



金属, 采矿, 制品/原材料

西部资源 (600139)

收购银茂矿业大幅增厚公司业绩

	桑永亮		蔡鼎尧
	021-38676052		021-38674743
	sangyongliang@gtjas.com		caidingyao008733@gtjas.com
	S0880109054282		S0880110090104

本报告导读:

西部资源 2011 年 EPS 保守推算为 0.94 元, 给 30 倍 PE, 保守合理股价为 28.2 元。

事件:

- 通过对西部资源银茂铅锌银矿的调研, 我们得出的结论如下
- **华东地区最优质的铅锌银矿。**银茂铅锌银矿地处南京栖霞山, 矿石储量 513.7 万吨, 从储量上讲是华东地区最大的铅锌矿床, 同时我们认为该矿从品质上讲也是最好的, 表现在: (1) 矿品质很好。银品味 150-180 克/吨之间, 金品味 1.0-1.1 克/吨之间, 铅品味 3%, 锌品味 5%, 另外还有锰精矿和硫精矿 (原矿含硫 26-27%)。 (2) 储量随进一步勘探有增加的可能。 (3) 交通方便。矿区拥有运输铁轨, 又紧邻长江, 陆运水运都非常方便。 (4) 高新技术企业, 享受 15% 所得税率。 (5) 盈利能力强。公司作为精矿生产企业, 尽享金属价格上涨带来的收益, 历史最高曾在 2007 年实现 5 亿元左右的净利润。
- **银茂矿业 2011 年净利润预计 1.81 亿元。**通过分业务测算, 银茂矿业年收入 4.0 亿元, 年成本 1.87 亿元, 净利润 1.81 亿元。
- **西部资源 2011 年 EPS 预计为 0.94 元以上。**西部资源持有银茂矿业 80% 股权, 2011 年银茂矿业为西部资源贡献的 EPS 为 0.54 元。另外, 我们认为铜价会保持温和上涨的趋势, 保守预测阳坝铜矿 2011 年为西部资源贡献 0.40 元 EPS。因此西部资源 2011 年保守 EPS 为 0.94 元。
- **我们认为给予公司 30 倍以上 PE 比较适合, 对应股价 28.2 元。**考虑到有色板块的白马股估值水平在 20-30 倍之间, 我们认为给西部资源估值要优于白马股, 保守给 30 倍的 PE 比较合理, 对应股价 28.2 元。理由包括: (1) 公司储量的增长非常值得期待。内生性的增长为油房沟—铁炉沟铜矿和银茂铅锌矿的进一步勘探, 外生性增长则包括可能的对栖霞山另一采矿区的收购以及其他地区的金、铜、锂等资源的再收购。收购可以延长公司储采比, 而且对于不断有资产置入的公司, 市场给其估值都会维持在一个较高水平。 (2) 公司产品价格走势看好。我们判断铜铅锌等金属价格未来温和上涨, 而白银这种贵金属涨幅会更大。白银贡献银茂矿业营业收入的 25%, A 股市场白银标的的上市公司极少, 故估值可享受稀缺性溢价。 (3) 新能源概念股, 锂产品业绩在释放中。公司短期内产量增长来自于江西锂矿的开发建设, 而且锂作为新能源产业的代表之一, 在 A 股市场一直享受高估值水平。 (4) 公司股本较小。仅有 2.37 亿, 可因此享受一定估值溢价。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 28.20

上次预测: 34.80

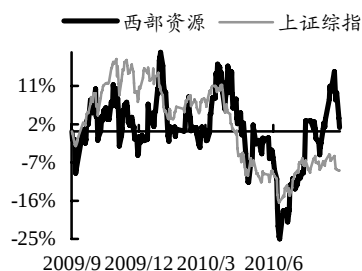
当前价格: 26.78

2010.09.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	18.20-32.10
总市值 (百万元)	6,350
总股本/流通 A 股 (百万股)	237/117
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	50%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	82

