



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月26日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇¹ CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010051
caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

西藏矿业 (000762.SZ)

2010 年业绩平淡, 静待碳酸锂产能释放

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	504	293	469	432	503
(+/-%)	20%	-42%	60%	-8%	16%
主营业务利润	198	142	180	176	209
(+/-%)	14%	-29%	27%	-2%	19%
净利润	47	10	33	59	71
(+/-%)	-16%	-79%	223%	80%	21%
每股收益 (元)	0.17	0.04	0.11	0.21	0.26
(+/-%)	-16%	-79%	192%	99%	21%
每股经营现金流 (元)	0.34	0.59	(0.51)	0.41	0.32
市盈率 (倍)	197.7	927.1	317.2	159.4	132.2
市净率 (倍)	16.1	15.3	14.7	13.5	12.2
股价/经营现金	99.7	57.4	(67.0)	83.7	105.7
EV/EBITDA (倍)	72.7	124.6	82.1	76.5	68.7
净资产收益率 (%)	8.2%	1.7%	4.6%	8.4%	9.2%
投入资本回报率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

股票信息

	A股
股票代码	000762.CH
当前股价(元)	33.98
日成交量(百万股)	3.78
52周最高价/最低价	51.6/23.31
发行股数(百万股)	275.70
其中: 流通股(百万股)	226.75
主要股东(持股比例)	西藏自治区矿业发展总公司 (17.69%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今变化
[000762.CH]	(3.74)	(0.64)	25.81	(9.14)
[深证综指]	(2.53)	(4.48)	9.94	(3.20)

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

¹ 报告贡献人: 邓贺斐 (denghf@cicc.com.cn)

2010 年业绩低于预期:

西藏矿业 2010 年实现收入 4.69 亿元, 同比增长 60%; 归属母公司净利润 3260 万元, 同比增长 223%, 折合每股收益 0.12 元, 低于我们以及市场预期。

正面: 1) 营业收入同比明显上升。公司 2010 年营业收入达 4.69 亿元, 同比上涨 60%, 主要因为铬铁矿、电解铜以及锂产品产销量上升。2010 年公司生产铬矿石 76,164 吨, 铬盐 7,060 吨, 电解铜 1,502 吨, 碳酸锂 2,249 吨, 氢氧化锂 717 吨, 产量同比大幅增加。2) **期间费用率同比下降。**公司 2010 年营业费用率、管理费用率以及财务费用率分别同比下降 2 个百分点、9 个百分点以及 2 个百分点, 至 4%、24% 以及 1% 的水平。主要原因是公司内控加强、停产费用降低以及长期借款减少。

负面: 1) 毛利率同比下降。2010 年公司毛利率同比下降 10 个百分点至 41%, 主要原因是铬铁矿转为地下开采以及锂矿品位有所下降。2) **资产减值损失增加。**公司 2010 年资产减值损失同比上升 57%, 主要原因是公司对应收账款与存货计提了损失准备。

发展趋势:

资金瓶颈突破, 静待碳酸锂产能释放。公司通过增发筹集资金用于碳酸锂项目建设的议案已经获得证监会发审委的通过。增发所募集的资金 35% 用于电解铜项目, 将产能扩张至 6500 吨; 另外 65% 用于碳酸锂产能建设, 扎布耶一期工程将使公司碳酸锂精矿产能达到 8,000 吨, 而二期工程完成后, 碳酸锂精矿产能预计达到 26,000 吨, 同时将电池级碳酸锂项目提上日程, 计划产能 5,000 吨, 使其未来直接受益于锂电池及新能源汽车市场的发展。

新能源汽车产业的规模化将提升对锂资源的需求。国内汽车业“十二五”规划将新能源汽车作为重点发展方向, 随着政府给予更多的关注与政策支持, 新能源汽车未来有望实现产业规模化, 将极大地提升锂资源的长期需求。

估值与建议:

我们下调公司 2011/2012 年每股收益至 0.21/0.26 元, 对应市盈率为 159/132 倍, 以反映高于预期的成本上升。公司近期缺乏催化剂, 碳酸锂产能扩张仍有一段时间, 但中长期前景仍值得期待, 维持审慎推荐评级。

