

证券研究报告—深度报告

有色金属

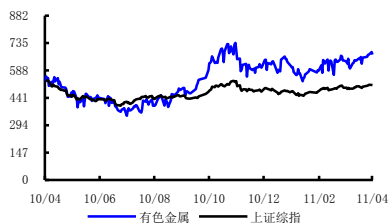
有色金属行业专题/深度研究

谨慎推荐

(维持评级)

2011年4月13日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《有色金属行业4月投资策略：在业绩增长与消费预期改善下，提示或来临的有色板块阶段性反弹行情》——2011-4-11

《电解铝行业快评：关注保障性住房建设对铝需求拉动所带来的投资机会》——2011-3-28

《有色金属行业周报：稀土、锑等小金属价格继续普涨行情，提示“节前效应”或将再次重演所带来的投资机会》——2011-3-22

《有色金属行业周报：稀土价格维持强势上涨，关注有色金属行业的结构性投资机会》——2011-3-21

证券分析师：彭波

电话：0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120004

联系人：谢鸿鹤

电话：0755-82130646

E-mail: xiehh@guosen.com.cn

行业专题报告

有色金属行业并购重组投资机会初探

● 中国矿业并购重组日益活跃

中国矿业并购重组随着资源品价格的不断上涨而日益活跃，我们从10年A股市场上近20家不断涌现的矿业并购重组公告中可以直观地感受到这一点。我们认为无论是国家政策层面，还是企业自身追求利益的成长，都将使得中国矿业并购重组具备持续性。我们看好有色金属行业未来在并购重组领域带来的投资机会。

● 并购重组背景下投资机会初探

并购重组主要存在优势龙头企业国内外资源整合、借壳上市以及企业多元化投资三条投资主线，而后两者是我们此次讨论的对象。我们按照涉及金属品种梳理了近两年19家主要的借壳上市和多元化投资上市公司。可以明显看到的是，黄金、铅锌和钨矿是涉及最多的金属品种，这与中国铅锌、钨矿类小型矿分布较广有关。而房地产企业则成为企业主体中最常见的整合方。可以预期的是2011年有色金属行业或迎来一批新成员。

对于借壳上市公司，我们按照“资源估值+大股东其他资产”的选股逻辑，并对具备较低资源价值/股价比的公司进行2011年业绩预测。

而对于多元化投资公司，在考虑注入的资源价值同时，还需要考察公司原有业务的发展状况。对比江西铜业股价走势，我们认为这种方法是有效的。

● 重点关注富龙热电、明星电力、中天城投等公司

对比“资源价值/股价比”和未来成长性两个方面，我们建议稳健型投资者可以关注富龙热电（大股东优质镍铜矿资产预期；谨慎假设下公司2011年业绩有望录得1.02元/股，对应合理价值区间30元-35元）、明星电力（四川电网主辅分离受益企业）、中天城投（存在较大折价）等公司所带来的潜在的投资机会。需要特别指出的是，我们采用的资源估值是一种长期资源价值，在市场热情高涨时（当然也不排除其他因素的存在），股价会严重脱离资源价值，我们从雄震矿业和ST偏转的股价走势中可以看到这一点。

● 风险提示

并购重组进程存在诸多不确定性，特别的并购重组存在被证监会审核不通过的可能，而资源储量也会随着勘查的进行而出现变化。这些都将构成我们对公司投资价值判断的风险。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

中国矿业并购重组日益活跃	4
难以回避的现实：资源品价格不断走高	4
中国矿业并购重组上行态势明显	4
这是具备持续性的.....	6
并购重组背景下投资机会初探.....	7
存在三条投资主线	7
借壳上市与多元化投资：涉足矿产资源的 A 股上市公司	8
我们的选股逻辑.....	10
公司概况：借壳上市系列	11
富龙热电（000426.sz）	11
ST 珠峰（600338.sh）	12
ST 威达（000603.sz）	13
万好万家（600576.sh）	15
天山纺织（000813.sz）	16
雄震矿业（600711.sh）	17
大元股份（600146.sh）	17
ST 偏转（000697.sz）	18
其他公司	19
公司概况：多元化投资系列	20
明星电力（600101.sh）	20
长征电气（600112.sh）	21
中天城投（000540.sz）	22
其他公司	23
重点关注的公司有哪些.....	25

图表目录

表 1: 资源品价格持续走高	4
图 1: 全球矿业并购重组与金属价格指数	5
图 2: 分国别来看, 中国、日本并购重组加速上行明显	5
表 2: A 股部分有色上市公司主要矿产并购重组活动统计	5
图 3: 有色采选盈利水平远高于各行业平均值	6
图 4: 成本具备刚性, 在价格上涨时意味着盈利空间更大	6
图 5: 并购重组存在三条投资主线	7
图 6: 贵金属、铅锌和钼为主要的并购重组矿产资源	8
图 7: 中国小型锌矿数量多分布广	8
表 3: 22 家涉足矿产资源的 A 股上市公司	8
表 4: 主要金属品种长期均衡吨完全成本及价格假设	10
图 8: 江西铜业股价最高触及 50 元	11
表 5: 富龙热电资源价值估值表	12
表 6: 富龙热电大股东其他矿产资源丰富	12
表 7: ST 珠峰资源价值估值表	13
表 8: 北阿尔登-托普坎铅锌矿资源价值估值表	13
表 9: ST 威达资源价值估值表	14
表 10: ST 威达大股东其他矿产资源丰富	14
表 11: 万好万家资源价值估值表	15
表 12: 万好万家大股东其他矿产资源丰富	15
表 13: 天山纺织资源价值估值表	16
表 14: 天山纺织大股东其他矿产资源丰富	17
表 15: 雄震矿业资源价值估值表	17
表 16: 大元股份黄金矿产投资公告内容	18
表 17: 大元股份资源价值估值表	18
表 18: ST 偏转资源价值估值表	19
表 19: ST 金谷注入矿权一览表	19
表 20: 冠农股份近年矿产并购活动	20
表 21: 明星电力山洼钒矿估值表	20
表 22: 明星电力未来两年主营业务预测主要假设表	21
表 23: 长征电气资源价值估值表	21
表 25: 中天城投资源价值估值表	22
表 26: 啤酒花获得的探矿权	23
表 27: 中润投资新上任管理层简介	23
表 28: 闽福发 A 采矿权及探矿权统计表	24
表 29: 借壳上市公司关注标的情况	25
表 30: 2011 年富龙热电业绩测算	26
表 31: 富龙热电业绩对产量的敏感性较高	26
表 32: 多元化投资公司关注标的情况	27
图 9: 雄震矿业股价走势	27
图 10: ST 偏转股价走势	27

中国矿业并购重组日益活跃

难以回避的现实：资源品价格不断走高

在金融危机的打击下，08年下半年大宗金属价格纷纷出现了“雪崩式”的下滑，伦铜期货价从08年8月份的7,541美元/吨下滑至12月份的3,111美元/吨，下滑比例达到142%。而富有戏剧性的是受到全球的宽松货币政策和经济复苏的影响，金属价格在09年演绎了反转行情，尽管欧债危机使得10年上半年金属价格出现了小幅回落，但这并没有打断金属价格持续走高的趋势。伦铜价格创出10,184美元/吨的历史新高，较08年底上涨约261%。

小金属价格与贵金属更是纷纷创出历史新高。中国优势小金属品种价格持续暴涨，氧化镨钕价格从08年底的5.5万元/吨暴涨至目前的55万元/吨，价格上涨达九倍；镱铟价格从08年底的2.29万元/吨攀升至10.9万元/吨，涨幅达到374%。黄金、白银等贵金属价格则是一路上扬，价格分别较08年底上涨79%和289%。

除了有色金属外，其他资源品价格如原油、铁精粉等也均出现了持续走高之势。原油价格目前重上100美元/桶，铁精粉价格维持在1,390元/吨，较08年年底的800元/吨上涨67%。

表 1：资源品价格持续走高

	2008/08	2008/12	2011/04/11	变动(11/04vs08/12)	历史最高点
伦铜（美元/吨）	7,541	3,111	9,827	216%	10,184
伦铝（美元/吨）	2,813	1,544	2,682	74%	3,381
伦铅（美元/吨）	1,896	960	2,840	196%	3,895
伦锌（美元/吨）	1,751	1,130	2,528	124%	4,580
氧化镨钕（元/吨）	109,625	54,778	549,000	902%	549,000
镱铟（元/吨）	42,313	22,922	108,750	374%	97,250
国际金价（美元/盎司）	836	823	1,471	79%	1,477
国际银价（美元/盎司）	14.5	10.4	40.5	289%	49
美原油（美元/桶）	116.64	41.44	112.79	172%	145
66%铁精粉（元/吨）	1,552	833	1,390	67%	1,745

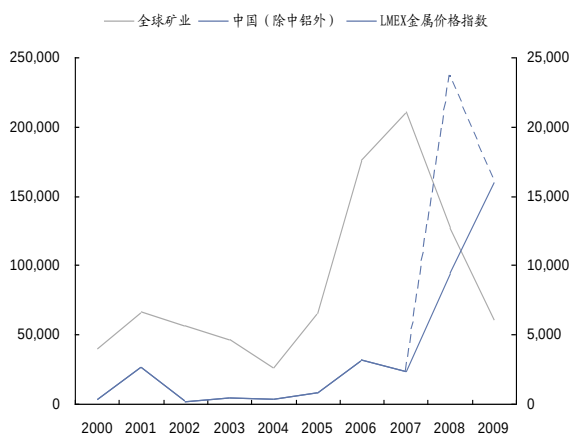
资料来源：Bloomberg，亚洲金属网，国信证券经济研究所

中国矿业并购重组上行态势明显

与资源品价格上涨对应的是，全球矿业并购重组在05-06年也同样经历了一个大牛市（图1）。全球矿业并购金额从04年的263.5亿美元攀升至2,108.5亿美元，年均复合增速达到了191%。尽管中国企业在05-06年并购大牛市中的年均复合增速亦达到了181%，但是由于基数较小的缘故，对全球并购的影响甚小。