52 周内股价走势图



相关报告

《西部资源公司 2010-09-21 调研提纲》	2010.09.20
《收购大幅增厚业绩, 股价上行仍有支撑》	2010.08.17

1. 华东地区最优质的铅锌银矿

银茂铅锌银矿地处南京栖霞山，矿石储量 513.7 万吨，从储量上讲是华东地区最大的铅锌矿床，同时我们认为该矿从品质上讲也是最好的，表现在：

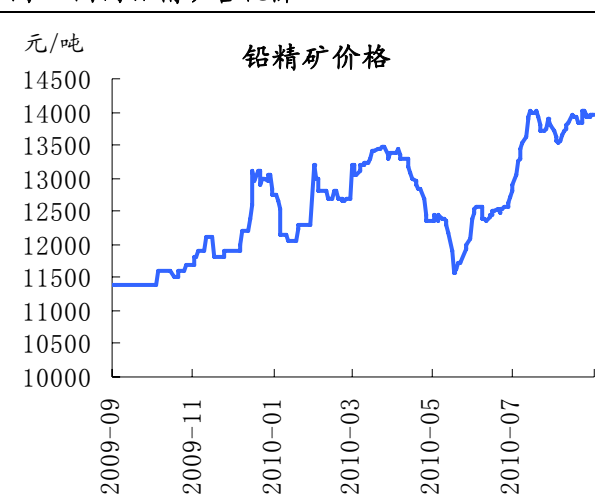
- **矿品质很好。**银品味 150-180 克/吨之间，金品味 1.0-1.1 克/吨之间，铅品味 3%，锌品味 5%，另外还有锰精矿和硫精矿（原矿含硫 26-27%）。
- **储量随进一步勘探有增加的可能。**目前矿石主要在地下 400-500 米之间开采，近期公司继续向下勘探，两个钻眼有一个已发现有矿，因此矿区储量有可能继续增大。
- **交通方便。**矿区拥有运输铁轨，又紧邻长江，陆运水运都非常方便。
- **高新技术企业。**由于完善的污水循环利用及地下矿区填充技术，公司是全国少有的高新技术矿产企业，享受 15% 所得税率。
- **盈利能力强。**公司作为精矿生产企业，尽享金属价格上涨带来的收益，历史最高曾在 2007 年实现 5 亿元左右的净利润。

2. 对银茂矿业利润的测算

银茂矿业收入来自于铅精矿、白银、锰精矿、硫精矿五部分，未来可能还会包括黄金：

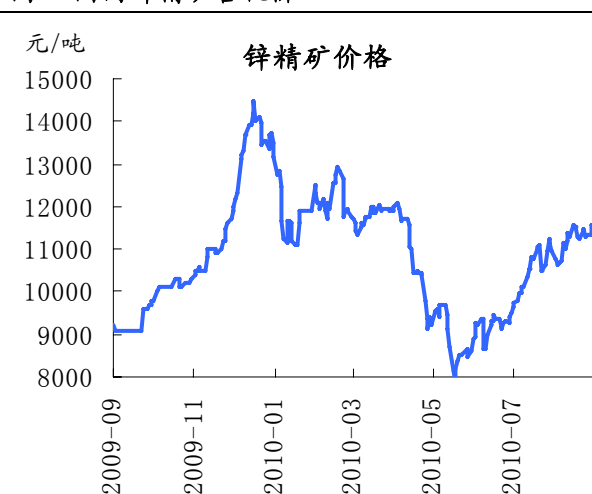
1. 年产铅精矿含铅为 $350000 \times 3\% \times 90\% = 0.95$ 万吨，价格按目前 1.2 万/吨（不含税）计算，年收入 1.14 亿；
2. 年产锌精矿含锌为 $350000 \times 5\% \times 90\% = 1.58$ 吨，价格按目前 0.98 万/吨（不含税）计算，年收入 1.55 亿；

图 1 国内铅精矿含税价



资料来源：百川咨询

图 2 国内锌精矿含税价



资料来源：百川咨询

3. 白银主要伴生在铅精矿中，每年产量为 35-40 吨（伴生矿形式），售价为当时银价乘以系数 0.8，目前价格约 3.2 元/克（不含税）。白银贡献年收入 0.9 亿元（按 35 万吨产量贡献）。
4. 锰精矿，品味 22%，目前售价 220-250 元/吨之间，产量 2.5-2.8 万吨，贡献年收入 550 万元（按 220 元/吨，2.5 万吨产量计算）。
5. 硫精矿，原矿含硫 26-27%，加工后每年生产 24 万吨标硫（35% 的硫精矿），价格 150 元/吨，贡献年收入 3600 万元。

