

西藏矿业（000762）

增持/维持评级

股价：RMB37

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

刘晓

SAC 执业证书编号:S1000511070001

(0755)8236 4269

liuxiao@mail.htlhsc.com.cn

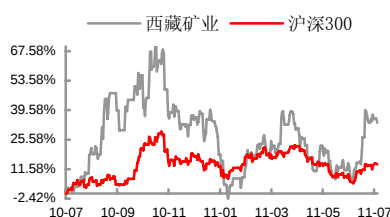
相关研究

《落子布局》（11/06/29）
《逆流筑底，应运而起》（11/04/26）
《期待锂行业的 Big Bang》（11/04/25）
《储能用锂可望后发先至》（10/10/31）
《跨越时空的结合》（10/09/16）
《四川锂行业调研纪要》（10/07/18）
《冲破资金瓶颈》（10/05/07）
《2010 继续期待》（10/04/27）
《政策推动理想接近现实》（10/02/03）
《整合，从扎布耶开始》（09/10/25）

基础数据

总股本（百万股）	317
流通 A 股（百万股）	317
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	11,741

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

铜先行 锂继起

- 我们对西藏矿业公司经营进展给予更新评估。
- 作为西藏地区最主要的矿业资源开发平台之一，公司拥有全球最优质的碳酸型扎布耶盐湖资源；全国储量最大、质量最好的罗布萨铬铁矿群；同时通过持续的勘探与收购，不断扩大铜矿资源的占有储量。
- 自公司高管于 09 年换届履新以来，公司各业务线逐步摆脱前期裹足桎梏，推进大大加速。公司又于 2011 年 4 月成功非公开增发融资 11.74 亿元，为后期各规划项目建设提供了充足的资金保障。使我们相信公司将顺利实现从资源到利润的转换。
- 我们判断总体而言，2011-2012 年公司仍将处于规模化建设高投入阶段，产能扩张带来的业绩增长将遭受固定折旧开支增长及股本摊薄的挑战。然自 2013 年后，随公司各新建项目逐步完工达产，产能充分释放，结合对碳酸锂市场有望于 2013 年迎来爆发增长的判断，公司业绩有望充分释放。
- 碳酸锂业务产能建设目前已步入正轨，公司拟于二期工程引入资源综合开发方案，进一步降低成本；白银地区的电池级成品深加工设备也已进入订购阶段，有望于 2013 年末形成约 15,000 吨的成品产能；同时据日本知名锂电池研究机构 IIT 预测，2013 年可望最终迎来锂电池电动汽车消费的启动，碳酸锂业务有望获益于内部扩张与外部需求向好的共振。
- 公司通过持续勘探收购不断扩大铜矿资源的占有储量，预计将由当前的 60 万吨探明储量规模提升至百万吨以上。开采方面也将于 2012 年末顺利建成 6500 吨电解铜产能，并有望随储量的提升进一步扩张产能。
- 公司传统铬铁矿业务面临资源枯竭产量滑落的挑战，但公司预计未来数年内产销量的实际滑落将会较为平缓。同时受益于内部管理机制革新，铬盐深加工业务有望扭亏为盈。整体预估公司铬产业链盈利有望保持稳定。
- 维持“增持”评级。**依据我们对公司经营进展的更新判断，特别对 2013 年后公司盈利前景的乐观预期，我们将公司 2011-2013 年每股收益预测调整为 0.21/0.35/ 0.69 元/股，维持“增持”评级。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	468.8	517.3	710.1	1013.9
(+/-%)	60.0	10.3	37.3	42.8
归属母公司净利润(百万元)	32.6	67.1	110.2	218.4
(+/-%)	52.0	105.8	64.2	98.2
EPS(元)	0.10	0.21	0.35	0.69
P/E(倍)	351.2	170.6	103.9	52.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