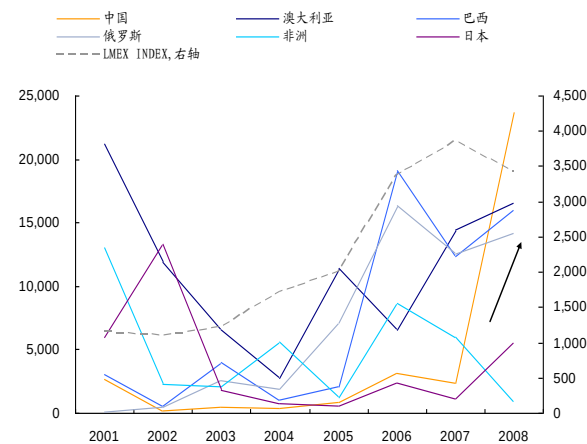
不过，自07年，起中国企业在全球矿业并购中逐渐“抢眼”：在全球并购重组总规模大幅缩减的情况下，中国矿业并购异军突起，规模占比从07年不到全球的2%，一举跃升至09年的近30%。在此期间，对中国来说最为可惜的是中铝注资力和力拓的失败（图1）。同时从A股部分有色上市公司近几年的资产重组并购活动中，我们可以直观看到中国矿企重组并购活动的活跃（表2、表3）。

图 1: 全球矿业并购重组与金属价格指数



资料来源: E&Y, 国信证券经济研究所

图 2: 分国别来看, 中国、日本并购重组加速上行明显



资料来源: E&Y, 国信证券经济研究所

表 2: A 股部分有色上市公司主要矿产并购重组活动统计

	吉恩镍业	中金黄金	山东黄金	中金岭南	江西铜业
2004		收购中国黄金集团三公司股权	收购国鑫公司所持金洲集团		收购山西省刁泉银铜矿业, 城门山铜矿
2005	加拿大 CVMR 和广东华创共同增资入股	对潼关中金冶炼增资扩股, 受让黄金金铜			
2006		收购广西泰富旗下泰富黄金矿业	投资组建山东宝华黄金矿业		要约收购加拿大北秘鲁铜业公司 (简称 NOC); 参与收购加拿大北秘鲁铜业公司 100% 股权, 并与五矿有色组建“五矿江铜矿业投资有限公司”
2007	注入通化吉恩	定向增发注入陕西、内蒙、湖北、河南、广西、辽宁、黑龙江等金矿	定向增发注入集团包括金仓、玲珑、三山岛、沂南及平度的黄金主业资产		
2008	收购四子王旗小南山铜镍矿业	受让集团公司的西藏中金、平武中金等股权			签订阿富汗艾娜克铜矿项目开发合同
2009	收购加拿大 Liberty Mines, 澳大利亚 Metallica Minerals, Canadian Royalties, 非公开发行 A 股正在进行	收购镇安股权; 受让集团的河北黄金整体产权、夹皮沟矿业、前河矿业	竞购莱州市地勘公司新立村金矿详查探矿权	收购广西武宣县盘龙铅锌矿 55% 的股权; 收购加铝所持华加日铝业 17% 股权; 完成对澳大利亚 PEM 公司的收购交易	
2010	通化吉恩收购通化金斗镍矿资产	收购甘肃省两当县龙王沟金矿探矿权	收购青岛鑫莱股权; 收购山东金石矿业		

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

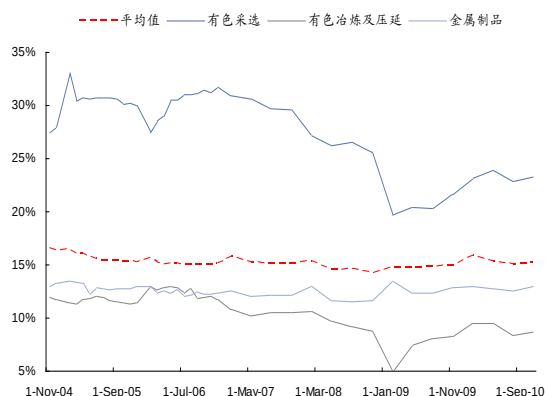
这是具备持续性的...

我们更为关注造成这种趋势的原因，以及是否存在可持续性。我们认为这主要来自于利润驱使及政策推动两个方面，而对于可持续性的答案显然是肯定的。

首先是利润的驱使，这是内在动因。我们对比各行业的毛利率，可以发现资源品行业的盈利水平远高于各行业平均值，同时中国有色行业来说，由于技术附加值等方面的缘故，有色采选-冶炼及压延-金属制品的盈利水平呈现出明显的“微笑曲线”模式（图3）。

不过我们认为行业的平均水平仅能代表相对的盈利能力，而对于具有矿山资源的企业来说，盈利空间可能更大。这里我们并不倾向于采用会计利润数据，我们认为有色金属的吨完全成本是更为客观的指标（图4）。08年电解铜的吨完全成本为23,000元，而成本的增长是具备刚性的。对比目前70,000元/吨的价格水平，可见自有矿山潜在盈利水平存在较大的提升空间。当然，这是建立在我们对价格未来继续上涨的预期之上的。

图3：有色采选盈利水平远高于各行业平均值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图4：成本具备刚性，在价格上涨时意味着盈利空间更大

	08年完全成本	现货价（不含税）	吨价差
铜	23,000	62,479	39,479
铝	14,000	14,222	222
铅	11,500	15,000	3,500
锌	12,000	16,325	4,325

资料来源：CRU，国信证券经济研究所

再者是国家及地方政府的政策，这是外在驱动。加入世贸组织后，中国在03年发布《中国的矿产资源政策》白皮书，第一次正式向世界公布中国矿产资源方面的情况及有关政策要点，引导国内外投资者积极参与矿产资源勘查开发。但是资源的保护、开采等政策由于经济增长的需要并没有得到落实。随着资源的开采和耗用，尤其是经历了05-06年商品价格大牛市之后，部分金属（以铁矿石为代表）逐渐被国际矿企巨头所垄断，而国内优势资源（稀土为代表）却屡屡遭到贱卖，这使得中国资源的紧缺与保护成为焦点。在此背景下国家和地方政府纷纷出台了矿产资源的相关政策和措施，我们着重关注两个方面的政策及措施：

一方面是鼓励中国优势企业走出去，进行国际矿产资源开发。在08年金融危机时，中国国土资源部部长徐绍史首次明确表示“欢迎全球矿业企业投资中国，并与国内企业开展贸易合作”。而09年中国首家矿业投资基金-中国联合基金的成立，无疑从资金层面上进一步支持了中国矿企的国际资源开发进程。

另一方面是极力推进国内资源的整合。从08年开始进行的山西煤炭整合、到稀土行业的整合、到国土资源部公布的涉及钨矿、锑矿、钼矿、锡矿等78个矿产资源开发整合重点挂牌督办矿区名单，再到日前工信部发布的《氟化氢行业准入条件征求意见稿》，我们可以看到国内加强各矿产资源整合的大潮正逐步展开。尤其是

煤炭、稀土等资源品整合的经验或也会为后续其他资源的整合提供借鉴意义。

中国矿业企业的并购重组在经历过去两年的成长之后，无论在海外并购还是对内整合均取得了相当的经验，并有望在十二五期间进一步呈现出上升态势。而持续不断的并购重组对于中国有色行业的发展具有深远的意义，在此进程中有可能出现“困境反转”的中小企业，也会出现像必和必拓等一样的国内、国际龙头矿企。我们看好并购重组给我们带来的投资机会。

并购重组背景下投资机会初探

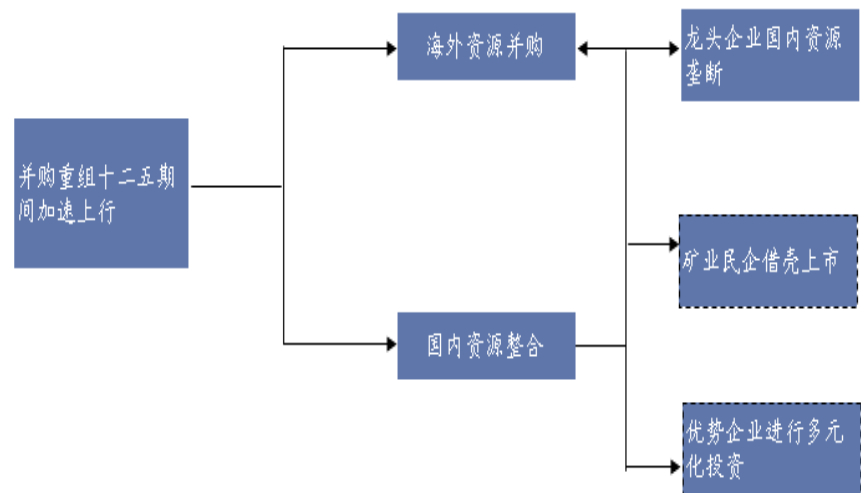
存在三条投资主线

根据资源整合路径，我们认为主要存在有三条投资主线（图5）。

首先是海外资源并购。这主要包括像中国铝业、中国中冶、中国铁建、江西铜业、中金岭南等目前国内的龙头企业，其依靠资金、技术等优势条件，在国家政策的支持下将进一步进行海外资源并购。当然，有实力的民营企业如宏达集团也纷纷走出国门收购矿山资源。

