

湘财证券研究所

有色钢铁研究小组

杨诚笑

Tel: 021-68634510-8630

E-Mail: ycx3112@xcsc.com

叶鑫

Tel: 021-68634518-8278

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金铎

Tel: 021-68634510-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

基础数据

流通 A 股	1.17 亿
总股本	2.37 亿
总市值	71.40 亿

股价表现



公司看点：

- 公司占据传统有色产业利润最高的上游，资源高价时代，公司不断收购高品位矿山，公司精矿产品高毛利状态将延续。
- 横向上游资源扩张+纵深选择性下游发展两条腿走路：中国国情大矿少，中小矿多，公司着手中小成熟矿山扩张，积累了中小矿山的生产管理经验，公司打造中小矿山集合体的潜力巨大。其次公司收购锂矿加电池级碳酸锂产能布局锂业，欲求乘新能源汽车东风，谋求中国经济战略转型红利。

看点逻辑：

- 现有主营业务毛利率高，充分享受高价资源红利

公司属于有色多金属资源型企业，目前主营业务收入主要来自于公司旗下阳坝铜矿与杜坝铜矿，2010 年中报显示公司产铜精粉占公司主营收入的 95%，阳坝铜矿产出的铁精粉占公司主营收入的 4.13%，两者毛利率高达 86.91%。公司新近收购的南京银茂矿业同样十分优质，旗下栖霞山铅锌矿的硫化铅锌矿石中硫铅平均品位 2.9%、锌平均品位 5.0%，公告显示，南京银茂矿业 2010 年 1-8 月销售毛利率为 54.56%。公司产品呈现高毛利率特征，而在有色金属价格持续高企的时代，公司仍旧能够持续享受高价资源带来的红利。

- 公司已有和收购的矿山均为投入小、产出高的成熟型矿山

对于已经成熟的基本金属行业，公司战略是横向发展收购矿山，占据毛利最高的上游环节。从公司旗下已有和收购的基本金属矿山来看，一般都是品位较高，已经成熟开采的现有中小矿山，而中国的有色矿山资源的特点就是大型矿山少，中小型矿山多，应当说公司的收购扩张战略极其符合中国的国情，国内可供公司未来收购的成熟中小型矿山数量众多。

- 不局限于资源型公司，布局锂业产业链谋求国家新兴产业红利

对于符合国家未来发展战略极具潜力的新金属矿山，公司则进行产业纵深发展。公司收购江西河源锂矿积极布局矿石-精矿-上中游产品的链条，未来锂电池行业一旦爆发，则公司的电池级碳酸锂将作为上游产品直接受益。此外，此番收购的锂辉石矿储量在目前国内上市公司中仅次于天齐锂业和路翔股份，其储量和品位并不逊色，并且相比于前两者的甲级卡锂矿，河源锂矿地质条件和地理条件均十分优越，开采成本和运输成本都能极大提高公司的盈利能力。

- 货币滥发时代充分享受资源高价红利；新兴产业时代积极布局锂业志在未来

截至 2010 年 7 月，中美两国 M2 合计达到 185,090 亿美元，几近 2000 年的三倍。由于经济仍旧不见明显好转，美国政府表示将随时准备进一步采取刺激政策，由于铜等基本金属良好的金融属性，宽松的货币环境仍将在一段时间内支撑当前的高价从而保障公司的高毛利状态。考虑到目前全球宽松的货币政策我们对于有色金属价格保持整体稳重有升的乐观态度。

公司另一块纵深发展的锂业板块，随着新能源产业的发展，预计未来全球对电池级碳酸锂的需求将出现持续增长，预计 2010 年到 2012 年电池级碳酸锂的销售均价分别为 45000 元/吨、48000 元/吨、52000 元/吨，随着公司 5000 吨电池级碳酸锂改造项目的逐步投产，未来三年有望为公司带来业绩的快速增长。

预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.98 元、1.23 元，公司收购的两个子公司将在 2011 年大幅释放业绩，暂时给予公司“增持”的投资评级。