- **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，因此仍存在不确定性。

我们对西藏矿业公司经营进展给予更新评估。

整体展望

作为西藏地区最主要的矿业资源开发平台之一，公司拥有全球最优质的碳酸型扎布耶盐湖资源；全国储量最大、质量最好的罗布萨铬铁矿群；同时通过持续的勘探与收购，不断扩大铜矿资源的占有储量。但公司的资源实际开发进程持续低于市场预期，未能顺利实现丰富资源向丰厚盈利的转换，内部管理机制的简陋与西藏自然条件的严酷是主要的制约因素。

但自公司高管于 09 年换届履新以来，内部管理机制焕然一新，公司各业务线逐步摆脱前期裹足桎梏，推进大大加速。公司又于 2011 年 4 月成功非公开增发融资 11.74 亿元，为后期各规划项目建设提供了充足的资金保障。

我们判断总体而言，2011-2012 年公司仍将处于规模化建设高投入阶段，产能扩张带来的业绩增长将遭受固定折旧开支增长及股本摊薄的挑战。然自 2013 年后，随公司各新建项目逐步完工达产，产能充分释放，结合对碳酸锂市场有望于 2013 年迎来爆发增长的判断，公司业绩有望得以充分释放。

碳酸锂业务的产能建设目前已步入正轨，公司拟于二期工程引入资源综合开发方案，进一步降低成本；白银的电池级成品深加工设备也已进入订购阶段，有望于 2013 年末形成约 15000 吨的成品产能；同时据日本知名锂电池研究机构 IIT 预测，2013 年可望最终迎来锂电池电动汽车消费的启动，碳酸锂业务有望获益于内部扩张与外部需求向好的共振。判断碳酸锂业务有望于 2011 年扭亏转盈，2012 年稳步增长，于 2013 年成为公司最主要的利润来源。

预计公司未来将通过持续勘探收购不断扩大铜矿资源的占有储量，将由当前的 60 万吨探明储量规模提升至更大规模。开采方面也将于 2012 年末顺利建成 6500 吨电解铜产能，并有望随储量的提升进一步扩张产能。得益于铜矿开采技术的成熟及当前铜价高企，公司铜矿一经开采即实现盈利，并将在 2011-2012 年成为公司最主要的利润增长点。

公司传统铬铁矿业务面临资源枯竭产量滑落的挑战，但公司预计产销量的实际滑落将会较为平缓。同时受益于内部管理机制革新，铬盐深加工业务有望扭亏为盈。整体预估公司铬产业链盈利有望保持稳定。

依据我们对公司经营进展的更新判断，特别对 2013 年后公司盈利前景的乐观预期，我们将公司 2011-2013 年每股收益预测调整为 0.21、0.35 和 0.69 元/股，维持“增持”评级。

碳酸锂业务单元

碳酸锂精矿产能建设进程预估：2011 年末 8600 吨，2012 年末 17600 吨，2013 年末 26600 吨。

碳酸锂成品产能建设进程预估：2011 年末 5000 吨（工业级），2013 年末 15000 吨（工业级 7000 吨，电池级 5000 吨，氢氧化锂 3000 吨）