其次是国内资源的整合。我们认为国内资源的整合目前尚处于“战国时代”，一方面是江铜、中铝、五矿集团等争相进行资源并购，以巩固目前的龙头地位，一方面是民营矿企等借助“壳资源”进行重组上市，希望借资本市场进行更多的资源扩张和发展。还有便是资本较为充沛的上市公司、企业集团在高盈利水平的驱动下，纷纷进行多元化投资。

图 5：并购重组存在三条投资主线



资料来源：国信证券经济研究所

我们在此篇报告中将着重梳理借壳上市及多元化投资这条投资主线，此为并购重组主题投资机会的初探。对于海外并购、国内资源龙头整合等方面的内容，请投资者关注我们后续的报告。

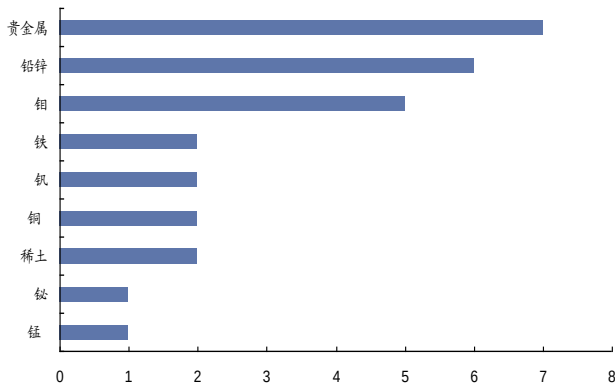
借壳上市与多元化投资：涉足矿产资源的 A 股上市公司

按照借壳上市和多元化投资两个板块，我们梳理总结了 22 家近期涉足矿产资源的 A 股上市公司（表 3）。

可以看到其所涉及的矿产资源品种多种多样，但以贵金属、铅锌和钼矿居多（图 6）。贵金属由于一直维持上涨态势，金矿亦成为受实业界青睐的投资标的之一。对于铅锌、钼矿来说，除了金属价格上涨引起的投资升值外，也反映出中国小型铅锌矿和钼矿分布的广泛（图 7）。我们从遵义市小型钼镍矿的情况中也可以直观的看到这一点（表 24）。

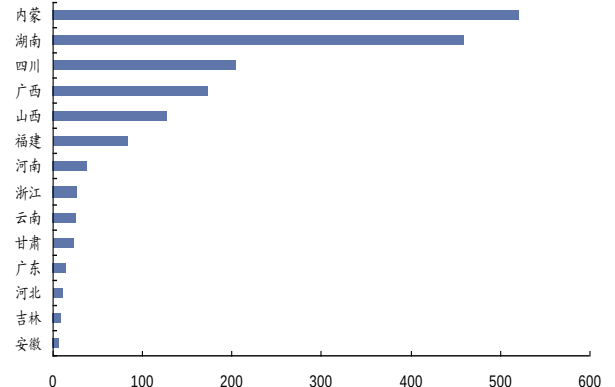
特别的，中国铅、锌和钼产量分别占到了全球的 41.5%、27.7% 和 42.3%，这就意味着中国大量小型铅锌矿和钼矿的存在会成为限制金属价格上涨的一大因素，因为金属价格的提升势必带来小型矿的复产，从而改变市场的供给曲线。这也是我们对铅、锌和钼价走势相对谨慎的一个重要原因。

图 6：贵金属、铅锌和钼为主要的并购重组矿产资源



资料来源：国信证券经济研究所

图 7：中国小型钼矿数量多分布广



资料来源：Brook Hunt，国信证券经济研究所

同时我们可以看到有多家房地产企业成为投资主体，例如中天城投、中润投资、新湖中宝。这是有先例的。目前 A 股有色中的西部资源，即是在 2008 年由 ST 绵高注入甘肃阳坝矿转型而来，主营业务由前期的房地产开发和工程建设转为铜矿采选及销售。面对今后中国对房地产的严厉控制政策，或许有更多的房地产企业会进行多元化投资。

另外，经历过 1 年左右的时间，ST 雄震（现已更名为雄震矿业）在 10 年年底正式通过了证监会审核，资产注入终成正果。而刚刚进入 11 年部分矿产资源的公司发布最新进展公告，其资产注入进程进入再次审核阶段或补充审核资料阶段，这或表明新的一年中有色行业将迎来多位新成员。

表 3：22 家涉足矿产资源的 A 股上市公司

借壳	原主营/主营	金属品种	矿产资源涉及内容	重组最新公告	目前进展情况
万好万家	房地产	钼、铁、锌和黄金	以全部资产并向天宝矿业定向增发，置入西朝钼矿等相关资产	2010.07.30	准备回复证监会反馈意见的资料
天山纺织	纺织业	铜、锌和金银	向新疆凯迪矿业等定向增发，置入西拓矿业 75% 股权	2011.03.31	未获得证监会并购重组审核委员会审核通过的公告

ST 雄震	IT 设备	铜、钨、锡、铅锌等	向孙汉宗等人定向增发，置入银鑫矿业 72%股权	2010.12.29	有条件通过，已完成过户手续
ST 威达	医药设备	锌、铅和银	以全部资产并向北京盛达等定向增发，置入银都矿业 62.96%股权	2011.03.22	督促银都矿业尽快完成西部斜井的整改工作
富龙热电	公共事业	铁、铅锌、铋和钼等	以全部热电资产并向兴业集团定向增发，置入锡林矿业等资产	2011.02.11	补充审计、评估、盈利预测资料等相关资料
ST 珠峰	铅锌冶炼销售	铅锌、银	向包括塔城国际在内的不超过 10 名特定投资者定向增发，置入塔中矿业在塔吉克斯坦的选矿厂 100%股权；塔中国际承诺在增发完成后半年内注入塔中矿业资产（51%-92%股权）	-	暂无最新公告，目前处于停牌状态
大元股份	化纤	黄金	通过系列运作，拟注入珠拉黄金、世峰矿业和大漠矿业	2011.03.30	公司公告称标的资产尚处于过户过程中。目前处于停牌状态。
ST 偏转	电子元件	钼	以全部资产和负债并扣除 1 亿现金，并定向增发置入炼石矿业 100%股权	2011.04.12	补充中路集团财务数据
ST 金谷	陶瓷	黄金			
多元化					
明星电力	水电	钒	增持奥深达资源投资开发有限公司，奥深达成为全资子公司	2010.12.01	奥深达成为全资子公司，款山项目建设中
中天城投	房地产	锰、煤	中天城投与贵州省地矿局 102 地质大队合作勘察开发小金沟锰矿	2011.01.29	已完成勘察工作量的 90%左右
闽福发 A	发电设备	黄金	合营企业大华大陆投资参股宏益矿业，间接进入金矿开发领域	2010.06.18	董事会审议通过参股议案
中润投资	房地产	黄金	成立中润矿业发展和中润国际矿业，引入矿业人士，资源类项目确认为又一主业	2011.01.22	中润矿业、中润国际完成工商注册
啤酒花	食品饮料	黄金	全资子公司取得空古尔布拉克地区金多金属矿等 5 个探矿权	2011.01.07	探矿权处于初查阶段，是否具有经济价值不确定
冠农股份	农林牧渔	黄金、钒	制定进入矿产资源开发战略，积极收购矿产资源（投资中电钒业、巴州地矿等）	2011.02.16	收购昊鑫矿业 100% 股权，进入黄金开采
长征电气	电器设备	钼镍	积极措施参与当地政府钼镍矿资源整合工作，目前已整合裕丰、通程、恒生矿产	2011.01.28	收购恒生矿产投资有限责任公司
新湖中宝	房地产	钼	受让丰宁承龙矿业 80%股权，I 号钼矿脉钼金属量为 6,277 吨	-	暂无相关公告
鼎立股份	房地产	稀土	收购广西有色金属集团岑溪稀土开发有限公司 10%股权	2011.02.19	董事会通过岑溪稀土收购事宜

中国中冶	建筑工程	多金属	在境内拥有金昌铁矿、宏大铁矿，国外拥有瑞木镍钴矿、艾娜克铜矿等多处矿产资源。艾娜克铜矿采矿权区内的艾娜克铜矿床是目前世界上已探明、但尚未开发的大规模、高品位铜矿床之一。
中国铁建	建筑工程	多金属	通过房地产、矿产资源改善主营结构；08 年收购林西县通和矿业。10 年 6 月正式收购加拿大 Corriente Resources96.9%的股份，预计其铜金属储量约为 1,154 万吨。
中国中铁	建筑工程	多金属	在刚果拥有两座铜钴矿，在国内拥有华鑫矿业、芒来矿业、小白杨矿业、伊春鹿鸣矿业等多处矿产资源企业；08 年控股的华刚矿业股份收入刚果（金）CUVETTE DIMA, DIKULUWE 等五大铜钴矿的矿产权和矿产证。公司计划在投资委内瑞拉金矿和蒙古铜矿等。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

我们的选股逻辑

对于借壳上市的公司，由于有部分矿山资源处于停产、仅持有探矿权、盈利数据尚未公布等情况的存在，我们更看重公司所注入矿产的长期资源价值。针对此类公司：

- 第一步：根据公告储量对矿产进行资源估值，并对比目前股价与每股资源价值（摊薄后）；我们认为长期的资源价值可以为我们提供一定的投资安全边际。需要特别说明的是，我们对长期的吨完全成本和售价的假设倾向于更为保守一些，基本上将参照目前上市公司披露的自产矿产品收益水平。具体假设见下表：

表 4：主要金属品种长期均衡吨完全成本及价格假设

	吨完全成本（万元）	吨售价（万元）	吨税前利润（万元）
铜	3.00	7.00	4.00
铅	1.40	2.10	0.70
锌	1.45	2.50	1.05
黄金	20,000	30,000	10,000
白银	30	800	770
钨	15	35	20
铁精粉	0.08	0.13	0.05