□ 现有主营业务毛利率高，充分享受高价资源红利

1、有色行业为数不多的民营企业

公司拥有民营企业高效灵活、反应迅速、管理精简的决策体系和管理机制。公司前身是绵阳高新发展股份有限公司，2009年4月，公司现在大股东四川恒康将持有的甘肃阳坝铜业有限责任公司100%股权注入公司。公司主营业务转变为铜矿采选与销售。

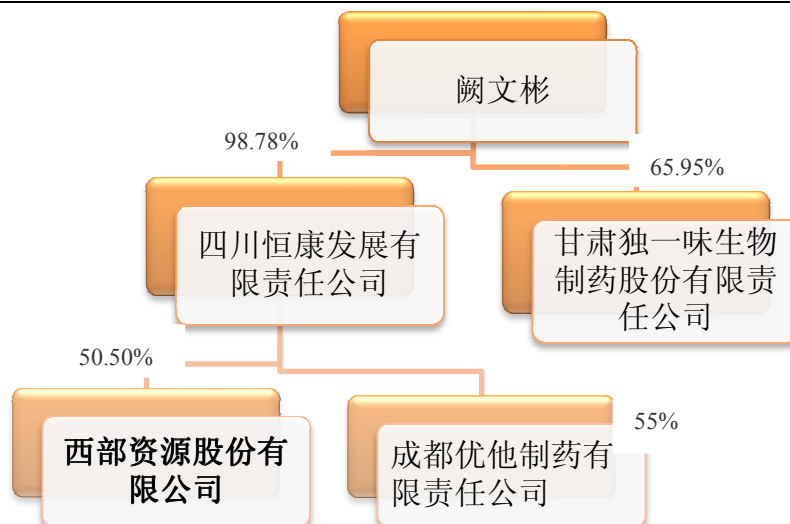
四川恒康发展有限责任公司主要业务为投资控股，除了注入西部资源的阳坝铜业外，还持有成都优他制药有限责任公司55%的股份。公司实际控制人为阙文彬先生，其持有四川恒康发展98.78%的股份。

表 1 公司 2010 中报十大股东

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数
四川恒康发展有限责任公司	境内非国有法人	50.50	119,733,909
白银鑫聚鑫铜业有限公司	境内非国有法人	6.06	14,378,934
中国工商银行—南方绩优成长股票型证券投资基金	境内非国有法人	2.38	5,640,429
全国社保基金一零一组合	境内非国有法人	1.62	3,845,916
中国农业银行股份有限公司—新华优选成长股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.16	2,748,014
广州市广永国有资产经营有限公司	境内非国有法人	0.88	2,098,058
广州市广永物业管理有限公司	境内非国有法人	0.82	1,947,941
中国工商银行—南方积极配置证券投资基金	境内非国有法人	0.40	937,339
中国建设银行—南方盛元红利股票型证券投资基金	境内非国有法人	0.35	821,615
詹欣涵	境内自然人	0.33	783,699

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

图 1 控制关系图



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

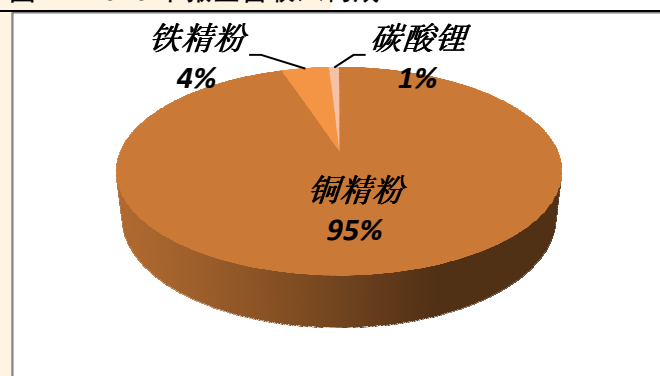
2、 稀缺的高品位铜资源保障了公司盈利

中国铜矿石的平均品位为0.87%，高于1%的储量仅占资源总储量的35%。目前中国只能依赖进口大量的铜精矿和废铜等铜原料来满足精铜生产需要。面对巨大的消费量和增长潜力，铜资源显然仍是中国发展的“软肋”。而公司子公司阳坝铜业两个矿山所采选的铜矿石平均品位达到了 2.65%，其中阳坝铜矿品位为2.35%，杜坝铜矿品位为2.94%，而公司拥有探矿权的铁炉沟铜矿品位也达到了1.61%，在国内铜矿中具有高品位优势。