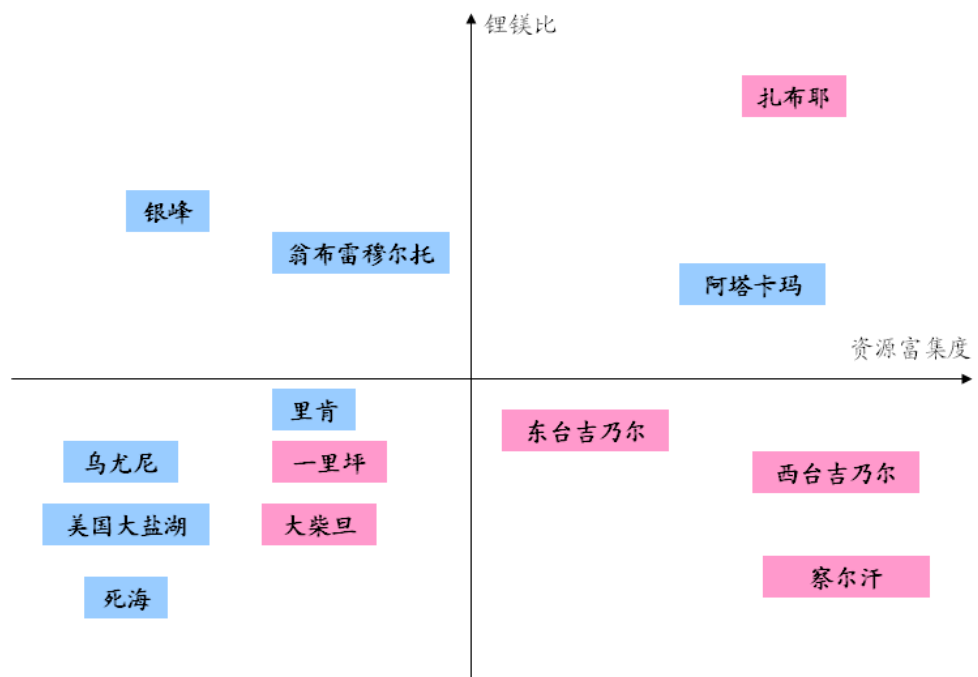
碳酸锂成品成本预估：公司 2010 年碳酸锂产成品成本约 2.6 万元/吨（含税价），预计随产量的逐步释放，及在二期综合开发路线下成本获得有效摊销，有望降低至 1.5 万元/吨（含税价）的国际同业低位。

扎布耶盐湖一期技改工程目前已接近完成，对 06 年建成的扎布耶盐湖一期工程进行了全面改造，解决了原存量结晶池的工程缺陷，实现正常生产；并新建 44 个结晶池，包括 32 个标准化结晶池与 12 个简易池。一期技改工程初步形成约 8600 吨碳酸锂精矿产能。

扎布耶盐湖二期工程将于年内展开，计划将在约 2 年的建设周期中形成 18,000 吨精矿产能。二期工程不仅是产能的简单扩张，公司目前与外部研究机构合作开发资源综合利用方案，自盐湖卤水提纯碳酸锂的同时，综合利用盐湖中锂、硼、钾等元素，实现盐湖碳酸锂、钾肥、硼酸资源的综合开发，使盐湖资源生产效益能够最大化。

参考国际经验，SQM 与 Chemetall 主导开发的智利阿塔卡玛盐湖凭借较高的锂镁比与资源综合利用优势而有效降低生产成本，据估计碳酸锂成品成本在 1.5 万元/吨左右；考虑到扎布耶盐湖其锂镁比及资源富集度均优于阿塔卡玛盐湖，于二期工程完工后其成本有望降低至 1.5 万元/吨之下。

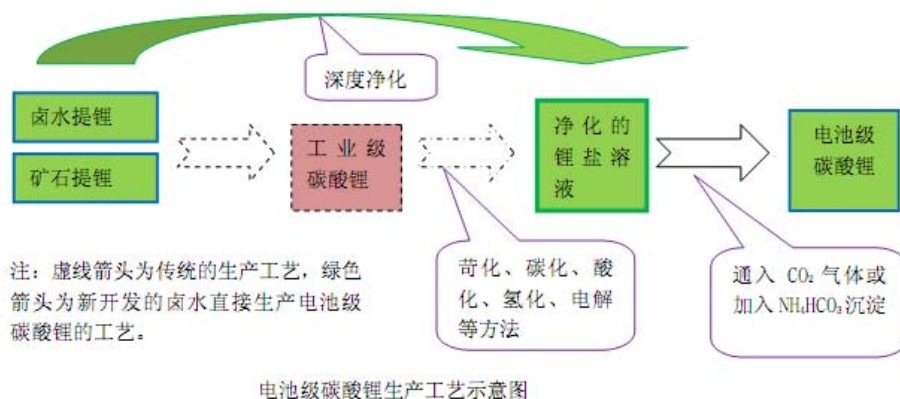
图 1： 全球主要盐湖资源价值比较



资料来源：华泰联合证券研究所

白银扎布耶二期工程拟将采用新的碳酸锂提纯技术路线，在保留原有工业级碳酸锂提纯生产线并加以扩建改造的同时，新建由卤水直接提纯至电池级碳酸锂的生产线。该拟建产线目前已进入前期设备选型订购阶段，公司希望经过小规模试生产验证该技术路线稳定性后即进入大规模采购建设，最终于 2013 年末形成 15,000 吨产能，包括工业级 7000 吨，电池级 5000 吨，氢氧化锂 3000 吨。