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

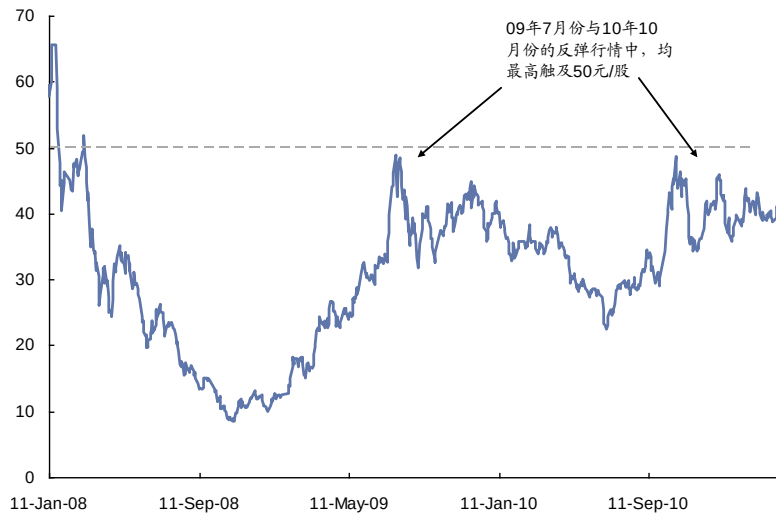
- 第二步：考察公司现在或者未来大股东的背景，这主要包括大股东拥有的其余矿产资源。在“解决同业竞争”的监管要求和“上市融资”的内在需求下，大股东其余矿产资源或将得到陆续注入。

特别的，我们认为存在较少“资源价值与股价折价”的公司为我们提供了相对高的安全边际，我们认为有必要进一步分析其在 2011 年的盈利情况（见“重点关注的公司有哪些”部分）。

对于多元化投资公司，我们尽可能的采用分部估值的方法以确定矿产价值对公司整体投资价值的提升空间。

我们认为这种选股方式是有效的。对比江西铜业的走势，可以明显的看到在 09 年 7 月份和 10 年 10 月份的两波反弹中，江西铜业的股价均最高触及 50 元/股（图 6），这与我们计算的江铜长期资源价值相当。当然对于存在较多外延式增长（矿产注入）预期的个股，会因为成长性而得到溢价。

图 8：江西铜业股价最高触及 50 元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

同时我们并没有针对借壳上市和多元化投资做绝对的区分，这样主要是考虑了表述方面的需要。对于中国中冶、中国中铁、中国铁建等公司我们将在后续海外并购等报告中做相应跟踪。以下我们将对近期主要的 19 家左右存在具备重组或介入矿产资源概念的个股进行逐一梳理分析。

公司概况：借壳上市系列

富龙热电（000426.sz）

公司 2010 年 5 月份发布资产置换公告。根据该公告公司将以全部热电资产并向兴业集团以 14.5 元/股的价格定向增发 1745.3 万股作为置出资产，置入包括锡林矿业、融冠矿业等在内的 5 座矿山及双源有色铅冶炼厂 100% 股权（其中，储源矿业因 09 年停产，此次先行注入 51% 股权，后续待其生产稳定后继续注入其余 49% 的股权）。重组完成后，富龙热电将转型为矿产资源型企业，而兴业集团将成为公司控股股东（33.02% 股权）。

双方同时就注入资产 2010 年、2011 年和 2012 年的业绩签订了盈利补偿协议，若注入资产业绩在 2010 至 2012 年三年中不能分别达到 1.4 亿元/2.0 亿元/2.2 亿元，兴业集团将以“股份回购并注销”的方式进行盈利补偿。对应 2010/2011/2012 年 EPS（摊薄后）分别为 0.35 元/0.50 元/0.55 元。

兴业集团此次注入的 5 座矿山分别为铁锌（锡林矿业）、铅锌银多金属矿（融冠矿业、巨源矿业和富生矿业）以及钼矿（储源矿业），合计铁金属储量 796.4 万吨，锌金属储量 98.1 万吨，铅金属储量 3.5 万吨以及钼金属储量 0.82 万吨（按 51% 权益计算）。我们预计置入资产权益资源价值约为 66 亿元，合每股资源价值 16.6 元。

表 5: 富龙热电资源价值估值表

	铁 (万吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	钼 (万吨)	铋 (万吨)	银 (吨)
锡林矿业	337	28			2,641	
融冠矿业	382	51				
巨源矿业		2	2			29.57
富生矿业		2				43.66
储源矿业				0.66		
权益金属商品量	718.73	83.15	1.96	0.66	2,640.78	73.23
吨完全成本 (万元)	0.08	1.45	1.40	15	9	30
平均售价 (万元)	0.15	2.50	2.10	35	11	800
净利润	37.73	65.48	1.35	9.92	0.40	4.23
资源折现值 (亿元)	19.64	35.70	1.00	6.32	0.18	3.18
发行后总股本 (亿)	4					
每股资源价值 (摊薄)	16.6					
公司股价 (2011/4/11)	23.45					

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

公司控股股东兴业集团同样拥有较为丰富的其他矿产资源。特别的, 我们需要关注公司位于河南南阳的唐河时代矿业。唐河时代探矿权 (周庵矿区) 一共包括两个矿体, 设计利用矿石量 7433 万吨, 镍金属储量 32.4 万吨, 铜金属储量 11.5 万吨, 金金属储量 12.16 吨, 银金属储量 402 吨, 属于特大型矿体。我们预计公司唐河时代探矿权的长期资源价值将达到 150 亿元。

表 6: 富龙热电大股东其他矿产资源丰富

	资源储量状况	控股比例
天贺矿业 (采矿权)	140.7 万吨铜多金属矿石储量, 铜平均品位为 0.3%	100%
唐河时代 (探矿权)	周庵矿区两个矿体矿石资源量 9754 万吨, 设计利用矿石量 7433 万吨, 矿石平均品位铜为 0.13%、镍为 0.35%。镍金属储量 32.4 万吨, 铜金属储量 11.5 万吨, 金金属储量 12.16 吨, 银金属储量 402.22 吨, 铂储量 18.41 吨, 钯储量 15.71 吨, 钴储量 1309 吨, 属于特大型矿山。我们预计探矿权长期资源价值在 150 亿元左右 (假设服务年限为 30 年)。	100%
赤峰荣邦矿业 (探矿权)	已提交详查报告; 铅、锌、银、铜	100%
哈密铜都矿业 (探矿权)	已提交详查报告; 银铜	80%
西乌珠穆沁旗银漫矿业 (探矿权)	已提交阶段性详查报告; 铅、锌、银、铜	51%
新疆昌吉州兴业矿业 (探矿权)	尚未取得探矿证	100%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

ST 珠峰 (600338.sh)

公司 2010 年 3 月份发布定向增发预案。根据预案公司向包括塔城国际在内的不超过 10 名特定投资者以每股 12.33 元的价格增发 0.4 亿股。此次定向增发注入的资产为控股股东塔城国际资源控股子公司塔中矿业在塔吉克斯坦的选矿厂 100% 股权, 同时大股东塔城国际承诺在增发完成后半年内注入塔中矿业资产, 注入的股权比例在 51%-92% 之间。

塔中矿业目前主要拥有派-布拉克铅锌矿和阿尔登-托普坎铅锌矿的两个开采权，我们按照注入92%的股权计算，预计将注入的采矿权的权益长期资源价值为74亿元。由于尚未有相关的注入方案，暂时无法计算每股资源价值。

表 7：ST 珠峰资源价值估值表

	锌（万吨）	铅（万吨）	银（吨）
阿尔登-托普坎铅锌矿	70.86	61.43	1,285.83
派-布拉克铅锌矿	11.40	11.00	39.79
权益金属商品量	62.85	48.99	906.23
吨完全成本（万元）	1.45	1.40	30
平均售价（万元）	2.50	2.10	800
净利润	49.50	25.72	52.33
资源折现值（亿元）	21.09	11.08	20.27
资源价值合计（亿元）	52.4		
公司市值（2011/4/11）	22.7		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

同时，大股东塔城国际在吉尔吉斯斯坦还拥有多处矿权，而塔中矿业是成立在上海合作组织框架下的国家级经济合作项目，我们认为其在合作开发塔吉克斯坦和吉尔吉斯斯坦具有较大的优势，塔中矿业（或塔城国际）有望在当地持续开发新的资源，公司未来存在较强的注入预期。

特别的，与阿尔登-托普坎铅锌矿同处一个矿脉的北阿尔登-托普坎铅锌矿（由于历史原因被人为的分为两矿山），我们认为后续北阿尔登矿将归为塔中矿业开采的概率较大；目前北阿尔登矿锌金属储量 251.3 万吨，铅金属 196.6 万吨，白银约 2300 吨，开采服务年限为 12 年，我们预计该矿的长期资源价值约为 200 亿元。

表 8：北阿尔登-托普坎铅锌矿资源价值估值表

	锌（万吨）	铅（万吨）	银（吨）
北阿尔登-托普坎铅锌矿	191.99	132.99	2,335.41
权益金属商品量合计	191.99	132.99	2,335.41
吨完全成本（万元）	1.45	1.40	30
平均售价（万元）	2.50	2.10	800
净利润	151.19	69.82	134.87
资源折现值（亿元）	87.43	40.37	77.99
资源价值合计（亿元）	205.80		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

ST 威达（000603.sz）

ST 威达 2010 年 5 月份公告定向增发预案，以全部资产与北京盛达、红烨投资、王彦峰和王伟合计持有银都矿业 62.96% 股权进行置换，并以每股 29.78 元的价格向其定向增发 3.95 亿股。增发完成后，ST 威达将由原来的医疗器械生产企业转型为矿产资源企业，北京盛达及其一致行动人盛达集团持股 2.82 亿股（52.8% 股权），为控股股东。

