

行业专题研究报告

有色金属行业

 投资评级: **中性** (维持评级)

2008 年 9 月 22 日

矿业权重估凸显铅锌资源类公司价值

✎ 有色金属行业资深分析师: 黄安乐; 有色金属行业分析师: 李洪冀

✎ 钢铁有色金属行业首席分析师: 郑东

事项:

本报告试图以铅锌行业相关上市公司作为研究对象, 探讨在行业趋势向下, 相关上市公司被市场弃如敝屣的环境里, 铅锌资源型上市公司的估值扭曲以及同类公司之间的价值偏离现象, 从中发现投资价值。

评论:

■ 矿山资源是有色企业持续经营的核心资产, 其价值却仅仅表现为未市场化的被严重低估的矿业权

由于历史和政策的原因, 我国国有的大型矿山企业, 其矿业权(采矿权、探矿权)的获得几乎为零成本, 可以认为是国家所赋予的一种特许经营权, 也是国家近乎免费赠与的财富和价值。因此, 体现在财务报表上, 我们看到, 作为国有企业的中金岭南和驰宏锌锗, 无形资产项目下的矿业权, 其数值微乎其微; 而作为民营企业的宏达股份, 其矿业权的数值虽远高于上述两家国有企业但数值亦有限, 高原因在于, 04 年公司通过拍卖, 花费近 2 亿元的成本获得甘洛三个锌金属总储量约 30 万吨的矿点的采矿权, 加上前期出资 1.5 亿元左右并通过再次增资的形式所获得的云南兰坪铅锌矿近 1400 万吨铅锌金属储量 51% 的股权; 高得有限的原因在于, 兰坪铅锌矿采矿权的获得也是非市场化的行为。

表 1: 2008 年中报铅锌资源上市公司矿业权期末余额

	矿业权(采矿权、探矿权)期末余额(元)	权益的矿山经济价值(亿元)
中金岭南	53653150	759.55
驰宏锌锗	115665889	456.44
宏达股份	485489733	1096.90

资料来源: 各公司定期报告, 国信证券经济研究所

由此, 我们可以观察到表外的巨大财富与表内账面价值之间的悬殊差距, 这种差距来源于非市场化的制度性因素。但是, 我们考虑的是, 通过非市场化方式获得的极低成本的核心经营性资产, 却又通过市场化的途径增进了公司的效益和价值, 因此, 这些矿山资源理应具备市场价值。矿业权市场上的转让和拍卖价格, 可以作为这些非市场化方式获得的矿业权的定价依据近进行重估。可以想象得到的是, 目前国内资源型上市公司的矿业权肯定是被低估的。进一步的推论是, 在市场低迷和行业趋势向下的环境里, 如果市场偏向于 PB 估值, 那么, 被低估或忽略的矿业权, 必然使得净资产被低估, 其结果是 PB 估值方法产生巨大的偏差, 从而导致资源类上市公司被错误定价。

■ 矿业权的市场价值几何？—国内铅锌上市公司的矿业权被低估数十倍

以 2004 年宏达股份通过拍卖的方式获得的甘洛铅锌矿三个矿点的采矿权为例，公司出资约 2 亿元，而获得的锌金属储量为 30 万吨，2004 年全年锌均价为 10800 元/吨，这意味着资源经济价值/采矿权的比例为 15~16 倍左右；中金岭南前期意欲收购先驱公司，出价为 2.80 澳元，对应的市值为 31.6 亿元，减去净资产 9.1 亿元之后的市值为 22.5 亿元，由于先驱公司的矿业资产里仅仅包括前期勘探、评估等发生的费用，因此我们可以近似的认为，中金岭南愿意以 22.5 亿元的代价收购先驱公司的股权（先驱公司持澳大利亚达里铅锌矿 80% 股权，该铅锌矿的铅锌金属储量分别为 131 万吨和 227 万吨，权益资源的经济价值约为 452 亿元），那么，对于达里铅锌矿的采矿权，其资源经济价值/采矿权的比例为 20 倍，这是中金岭南愿意出的价格；中金黄金公司曾表明，近 2 年公司收购的金矿的成本大约为 1300 万元/吨金储量，如果按照黄金价格 160~200 元/克计算，那么对于黄金而言，资源经济价值/采矿权的比例 12~15 倍之间。

因此，对于金属矿山的采矿权，我们取资源经济价值/采矿权的比例 15~20 倍作为其定价的依据，那么，表现在资产负债表内的铅锌资源类上市公司的矿业权已经被低估了数十倍。