货币泛滥时代，高价资源成常态。09年3月美国宣布执行量化宽松货币政策，同年中国银行业全年新增贷款超过10万亿，全球货币供应异常宽松。而全球铜矿储量不断减少，品位不断降低，供需面长期偏紧，两者结合致使铜价迅速回升到金融危机前水平。自从06年以来，铜价均价一直维持在5万元/吨之上，在经济向好的06-07年，铜价甚至上冲至8万元/吨上方。考虑到全球各国均在采取释放货币刺激经济的政策，我们认为铜价仍旧会维持高位。而在经济转好后，需求的快速增长和供应的持续偏紧将让铜价仍旧维持高位。因此，公司铜制品在未来仍旧有望维持目前的高毛利状态。

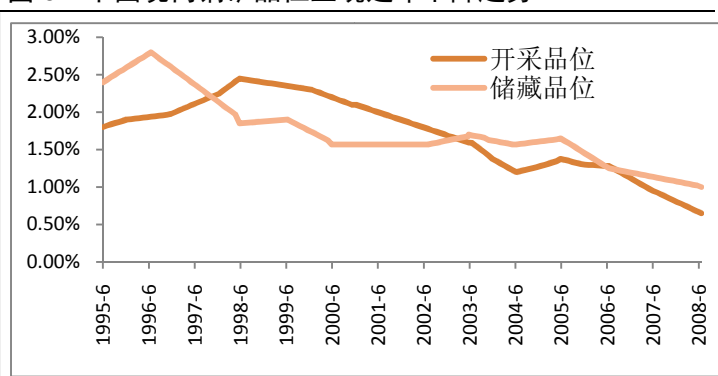
此外，公司大股东四川恒康手中还握有“托河-柯家河”铜矿102平方公里探矿权并承诺在取得采矿权后注入上市公司，因此，公司在铜矿板块的良好盈利状态有望持续。

图 2 2010 中报主营收入构成



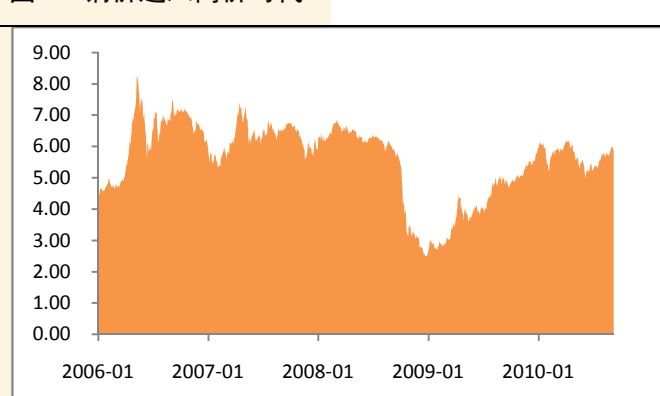
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 中国境内铜矿品位呈现逐年下降趋势