注入的矿山资产为内蒙古赤峰市克什克腾旗拜仁达坝银多金属矿，我们预计置入资产的权益资源价值约为 66 亿元。

表 9: ST 威达资源价值估值表

	锌 (万吨)	铅 (万吨)	银 (吨)
银都矿业	81.09	35.55	3,217
权益金属商品量合计	42.40	18.18	1,505.19
吨完全成本 (万元)	1.45	1.40	30
平均售价 (万元)	2.50	2.10	800
净利润	33.39	9.54	86.92
资源折现值 (亿元)	16.93	4.84	44.08
资源价值合计 (亿元)	65.8		
发行后总股本 (亿)	5.1		
合每股资源价值 (摊薄)	13.0		
目前公司股价 (2011/4/11)	33.21		

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

公司控股股东盛达集团 (实际控制人为赵满堂先生) 拥有极为丰富的矿产资源, 其控股的矿企达到 12 家之多, 矿产资源集中在铅锌矿领域, 并有部分为钼矿、金矿、铁矿以及石煤矿。

表 10: ST 威达大股东其他矿产资源丰富

	资源储量状况	控股比例
四川攀枝花金马矿业	盐边县龙塘铅锌矿, 含铅锌金数量合计为 5.87 万吨	85%
内蒙古金山矿业	内蒙古新右旗额仁陶勒盖 72.56 平方公里的银矿探矿证和呼盟新巴尔虎右旗杭乌拉苏木 5.5143 平方公里的锰银矿采矿证	92%
赤峰金都矿业	内蒙古克什克腾旗白音查干南山 3.88 平方公里的铅锌矿	65%
陕西金都矿业	陕西省凤县田竹园 4.62 平方公里的铅锌矿	80%
青海五洲矿业	青海省都兰县乌妥沟 48.81 平方公里的铅锌矿	100%
三河华冠资源技术	1、内蒙克什克腾旗梁底 32.03 平方公里银多金属矿探矿权; 2、内蒙克什克腾旗大地 12.48 平方公里银多金属矿普查; 3、内蒙克什克腾旗老盘道背后 44.79 平方公里锡多金属矿普查; 4、内蒙克什克腾旗赛汉敖包 89.23 平方公里铅锌多金属矿普查 5、内蒙克什克腾旗转心湖 6.24 平方公里铜银多金属矿普查; 6、内蒙克什克腾旗园林子北山 51.10 平方公里锡多金属矿普查; 7、内蒙克什克腾旗敖包吐沟脑 21.07 平方公里铅锌多金属矿普查; 8、内蒙克什克腾旗十地东沟 3.11 平方公里铅锌多金属矿普查	52%
内蒙古五洲矿业	1、内蒙古西乌珠穆沁旗扎罕 30.08 平方公里银多金属矿地质详查; 2、内蒙古西乌珠穆沁旗啊日洪浩尔南 34.76 平方公里多金属矿点详查;	100%
内蒙古天成矿业	内蒙古额济纳旗小狐狸山 43.09 平方公里的钼矿	42%
甘南舟曲宏达矿业	甘南舟曲县坪定乡 0.1367 平方公里的金矿	80%
安徽盛达矿业	安徽萧县旗杆楼 19.18 平方公里的铁矿	100%
甘南顺达矿业	甘肃省迭部县竹路沟一带 60.38 平方公里铁矿普查	45%
益阳弘基矿业	1、益阳桃江县松木塘镇陈家冲 1.5 平方公里石煤 (钒) 矿采矿权; 2、益阳赫山区樊家庙 1.0 平方公里石煤矿采矿权 3、益阳赫山区橙子坡 1.8 平方公里石煤矿采矿权	71%
天水金都矿业	无资源	71%
赤峰海宏矿业	无资源	100%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

万好万家（600576.sh）

公司 09 年 8 月份公告资产置换及发行股份购买资产预案，根据预案公司将以除交易性金融资产外的房产、连锁酒店等全部资产和负债，并以每股价格 5.07 元向天宝矿业发行不超过 2.85 亿股进行资产置换。置换后，万好万家（600576.sh）将转型为一家以钼矿开采和销售为主的矿企。根据最新公告，公司正在准备回复证监会关于资产重组申请资料反馈意见的资料。

天宝矿业此次置入资产包括西朝钼矿、坪地钼矿、上西坑钼矿、金家坞金矿等 7 处矿山资源。根据公告，我们预计置入资产的权益资源价值在 42.3-48.7 亿元之间，合每股资源价值 11.7-12.8 元。

表 11：万好万家资源价值估值表

	钼（吨）	铁（万吨）	锌（吨）	金（吨）
西朝钼矿	47,549			
坪地钼矿	1,871			
上西坑钼矿	10,195			
金家坞金矿				2.82
三道湾子金矿				4.32
马坑铁矿	82,648	16,773		
谢尔塔拉铁锌矿		2,269	287,190	
权益金属商品量合计	53,012	3,561	238,508	4.76
吨完全成本（万元）	15	0.08	1.45	20,000
平均售价（万元）	35	0.15	2.50	30,000
净利润	79.52	186.96	18.78	3.57
除黄金外资源折现值（亿元）	7.2	40.8	5.5	
黄金价值（亿元）	p/nav=1.5	p/nav=3		
	5.35	10.71		
资源价值合计（亿元）	42.3	48.7		
发行后总股本（亿）	5.0			
合每股资源价值（摊薄）	11.7	12.8		
目前公司股价（2011/4/11）	23.25			

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

除以上将注入的矿山资源外，天宝矿业公司旗下还有多个探矿及投资类公司，分布于新疆、河南、东北、福建等多个省市地区。同时，公司还拥有 653 平方公里的探矿权区域。

表 12：万好万家大股东其他矿产资源丰富

	主营业务状况	控股比例
德安天宝矿业有限公司	铅锌矿、锑矿的勘查	60%
浦城天宝矿业有限公司	铅锌矿的勘查	100%
阿勒泰市天宝实业投资有限公司	铅锌矿的勘查	80%
北京山水达诚投资有限公司	矿产资源投资	100%
新疆西北天宝地勘投资有限公司	西北地区矿产资源勘查、投资	100%
新疆天琴矿业技术有限责任公司	新疆地区矿产资源勘查、投资	100%

乌鲁木齐天宝云龙矿业有限公司	铜矿的勘查	100%
巩留金山矿业投资有限责任公司	矿产资源投资	100%
四川省甘孜州天宝矿业有限公司	矿产资源勘查、投资	70%
卢氏县鑫隆矿业有限公司	铅锌矿的勘查	100%
河南天宝大地矿业有限公司	河南地区矿产资源勘查、投资	100%
黑龙江省东煌天宝投资有限公司	东北地区矿产资源勘查、投资	100%
黑龙江天宝矿业投资有限公司	黑龙江地区矿产资源勘查、投资	70%
四川西南天宝地勘投资有限公司	西南地区矿产资源勘查、投资	100%
福建天宝矿业投资有限责任公司	福建地区矿产资源投资	100%
云南云宝铂钨矿业有限公司	铂、钨等有色金属矿的勘查	49%
南昌天宝矿业有限公司	江西地区矿产资源战略投资和销售	50%
福建省上钻矿业开发有限公司	矿产资源勘查、投资	53%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

天山纺织（000813.sz）

公司 10 年 6 月份公告发行股份购买资产及关联交易报告书草案，根据报告书公司拟以每股 5.66 元的价格向新疆凯迪矿业投资和青海雪驰科技发行 1.23 亿股购买其分别持有的新疆西拓矿业 50% 及 25% 的股权。定向增发完成后天山纺织（000813.sz）在保有原来的毛纺织业务上（基本无盈利）将进入矿产资源行业，大股东仍为新疆凯迪投资有限公司。不过根据公司 2011 年 3 月 31 日最新公告，资产注入方案未得到证监会批准。

注入的矿山资产为新疆哈密市黄土坡矿区 I 矿段铜锌矿（包括 I 矿群和 II 矿群两大矿群），同时还有黄土坡一带 73.41 平方公里的铜多金属矿探矿权，其中 2011 年为矿山建设期。我们预计置入资产的权益资源价值在 14.6-15.4 亿元之间。另外根据盈利补偿协议，新疆凯迪矿业和青海雪驰科技的保证 2012 年/2013 年/2014 年矿区归属于上市公司的盈利分别为 5325.80 万元/7011.80 万元/7011.80 万元，实际盈利不足预测部分将用股份方式进行补偿。我们预计公司长期资源价值为 11.8 亿元，合每股资源价值 2.4 元。

表 13：天山纺织资源价值估值表

	铜（万吨）	锌（万吨）	金（吨）	银（吨）
哈密黄土坡 I 矿段-I 矿群	14.44	19.66	2.67	95.09
哈密黄土坡 I 矿段-II 矿群	3.57		0.76	27.01
权益金属商品量合计	18.02	19.66	3.43	122.10
吨完全成本（万元）	3.00	1.45	20,000	30
平均售价（万元）	7.00	2.50	30,000	800
净利润	27.41	6.72	0.45	1.45
除黄金外资源折现值（亿元）	10.44	2.13		0.56
黄金价值（亿元）	p/nav=1.5	p/nav=3		
	0.68	1.36		
资源价值合计（亿元）	11.1	11.8		
发行后总股本（亿）	4.9			
合每股资源价值（摊薄）	2.3	2.4		
目前公司股价（2011/4/11）	12.73			

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

另外公司控股股东新疆凯迪矿业拥有境外矿山资源。凯迪矿业全资成立的吉尔吉斯矿业（包括其控股子公司）拥有 3 个金矿采矿权、2 个金矿探矿权、1 个锡矿探矿权，目前已投入生产。其中，纳索诺夫金矿矿场远景金金属储量有望超过 70 吨，我们估计资源价值区间或为 25-49 亿元。