■ PB 估值的偏离有多大？—如果进行矿业权重估，宏达股份的估计其实已经跌破净资产

如上文所分析的，我们试图按照资源经济价值/采矿权的比例 15~20 倍对现有铅锌资源类上市公司的矿业权进行重估，然后调整其净资产数值，计算当前股价之下的 PB 值，我们发现，在这个估值体系下，宏达股份显示出明显的估值优势。

表 2：按照资源经济价值/采矿权的比例为 15 和 20 进行矿业权重估之后的铅锌资源股 PB 估值比较

	宏达股份	中金岭南	驰宏锌锗
市值（08 年 9 月 19 日）	75.13	101.77	86.5
矿业权（20 倍）	54.85	37.98	22.82
净资产（调整后）	104.76	75.12	46.43
PB	0.72	1.35	1.86
市值（08 年 9 月 19 日）	75.13	101.77	86.5
矿业权（15 倍）	73.13	50.64	30.43
净资产（调整后）	123.05	87.78	54.04
PB	0.61	1.16	1.60
市值（08 年 9 月 19 日）	75.13	101.77	86.5
矿业权（08 年中报）	4.85	0.54	1.16
净资产	54.80	37.68	24.77
PB	1.37	2.70	3.49

资料来源：各公司定期报告，国信证券经济研究所

表 3：非（弱）资源型铅锌上市公司的 PB 估值

	株冶集团	锌业股份	豫光金铅	罗平锌电
股价（元）	6.12	3.82	10.22	5.34
净资产（元）	4.14	2.26	4.28	2.79
PB	1.48	1.69	2.39	1.91

矿业权重估之后，我们也发现，相对于非（弱）资源型铅锌上市公司，从 PB 估值的角度来看，铅锌资源类上市公司也已经存在了低估。

■ 换一个角度分析——假设按照 1.5 倍的 PB 给冶炼资产估值，那么，资源的价值又体现为多少呢？

换一个角度，我们考虑到，在我国现行的财务报表之中，由于矿山资源本身不体现价值或体现得很少，因此，资源类和

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

非（弱）资源类上市公司的资产种类其实是类似的，多数属于冶炼资产，区别在于资源类上市公司多了部分采矿选矿的资产，在下文的分析中我们暂时忽略这种差别。如上文表 3 所示，非（弱）资源类铅锌上市公司的 PB 值大多超过 1.5 倍；虽然宏达股份有部分化工业务，但我们看到化工类上市公司的 PB 值大多超过 1.5 倍。如果按照 1.5 倍给予资源类铅锌上市公司的净资产（减掉矿业权）估值，上市公司现有市值减去这个估值数目，其剩余的市值可以理解市场给予矿山资源（或者采矿权）的价值，我们以此来观察一下矿产资源在上市公司中的价值体现。

表 4：按照 1.5 和 1 倍的 PB 给以除去矿业权之外的净资产估值，剩余市值可理解为矿产资源对应的价值（亿元）

	宏达股份	中金岭南	驰宏锌锗
市值（08 年 9 月 19 日）	75.13	101.77	86.5
矿业权（08 年中报）	4.85	0.54	1.16
净资产（08 年中报）	54.8	37.68	24.77
除去矿业权之后的净资产	49.95	37.14	23.61
按照 1.5 倍 PB 估值的市值	74.93	55.71	35.42
体现为资源价值的市值	0.20	46.06	51.09
权益资源经济价值	1096.9	759.55	456.44
权益资源经济价值/市值	5350.73	16.49	8.93
按照 1 倍 PB 估值的市值	49.95	37.14	23.61
体现为资源价值的市值	25.18	64.63	62.89
权益资源经济价值/市值	43.56	11.75	7.26

资料来源：各公司定期报告，国信证券经济研究所

我们可以看到，经过这样的数据处理之后，宏达股份权益资源价值 1096.9 亿元的铅锌矿山资源对应的市值为 2000 万元；或者说，宏达股份市场价值为 54.85 亿元的矿业权（按照 20 倍估价）对应的市值仅为 2000 万元。而 2000 万元，仅相当于 2008 年上半年宏达股份兰坪铅锌矿 12 天的净利润（上半年净利润为 3.1 亿元）；也仅相当于宏达股份矿业权账面价值的 4% 左右。反过来，假设宏达股份的市值正确的反映了资源或采矿权的价值，那意味着中金岭南或驰宏锌锗的股价有 50% 的下跌空间。