图 2： 全球主要盐湖资源价值比较



资料来源：华泰联合证券研究所

我们判断碳酸锂业务有望于 2011 年扭亏转盈，2012 年稳步增长，于 2013 年成为公司最主要的利润来源。我们对 2013 年末所形成的约 15,000 吨碳酸锂产能对公司的盈利贡献进行敏感性测算。（此敏感性分析中简单假设 15,000 产能均为工业级碳酸锂，实际每股盈利应高于敏感性分析结论）

表格 1：2013 年碳酸锂业务每股盈利对碳酸锂成品售价与碳酸锂生产成本的敏感性分析

		工业级碳酸锂售价（含税价）				
		30,000	35,000	40,000	45,000	50,000
工业级碳酸锂 生产成本	25,000	-0.03	0.10	0.22	0.35	0.48
	20,000	0.10	0.22	0.35	0.48	0.61
	15,000	0.22	0.35	0.48	0.61	0.74

资料来源：华泰联合证券研究所

铜矿业务单元

铜矿探明储量持续扩大

自 2010 年起，公司开始对尼木厅官铜矿 1.94 平方公里开展地质详查工作，截至 2011 年 6 月末共探明铜金属储量 59.54 万吨（已经国土资源部储量核实认定）。预计随勘探工作的进一步展开，探明储量有望进一步提升。（国土资源部公开资料显示尼木厅官铜矿推断资源储量在 100 万吨以上）

公司于 6 月 28 日公告其控股子公司尼木县铜业开发有限责任公司拟向四川省冶金地质勘察院收购西藏拉萨尼木县厅官铜矿外围铜矿 14.93 平方公里普查探矿权，使公司

可能掌握的矿区勘探面积大幅扩张，我们乐观预期公司在尼木地区未来掌控的铜矿储量有望达到百万吨以上。

表格 2：1999 年以来西藏地区铜矿勘查成果清单

矿区名称	报道的查明和推断铜资源储量 (金属量/万吨)	开发阶段
墨竹甲马铜多金属矿	>1000	生产
拉抗俄铜多金属矿	>60	勘查
谢通门雄村铜金矿	>100	可研
昂仁朱诺铜矿	>200	勘查
尼木厅宫铜矿	>100	勘查
尼木冲江铜矿	>150	勘查
尼木白容铜矿	>100	勘查
驱龙铜矿	>790	勘查
改则多不扎铜矿	>200	勘查

资料来源：国土资源部信息中心，华泰联合证券研究所

铜矿开采建设顺利推进

公司于开采方面计划将于 2012 年末顺利建成 6500 吨电解铜产能，并有望随储量的提升进一步扩张。得益于铜矿开采技术的成熟及当前铜价高企，公司铜矿一经开采即实现盈利，并将在 2011-2012 年成为公司最主要的利润增长点。

铬铁矿及铬盐业务单元

公司传统铬铁矿业务面临资源枯竭产量滑落的挑战，但公司预计产销量的实际滑落将会较为平缓，2011 年铬铁矿销量预计将由 2010 年的 8.35 万吨下滑至 5-6 万吨水平。

但同时受益于内部管理机制革新，从事铬盐深加工业务的白银甘藏银晨铬盐化工子公司有望结束多年亏损状态扭亏为盈（1 季度盈利 32 万元），公司于 6 月 28 日公告以自有资金对白银甘藏银晨铬盐化工有限责任公司增资 1 亿元，增强其基础建设和工艺技术水平，进一步扩大铬盐产品生产能力。

我们预估铬盐业务的扩产扭亏将对冲铬铁矿业务盈利的可能滑落，整体预估公司铬产业链盈利有望保持稳定。

盈利预测

维持“增持”评级。依据我们对公司经营进展的更新判断，特别对 2013 年后公司盈利前景的乐观预期，我们将公司 2011-2013 年每股收益预测调整为 0.21/0.35/0.69 元/股，维持“增持”评级。

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	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012	2013E
流动资产	431	431	1352	1100	营业收入	469	517.3	710.1	1013.
现金	163	163	1044	733	营业成本	275	295	394	469
应收账款	10	10	23	27	营业税金及附加	14	10	13	17
其他应收款	35	35	40	56	营业费用	20	21	28	41
预付账款	42	42	46	64	管理费用	111	93	114	152
存货	144	144	147	157	财务费用	3	-7	-13	-12
其他流动资产	0	37	52	63	资产减值损失	25	1	0	0
非流动资产	789	789	1032	1450	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	80	80	74	75	投资净收益	-1	-1	0	0
固定资产	520	520	716	1058	营业利润	20	103	175	347
无形资产	53	53	52	51	营业外收入	0	10	0	0
其他非流动资	0	136	189	265	营业外支出	2	1	0	0
资产总计	1220	1220	2384	2550	利润总额	30	112	175	347
流动负债	274	274	212	238	所得税	20	28	38	76
短期借款	80	80	0	0	净利润	10	84	136	270
应付账款	48	48	68	84	少数股东损益	-23	17	26	52
其他流动负债	0	145	144	154	归属母公司净利	33	67.1	110.2	218.4
非流动负债	108	108	96	100	EBITDA	24	153	247	449
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.10	0.21	0.35	0.69
其他非流动负	38	108	96	100	主要财务比率				
负债合计	382	382	308	338	会计年度	2010	2011E	2012	2013E
少数股东权益	149	149	165	192	成长能力				
股本	276	276	317	317	营业收入	60.0%	10.3%	37.3%	42.8%
资本公积	235	235	1347	1347	营业利润	935.3%	409.2%	70.0%	98.2%
留存收益	172	172	246	356	归属母公司净利	52.0%	105.8%	64.2%	98.2%
归属母公司股	689	689	1910	2020	获利能力				
负债和股东权	1220	1220	2384	2550	毛利率(%)	41.3%	43.0%	44.6%	53.7%
现金流量表					净利率(%)	7.0%	0.0%	0.0%	7.0%
单位: 百万元					ROE(%)	4.7%	3.5%	5.5%	9.8%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	1.1%	7.7%	9.1%	16.9%
经营活动现金	48	104	181	298	偿债能力				
净利润	10	84	136	270	资产负债率(%)	31.3%	12.9%	13.3%	12.8%
折旧摊销	0	57	85	114	净负债比率(%)	20.94%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	4	-7	-13	-12	流动比率	1.57	6.38	4.62	4.94
投资损失	1	1	0	0	速动比率	1.05	5.69	3.96	4.23
营运资金变动	0	-13	-49	-109	营运能力				
其他经营现金	43	-19	21	35	总资产周转率	0.41	0.29	0.29	0.38
投资活动现金	-113	-303	-506	-206	应收账款周转率	14	12	11	12
资本支出	173	305	503	203	应付账款周转率	5.66	5.06	5.18	5.03
长期投资	0	-5	1	1	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-3	-2	-2	每股收益(最新摊	0.10	0.21	0.35	0.69
筹资活动现金	78	1080	13	12	每股经营现金流	0.15	0.33	0.57	0.94
短期借款	44	-80	0	0	每股净资产(最新	2.17	6.02	6.37	7.05
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	42	0	0	P/E	351.2	170.6	103.9	52.4
资本公积增加	35	1112	0	0	P/B	16.61	5.99	5.67	5.11
其他筹资现金	-1	7	13	12	EV/EBITDA	132	74	46	25
现金净增加额	0	881	-311	105					

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn