

2011年9月16日

A
未有评级

000762.SZ-人民币 30.78

乐宇坤*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(18)	(10)	(2)	(25)
相对新华富时A50指数(%)	(7)	(5)	7	(16)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	317.3
流通股(%)	82.31
流通股市值(人民币 百万)	8,039
3个月日均交易额(人民币 百万)	239
主要股东(%)	
西藏自治区矿业发展总公司	17.69

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

西藏矿业

坐拥全球独一无二的天然碳酸锂盐湖

西藏矿业地处我国碳酸锂卤水盐湖资源优势省份西藏, 公司拥有全球独一无二的天然碳酸锂卤水盐湖扎布耶 20 年开发权, 并因势利导开发碳酸锂相关深加工产品, 已成为我国锂业主要生产企业之一。公司于 2011 年 5 月成功完成上市 10 多年来首次再融资, 以改良原有盐湖提锂生产工艺, 并对锂精矿和锂盐进行扩产。我们认为增发项目如建成不仅将有效解决公司锂精矿因规模化生产遇阻而导致的盈利较差难题, 同时将巩固公司碳酸锂产能和锂业上下游一体化领先地位。除锂外, 公司现有支柱产业铬铁矿效益良好, 铬盐等化工产品盈利也正逐步恢复, 这将为公司发展提供充足的支持。此外公司尼木铜矿储量也有较好的增长潜力。我们相信, 随着我国坚持不懈发展多元化能源供给, 以及节能环保和新能源等新兴产业的发展, 锂业将享有长期政策红利, 公司发展前景较为乐观。

要点

- 公司坐拥全球独一无二的天然碳酸锂盐湖, 资源禀赋优势明显。
- 2011 年非公开增发募集资金将有力改良公司现有锂精矿生产线, 并继续扩大锂精矿和锂盐产能, 做实做强锂产业。
- 扎布耶盐湖硼、钾等资源综合利用潜力较大。

主要风险

- 扎布耶盐湖原有提锂技术无法规模化生产难题不能通过技改实现实质性的改善。
- 新能源汽车等锂电需求不振拖累碳酸锂需求和价格。
- 生产团队不稳, 或扎布耶盐湖当地气候条件不佳或将影响锂精矿正常生产。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	292.98	468.85	587.7	790	1107.6
变动(%)		60.0	25.3	34.4	40.2
净利润(人民币 百万)	10.1	32.6	55.3	84.0	128.5
变动(%)		222.8	69.6	51.9	53.0
全面摊薄每股收益(人民币)	0.03	0.10	0.17	0.26	0.41
变动(%)		222.8	69.6	51.9	53.0
市盈率(倍)	967.0	299.6	176.6	116.3	76.0
市净率(倍)	13.86	12.31	9.31	8.31	7.00
净资产收益率(%)	1.68	4.99	4.3	6.6	8.15

资料来源: 公司数据及万得咨询

公司背景

西藏矿业成立于 1997 年，其前身是我国最大的铬铁矿生产基地——西藏罗布萨铬铁矿。长期以来，公司铬铁矿业务一直为公司提供稳定的盈利和现金支持。但需要指出的是，随着连年开采，罗布萨铬铁矿山所剩储量可能已较为有限。

自成立伊始，公司即着手开发西藏当地丰富卤水盐湖资源。公司于 2004 年 9 月建成扎布耶锂资源开发产业化 1 期工程。凭借扎布耶这一全球已勘探发现的独一无二的天然碳酸锂盐湖，公司引领我国乃至全球锂矿和锂盐生产。