■ 再换一个角度分析——从矿山资源净值看铅锌资源股的低估率

目前，国内铅锌矿山的铅锌矿生产成本大约为 3500~4000 元/吨金属量，处于高成本区间；最近 20 年，LME 锌价最低值为 722 美元/吨，铅最低价为 356 美元/吨。铅锌一般为伴生矿，按照铅锌 1:2 的产出比例，那么，按照最低价格计算，同时因为最低价格出现在人民币未升值时期，汇率取 8.3，可知铅锌最低综合价格为 5000 元/吨；而铅锌精矿的价格一般为金属价格的 0.7~0.8 倍，对应的精矿价格为 3500~4000 元/吨；因此，即便是在当前的高成本时代，只有出现了 20 年最低价格，铅锌矿山的收益才可能为零。

最近 20 年，LME 铅锌的的均价分别为 791 美元/吨和 1372 美元/吨，综合价格为 1180 美元/吨，按照美元/人民币汇率 7 来计算，相当于综合价格 8260 元/吨，在这个价格下，矿山采选的利润率为 35.4%。

表 5：各种价格条件下矿山采选业务的利润率水平

	最低价（汇率取 8.3）	最高价（汇率取 7）	20 年均价（汇率取 7）
铅金属(美元/吨)	356	3989	722
锌金属（美元/吨）	791	4603	1374
综合价格（美元/吨）	600	4398	1180
综合价格（元/吨）	5000	30349	8260
铅锌精矿价格（元/吨）	3750	23091	6195
完全成本（元/吨）	4000	4000	4000

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

利润率	-6.67%	82.68%	35.43%
-----	--------	--------	--------

资料来源：BLOOMBERG，安泰科，国信证券经济研究所

根据 20 年均价下的利润率水平，同时假设一系列参数，经过计算，可以得出表 6 中各个上市公司资源的净现值；如果按照当前锌价 13900 元/吨和铅价 17500 元/吨的价格，那么各个公司矿山资源的净现值可以提升 40% 以上，价格无疑是净现值的最核心变量。净现值和前文我们按照权益资源经济价值/市值 = 15~20 倍计算的矿业权重估值比较也可以看出，历史的均价和对未来均价的预期直接影响到矿业权的市值，总体而言，净现值对矿业权的溢价表明矿山资源经营者从市场收购矿业权之后要求的合理回报。

表 6：各铅锌资源股矿山的净现值估算（按照 20 年综合均价 8260 元/吨计算，未考虑所得税影响）

	行业回收率均值	选矿回收率均值	可开采年限	行业 BETA 均值	折现率	净现值（亿元）
宏达股份	79%	92.85%	25 年	2	12%	65.48
中金岭南	79%	92.85%	16 年	2	12%	51.65
驰宏锌锗	79%	92.85%	12 年	2	12%	37.43

资料来源：国土资源部信息中心，WIND，国信证券经济研究所

表 7：按照 20 年均价计算矿山净值，同时 PB=1 和 1.5 时各个上市公司的低估率比较

	宏达股份	中金岭南	驰宏锌锗
市值（2008 年 9 月 19 日）	75.13	101.77	86.5
净资产（2008 年中报）	54.8	37.68	24.77
矿山资源净现值（按 20 年均价）	65.48	51.65	37.43
PB=1 时的公司价值	120.28	89.33	62.2
低估率	60.10%	-12.22%	-28.09%
PB=1.5 时的公司价值	147.68	108.17	74.585
低估率	96.57%	6.29%	-13.77%

资料来源：国信证券经济研究所

以上市值和公司价值的比较以及低估率的计算只是针对静态资源和资产的一种分析，从动态的角度来看，管理层对未来资源的掌控和获得能力也会表现为一种溢价，比如驰宏锌锗在内蒙古和地方政府的合作会带来远景资源储量的增加，在云南兰坪铅锌矿上和宏达股份之间的争夺可能市场更倾向于驰宏的胜出，因此会给予溢价，从而使得该公司股价被低估的程度下降。表 8 为最乐观极限情景下的低估率比较：

表 8：按照 20 年均价计算矿山净值，同时 PB=1 和 1.5 时各个上市公司的低估率比较

	宏达股份	中金岭南	驰宏锌锗
市值（2008 年 9 月 19 日）	75.13	101.77	86.5
净资产（2008 年中报）	54.8	37.68	24.77
矿山资源净现值（按当前价）	91.672	72.31	52.402
PB=1 时的公司价值	146.472	109.99	77.172
低估率	94.96%	8.08%	-10.78%
PB=1.5 时的公司价值	173.872	128.83	89.557
低估率	131.43%	26.59%	3.53%

资料来源：国信证券经济研究所

在 PB=1，矿山资源净值以 20 年均价为基础，而成本按高成本区间计算的情况下，宏达股份的静态价值仍被低估 60%，我们以为，这样的公司已经具备了收购的值，如果能够通过二级市场收购到公司控股权，宏达股份很可能会成为资本的