风险: 项目建设进展慢于预期, 铬铁矿、锂、铜价大幅下跌。

图表 1：历史季度财务数据

(千元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009	2010	YoY
一、营业总收入	22,074	36,206	90,343	144,362	39,161	108,296	147,629	173,760	20%	18%	292,984	468,845	60%
营业收入	22,074	36,206	90,343	144,362	39,161	108,296	147,629	173,760	20%	18%	292,984	468,845	60%
二、营业总成本	44,030	49,785	71,015	123,963	49,826	89,575	112,324	195,860	58%	74%	288,793	447,586	55%
营业成本	17,712	28,448	31,564	65,421	27,043	59,285	85,617	103,385	58%	21%	143,145	275,330	92%
营业税金及附加	180	699	3,001	4,407	648	3,609	3,685	5,625	28%	53%	8,287	13,567	64%
销售费用	3,041	3,564	5,998	5,299	4,753	4,528	4,454	5,845	10%	31%	17,902	19,581	9%
管理费用	20,830	18,117	19,338	37,065	15,853	21,143	14,960	58,910	59%	294%	95,350	110,866	16%
财务费用	2,100	2,126	2,409	1,621	1,338	462	186	1,432	-12%	669%	8,256	3,419	-59%
资产减值损失	167	-3,168	8,705	10,149	191	548	3,421	20,663	104%	504%	15,853	24,823	57%
三、其他经营利润	-268	-1,592	-98	-282	-241	-225	-273	-321	14%	17%	-2,240	-1,060	-53%
投资净收益	-268	-1,592	-98	-282	-241	-225	-273	-321	14%	17%	-2,240	-1,060	-53%
四、营业利润	-22,224	-15,171	19,229	20,117	-10,907	18,495	35,032	-22,421	-211%	-164%	1,951	20,199	935%
加：营业外收入	2	350	2,679	10,854	2,781	874	839	7,044	-35%	740%	13,885	11,539	-17%
减：营业外支出	202	65	5,715	7,313	269	524	135	825	-89%	512%	13,295	1,753	-87%
五、利润总额	-22,424	-14,887	16,193	23,658	-8,395	18,845	35,736	-16,201	-168%	-145%	2,541	29,985	1080%
减：所得税	0	-168	1,024	17,076	3,763	2,520	12,700	908	-95%	-93%	17,932	19,891	11%
六、净利润	-22,424	-14,719	15,169	6,582	-12,158	16,325	23,035	-17,109	-360%	-174%	-15,391	10,094	-166%
减：少数股东损益	-1,409	-494	1,257	-36,192	-3,360	-1,535	-90	-17,524	-52%	19292%	-25,496	-22,509	-12%
归属于母公司所有者的净利润	-21,015	-14,225	13,913	42,774	-8,798	17,860	23,126	415	-99%	-98%	10,105	32,602	223%
每股收益 (元)	-0.08	-0.05	0.05	0.16	-0.03	0.06	0.08	0.00	-99%	-98%	0.04	0.12	223%
毛利率	20%	21%	65%	55%	31%	45%	42%	41%	-14%	-2%	51%	41%	-10%
营业利润率	-101%	-42%	21%	14%	-28%	17%	24%	-13%	-27%	-37%	1%	4%	4%
净利润率	-102%	-41%	17%	5%	-31%	15%	16%	-10%	-14%	-25%	-5%	2%	7%
营业费用率	14%	10%	7%	4%	12%	4%	3%	3%	0%	0%	6%	4%	-2%
管理费用率	94%	50%	21%	26%	40%	20%	10%	34%	8%	24%	33%	24%	-9%
财务费用率	10%	6%	3%	1%	3%	0%	0%	1%	0%	1%	3%	1%	-2%
有效税率	0%	1%	6%	72%	-45%	13%	36%	-6%	-78%	-41%	706%	66%	-639%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

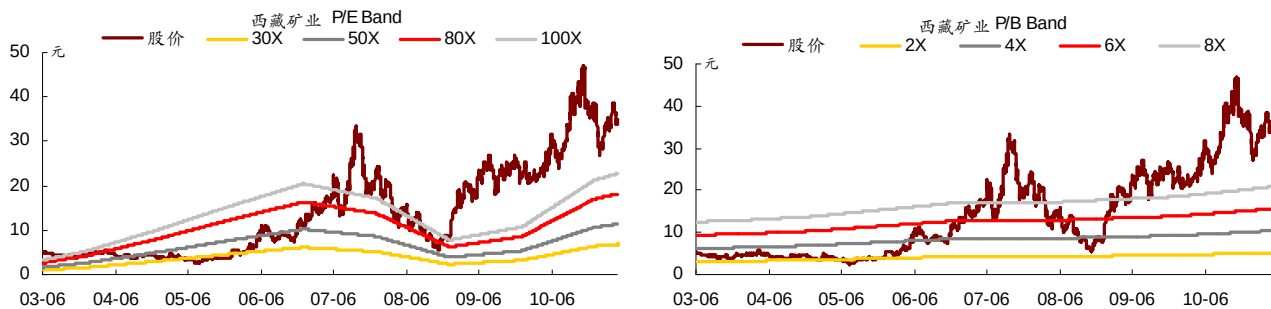
图表 2：中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较（自 2000 年或上市以来）

