

2010-09-16

有色金属/锂

公司研究 / 更新报告

西藏矿业 (000762)

跨越时空的结合

增持/ 维持评级

股价: RMB40.86

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083
+755-82492171 yetao@lhqz.com

王茜

SAC 执业证书编号:S1000210070030
+755-82364392 wangqianys@lhqz.com

事件

9月16日晚,公司发布公告称,其在西南联交所挂牌出让的扎布耶公司22%股权征得一个由比亚迪股份有限公司和西藏金浩投资有限公司组成的联合受让体,其中比亚迪占18%,西藏金浩投资有限公司占4%,转让价格共计人民币24,596万元。

点评

实现跨越时空的结合。本次股权的主要受让体比亚迪股份有限公司是中国制造业杰出的探索者和领先者之一,拥有先进的管理经验、雄厚的技术研发能力以及强大的资金优势,但欠缺资源。而西藏矿业坐拥天赋异禀的盐湖锂资源,却地处落后的西藏地区,管理、技术、资金等问题成为软肋。我们认为双方的结合将形成优势互补,扎布耶因此有望实现质的飞跃。

相关研究

《冲破资金瓶颈》(2010/05/07)
《2010 继续期待》(2010/04/27)
《政策推动理想接近现实》(2010/02/03)
《整合,从扎布耶开始》(2009/10/25)
《遥远而神奇的扎布耶》(2009/09/09)

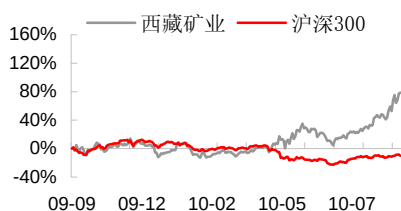
基础数据

总股本(百万股)	276
流通 A 股(百万股)	276
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	11265

增发项目有望全面启动。本次股权转让后,公司还将持有扎布耶公司50.72%的股权,为控股股东,另外西藏矿业发展总公司占比21.21%,中国地质科学院盐湖与热水资源研究发展中心盐湖中心占比6%,西藏自治区投资公司占比0.07%,以及新进入的比亚迪股份有限公司和西藏金浩投资有限公司各占比18%和4%。至此,扎布耶公司的股权清理工作全面结束,其股东构成及治理结构得以优化,有望逐步形成良好的运营体系,摆脱目前的发展困境;同时,也为公司非公开发行股票项目的顺利实施扫清障碍。

扩产预期乐观,存在超预期可能。按5月发布的非公开发行股票方案,预计到2012年,公司相关产品产能将扩至:碳酸锂精矿26000吨、锂产品(包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、氢氧化锂)共15000吨、电解铜6500吨。届时,公司主营产品结构将发生较大变化,其中锂、铜产品占比将显著提升,并跃升为公司主要利润来源。通过本次引进战略投资者,有望实质上消除公司发展“瓶颈”,我们认为其产能扩张计划预期乐观,且存在超预期的可能。

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	293.0	147.5	542.0	642.6	941.9
(+/-%)	-41.9	153.0	85.0	18.6	46.6
归属母公司净利润(百万元)	21.4	9.1	100.6	154.6	198.7
(+/-%)	-56.9	125.7	369.1	53.7	28.5
EPS(元)	0.08	0.03	0.29	0.45	0.58
P/E(倍)	525.3	1243.2	94.1	61.3	47.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

锂作为“高能金属”，是作为电池、储能材料无可争议的最佳元素。我们认为，未来全球碳酸锂需求在锂电新型动力车快速发展的推动下可望出现爆发性增长，上升趋势将相当明确；而除此之外，储能电池、合金材料对锂的需求也有望出现强劲增长。

2010 年，中国政府出台了私人购买新能源汽车的相关补贴政策，补贴力度较大；随后，以深圳为代表的地方政府补贴政策出台，补贴力度超出市场普遍预期，叠加的补贴使得新能源汽车的经济性明显提升。我们认为，在政府的强力推动下，新能源汽车的产业化进程值得给予乐观的期待。

维持对碳酸锂价格的乐观判断。经我们测算，2010 年，全球碳酸锂产能略有过剩，但并不严重；2011-2012 年，全球经济的持续复苏，且新型动力汽车有望在全球范围推广，而新增供给产能未能及时跟上，预计全球碳酸锂产能略有不足；2013-2016 年，全球盐湖及矿山提锂产能均有望集中投产，全球产能估计有不同程度的过剩，但随着新型动力汽车产业化进程的加快，整条产业链上滞留的产品或将使得总体需求远大于实际需求；2017 年开始，随着新型动力汽车的迅速推广，全球碳酸锂产能将再次不足，且供需矛盾将日益尖锐。我们认为，以新能源汽车为首的需求端增长很有可能远超市市场预期，碳酸锂价格前景乐观。

维持盈利预测与“增持”评级。预计公司 2010-2012 年 EPS 为（最新摊薄，总股本 3.44 亿）：0.29、0.45 和 0.58 元/股，主要基于假设：1、2010-2012 年碳酸锂价格 4.2、5.0、5.5 万元/吨，铜价 5.5、5.5、6 万元/吨；2、募投项目 2012 年逐步投产，并开始贡献产量：锂产品共 8000 吨，电铜共 3500 吨，其中一期锂矿采选技改工程已经在建，有望于 2012 年初投产。