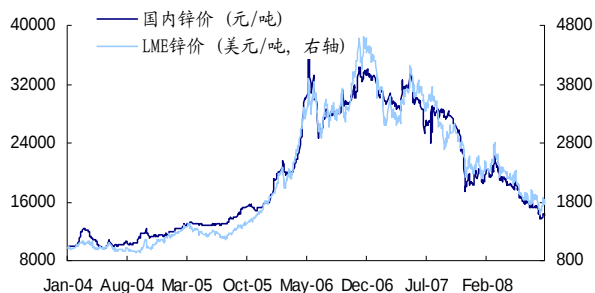
本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

追逐对象。

■ 铅锌价格判断——锌价跌幅有限

最后，对铅锌价格作简单的分析。按照目前行业供需状况，我们认为，铅锌未来 2 年仍处于过剩格局，铅锌价格上涨的

图 1：国际、国内锌价走势



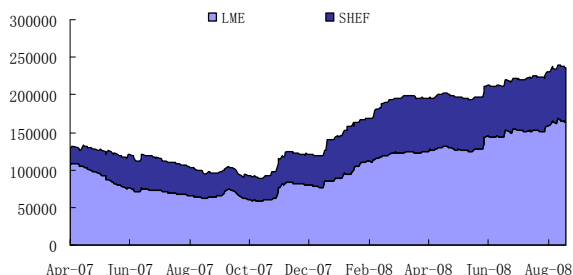
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 2：国际、国内铅价走势



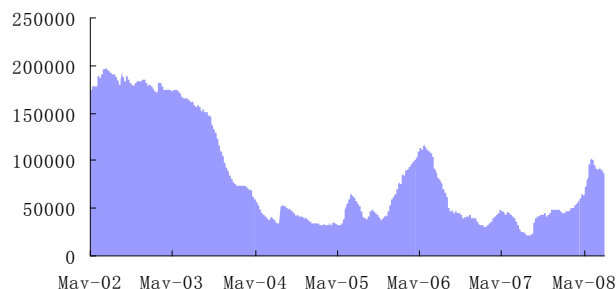
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 3：LME 和 SHEF 锌库存



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

图 4：LME 铅库存



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

可能性极小，比较而言，铅的下跌空间大，而锌的下跌空间很有限。07 年下半年以来，国内外铅锌精矿大幅度增产，而中国前期投资扩产的铅锌冶炼产能则充分释放；需求方面，镀锌行业和蓄电池行业需求放缓，供需关系的转变促使锌价发生转转，铅亦随之而下跌。目前，国内锌价已经运行在成本线以下，我们估计进口锌精矿冶炼的生产成本在 12500 元/吨左右，相当于税前价格 14600 元/吨的锌锭价格；使用国内矿冶炼的成本更高一些，我们估计超过 15000 元/吨；同时，已经有报道称湖南郴州部分低品位铅锌矿山无法维持生产而关闭，我们判断，锌价继续下移会受到两个方面的障碍：一是价格下跌引起矿山入选品位上升之后，缺乏富矿的矿山失去回旋余地而减少采选量，锌精矿产量增速下降；二是，低价格情况下，缺乏自有矿山铅锌冶炼厂逐渐难以维持，从而减少了锌锭的供应量。在这个过程中，前期的过剩会逐步被消化，从而对价格形成支撑。因此，我们估计，锌价下跌的空间已经被成本限制。

■ 中金岭南、驰宏锌锗估值基本合理，而宏达股份已经具备相当的投资价值

我们从矿业权重估之后的 PB 估值偏离、矿山资源折现之后低估率等角度探讨了铅锌资源类上市公司的估值现状，我们的结论是，中金岭南、驰宏锌锗估值基本合理，而宏达股份则存在大幅度低估，已经具备相当的投资价值。

诚然，我们承认铅锌行业的基本面会继续恶化，宏达股份受地震灾害影响之后从 PE 估值的角度上看也并无优势。但是，

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

我们更倾向于在行业趋势向下的情况下关注资源存量的长期价值。因为，一方面，我们还没有悲观到会认为铅锌价格会跌到前 20 年的均价 722 美元/吨和 1374 美元/吨的水平（当前 LME 铅锌价格分别为 1805 美元/吨和 1716 美元/吨）；另一方面，铅锌类上市公司的股价也从未跌破净资产；更值得注意的是，即便在上述苛刻的条件都成立的情况下，宏达股份的低估率仍达到 60%。我们认为宏达股份有足够的安全边际，也有足够的升值空间，建议投资者重点关注。目前，我们预测宏达股份 08 - 09 年的 EPS 分别为 0.22 元和 0.35 元。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上