表 14：天山纺织大股东其他矿产资源丰富

	资源状况	其他公告内容
纳索诺夫金矿采矿权	C 级储量黄金 4 吨、P 级远景储量 70 吨	计划 2011 年正式投产
萨雷布拉克锡矿采矿权	锡 C 级储量 10 吨	计划在 2010 年溢价转让
克拉克则克 2#矿采矿权		采矿权属于英特尔商务有限责任公司
克拉克则克左岸矿采矿权	日处理 500 吨矿石	采矿权属于英特尔商务有限责任公司

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

雄震矿业（600711.sh）

公司 2010 年 3 月公告非公开发行 A 股股票预案。根据预案公司以每股 10.22 元的价格向孙汉宗等 10 名投资者发行 6506 万股，并以募集的 6.65 亿元收购银鑫矿业 72% 股权及其相应债务，其中银鑫矿业拥有 1 个采矿权（内蒙古西乌珠穆沁旗道伦达坝铜多金属矿区采矿权）及 1 个探矿权（西乌珠穆沁旗和热哈达地区，为未探明区域，面积为 25.83 平方公里）。

同时考虑到公司 07 及 08 年分别收购的三富矿业（42% 股权）和鑫盛矿业（60% 股权），公司目前一共有 3 个采矿权和 1 个探矿权。而三个采矿权中，三富矿业和鑫盛矿业一直处于停产状态，银鑫矿业则处于建设期。我们预计置入资产的权益资源价值约为 20 亿元。

表 15：雄震矿业资源价值估值表

	铜（万吨）	钨（万吨）	锡（万吨）	镍（吨）	铅（万吨）	锌（万吨）	银（吨）
银鑫矿业	14.63	2.92	2.14				25.68
鑫盛矿业	0.81			0.04			0.33
三富矿业					1.98	6.82	40.35
权益金属商品量	9.00	1.71	1.09	0.02	0.61	2.38	26.51
吨完全成本（万元）	3.00	4.00	7	10.00	1.40	1.45	30
平均售价（万元）	7.00	15.00	17	35.00	2.10	2.50	800
净利润	26.99	14.07	8.20	0.37	0.32	1.87	1.53
资源折现值（亿元）	9.80	4.91	2.87	0.25	0.21	1.24	0.76
发行后总股本（亿）	1.6						
每股资源价值（摊薄）	12.3						
公司股价（2011/3/15）	26.29						

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

大元股份（600146.sh）

公司主营业务为化纤产品（塑料板材、碳纤维制品等），但原化纤产品基本处于微利状态。近两年积极投资黄金矿产，根据公司的最近发布的相关公告，公司将主要

投资三处黄金矿产（表 15）。

表 16：大元股份黄金矿产投资公告内容

公告日期	内容	金矿情况
2010.02	非公开定向增发预案，收购珠拉黄金 100%股权	采矿权实际保有金金属高于 7.55 吨；尾矿矿石含金金属 14.8 吨，合计 22.35 吨。根据 2010 年 10 月份公告，采矿权金金属量为 8.6 吨，银金属量 28.3 吨，尾矿矿石含金金属量为 16.4 吨，合计约金金属量 25 吨，银金属量 28.3 吨。同时珠拉黄金还拥有 3 处探矿权，总面积超过 200 平方公里。
2011.01	矿业取得提示性公告，收购世峰矿业 52%股权	根据地质调研报告，重点 4 个矿段估算金金属储量为 17.2 吨。核工业二〇八大队向公司承诺在 6 个月内完成采矿权黄金储量勘探的野外工作，资源量不低于 20 吨；2012 年 12 月以前提交黄金远景储量不低于 40 吨的地质报告。
2011.02	特别风险提示公告，预案中增加收购大漠矿业	拥有珠拉黄金采矿权周边矿区 32 平方公里的探矿权，与珠拉黄金共处一个矿区；采矿证正在办理中。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

这里由于未有大漠矿业的数据，我们仅根据公司公告中对珠拉黄金和世峰矿业的储量情况进行资源估值。按照公告数据，珠拉黄金金金属含量约为 25 吨，银金属量 28.3 吨，世峰矿业金金属量 20 吨。我们预计公司此两处资产的长期每股资源价值在 8.3-16.5 元之间。若按照 40 吨的储量来计算世峰矿业，公司此两处资产的长期每股资源价值在 9.3-18.5 元之间。

表 17：大元股份资源价值估值表

	黄金（吨）		银（吨）
珠拉黄金	25		28
世峰矿业	28		
权益金属商品量合计	28.01		21.03
吨完全成本（万元）	20,000		30
平均售价（万元）	30,000		800
净利润	16.90		1.21
除黄金外资源折现值（亿元）			0.38
黄金价值（亿元）	p/nav=1.5	p/nav=3	
	25.3	50.7	
发行后总股本（亿）	3.1		
合每股资源价值（摊薄）	8.3	16.5	
目前公司股价（2011/4/11）	29.91		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

ST 偏转（000697.sz）

公司原主营业务为彩色电视机用零部件，行业整体处于衰落周期中。公司与 10 年 5 月份发布资产置换及发行股份购买资产公告，拟以扣除现金人民币 1 亿元后的全部资产及负债作为置出资产，并以每股 2.24 元的价格向陕西炼石矿业发行 298,442,115 股，置入炼石矿业 100%股权（后虽因储量发生大幅增长，但依然按照此方案进行资产置换）。

陕西炼石矿业所拥有的矿产资源为陕西省洛南县黄龙铺钼矿区上河矿段的钼矿资产。根据公司 2011 年 3 月 5 日的最新公告，上河矿段钼矿石储量为 13,809 万吨，

金属量为 12.8 吨。同时伴生矿产中，铅金属量为 33.5 万吨，硫元素量为 346.8 万吨，铼金属量 176.1 吨。我们按照 8% 的采矿损失率来估算可采储量。由于铼目前并不具备开采价值，我们暂时不对其进行估值。我们预计公司资产的长期资源价值为 50.7 亿元，合每股资源价值 10.5 元。

表 18: ST 偏转资源价值估值表

	钼 (万吨)	铅 (万吨)	硫 (万吨)
陕西炼石矿业	11.82	30.80	319.06
权益金属商品量合计	9.90	22.64	272.79
吨完全成本 (万元)	20.00	0.50	0.005
平均售价 (万元)	15.00	1.40	0.005
净利润	148.53	11.89	1.02
资源折现值 (亿元)	46.67	3.74	0.32
发行后总股本 (亿)	4.9		
合每股资源价值 (摊薄)	10.5		
目前公司股价 (2011/4/11)	23.37		

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

其他公司

ST 金谷 (000408.sz) 2010 年 8 月通过变更主营业务的议案，公司主营业务将从陶瓷行业变更为以黄金勘探、采选、冶炼产业。经过 2010 年非公开定向增发募集资金在 2010 年年底并入多家金矿资产，并在 2011 年 1 月份由 ST 玉源 (玉源控股股份有限公司) 正式更名为 ST 金谷 (金谷源控股股份有限公司)。

根据公告，公司此次一共注入了包括四川鑫伟矿业、四川省德格县切孔隆巴金矿、四川省木里县麦地龙西金矿等 12 个金矿矿权 (表 18)。由于很多矿区并未进行投入钻探及山地工程等实质性地质勘查工作，目前仅有西昌市菜子地联营金矿和四川省木里县米真梁子金矿公布相关储量。两者合计金金属可采储量为 3.48 吨。

表 19: ST 金谷注入矿权一览表

	评估价值 (万元)	资源储量情况
四川鑫伟矿业 (100%股权)	122.49	
凌源市圣达矿 (51%股权)	267.03	
西昌市菜子地联营金矿	5,490.14	动用矿石量 171449 吨，Au 金属量 1030kg，伴生 Ag 金属量 388kg；矿山保有资源量 (332)+(333)94561 吨，Au 金属量 435kg，伴生 Ag 金属量 114kg。预测矿山远景资源量 Au 金属量在 2 吨以上。
四川省德格县切孔隆巴金矿	182.1	
四川省木里县刮东金矿	52.87	
四川省木里县刚丁金矿	184.00	
四川省木里洪水沟金矿	188.90	
四川省木里县麦地龙西金矿	99.96	
四川省木里县米真梁子金矿	3,025.47	评估利用可采储量为 11.23 万吨，金属量 2,459.91 公斤，平均地质品位 21.90 g/T。服务年限为 8.32 年。
四川省木里县乍尼金矿	71.50	

四川省小金县新桥乡铜多金矿	262.41
四川省小金县中梁子钼多金矿	238.37

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

冠农股份 (000408.sz) 在经营战略上确立“用好用足国家及自治区的相关政策，尽快介入疆内的优势矿产资源开发，做强做大矿产资源开发产业，推进公司二次战略转型”的发展方向。我们可以看到，从 2010 年至今进行了多次矿业相关的投资，并成功收购了昊鑫矿业（表 19）。昊鑫矿业保有金金属量 3.63 吨。

表 20：冠农股份近年矿产并购活动

时间	公告内容
2010/2/6	以自有资金拟收购中电钒业 30% 股权，目前相关工作暂时中断中
2010/12/30	与巴州地矿签署《新疆和静县红扎一带（一区、二区）金矿普查联合勘查开发合同书》
2011/2/15	收购吐鲁番市昊鑫矿业 100%；预计保有金金属量 3.63 吨。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司概况：多元化投资系列

明星电力 (600101.sh)

公司经历过 2010 年多次的资产整合运作，将逐步剥离了医药、银行、证券等业务，未来发展方向逐步确立为以水电为主，积极开展矿业投产和生产。目前公司主要拥有的矿产资源为陕西省商洛市山阳县杨洼钒矿。根据公司公告，山阳县杨洼钒矿已于 10 年 10 月份拿到改委环保项目的批复，目前已经开工进行矿山基础设施的建设，预计建设周期在一年半左右的时间，13 年可以开始贡献利润。