锂行业重大变革在即，公司正面临脱胎换骨式的提升，作为西藏地区唯一矿产资源整合平台，地位不容忽视。我们认为其发展前景相当乐观，维持“**增持**”评级。

风险提示：新兴产业推动的需求，尤其是新型动力汽车的推广引致的锂需求跨越式增长是一种革命性的变化，没有历史数据可以借鉴，预测的难度是显见的。预测与实际结果相比，过于乐观或过于谨慎的可能性不仅存在，且概率较大。而公司产能扩张计划还将受到下游需求的影响，不确定性也不容忽视。

附图表

附表 1、扎布耶公司股权结构

股东名称	注册资本 (万元)	转让前持 股比例(%)	转让后持 股比例(%)
西藏矿业发展股份有限公司	24,390	56.72	50.72
西藏自治区矿业发展总公司	16,000	37.21	21.21
中国地质科学院盐湖与热水资源研究发展中心盐湖中心	2,580	6.00	6.00
西藏自治区投资公司	30	0.07	0.07
比亚迪股份有限公司		-	18.00
西藏金浩投资有限公司	6,800	-	4.00
合计	-	100	100

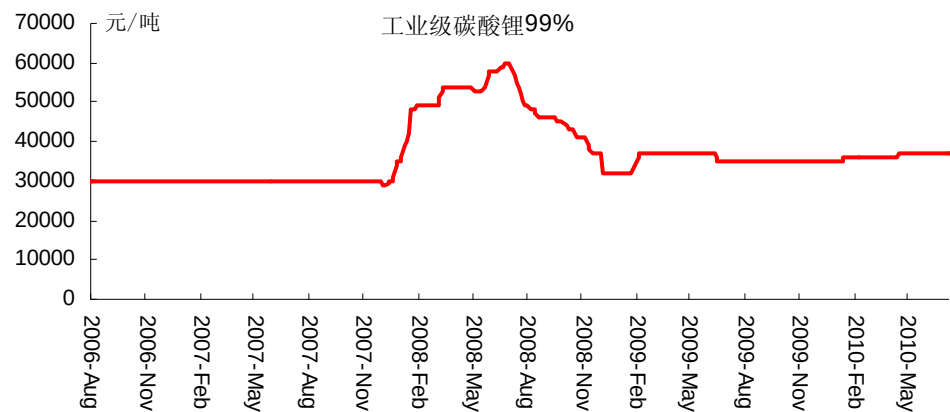
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

附表 2、扎布耶公司产能规划

产品	产能（吨）
碳酸锂精矿	26000
其中：一期	8000
二期	18000
锂产品（包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、氢氧化锂）	15000

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

附图 1、碳酸锂价格走势



资料来源：中国商务网，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	368	1615	1649	1788	营业收入	293	542	643	942
现金	169	1051	1340	1329	营业成本	143	272	280	450
应收账款	15	53	55	78	营业税金及附加	8	11	12	16
其他应收款	27	37	47	70	营业费用	18	29	35	50
预付账款	29	39	43	71	管理费用	95	103	116	170
存货	106	381	112	157	财务费用	8	-4	-17	-23
其他流动资产	22	54	53	82	资产减值损失	16	0	0	0
非流动资产	688	751	830	892	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	68	71	70	70	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	503	543	604	661	营业利润	2	131	218	280
无形资产	19	18	18	17	营业外收入	14	0	0	0
其他非流动资产	97	119	139	145	营业外支出	13	0	0	0
资产总计	1056	2366	2480	2680	利润总额	3	131	218	280
流动负债	358	208	223	283	所得税	18	26	48	62
短期借款	36	0	0	0	净利润	-15	105	170	218
应付账款	49	81	87	138	少数股东损益	-37	4	15	20
其他流动负债	273	128	136	145	归属母公司净利润	21	101	155	199
非流动负债	103	28	-42	-120	EBITDA	59	172	253	318
长期借款	10	-54	-128	-207	EPS (元)	0.08	0.29	0.45	0.58
其他非流动负债	93	83	86	87					
负债合计	460	237	181	163	主要财务比率				
少数股东权益	-15	-11	4	24	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	276	344	344	344	成长能力				
资本公积	200	1560	1560	1560	营业收入	-41.9%	85.0%	18.6%	46.6%
留存收益	132	235	390	589	营业利润	-96.8%	6597.5%	66.7%	28.5%
归属母公司股东权益	611	2140	2295	2493	归属于母公司净利润	-56.9%	369.1%	53.7%	28.5%
负债和股东权益	1056	2366	2480	2680	获利能力				
					毛利率 (%)	51.1%	49.8%	56.4%	52.2%
					净利率 (%)	7.3%	18.6%	24.1%	21.1%
					ROE (%)	3.5%	4.7%	6.7%	8.0%
					ROIC (%)	-11.6%	10.7%	20.6%	22.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	43.6%	10.0%	7.3%	6.1%
					净负债比率 (%)	32.80%	-22.82%	-70.56%	-126.60%
					流动比率	1.03	7.75	7.39	6.32
					速动比率	0.73	5.92	6.89	5.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.28	0.32	0.27	0.37
					应收账款周转率	4	8	6	7
					应付账款周转率	2.59	4.19	3.33	3.99
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.29	0.45	0.58
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.47	-0.68	1.39	0.49
					每股净资产 (最新摊薄)	1.77	6.21	6.66	7.24
					估值比率				
					P/E	441.63	94.13	61.26	47.66
					P/B	15.51	4.43	4.13	3.80
					EV/EBITDA	127	43	30	24

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com