

资源扩张前景向好

推荐

投资要点:

- 公司资源扩张前景值得看好。公司在西部地区具备特有的开发经验,依托现有矿产资源的辐射影响不断构建和完善公司在西部的产业地域布局。我们保守估计公司目前已拥有铜储量 330 万吨、锌 304 万吨、铅 256 万吨、铁矿石 2 亿吨。
- 2009 年后公司的矿产铜将大幅扩产。获各琦、赛什塘、玉龙铜矿的扩产保证 2009 年后公司的矿产铜大幅增长,我们预测 2008-2011 年矿产铜产量复合增长率为 42%,权益产量增长率为 36%。
- 公司的矿山生产成本具有竞争力。公司将采矿和原矿加工业务外包的模式以及矿山产地高海拔的地理条件决定了公司的矿山生产成本较低,保证了在金属价格底部仍能保持盈利。
- 基本金属价格风险已释放。我们认为基本金属价格已处于底部区域,风险已释放,但短期难见趋势性反转,价格将在底部区域震荡;铅价短期有望优于其他基本金属。
- 我们预测公司 2009、2010、2011 的 EPS 分别为 0.19、0.49、0.78 元,2009 年后业绩恢复增长。
- 公司目前股价 12.37 元,对应 2008 年 PB 为 2.7X,与其他 A 股有色综合类公司相比具有估值优势,主要是因为前期大量限售股抛售;从资源角度考察公司价值,参照 A 股可比公司,公司的股价也略低,我们以 DCF 估值结果 18.3 元作为公司的合理估值,给予公司“推荐”的投资评级。

合理估值: 18.30 元

分析师

周卓玮

✉: zhouzhuwei@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8044

市场数据 时间 2009.03.30

A 股收盘价(元)	12.31
A 股一年内最高价(元)	27.70
A 股一年内最低价(元)	5.30
上证指数	2374
市盈率	51.3
总股本(万股)	238300
实际流通 A 股(万股)	171070
限售的流通 A 股(万股)	67230
流通 A 股市值(亿元)	82.70

相对板块指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究所

相关研究

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	8709.31	12619.23	8364.83	10371.16	11631.66
EBITDA(百万元)	2636.39	691.77	1283.57	2179.22	3057.81
净利润(百万元)	1725.84	570.07	456.37	1173.95	1855.74
摊薄 EPS(元)	0.72	0.24	0.19	0.49	0.78
PE(X)	17.08	51.71	64.59	25.11	15.88
EV/EBITDA(X)	10.28	43.58	24.21	13.85	9.33
PB(X)	2.76	2.74	2.63	2.40	2.14
ROIC	28.65%	7.16%	3.88%	9.32%	15.14%
总资产周转率	0.70	0.76	0.51	0.65	0.69

资料来源: 中国银河证券研究所

一、公司资源扩张前景看好

西部矿业是大型综合金属矿业公司，公司拥有的核心矿山资产都位于我国的西部地区。我们认为公司定位清晰、且在西部地区拥有先行条件及丰富的开发经验，未来资源扩张的前景值得看好。

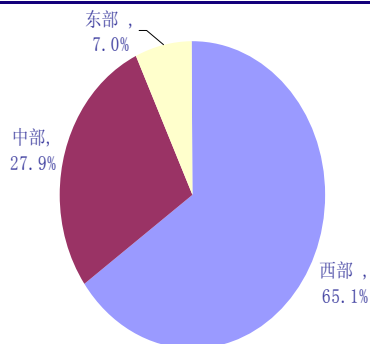
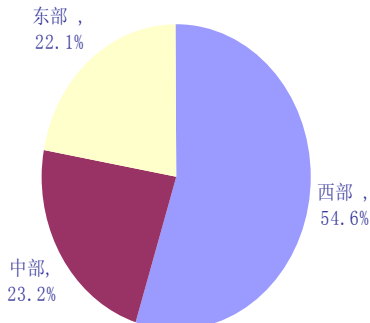
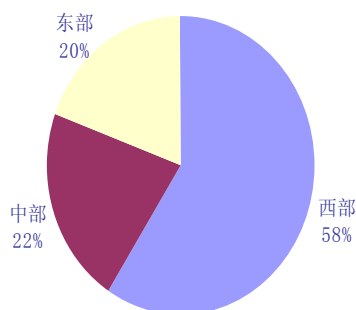
1. 公司在西部地区获取资源具有优势

我国西部资源极其丰富，蕴藏着我国 59%的锌、55%的铅和 65%的铜。公司是西部最大的有色金属矿业公司之一，通过对西部二十多年的长期经营和持续关注，已经树立了在西部有色金属行业中的领先地位和社会广誉度。熟悉西部的人文社会环境、地方少数民族政策、矿产资源分布和开发现状，这种优势将在公司后续的矿产资源扩张中发挥重要作用。

图 1 我国锌资源分布

图 2 我国铅资源分布

图 3 我国铜资源分布



资料来源：公司招股书

公司目前拥有的 5 座在产矿山锡铁山、获各琦、赛什塘、呷村和玉龙铜矿，上述五个矿山由北至南分布在内蒙古、青海、四川、西藏，且这些矿山都是西部地区成矿条件较优、矿产资源丰富的地区，在这些矿山周围的找矿前景俱佳，矿山周边地区矿产资源的辐射影响将不断构建和完善公司在西部的产业地域布局。

另外，公司控股的玉龙铜矿所在的昌都地区位于“三江”特提斯成矿带北、中段，是我国著名的有色金属成矿带和海相火山沉积铁带。成矿带上还有很多大中型铜矿，玉龙铜矿的成功开发将为其他周边铜矿的开发成功的模式，而西部矿业在西藏地区的资源发展有更大的空间。

2. 公司目前的资源储量已超预期

公司在首次公开发行的招股书中披露过资源储量数据后就一直未更新过公司的资源储量情况，但这并不表示公司的资源扩张进展不大。

公司后续收购的大柴旦镇中间沟-断层沟铅锌矿详查探矿权、双利矿业、西部下赛银业增加资源储量铜 59 万吨、铅 56 万吨、锌 30 万吨、铁 1 亿吨以上，而这些新发现的资源量就分别隶属于已有的锡铁山、获各琦和呷村矿，这也充分说明了上文中我们对现有矿山周围找矿前景俱佳的判断。

我们认为公司未来主要集中在西藏、四川、青海、内蒙古地区，发挥公司西部、高原地质经验丰富的优势，资源扩张的前景看好，预计未来 3-5 年公司的资源储量将以每年 30%左右的速度增长。

表 1 西部矿业公司的资源储量

单位: 万吨

名称	铜	锌	铅	金	银	铁	权益
锡铁山		137.64	99.77	19.97	1549		100.0%
获各琦	50.32	70.46	61.29				100.0%
赛什塘	57.96						51.0%
呷村矿	8.07	87.04	52.02		1863		76.0%
玉龙	320.02						58.0%
合计	436.37	295.14	213.08	19.97	3412		
权益	271.62	274.25	200.60	19.97	2964.8		
西部夏赛银业	132.6 万吨矿石储量						50.0%
青海省大柴旦镇 中间沟-断层沟铅锌矿详查探矿权		30.00	56.00	7.80	886		
双利矿业 (获各琦 2 号铜铁矿、3 号铁矿采矿权)	1178 万吨矿石储量 (按 1% 铜品位假设)						
保守估计公司目前权益储量	330.5	304.25	256.60	27.77 吨	3850.8 吨	2 亿吨	

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

二、2009 年后铜矿大幅扩产

虽然由于各种原因, 公司矿山的产量在 2009 年将有所降低, 但公司的矿山的扩建工作仍在进行, 未来主要的增长来自获各琦、赛什塘、和玉龙铜矿, 铜精矿产量将大幅增长, 2008-2011 年复合增长率为 42%, 权益产量增长率为 37%; 铅锌矿产量将保持稳定。