由于公司未披露杨洼钒矿具体的钒金属储量，我们依据陕西省发改委《关于陕西省金盾公路建设投资有限公司山阳县杨洼钒矿日处理 1000 吨钒矿石及尾矿渣综合利用项目的核准批复》中数据产量来估算公司业绩。

公司钒矿资产价值折合每股 3.12 元-3.57 元。在发改委的环保批复文件中核定的生产规模为年产五氧化二钒 2055 吨。我们假设五氧化二钒在 13 年的价格为 11 万元/吨，吨完全生产成本（参照山阳县相同规模的钒矿的完全生产成本）为 5.5-6 万元，预计杨洼钒矿在 13 年将贡献业绩 0.18-0.21 元。我们认为给予 13 年业绩 17X 左右的估值是合理的，公司钒矿价值约为每股 3.12 元-3.57 元。

表 21：明星电力山洼钒矿估值表

	假设 1	假设 2	假设依据
生产规模（吨）	2,055	2,055	陕西省发改委批复环保文件数据
五氧化二钒吨价（万元）	11	11	
吨完全成本（万元）	5.5	6.0	费用占比假设为收入的 5%
吨利润总额（万元）	3.9	3.4	
所得税税率	15%	15%	西部企业税收优惠
13 年净利润（亿元）	0.68	0.59	
股本	3.24	3.24	
EPS	0.21	0.18	

17X 的 PE 估值 3.57 3.12 目前有色矿企 12 年市盈率为 20X，
13 年给予 17X 是合理的

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

根据我们的选股逻辑，我们需要关注公司原水电等资产的盈利状况。考虑到公司目前水电资产的状况，我们预计公司主营业务 11 年每股收益约为 0.69 元，按照 20X-25X 的市盈率公司主营业务对应每股价值约为 13.8 元-17.3 元。

表 22：明星电力未来两年主营业务预测主要假设表

	2011e	2012e
电力业务		
本部发电量（万千瓦时）	57,800	57,800
外购电量（万千瓦时）	60,000	63,000
并网售价（元/千瓦时）	0.50	0.50
本部发电成本（元/千瓦时）	0.11	0.11
外购电力成本（元/千瓦时）	0.38	0.38
自来水业务		
自来水销售量（万吨）	2,335	2,568
自来水销售价格（元/吨）	2.93	2.96
自来水成本（元/吨）	1.45	1.45
EPS	0.69	0.75

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

同时考虑到公司在 11 年的一次性收益（拍卖华西证券、黑水冰川项目等），公司的目前合理股价区间为 17.9 元-21.8 元。但是随着电网企业主辅分离改革的推进，电网公司大量的辅业资产将被剥离，而作为四川省电力公司下属企业的明星电力有可能成为电网大量辅业资产剥离过程中的一大收益者。这可能成为公司股价上涨的催化剂。

长征电气（600112.sh）

公司以高低压电器元件、成套电器设备为主要业务，是西南地区最大的工业电器生产基地。2010 年 12 月份公司通过董事会决议，提出要采取购买矿业公司股权、联合开发等多种方式开拓矿产业务，积极参与当地政府钨镍矿资源整合工作，这使得矿产资源成为公司未来的又一个增长点。目前公司分别收购了裕丰矿业、恒生矿业两个采矿权，和通程矿业一个探矿权。

裕丰矿业、恒生矿业和通程矿业均位于遵义市红花岗区，且为镍钨金属矿。根据最新的三个矿产资源的核实报告，预计镍金属总储量为 5.25 万吨，钨金属 9.23 万吨。我们预计公司长期资源价值为 31.78 亿元，合每股 7.49 元。由于公司传统业务盈利能力较差，基本处于微利状态，我们假设 2011 年业绩为每股 0.15 元（与 2010 年基本持平），并给予 15X 的市盈率，那么公司传统业务每股价值约为 2.25 元。综上，公司合计每股价值约为 17 元。

表 23：长征电气资源价值估值表

	镍（万吨）	钨（万吨）
裕丰矿业	1.50	2.81

通程矿业	2.69	4.23
恒生矿业	1.06	2.18
权益金属商品量合计	3.57	6.89
吨完全成本（万元）	10	15
平均售价（万元）	35	35
净利润	66.90	103.31
资源折现值（亿元）	24.45	38.13
发行后总股本（亿）	4.2	
合每股资源价值（摊薄）	14.75	
目前公司股价（2011/4/11）	22.76	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

根据公司 2011 年 1 月 24 日的公告，遵义市人民政府支持公司依法开展钼镍矿资源收购或整合等工作，将协调省、市有关部门予以支持。同时同意将公司新建钼镍矿资源开发项目纳入遵义市“十二五”工业发展规划，享受相关优惠政策。遵义市钼镍矿资源丰富，主要分布在遵义县、红花岗区和汇川境内。而遵义市地区分布有较多的钼镍探矿权和采矿权，并且以 3 万吨/年矿石开采量及以下规模为主，这些或许为公司未来的资源整合提供了基础。

中天城投（000540.sz）

中天城投与贵州省地矿局 102 地质大队于 2008 年 6 月 17 日签订了《贵州省遵义市红花岗区小金沟锰矿合作开发协议》同意就地质大队拥有的贵州省遵义市红花岗区小金沟锰矿探矿权进行合作勘察开发。双方为开发本项目将共同成立新公司，地质大队持有新公司 15% 的股权，本公司持有新公司 85% 的股权。

根据公司在 2011 年 1 月份对小金沟锰矿探矿的进展情况的公告，截止 2010 年 12 月 31 日，该锰矿已完成勘察工作量的 90% 左右，已初步查明的锰矿体资源量和临界品位资源量（矿石含锰 10%-15%）估算合计约 1863 万吨，预计在 2011 年中期可以申请办理采矿权。预计勘查工作完成后，锰矿体资源量为 2000 万吨左右。我们预计公司该锰矿的长期资源价值约为 42 亿元，合每股资源价值 4.6 元。

表 25：中天城投资源价值估值表

	锰（万吨）
小金沟锰矿	20,000
权益金属商品量合计	1,317
吨完全成本（万元）	1.57
平均售价（万元）	1.71
净利润	135.09
资源折现值（亿元）	42.45
发行后总股本（亿）	9.1
合每股资源价值（摊薄）	4.6
目前公司股价（2011/4/11）	17.0

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司还积极向煤炭和钒矿资源进行多元化投资。08 年 9 月公司、众志诚公司与贵州省煤田地质局签订合同受让野马川详查探矿权和疙瘩营探矿权，公司占探矿权权益的 80%。预计两处探矿权的经济可采储量总共达 2 亿吨，分别是无烟煤和焦煤，

勘探目前仍在积极推进。同时公司在 2010 年提出要密切关注贵州省内其他优势矿产资源，陆续开展钒矿等其他矿产资源的开发评估等前期工，从公司前期积极拓展矿业投资来看，钒矿业务有可能成为公司未来增长的又一个亮点。

国信房地产小组看好公司未来房地产主营业务的发展(公司主营业务的具体估值请参见我们房地产小组发布的相关报告)。贵阳城发入驻中天城投成为第二大股东，我们认为公司未来将或参与贵阳城发的土地一级开发项目，并通过一二级联动模式获取优质土地储备，同时商业、旅游资产将增厚住宅开发项目价值。

其他公司

啤酒花 (600090.sh) 2010 年 12 月份公告下属全资子公司阿拉山口啤酒花有限责任公司取得五个矿产勘查项目的《矿产资源勘查许可证》，五个探矿权分别为“新疆昭苏县空古尔布拉克地区金多金属矿普查”、“阿克牙孜铜多金属矿普查”、“和静县哈布奇勒地区金铜多金属矿普查”等，均为新疆境内探矿权，合计探矿面积为 121.9 平方公里。

啤酒花主营为啤酒销售，还有部分的胡萝卜、番茄酱、房地产等业务。但由于啤酒销售存在半径区域，预计公司主营业务将随着新疆地区的自然消费而稳定增长。

表 26: 啤酒花获得的探矿权

勘查项目名称	勘查面积 (平方公里)	有效期
新疆昭苏县空古尔布拉克地区金多金属矿普查	24.66	2010/10/15-2013/10/15
新疆昭苏县阿克牙孜铜多金属矿普查	28.44	2010/10/15-2013/10/15
新疆昭苏县浑安巴义金多金属矿普查	14.08	2010/10/15-2013/10/15
新疆和静县哈布奇勒地区金铜多金属矿普查	11.09	2010/10/15-2013/10/15
新疆阿图什市希勒维鲁河地区铅多金属普查	43.66	2010/10/15-2013/10/15
合计	121.9	

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

中润投资 (000506.sz) 在 2010 年 11 月公告将设立新公司中润矿业发展有限公司，从事矿业资源投资，具体投资矿产种类待定。同时为实现既定的投资不动产及资源类项目双主业战略布局，公司去年 12 月份正式新增 4 名董事，其中三位董事均为矿业资深从业人士，另一位则曾任对外经济贸易部处长。

根据公司在今年 1 月份的最新公告，中润矿业发展和中润国际矿业均正式完成注册登记，并领营业执照，矿业投资平台建设初步完成。

公司房地产业务集中于山东省，国信房地产研究小组认为公司地产项目储备优质，具备较强的盈利能力，保守估算目前公司项目平均利润率在 25%以上。而公司房地产每股 RNAV 约为 10.68 元，目前股价已基本反映了公司房地产业务的估值水平，但未来的矿业投资可能成为公司股价的催化剂。

