



需要看的更长远一些

报告日期：2009年7月13日

——西部矿业（601168）公司简评

基础数据

总股本（亿股）	23.8
流通A股（亿股）	17.1
流通B股（亿股）	0
流通A股市值（亿元）	260.3

公司评级

所属行业	有色金属行业
公司股价	14.92元
投资评级	增 持

1、国内资源自给率最高的矿业股

公司主要从事铅锌铜铝金银等矿的采矿、选矿及其合金产品的科研、生产与销售，有色金属矿产品贸易、地质勘查等业务，是青藏高原上唯一的大型有色金属采、选、冶联合企业。

公司旗下拥有多个矿山，其中，青海锡铁山铅锌矿是我国年采选规模最大的独立铅锌矿山，内蒙古获各琦铜矿是位居国内资源储量第六位的大型铜矿，青海赛什塘铜矿是青海省采选能力最大的铜矿，四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集于一体而著称，正在建设之中的西藏玉龙铜矿将极有潜力发展成为我国资源储量最大的铜矿。根据安泰科统计数据，公司为我国2008年第一大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和2007年第八大铜精矿生产商。据不完全统计，公司拥有的权益资源储量为：锌304万吨、铅257万吨、铜280万吨、金27.37吨、银3851吨。

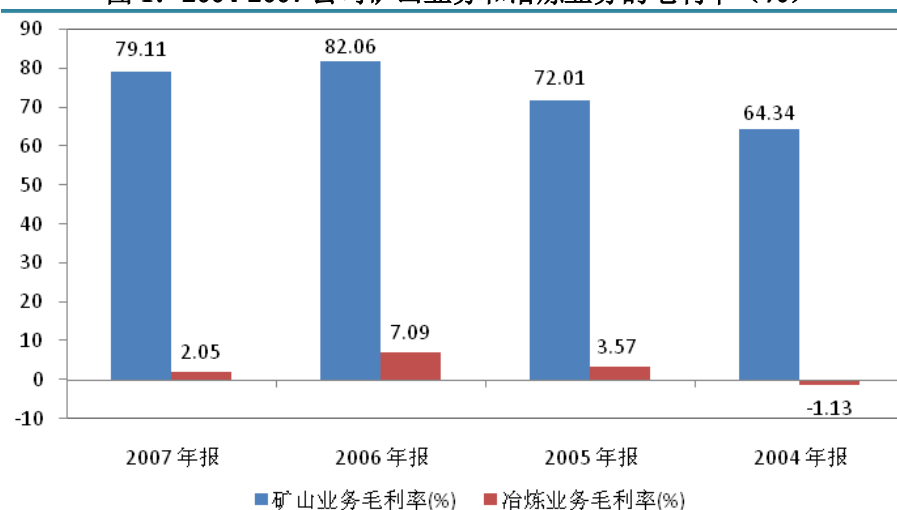
从公司历年的生产情况，公司的铅、锌、铜的资源自给率基本都能达到100%（今年由于获各琦铜矿停产，预计铜矿自给率不足50%）。从公司历史数据来看，有色金属的利润主要集中在矿山业务。

表1：2009年生产计划

矿产品（金属量）-万吨		冶炼品-万吨	
铅精矿	6.27	粗铅和电铅	5.7
锌精矿	8.27	锌锭	6.1
铜精矿	2.93	电解铜	3.5
磷精矿	15	锰片	1.54
铁精粉	70	电解铝	9.8

资料来源：公司公告，英大证券研究所

图1：2004-2007公司矿山业务和冶炼业务的毛利率（%）



资料来源：公司公告，英大证券研究所

有色金属行业研究员
姓名：化定奇
Email: huadq@vsun.com

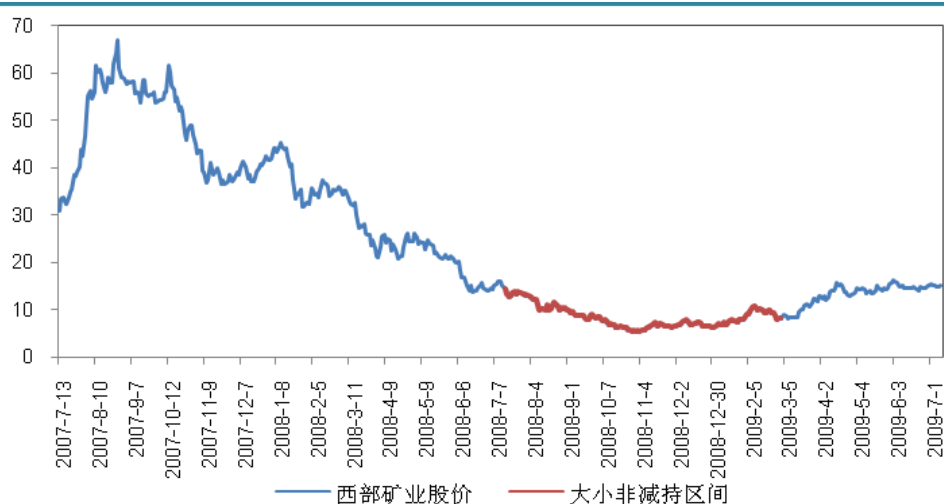
另外，公司去年还介入了铁矿石领域。1、通过出资认购澳大利亚 FerrAus 公司增发股份，获得其10%的股权。FerrAus 公司拥有的资源：（1）铁矿资源。皮尔巴拉（Pilbara）东区（“东皮尔巴拉铁矿项目”），560平方公里区域潜在的铁矿矿脉绵延30~40公里。罗伯森莱吉铁矿项目目前已拥有2个勘探矿权，已探明符合JORC标准的铁矿储量4300万吨（矿石量），平均品位铁58.7%；FerrAus 同时在邻近的戴维森河和双米林“探矿权区域（有两个勘探矿权）勘探同样类型的马莱曼巴以及布罗克曼类型的铁矿资源，整个区域铁矿远景储量2亿~2.5亿吨。于2008年4月23日又新发现潜在资源量（铁矿）3000万吨，铁矿约长800米、宽250米、厚30米。（2）镍矿及锰矿资源。皮尔巴拉的东部位于锰矿潜力区域，有一个勘探矿权。银天鹅北部镍/金项目，项目总共包括5个勘探矿权，总面积38.8平方公里，处于高品位银天鹅镍矿的超基性地质矿脉走向上，现和必和必拓合作成立了 Mithril 合资公司正进行找矿勘探工作。2、收购母公司拥有的双利矿业获得获各琦二号铁铜矿采矿权，以及获各琦三号铁矿采矿权。获各琦二号铁铜矿石资源储量为1278.20万吨，生产规模将提高到100万吨/年。获各琦三号铁矿开采矿种为铁矿，生产规模9.00万吨/年，三号矿床原采矿证范围内的保有储量已消耗完，目前正在办理重新划界并申请新的开采许可证。