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份
中值+1倍标准差	119.1	40.0	36.5	41.9	59.1	33.9	42.9	67.6	88.5	39.5	107.0	54.7
中值	55.4	22.3	27.6	30.1	35.5	22.5	30.4	45.9	83.3	32.0	103.2	42.2
中值-1倍标准差	n.a	4.7	18.7	18.2	11.9	11.1	18.0	24.3	78.2	24.6	99.3	29.8
目前水平	57.0	19.6	21.9	45.9	41.4	31.9	47.7	34.4	38.6	36.9	68.0	159.8
相对中值	3%	-12%	-21%	53%	17%	42%	57%	-25%	-54%	15%	-34%	278%

	西藏矿业	东方钽业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钼业	金钼股份	云南锗业	驰宏锌锗	章源钨业
中值+1倍标准差	97.6	78.3	78.4	33.8	19.1	17.5	30.5	29.0	71.5	25.4	35.9	77.8
中值	81.1	64.8	54.1	23.5	10.3	11.5	20.1	20.3	52.2	21.1	28.4	66.5
中值-1倍标准差	64.3	51.3	29.8	13.2	1.6	5.5	9.7	11.5	32.8	16.8	20.9	55.3
目前水平	159.4	82.6	37.0	31.7	33.5	11.9	14.9	23.9	63.9	60.7	51.9	80.3
相对中值	97%	28%	-32%	35%	225%	3%	-26%	18%	23%	187%	83%	17%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：国际可比公司估值