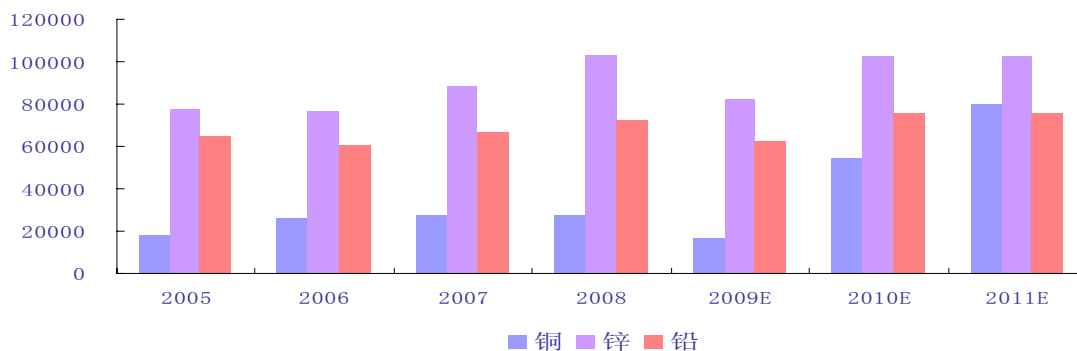
表 2 西部矿业公司主要金属矿产量

单位: 万吨 (非权益)

	2008	2009E	2010E	2011E
铜	27653	16815	54292	79792
锌	102836	82712	102191	102191
铅	72357	62716	75461	75461
铁		70	100	150
金 (kg)	220	225	244	244
银(kg)	91133	89861	95527	95527

资料来源: 中国银河证券研究所

图 4 西部矿业主要金属矿产量增长趋势



资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

三、公司矿山生产成本具有竞争力

公司的在产主要矿山成本低于国内厂商平均水平,可以保证在金属价格处于底部时仍保持盈利,我们认为公司的成本较低的主要原因在于:

1. 本公司是国内率先将主要采矿与原矿加工业务外包给第三方的矿业公司之一。这种创新模式大大降低了采矿人工成本,并且在生产成本上升时表现的更加明显。在国内的公司中,紫金矿业也采取采矿和原矿加工业务外包的模式,而紫金矿业的成本控制绝对处于领先地位,充分说明此种模式确实有其优点。

2. 本公司的主要矿山处于高海拔山区,常年干旱少雨,矿山地下水渗透少,相对于低海拔地区,其矿山排水成本大大降低。另外,公司的选矿回收率保持在较高水平。

表3 公司主要矿山选矿回收率

	2006	2005	2004
锡铁山			
铅	95.30%	98.23%	94.50%
锌	90.10%	91.67%	88.53%
获各琦			
铜	91.53%	91.57%	91.53%
赛什塘			
铜	84.36%	84.00%	84.36%

资料来源: 公司招股书

公司的玉龙铜矿虽然目前由于工艺仍不完善,成本较高,但未来随着设计产能达产和回收率的提高,成本有望大幅下降

四、基本金属价格风险已释放

公司的业绩与主要矿产金属铜、铅、锌的价格敏感性极高,我们认为基本金属价格已见底,风险已释放,2009 年可能是公司业绩的低点; 铅价由于需求的相对刚性和供应紧张短期价格有望保持强势。

1. 金属价格已跌至底部区域

在此前的报告中曾一再阐述我们对于基本金属价格的看法,基本金属价格已处于底部区域,风险已释放,但趋势性反转尚未到来,金属价格将在底部区域维持震荡走势。

表4 主要基本金属价格与成本

	铜	铝	锌	镍
目前价格	4000	1450	1342	9840
前期低点	2817	1313	1037	8837
90th%ile	3267	1628	1342	12100
75th%ile	2475	1562	990	9174
50th%ile	2079	1320	880	5940
历史上周期最低价	75%-90%ile	25-75%ile	25-50%ile	50ile%
历史上最差年均价	90%ile	50%ile	50-75%ile	75%ile

资料来源: brookhant 麦格理 中国银河证券研究所

2. 铅价短期表现可能较优

铅的终端消费中铅酸电池的用量占比 80%,而其中用于更换用的汽车铅酸电池和易损坏的电动车铅酸电池的比例又占铅酸电池消费的 50%以上,所以铅酸电池消费受新车需求下降