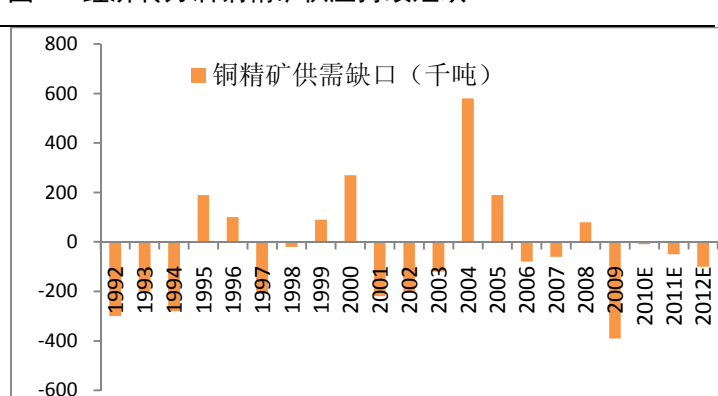
数据来源：湘财证券研究所

图 4 铜价进入高价时代



数据来源：长江有色，湘财证券研究所

图 5 经济转好后铜精矿供应持续短缺



数据来源：CRU，湘财证券研究所（2010 后为预测值）

表 2 公司旗下铜矿资源（托河-柯家河铜矿将在取得采矿权后注入公司）

	矿石量(万吨)	品位(%)	生产规模(吨/天)	矿权
阳坝铜矿	143.8	2.35	300	采矿权
杜坝铜矿	98.22	2.89	300	采矿权
铁炉沟	191.82	1.61		探矿权
托河-柯家河				探矿权

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

□ 瞄准中小成熟型矿山，继续拓展高毛利资源型路线

尽管公司现有铜矿品位高，但仍旧面临资源储量不足的问题，向外进行资源扩张成了公司必须的选择。公司于2010年8月公告宣布收购南京银茂矿业80%的股权。

银茂矿业拥有南京栖霞山铅锌矿采矿权，开采矿种为铅矿、锌矿，开采方式为地下开采，生产规模为35万吨/年，有效期至2022年12月止。据评估报告，截至2009年底，栖霞山硫化铅锌矿石513.7万吨(111b+112b+333)，矿石中锌平均品位为5%，硫铅平均品位为2.9%，在国内铅锌矿山中属于中等水平。

虽然资源品质一般，但与阳坝铜业一样，银茂矿业盈利能力也很突出，其主要产品为铅精矿、锌精矿、硫精矿。2009年财报显示其当年销售毛利率为54.56%。而中金岭南铅锌精矿产品毛利率为40%左右，银茂控股承诺，银茂矿业 2010 年、2011 年、2012 年三个会计年度实现税后净利润分别为 10,360 万元、12,435 万元、13,960 万元。按照西部资源2009年净利润9,301万元计算，公司收购南京银茂矿业80%的股权将使公司净利润几近翻番。

我们认为，公司此次收购反应了公司在资源扩张方面有自己的主张。从公司旗下已有和收购的矿山来看，一般都是品位较高、已经成熟开采的现有中小矿山，投入下、产出高，而不局限金属品种。而中国的有色矿山资源的特点就是大型矿山少，中小型矿山多，国内潜在可供公司未来收购的成熟中小型矿山数量众多。公司当前的多金属成熟资源扩张路线符合中国国情，当前的收购思路有很大的发展空间。

表 3 银茂矿业盈利能力突出（2009 年数据、只计算精矿产品毛利）

	毛利率	铅品位(%)	锌品位(%)	铅锌金属量(万吨)
银茂矿业	54.56%	2.90	5%	40.59
中金岭南	40.16%	5.47%	8.38%	559

数据来源：公司公告、WIND、湘财证券研究所

图 6 致力于打造多金属资源型控股公司



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

□ 不局限于资源型公司，布局锂业产业链谋求国家新兴产业红利

对于铜铅锌等传统基本金属，公司目前只占据上游精矿环节。而对于极具潜力的新金属矿山，公司则积极布局矿石-精矿-上中游产品的链条。

公司于2010年2月份收购宁都泰昱锂业有限公司河源锂辉石矿采矿权以及江西赣州晶泰锂业有限公司100%股权。晶泰锂业拥有一条2500吨/年产能的碳酸锂生产线以及广昌头陂里坑锂辉石矿。借此公司获得了**365.45万吨锂矿石资源以及2500吨/年产能的碳酸锂生产线**。公司计划对生产线和矿山进行改造使之具备**40万吨/年矿石产能以及5000吨/年电池级碳酸锂产能**。

不同于公司在铜铅锌领域的矿山收购，此番收购的锂辉石矿储量在目前国内上市公司中仅次于天齐锂业和路翔股份，其**储量和品位虽然逊色于前两者但是相比于前两者的甲级卡锂矿，但河源锂矿地质开采条件和地理运输条件均十分优越，公司未来锂业的盈利能力仍将符合公司一贯的高盈利策略**。