表 27: 中润投资新上任管理层简介

姓名	职务	上任日期	个人简历
石玉臣	董事	2010/12/8	男，地质学博士，高级工程师，曾任山东省地质矿产局科技处工程师，山东省地勘局矿产勘查处处长，山东鲁地矿业公司副总经理，山东省地宝玉石鉴定中心主任，山东华地矿业咨询有限公司董事长；现任山东鲁地矿业投资

			有限公司公司董事长。
彭瑞林	董事	2010/12/8	男，经济学博士，曾先后担任对外经济贸易部监察局副局长，计划司进口处副处长，计财司中长期规划处处长，商务部驻海南特派员办事处副特派员，海南省商务厅厅长，商务部机关服务局局长；现退休。
崔德文	董事	2010/12/8	男，曾任黑龙江省黄金局局长，中国黄金总公司副总经理，国家黄金局副局长，国务院黄金领导小组成员，武警黄金指挥部副主任；已退休。现任中国黄金学会理事长，中国黄金协会副会长，中国矿业联合会副会长，山东黄金矿业股份有限公司独立董事。
郝英斌	董事	2010/12/8	男，加拿大国籍，矿业学博士，高级工程师，曾任加拿大温哥华矿物加工过程研究所工程师，加拿大斯帕尔资源公司董事，总裁；现任中国黄金国际资源有限公司独立董事，加拿大三江投资有限公司董事，总裁。

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

闽福发 A (000547.sz) 2010 年 6 月份公告董事会审议通过合营企业大华大陆投资有限公司（闽福发 A 控股 40.1%）以现金 1.3 亿元入股凤山县宏益矿业有限责任公司，大华大陆投资持股比例为 17.86%，闽福发 A 间接持股 7%，闽福发 A 正式进入黄金开采业。6 月底大华大陆投资又再次和其他股东一起同比例增资。

根据公司公告，凤山县宏益矿业主要资产包括 2 个采矿权和 2 个探矿权。由于未披露相关数据，暂时无法估计公司的全部资源价值，同时由于大华大陆投资并未列入合并报表，这使得目前情况下金矿对于闽福发 A 价值的贡献相当小。

表 28：闽福发 A 采矿权及探矿权统计表

采矿权	矿区/勘查面积 (平方公里)	金金属储量 (吨)	有效期
凤山县宏益矿业有限责任公司明山金矿区	0.50	37.7	2006/4/20-2012/7/20
凤山县宏益矿业有限责任公司那林金矿	1.57		2007/8/10-2017/8/10
探矿权			
广西凤山县利央山金矿普查	18.76		2009/9/17-2010/8/22
广西凤山县顶头金矿普查	40.10		2008/10/13-2010/8/8

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

鼎立股份 (600614.sh) 2011 年 2 月公告董事会审议通过《关于收购广西有色金属集团岑溪稀土开发有限公司 10%股权的议案》，以 4000 万元的对价收购岑溪稀土 10%股权，岑溪稀土控股股东依旧为广西有色金属集团稀土开发有限公司。据公司公告岑溪稀土及其全资子公司岑溪市地润矿业已取得探矿权，其所属勘查范围是离子吸附型稀土重要资源地，根据公开信息报道岑溪稀土可勘探面积达 200 多平方公里，初步探明远景稀土储量大约有 70 万吨，那么公司拥有的权益远景稀土储量约为 7 万吨。我们认为公司取得岑溪稀土 10%股权的意义更多的在于成为中国中重稀土行业整合中的一名参与者。

新湖中宝 (600208.sh) 2008 年 10 月份公告以 1.3 亿元的价格受让丰宁承龙矿业 80%股权。承龙公司持有河北省丰宁满族自治县波罗诺好村沟金、银、钼矿详查探矿权，勘查面积 12.45 平方公里。探矿权有效期为 2008 年 09 月 09 日至 2010 年 09 月 15 日，目前尚无此探矿权的进一步公告。根据该公告预计 1 号钼矿脉钼金属量为 6,277 吨，我们预计长期资源价值为 2 亿元，合每股资源价值 0.08 元，对公司股价贡献甚微。

重点关注的公司有哪些

按照上文的选股逻辑，我们分别将 15 家公司做一对比（表 27 和表 28）。我们提示重点关注富龙热电以及明星电力两家公司。

在借壳上市公司中，多家公司均有后续的资产注入概念，尤其是富龙热电大股东兴业集团的唐河时代矿业（探矿权），预计其长期资源价值将达到 150 亿元。就横向比较而言，富龙热电“股价/每股资源价值”低于其他借壳上市公司，较高的每股资源价值为我们提供了一定的安全边际。

表 29：借壳上市公司关注标的情况

公司	股价(2011/4/11, A)	每股资源价值(B)	A/B	大股东其他资产
富龙热电	23.5	16.6	1.42	1 个采矿权（天贺矿业），5 个探矿权（唐河时代、赤峰荣邦等；）唐河属于特大型铜金属矿，长期资源价值达到 150 亿元
大元股份	29.9	16.5	1.81	黄金远景储量尚未提供，资源储量待进一步核实
万好万家	23.3	12.8	1.82	天宝矿业公司旗下还有多个探矿及投资类公司，分布于新疆、河南、东北、福建等多个省市地区。同时，公司还拥有 653 平方公里的探矿权区域。
ST 偏转	23.4	10.5	2.23	铼金属未来开发价值
ST 威达	33.2	13.0	2.55	拥有极为丰富的矿产资源，其控股的矿企达到 12 家之多，矿产资源集中在铅锌矿领域，并有部分为钼矿、金矿、铁矿以及石煤矿
天山纺织	12.7	2.9	4.38	凯迪矿业全资成立的吉尔吉斯矿业（包括其控股子公司）拥有 3 个金矿采矿权、2 个金矿探矿权、1 个锡矿探矿权，目前已投入生产。其中，纳索诺夫金矿矿场远景金属储量有望超过 70 吨
ST 珠峰	14.3	-		派-布拉克铅锌矿和阿尔登-托普坎铅锌矿后续注入，北阿尔登-托普坎铅锌矿注入概率大，有望借助塔城国际后续投资吉尔吉斯斯坦等国

资料来源：Wind，国信证券经济研究所（注：以股价/每股资源价值比排序，黄金价值按照 P/NAV=3 来估算）

按照我们的选股逻辑，需要对富龙热电的 2011 年业绩进行测算。在目前低于市场价格的谨慎假设下，我们预计公司 2011 年业绩将达到 1.02 元/股左右的水平（表 30）。考虑到公司大股东未来资产的注入预期，我们认为给予 30X-35X 的估值水平是合理的，这就意味着注入完成后公司合理价值区间应该在 30 元-35 元。需要说明的是，公司业绩对各矿业公司的产量具有较高的敏感性（表 31），这是我们业绩预测的主要风险所在。对于谨慎的投资者在参与重组主题投资时，我们认为富龙热电是一个较好的关注标的。

表 30: 2011 年富龙热电业绩测算

价格假设 (元/吨, 不含税)	2011 年	
铁精粉	855	
锌精粉	10,256	
钼精粉	56,803	
铅精粉	11,122	
钨精粉	96,325	
分公司产量及成本假设 (吨, 元)	假设产量 (以理论产量的 85%计)	理论产量
锡林矿业		
铁精粉	165,334	194,510
锌精粉	13,229	15,564
钼精粉	395	465
吨原矿总成本费用	227	
融冠矿业		
铁精粉	232,302	303,663
锌精粉	31,204	40,790
吨原矿总成本费用	237	
巨源矿业		
锌精粉	7,227	8,502
铅精粉	6,577	7,737
吨原矿总成本费用	315	
富生矿业		
锌精粉	3,563	4,192
铅精粉	1,058	1,245
吨原矿总成本费用	398	
储源矿业		
钨精粉	2,522	2,967
吨原矿总成本费用	102	

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

表 31: 富龙热电业绩对产量的敏感性较高

理论产量占比	70%	75%	80%	85%	90%	95%
11 年业绩	0.64	0.77	0.89	1.02	1.14	1.27

资料来源: 国信证券经济研究所

针对多元化投资企业, 我们提示重点关注明星电力的水电资产注入进程以及处于折价状态的中天城投。

国网主辅分离, 省电力公司水电资产的剥离是一种必然, 而作为省电力公司控股的重点上市公司之一的明星电力, 有望持续获得优质资产。同时, 稳定的业务增长更为我们提供了投资的安全边际。

中天城投目前正在进行多元化资源整合, 不仅仅局限在房地产领域, 还涉足了会展建设和运营、矿产资源、新能源开发和利用、投资咨询服务、旅游等行业, 这为中

天城投提供了多条盈利通道，我们认为公司合理价值为 24.5 元，较目前价格存在巨幅折价。

表 32: 多元化投资公司关注标的情况

公司	每股资源价值	其他业务每股价值 (11 年)	合计	股价	潜在的股价上涨催化剂
明星电力	3.12-3.57	14.8-18.3	17.9-21.8	18.7	电网主辅分离大背景下, 省电力公司水电资产注入
中天城投	4.6	20	24.5	17.0	锰矿或煤矿取得较大进展; 但房地产政策因素影响较大
长征电气	14.75	2.25	17.0	22.8	遵义市钨镍矿整合平台?
中润投资		10.68	10.68	16.5	矿业公司平台运作取得一定成果

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

不过需要指出的是, 因为市场对于重组股具有很高的预期, 同时也可能是因为信息的不对称, 会使得股价有可能大幅偏离我们从公布的资源储量、盈利增长等方面估算的合理价值, 我们从雄震矿业和 ST 偏转的走势中可以明显的看到这一点(图 9)。这也是我们将目前我们所关注到的并购重组股一并列示的原因。

图 9: 雄震矿业股价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 10: ST 偏转股价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

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

风险提示

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询价。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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	谭权胜	0755-82136020
		吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	