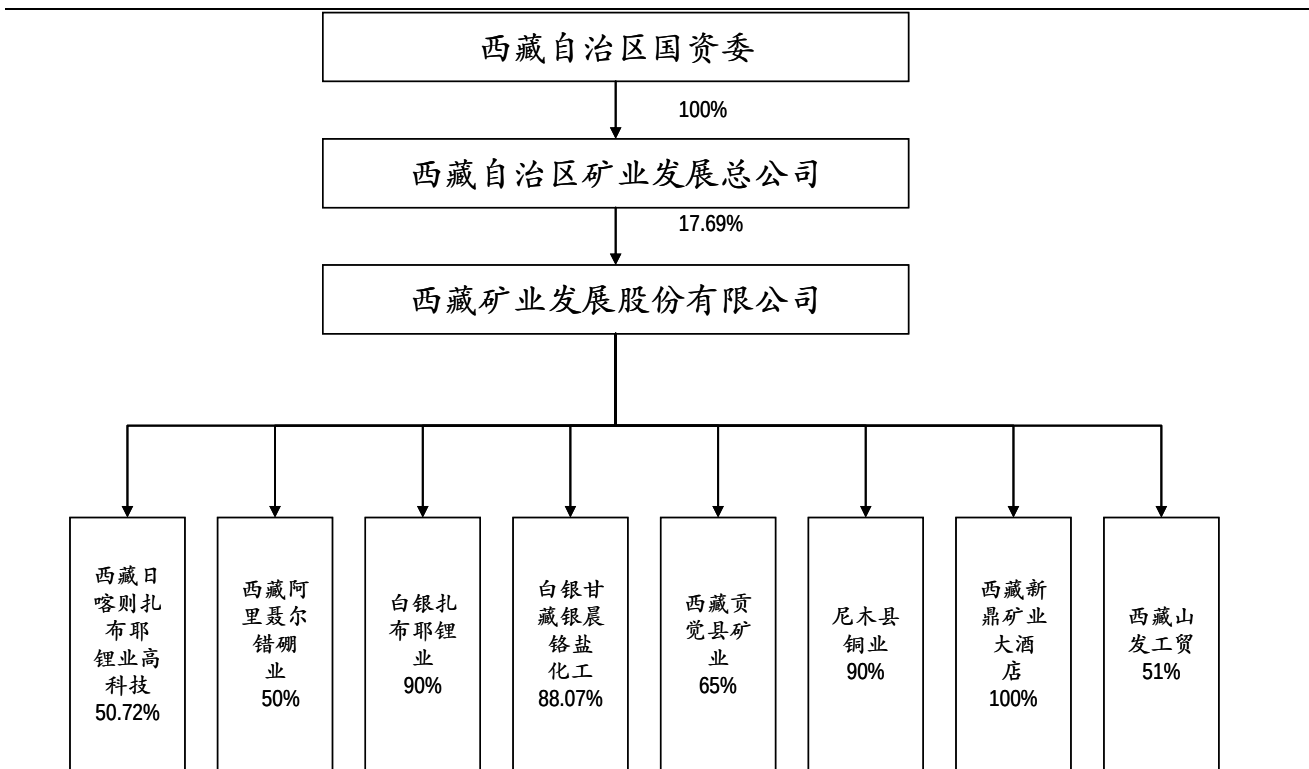
2011 年 5 月公司顺利完成非公开增发，旨在投入扎布耶 1 期工程生产线改良、2 期锂精矿新产能建设、以及白银扎布耶锂盐产能扩建等项目。我们预计如若未来铬铁矿开发殆尽，锂业务或将成为公司主要盈利增长亮点。

除锂外，公司现完全控有尼木铜矿 100%的股权，尼木铜矿探矿面积 1.8 万平方公里，现有储量约 24 万吨，但远景储量惊人，是一个潜在的大型铜矿。

目前由于公司锂资源开发项目受制于原先设计参数偏高，以及资本金投入不足等诸多因素，至今一直未能完全达产，因此公司现阶段盈利仍主要来自于铬铁矿，以及铜矿采选冶炼业务。

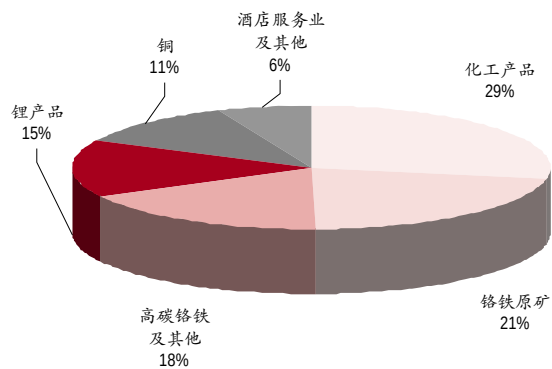
公司控股股东西藏矿业发展股份有限公司持有上市公司 17.69%的股权，公司实际控制人为西藏自治区国资委。

图表 2. 公司股权和主要控股公司结构图



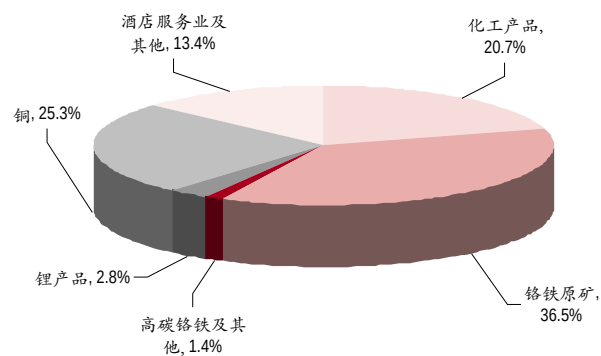
资料来源：公司数据

图表 3. 2011 年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 4. 2011 年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据