综上，银茂矿业年收入为 $1.14 + 1.55 + 0.9 + 0.055 + 0.36 = 4.0$ 亿元。

成本方面：

1. 吨矿开采成本 160 元/吨，选矿成本 120 元/吨，制造费用 120-150 元/吨，按每年 35 万吨矿采选量，成本为 1.51 亿。
2. 公司管理费用 3000 万元/年，财务费用 300-400 万元/年，经营费用 200 万元/年。

综上，银茂矿业年成本为 $1.51 + 0.30 + 0.04 + 0.02 = 1.87$ 亿元。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

因此，银贸矿业净利润基本为 $(4.00-1.87) \times 0.85=1.81$ 亿元。

3. 西部资源 2011 年 EPS 预计为 0.94 元以上

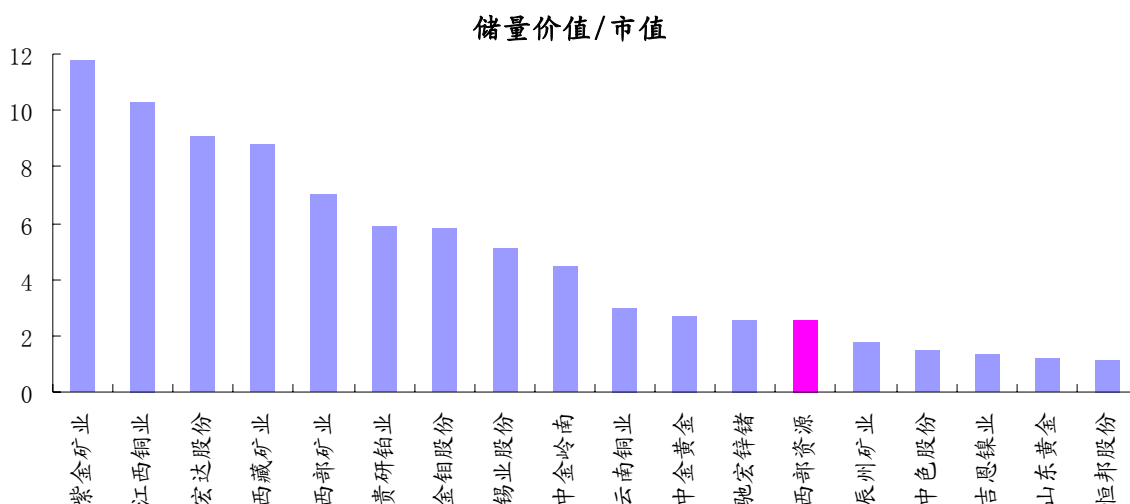
西部资源持有银茂矿业 80% 股权，2011 年银茂矿业为西部资源贡献的 EPS 为 $1.81 \times 0.80/2.69=0.54$ 元。另外，我们认为铜价会保持温和上涨的趋势，保守预测阳坝铜矿 2011 年为西部资源贡献 0.40 元 EPS。因此我们觉得西部资源 2011 年保守 EPS 为 0.94 元。

4. 我们认为给予公司 30 倍以上 PE 比较适合，对应股价 28.2 元

考虑到有色板块的白马股估值水平在 20-30 倍之间，我们认为给西部资源估值要优于白马股，保守给 30 倍的 PE 比较合理，对应股价 28.2 元。理由包括：

- **公司储量的增长非常值得期待。**内生性的增长为油房沟—铁炉沟铜矿和银茂铅锌矿的进一步勘探，外生性增长则包括可能的对栖霞山另一采矿区的收购以及其他地区的金、铜、锂等资源的再收购。收购可以延长公司储采比，而且对于不断有资产置入的公司，市场给其估值都会维持在一个较高水平。
- **公司产品价格走势看好。**我们判断铜铅锌等金属价格未来温和上涨，而白银这种贵金属涨幅会更大。白银贡献银茂矿业营业收入的 25%，A 股市场白银标的的上市公司极少，故估值可享受稀缺性溢价。
- **新能源概念股，锂产品业绩在释放中。**公司短期内产量增长来自于江西锂矿的开发建设，而且锂作为新能源产业的代表之一，在 A 股市场一直享受高估值水平。
- **公司股本较小。**仅有 2.37 亿，可因此享受一定估值溢价。

图 3 国内铅精矿含税价



资料来源：wind，国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		