冲击略小，全球 2009 年的铅消费仍有望保持增长。

另一方面，由于锌矿的大幅减产（全球减产比例达 10%），伴生铅矿的产量随之减少，使得铅的供应压力减小。综合看，铅价短期表现会优于其他基本金属。

五、具有相对估值优势

我们在表 5 的金属价格假设下，预测公司的 2009、2010、2011 年的 EPS 分别为 0.19、0.49、0.78 元。

表 5 盈利预测主要价格假设

	2009E	2010E	2011E
铜	35000	40000	45000
锌	11000	15000	16000
铅	12000	15000	16000
铝	13000	15000	17000

资料来源：中国银河证券研究所

我们认为目前有色金属行业仍处于行业景气底部，但最悲观的预期已经过去，虽然金属价格仍处低位，公司业绩并没有恢复到正常水平，但估值水平有恢复的必要。

公司目前股价 12.37 元，对应 2008 年 PB 为 2.7X，从矿业公司长期平均回报的角度来看是合理的。

从相对估值来看，公司较 A 股其他有色综合公司 3.5-4 倍的 PB 还具有相对估值优势，这主要是因为公司前期大量解禁的限售股卖出所致。

从资源的角度考察，参考 a 股可比公司，不考虑铁矿的情况下，西部矿业的合理价值达到 14.56 元/股。

我们看好公司未来的资源扩张，认为相对来看公司目前股价被低估，用 DCF 的估值结果 18.30 元/股作为公司的合理估值，给予“推荐”的投资评级。

表 6 A 股可比公司资源情况

	铅+锌（万吨）	铜（万吨）	市值（亿元）	吨金属市值（亿元/吨）
中金岭南	655		168	0.26
驰宏锌锗	365		141	0.39
均值				0.33
江西铜业		1487	707	0.48
西部矿业	560	330		

资料来源：中国银河证券研究所

六、风险

1. 金属价格表现低于预期；

铜、锌、铅、铝等金属价格表现低于我们的预期会使得公司业绩低于我们预期，影响公司的估值结果；

2. 玉龙等矿山投产进度慢于预期；

玉龙等矿山地理条件恶劣、工艺尚不完善，存在进度低于预期的风险；

表 7 公司报表及主要财务指标预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	6141.4	5010.6	1945.9	2622.6	4084.8	营业收入	8709.3	12619.2	8364.8	10371.2	11631.7
应收票据	120.8	132.3	87.7	108.8	122.0	营业成本	5551.9	11097.6	7290.5	8350.8	8708.6
应收账款	279.0	492.2	326.3	404.5	453.7	营业税金	61.0	60.6	40.2	49.8	55.9
预付款项	226.1	409.9	337.0	253.4	166.4	销售费用	122.1	147.2	97.6	121.0	135.7
其他应收款	389.8	441.6	292.7	363.0	407.1	管理费用	589.5	621.9	412.3	511.1	573.3
存货	1195.5	1032.2	599.2	686.4	715.8	财务费用	166.6	154.7	83.8	31.0	-1.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	22.6	403.8	-50.0	0.0	0.0
长期股权投资	183.0	1661.7	1661.7	1661.7	1661.7	公允价值变动收益	66.4	14.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4589.7	5425.3	6743.6	7420.6	7659.1	投资收益	25.6	500.5	80.0	160.0	160.0
在建工程	922.0	838.6	1919.3	1359.6	979.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	2287.6	647.7	570.5	1467.4	2319.7
无形资产	1436.7	1582.6	1424.3	1266.1	1107.8	营业外收支净额	3.5	-46.4	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	2291.1	601.3	570.5	1467.4	2319.7
资产总计	15785.9	17407.3	15458.2	16247.1	17446.0	减：所得税	452.8	19.9	85.6	220.1	348.0
短期借款	1522.5	1964.2	0.0	0.0	0.0	净利润	1838.3	581.3	484.9	1247.3	1971.7
应付票据	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润	1725.8	570.1	456.4	1173.9	1855.7
应付账款	145.6	213.6	179.8	205.9	214.7	少数股东损益	112.5	11.3	28.5	73.4	116.0
预收款项	90.7	63.9	46.1	24.0	-0.7	基本每股收益	0.72	0.24	0.19	0.49	0.78
应付职工薪酬	149.3	134.4	134.4	134.4	134.4	稀释每股收益	0.72	0.24	0.19	0.49	0.78
应交税费	770.0	448.5	448.5	448.5	448.5	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	541.0	545.3	545.3	545.3	545.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	5.9%	44.9%	-33.7%	24.0%	12.2%
长期借款	1379.8	2527.5	2327.5	2027.5	1727.5	EBIT 增长率	2.8%	-71.0%	-24.2%	155.3%	61.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	12.2%	-67.0%	-19.9%	157.2%	58.1%
负债合计	5096.2	6652.2	4322.0	4046.1	3742.8	盈利性					
股东权益合计	10689.7	10755.1	11224.8	12289.6	13791.7	销售毛利率	36.3%	12.1%	12.8%	19.5%	25.1%
现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	19.8%	4.5%	5.5%	11.3%	16.0%
净利润	1838	581	485	1247	1972	ROE	27.1%	5.5%	4.2%	10.1%	14.3%
折旧与摊销	252	0	759	841	900	ROIC	28.65%	7.16%	3.88%	9.32%	15.14%
经营活动现金流	2658	-353	2105	1830	2670	估值倍数					
投资活动现金流	-1820	-1730	-2920	-640	-440	PE	17.1	51.7	64.6	25.1	15.9
融资活动现金流	4057	952	-2250	-513	-768	P/S	3.4	2.3	3.5	2.8	2.5
现金净变动	4896	-1131	-3065	677	1462	P/B	2.8	2.7	2.6	2.4	2.1
期初现金余额	1641	6141	5011	1946	2623	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	1.6%
期末现金余额	6537	5011	1946	2623	4085	EV/EBITDA	10.3	43.6	24.2	13.8	9.3