收购的锂业公司在2010年已经开始为公司贡献业绩，公司对未来电池级碳酸锂的价格非常乐观，预计公司2010到2012年实现净利润分别为1047.40万元、2537.96万元、6162.51万元。

表4 河源锂辉石矿区开采条件良好

矿山	矿石量(万吨)	品位(%)	水文地质条件	工程地质条件	环境地质条件
河源锂辉石矿	349.14	1.03%	中等	简单	简单
广昌锂辉石矿	16.31	0.99%			

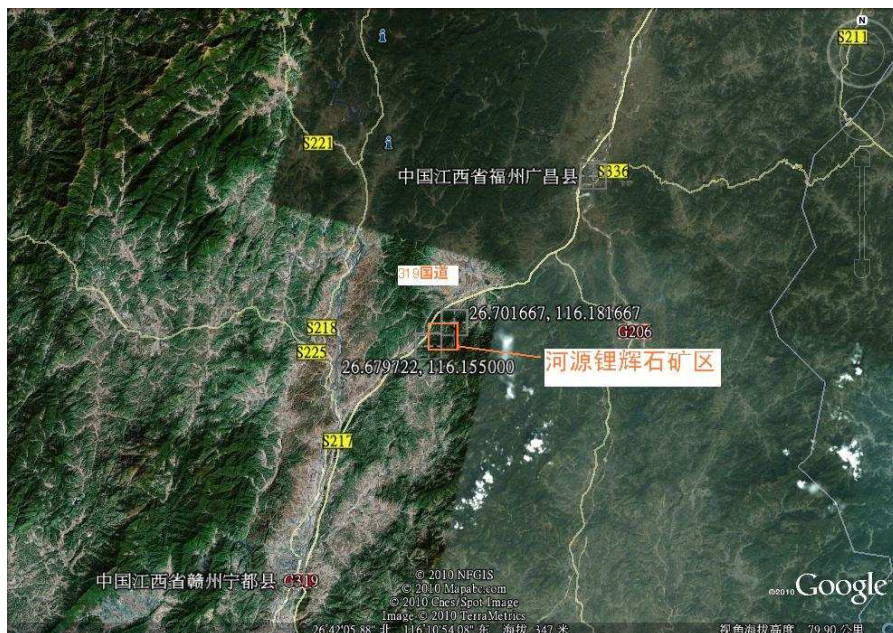
数据来源：公司公告，湘财证券研究所

表5 河源锂矿在国内矿石锂中禀赋前列

矿区	锂储量规模	平均品位(%)	开发情况
江西宜春钽铌锂矿	超大	0.40%	已开发
河南卢氏钽铌矿	中	0.65%	
湖南临武香花铺尖峰山钽铌矿	大	0.30%	未开发
湖南道县湘源正冲锂铷矿	大	0.56%	未开发
四川马尔康可尔因锂铍矿	大	1.2-1.271%	已开发
四川康定甲基卡锂铍矿	超大	1.20%	已开发
四川石渠扎乌龙锂矿	中	1.11%	未开发
新疆富蕴可可托海锂矿	大	0.98%	已开发
新疆富蕴柯鲁木特锂矿	种	0.99%	已开发
新疆福海哭卡拉盖锂矿	中	1.10%	未开发
青海柴达木一里坪盐湖锂矿	大	LiCl 2.2g/L	未开发
青海柴达木西台吉乃尔盐湖锂矿	超大	LiCl 2.57g/L	未开发
青海柴达木东台吉乃尔盐湖锂矿	大	LiCl 3.12g/L	未开发
湖北潜江凹陷卤水矿	超大		
江西赣州河源锂矿	中	1.03%	已开发