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
		11-4-25	(百万美元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
国际综合公司															
CVRD	VALE5 BZ	46.38	170,548	8.2	6.0	6.0	2.1	1.6	1.6	6.8	4.8	4.6	27.9	27.9	24.3
BHP Billiton	BHP AU	47.32	261,878	20.7	11.5	9.8	4.7	4.3	3.3	10.6	6.9	5.8	28.8	40.4	37.6
Rio Tinto	RIO LN	44.03	149,548	10.0	7.3	7.4	2.4	1.9	1.6	7.0	4.8	4.9	28.0	29.2	23.7
Xstrata plc	XTA LN	15.50	76,055	15.9	9.3	8.7	1.9	1.6	1.3	8.2	5.7	5.4	12.7	20.0	18.0
Anglo American PLC	AAL LN	31.62	69,208	9.6	8.7	7.6	2.1	1.6	1.3	7.7	5.0	4.7	21.7	22.2	21.4
Vedanta Resources	VED LN	23.66	10,406	17.8	13.0	6.2	2.2	1.7	1.5	9.4	5.5	3.0	15.4	18.5	34.9
平均				13.7	9.3	7.6	2.6	2.1	1.8	8.3	5.5	4.7	22.4	26.4	26.6
铝（国际）															
Alcoa	AA US	16.91	17,987	n.a.	12.1	10.6	1.2	1.2	1.1	11.1	6.8	6.4	1.9	9.9	9.9
National Aluminum	NACL IN	95.05	5,521	30.1	16.6	12.6	2.4	2.4	2.2	18.7	n.a.	n.a.	8.1	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HNDL IN	219.20	9,458	9.9	13.3	10.8	1.9	n.a.	n.a.	7.1	7.3	6.2	21.0	13.7	14.6
Century Aluminum	CENX US	19.15	1,780	n.a.	11.2	9.6	1.5	1.3	1.1	n.a.	6.4	5.6	5.4	10.4	13.6
Alumina LTD	AWC AU	2.45	6,427	n.a.	21.7	17.3	1.9	2.0	1.9	n.a.	29.4	22.7	1.2	7.8	10.1
平均				20.0	15.0	12.2	1.8	1.7	1.6	12.3	12.5	10.2	7.5	10.4	12.0
铜（国际）															
Antofagasta PLC	ANTO LN	13.91	22,697	21.6	10.3	9.9	3.7	3.7	3.0	7.4	4.2	4.2	18.3	31.7	27.7
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	39.60	26,570	14.2	8.3	7.1	3.3	3.5	2.7	6.6	4.5	3.9	24.9	44.1	42.4
Southern Copper	SCCO US	37.00	31,450	20.2	11.3	9.5	8.0	7.0	6.0	10.9	6.6	5.5	40.0	64.0	73.0
Sterlite Industries	STLT IN	186.25	14,108	12.4	9.0	7.6	1.7	1.3	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	12.0	11.6	15.7
Freeport Mcmoran C&G FCX US		55.65	52,673	11.9	9.1	8.8	3.8	3.2	2.4	5.5	4.4	4.2	45.6	36.1	31.2
FIRST QUANTUM	FM CN	131.40	11,946	-85.3	11.2	9.0	4.2	3.3	2.4	9.4	5.6	4.5	-4.8	32.2	31.4
平均				-0.8	9.9	8.6	4.1	3.7	3.0	8.0	5.1	4.5	22.7	36.6	36.9
黄金（国际）															
北美															
Barrick Gold	ABX CN	51.17	53,920	15.4	11.9	11.3	2.7	2.2	1.9	10.1	7.4	7.1	19.2	18.5	17.6
Kinross Gold	K CN	14.67	17,567	15.6	22.0	15.7	1.2	1.2	1.1	12.1	8.7	7.3	8.1	5.9	7.9
Agnico-Eagle	AEM CN	65.20	11,618	31.8	23.9	19.5	3.0	2.9	2.6	19.9	11.9	10.6	10.4	13.0	13.5
Goldcorp	GG US	55.82	44,815	26.1	25.4	20.8	2.2	2.1	2.0	21.6	13.8	11.7	8.8	8.1	9.4
IAMGold	IMG CN	19.42	7,675	25.9	15.1	16.6	2.6	2.1	1.9	14.8	8.3	9.1	10.8	15.0	13.4
Eldorado Gold	ELD CN	17.17	9,933	45.2	25.2	18.2	3.2	2.8	2.5	23.1	14.7	11.3	7.3	10.5	12.8
Royal Gold	RGLD US	61.03	3,284	124.6	45.6	33.3	2.3	2.3	2.1	36.5	17.8	14.3	2.0	4.7	7.6
Newmont Mining	NEM US	59.35	29,275	12.8	14.4	13.2	2.1	1.9	1.7	6.2	6.4	6.0	18.9	14.7	14.7
Buenaventura	BVN US	39.87	10,990	n.a.	10.7	10.6	n.a.	3.1	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	28.4	31.7	26.3
Yamana Gold Inc	AUY US	12.86	9,541	n.a.	12.9	11.8	n.a.	1.2	1.1	11.2	7.3	6.7	6.5	8.0	9.5
平均				37.2	20.7	17.1	2.4	2.2	2.0	17.3	10.7	9.3	12.0	13.0	13.3
南非															
AngloGold Ashanti	ANG SJ	337.01	19,186	n.a.	12.7	11.4	4.9	3.6	2.9	14.8	6.5	6.2	2.7	31.4	26.4
Gold Fields	GFI SJ	121.25	12,957	23.5	14.0	12.7	2.0	1.7	1.6	8.4	5.3	5.0	8.8	12.5	13.5
Harmony Gold	HAR SJ	101.49	6,470	-220.6	35.1	13.4	1.5	1.4	1.3	25.6	12.8	6.5	-0.7	3.7	7.1
平均				-98.5	20.6	12.5	2.8	2.2	1.9	16.3	8.2	5.9	3.6	15.9	15.7
镍															
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	275.06	52,434	18.4	10.2	8.7	3.7	2.9	2.4	12.3	7.4	6.6	21.3	30.0	29.1
PT Inco Indonesia	INCO IJ	4925.00	5,671	13.0	13.0	11.9	3.4	2.8	2.6	7.8	7.9	7.3	26.8	23.4	23.3
平均				15.7	11.6	10.3	3.5	2.8	2.5	10.1	7.7	7.0	24.1	26.7	26.2
铂															
Thompson Creek	TC US	12.32	2,040	n.a.	10.9	12.6	n.a.	1.2	1.1	n.a.	5.3	5.9	9.4	14.9	29.7
平均				n.a.	10.9	12.6	n.a.	1.2	1.1	n.a.	5.3	5.9	9.4	14.9	29.7

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED