投产，南美盐湖作为锂产业成本洼地，有望充分收益此轮锂价上涨，公司锂盐业务享受量价齐升。经我们测算公司 2021-23 年的归母净利润分别为 9.39 亿、11.82 亿和 15.45 亿，对应 EPS 分别为 1.05 元/股、1.29 元/股、1.69 元/股。给予公司 2021 年 PE 40-45X 为合理地估值区间，对应目标价格区间 42-47.25 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

铅锌价格下跌导致公司利润下降的风险，锂价下跌导致公司利润下降的风险，盐湖扩产不及预期导致公司业绩不及预期的风险。

### 5.1. 铅锌价格下跌风险

虽全球经济已处于缓慢恢复周期，当前全球新冠仍存在高度不确定性，全球经济存在大幅衰退风险，若衰退发生，铅、锌等工业金属价格会出现大幅下跌，显著影响公司盈利。

### 5.2. 锂盐价格大幅下跌风险

受益于新能源高景气周期，当下锂盐价格保持强势，但若上游资源扩张速度过快，供需或出现翻转，锂盐价格存在大幅下跌风险。

### 5.3. 盐湖扩产不及预期

公司盐湖处于阿根廷，若当地疫情反复或者政治局势出现变动，将显著影响盐湖项目的施工进度和环评进展。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	205.63	293.88	185.57	3,677.76	2,363.55
应收票据及应收账款	101.56	64.22	317.35	143.93	226.79
预付账款	28.62	19.17	45.94	31.61	78.10
存货	162.30	113.68	216.93	201.42	330.39
其他	1,646.76	141.02	2,641.89	1,109.14	3,549.51
<b>流动资产合计</b>	<b>2,144.86</b>	<b>631.97</b>	<b>3,407.69</b>	<b>5,163.85</b>	<b>6,548.33</b>
长期股权投资	1.13	0.94	0.94	0.94	0.94
固定资产	1,413.84	1,329.14	1,438.65	1,496.99	1,511.64
在建工程	599.14	414.21	284.52	218.71	161.23
无形资产	1.47	1.08	0.98	0.88	0.78
其他	17.92	1,401.04	491.30	633.57	839.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,033.51</b>	<b>3,146.41</b>	<b>2,216.39</b>	<b>2,351.10</b>	<b>2,514.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,178.37</b>	<b>3,778.38</b>	<b>5,624.08</b>	<b>7,514.95</b>	<b>9,062.66</b>
短期借款	0.00	105.91	55.64	0.00	0.00
应付票据及应付账款	402.04	365.97	380.94	636.08	868.95
其他	1,036.56	1,154.43	715.02	1,588.13	1,360.04
<b>流动负债合计</b>	<b>1,438.60</b>	<b>1,626.32</b>	<b>1,151.61</b>	<b>2,224.21</b>	<b>2,229.00</b>
长期借款	0.00	110.10	362.06	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>110.10</b>	<b>362.06</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,438.60</b>	<b>1,736.42</b>	<b>1,513.66</b>	<b>2,224.21</b>	<b>2,229.00</b>
少数股东权益	0.00	(54.04)	(54.04)	(54.04)	(54.04)
股本	914.21	914.21	914.21	914.21	914.21
资本公积	22.36	22.36	22.36	22.36	22.36
留存收益	2,531.16	2,287.48	3,250.25	4,430.57	5,973.49
其他	(727.96)	(1,128.06)	(22.36)	(22.36)	(22.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,739.77</b>	<b>2,041.96</b>	<b>4,110.42</b>	<b>5,290.74</b>	<b>6,833.66</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,178.37</b>	<b>3,778.38</b>	<b>5,624.08</b>	<b>7,514.95</b>	<b>9,062.66</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	600.15	30.58	962.76	1,180.33	1,542.92
折旧摊销	114.25	113.36	80.28	87.57	92.94
财务费用	115.06	312.38	100.00	100.00	100.00
投资损失	(42.85)	(45.51)	(45.00)	(45.00)	(45.00)
营运资金变动	112.76	(1,222.61)	(2,441.12)	2,654.48	(2,840.93)
其它	77.81	1,178.52	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>977.18</b>	<b>366.71</b>	<b>(1,343.08)</b>	<b>3,977.37</b>	<b>(1,150.07)</b>
资本支出	551.61	(158.70)	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.01	(0.19)	0.00	0.00	0.00
其他	(985.62)	71.46	(85.00)	(108.33)	(56.11)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(433.99)</b>	<b>(87.43)</b>	<b>(25.00)</b>	<b>(28.33)</b>	<b>(6.11)</b>
债权融资	672.29	600.97	855.04	498.19	440.16
股权融资	166.37	(614.55)	1,005.69	(100.00)	(100.00)
其他	(1,819.63)	(131.11)	(600.97)	(855.04)	(498.19)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(980.97)</b>	<b>(144.69)</b>	<b>1,259.77</b>	<b>(456.85)</b>	<b>(158.03)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(437.78)</b>	<b>134.59</b>	<b>(108.31)</b>	<b>3,492.19</b>	<b>(1,314.21)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,234.30</b>	<b>1,132.62</b>	<b>2,319.65</b>	<b>2,858.65</b>	<b>3,681.49</b>
营业成本	1,043.81	451.36	737.65	929.06	1,185.44
营业税金及附加	121.26	68.31	115.98	142.93	184.07
营业费用	132.41	91.03	139.18	171.52	220.89
管理费用	132.62	198.45	139.18	171.52	220.89
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	88.33	214.45	100.00	100.00	100.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.33	(10.20)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.85	45.52	45.00	45.00	45.00
其他	(97.79)	(74.32)	(90.00)	(90.00)	(90.00)
<b>营业利润</b>	<b>767.47</b>	<b>148.02</b>	<b>1,132.66</b>	<b>1,388.62</b>	<b>1,815.20</b>
营业外收入	0.07	0.30	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.55	6.91	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>766.00</b>	<b>141.41</b>	<b>1,132.66</b>	<b>1,388.62</b>	<b>1,815.20</b>
所得税	165.85	110.82	169.90	208.29	272.28
<b>净利润</b>	<b>600.15</b>	<b>30.58</b>	<b>962.76</b>	<b>1,180.33</b>	<b>1,542.92</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>600.15</b>	<b>30.58</b>	<b>962.76</b>	<b>1,180.33</b>	<b>1,542.92</b>
每股收益(元)	0.66	0.03	1.05	1.29	1.69

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.19%	-49.31%	104.80%	23.24%	28.78%
营业利润	-30.05%	-80.71%	665.20%	22.60%	30.72%
归属于母公司净利润	-33.37%	-94.90%	3047.90%	22.60%	30.72%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.28%	60.15%	68.20%	67.50%	67.80%
净利率	26.86%	2.70%	41.50%	41.29%	41.91%
ROE	21.91%	1.46%	23.12%	22.08%	22.40%
ROIC	22.31%	2.46%	110.52%	29.50%	110.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.43%	45.96%	26.91%	29.60%	24.60%
净负债率	17.03%	15.04%	16.29%	-60.10%	-28.15%
流动比率	1.49	0.39	2.96	2.32	2.94
速动比率	1.38	0.32	2.77	2.23	2.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	12.67	13.66	12.16	12.39	19.86
存货周转率	14.70	8.21	14.03	13.67	13.85
总资产周转率	0.50	0.28	0.49	0.44	0.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.66	0.03	1.05	1.29	1.69
每股经营现金流	1.07	0.40	-1.47	4.35	-1.26
每股净资产	3.00	2.29	4.56	5.85	7.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	56.13	1,101.50	34.99	28.54	21.83
市净率	12.30	16.07	8.09	6.30	4.89
EV/EBITDA	12.35	17.93	25.75	18.92	15.37
EV/EBIT	13.97	23.50	27.43	20.03	16.12

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com