资料来源：中国银河证券研究所

表 8 公司 DCF 估值表

万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	238481.5	69177.3	52430.9	133838.6	215818.9	269776.5	308451.6	324584.5	356759.4	386979.2	360294.1	378308.8
所得税	47130.3	2294.3	7864.6	20075.8	32372.8	40466.5	46267.7	48687.7	53513.9	58046.9	54044.1	56746.3
NOPLAT	186184.0	191351.3	66883.0	44566.3	113762.8	183446.1	229310.0	262183.8	275896.9	303245.5	328932.3	306250.0
营运资金净变动	-107016.3	82315.8	-57779.0	79918.6	-16906.1	-6473.1	-6775.0	-5241.3	375.7	-2030.7	-1350.7	-4073.4
资本支出	-146406.8	-75213.6	-300000.0	-80000.0	-60000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0	-20000.0
自由现金流	152417.4	-66109.5	-99589.4	100940.3	206935.5	296037.0	332814.3	353929.2	380363.8	408076.8	383944.9	401702.3
WACC	8.33%	Ke	10.66%									
永续增长率	1.00%	Kd	4.71%			估值		g				
终值	190511.94	t	15.00%				6.09%	24.12	25.51	27.17	29.20	31.72
企业价值	4653067.43	Rf	4.50%				6.59%	22.10	23.23	24.56	26.15	28.09
非核心资产价值	667226.72	E(Rm)	10.00%				7.09%	20.38	21.31	22.38	23.65	25.17
债务价值	292266.19	Rm - Rf	5.50%				7.59%	18.90	19.66	20.55	21.58	22.79
股权价值	4360801.24	D/A	9.02%				8.09%	17.60	18.24	18.98	19.82	20.80
股本	238300.00	E/A	90.98%			WACC	8.59%	16.46	17.01	17.62	18.32	19.13
每股价值 (元)	18.30	Beta	1.12				9.09%	15.46	15.92	16.44	17.02	17.69

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

有色金属行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

港股：中国铝业（2600.HK）、江西铜业（0358.HK）

A 股：中国铝业（601600.SH）、江西铜业（600362.SH）、云南铜业（000878.SZ）、锡业股份（000960.SZ）、中金岭南（000060.SZ）、厦门钨业（600549.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908