数据来源：湘财证券研究所 注：橙色背景部分为矿石锂

图 7 河源锂矿地理运输条件良好



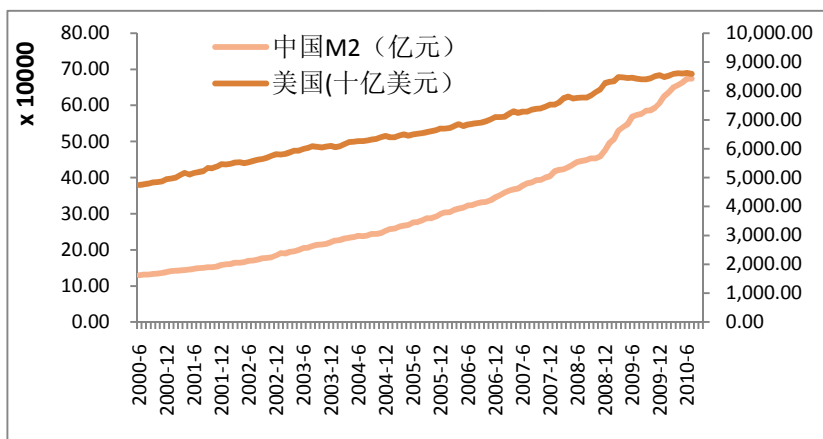
数据来源：Google 地图、湘财证券研究所

□ 货币滥发时代充分享受资源高价红利；新兴产业时代积极布局锂业志在未来

公司未来的主要收入将来自于两块：一是来自于铜、铅锌等多金属精矿。二是来自于公司锂业深加工产品。

考虑到目前全球宽松的货币政策我们对于有色金属价格保持整体乐观态度，截至2010年7月，中美两国M2合计达到185,090亿美元，几近2000年的三倍。由于经济仍旧不见明显好转，美国政府表示将随时准备进一步采取刺激政策，由于铜等基本金属良好的金融属性，宽松的货币环境仍将在一段时间内支撑当前的高价从而保障公司的高毛利状态。

图 8 全球范围货币供应十分充裕



数据来源：Bloomberg、湘财证券研究所

而公司另一块纵深发展的锂业板块，随着新能源产业的发展，预计未来全球对电池级碳酸锂的需求将出现持续增长，预计2010年到2012年电池级碳酸锂的销售均价分别为45000元/吨、48000元/吨、52000元/吨，随着公司5000吨电池级碳酸锂改造项目的逐步投产，公司未来三年有望为公司带来业绩的快速增长。按照公司的预期施工进度，锂业公司在10-12年有望为公司分别带来净利润1,047.40万元、2,537.96万元、6,162.51万元。

盈利预测:

假设公司铁炉沟铜矿在2011年达成投产，规模为300吨/天。我们预计公司2010-2012年铜业务板块的EPS分别为0.4元、0.5元、0.55元。

假设公司在2011年完成收购南京银茂矿业的非公开发行并合并财务报表。按照非公开预案的业绩承诺，银茂矿业10-12年的净利润分别为10,360万、12,435万、13,960万，按非公开预案公司总股本将变为2.69亿股，那么银茂矿业将在2011-2012年分别给公司带来0.37元、0.42元的每股收益。

按照10-12年电池级碳酸锂销售均为4.5万元/吨、4.8万元/吨、5.2万元/吨的假设，参考公司的预期施工进度，锂业板块有望在10-12年为公司带来0.04元、0.11元、0.26元的每股收益。

据此测算，公司10-12年的EPS分别为0.44元、0.98元、1.23元，给予“增持”的投资评级。

□ 风险提示 有色金属价格大跌；碳酸锂需求增长低于预期

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	156.32	221.09	891.25	1130.30
减：营业成本	28.51	39.80	414.43	542.54
营业税金及附加	2.65	3.75	15.11	19.16
营业费用	5.42	7.66	30.88	39.17
管理费用	16.64	23.53	94.86	120.30
财务费用	0.83	-2.97	-9.04	-15.79
资产减值损失	0.56	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.36	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	103.49	149.32	345.01	424.92
加：其他非经营损益	17.58	-10.00	0.00	0.00
利润总额	121.08	139.32	345.01	424.92
减：所得税	28.06	34.83	86.25	106.23
净利润	93.01	104.49	258.76	318.69
减：少数股东损益	0.00	0.00	24.78	27.92
归属母公司股东净利润	93.01	104.49	233.98	290.77
每股收益(EPS)	0.392	0.441	0.987	1.226

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。