2、公司短期股价承压的非系统性因素

（1）“大小限”减持制约股价

自去年7月中旬解禁到今年3月份，“大小限”不断减持给公司的股价上行造成巨大的压力，据统计这段时间累计减持5.2亿股左右，占目前流通股本的30.4%，占总股本的21.8%。但是由下图可以看出，“大小限”密集减持区间集中在全球宏观经济最不明朗的阶段。随着全球经济逐渐好转，大宗商品价格的回升，“大小限”减持的步伐开始放缓。另外，辩证地看，大小限的集中减持也为未来股价的上涨减少压力。

图2：西部矿业大小限减持区间



资料来源：Wind，英大证券研究所

（2）子公司调整生产计划，铜矿减产

公司全资子公司巴彦淖尔西部铜业所属获各琦铜矿1#主溜井因重大安全生产隐患，3月18日，召开2009年度采掘技术计划调整会议，提出进一步支护、加固井筒和新建溜破系统的改造方案以保证长期生产稳定，预计工期5~8个月，并对2009年矿山采掘计划进行调整——受上述方案影响，生产采掘的出矿能力下降，2009年矿山生产计划拟调整为：铜矿石处理量从200万吨调整为100万吨，铜金属产量从2.21万吨调整为0.92万吨。据公司按照当时铜精矿（含铜）市场价格人民币2.4万元（含税）/吨计算，西部铜业本次生产计划调整将影响本公司全年营业收入减少约2.65亿元，净利润减少约9800万元，约合基本每股收益0.04

元。

3、看的更远一点，具备投资价值

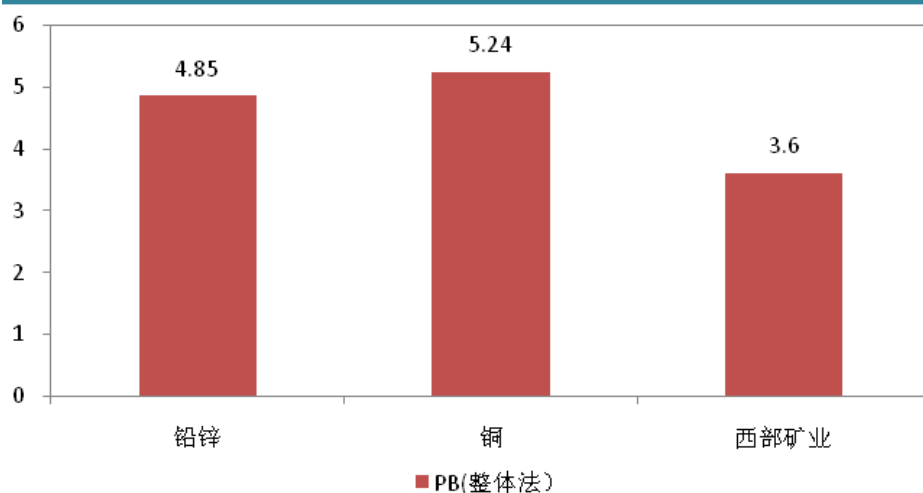
公司未来主要的利润增长主要在于控股58%的玉龙铜矿。根据贝里多贝尔评估，于2006年12月31日，玉龙铜矿矿产资源储量为42,165万吨矿石量，其中含约320.02万吨铜。而据国内相关机构统计，玉龙铜矿的储量达626万吨，远景储量达1000万吨。

西藏玉龙铜业计划分两期进行开发，一期年产3万吨电铜，分两步实施，一期一步1万吨产能于2008年建成，一期二步2万吨产能将在2010年建成投产；二期将建成10万吨电铜的年产能，达到规模化生产。玉龙铜矿矿体分为一号、二号、五号矿体，其中一号为主矿体，以硫化矿为主，储量占整个铜矿的75%；二号矿体品位高(达到4%以上)，以氧化矿为主；五号矿既有硫化矿，也有氧化矿。一期一步开发的是品位较高的二号矿，工艺所需硫酸通过外购硫磺生产。2008年10月17日，西藏玉龙铜业生产的第一批电解铜下线。该项目建设规划的一期设计产能为3万吨电解铜/年，一期二步2万吨产能预计于2010年建成试产。我们预期进度可能会有所推迟，但长期看好未来玉龙铜矿带来的盈利增长。

4、公司估值

目前，公司的市净率估值为3.6倍，低于铜板块5.24倍的水平，也低于铅锌板块4.85倍的水平，给与公司“增持”评级。

图3：西部矿业PB估值与行业PB估值



资料来源：Wind，英大证券研究所

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准