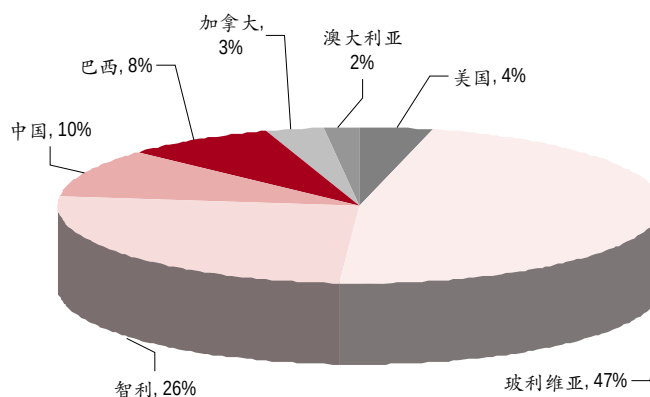
全球独一无二天然碳酸锂盐湖，公司资源禀赋优势突出

从全球锂矿形态来看，锂主要存在于卤水盐湖和矿石（锂辉石和锂云母等）中。根据美国 USGS 调查数据，全球盐湖卤水资源主要分布在玻利维亚、智利、阿根廷、中国及美国；而锂矿床主要分布在澳大利亚、加拿大、芬兰、中国、津巴布韦、南非和刚果。

虽然从全球范围来看锂资源储量较为丰富，但实际有经济开发利用价值的锂资源仅存在于较少数国家。

中国是锂资源较为丰富的国家之一，储量约占全球的 10%。其中盐湖的资源占比超过 80%，主要分布在青海和西藏等地；矿石资源占比约 20%，主要分布在四川、湖北和江西等地。

图表 5. 全球锂资源分布情况



资料来源：USGS，中银国际研究

中国西藏的扎布耶盐湖是全球仅有的四个矿床锂储量超过百万吨的盐湖之一。据公司统计，扎布耶盐湖现有 180 余万吨锂碳酸固态锂精矿、3,400 万吨硼和 1,600 万吨钾。考虑到扎布耶盐湖仍可不断从支流处补充储量，因而公司目前小规模生产不会对扎布耶盐湖储量有所影响。

同时更为吸引人的是，扎布耶盐湖是全球最大已探明完全由碳酸锂形式存在的盐湖，卤水中碳酸锂含量高，镁锂比极低，盐湖资源禀赋优异，理论上可以以较低的成本，生产出品质优秀的锂精矿。

西藏矿业通过子公司西藏日喀则扎布耶锂业高科技（现控股 50.72%）控有西藏扎布耶盐湖 90% 的股权，享有其 20 年的开发权。

盐湖综合开发利用潜力较大

公司对扎布耶盐湖锂资源采取了原矿-精矿-碳酸锂等综合开发机制：公司在扎布耶盐湖处保有一支完整的锂精矿生产队伍，并通过公司自主研发的“太阳池浓缩法”工艺提炼成锂精矿。考虑到水、电等生产资源，公司于甘肃白银市建有白银扎布耶锂业有限公司，对扎布耶盐湖产出的锂精矿进行深加工，并向市场提供工业级碳酸锂成品，近期公司也将尝试进一步将工业级碳酸锂加工为电池级碳酸锂产品。

除锂外，扎布耶盐湖的硼和钾资源十分丰富，且开采提取也极为方便（硼直接存在于盐湖四周，而钾则可在提锂的同时获取），因此可以预计公司很有可能实施对硼和钾资源的综合利用，以增加新的盈利点。

铬矿业务发展平稳

公司现有业内一致公认“铬都”的西藏山南曲松县的罗布萨铬铁矿山，该矿所含三氧化二铁平均含量约为 50%，属于世界一流富矿石资源，且矿山矿石相对集中，因此开采条件极为理想，成本较低，效益较为出色。可以预计在未来几年，铬铁矿仍将是公司主要营收和利润来源。

但需要指出的是，在连年开采后，目前罗布萨铬铁矿山储量尚留有 30 余万吨，如以公司目前铬铁矿石年产能约 5 万吨简单估算，则公司铬铁矿尚有 6 年左右的开采年限。铬铁矿开采年限将近也是公司近年来持续投入碳酸锂业务，以期寻找新利润点的主要原因。

公司目前大部分铬铁矿石用于外销，部分用于白银甘藏银晨铬盐化工厂生产铬盐产品。在历经调整后，目前铬盐价格正处于复苏阶段，公司铬盐生产也正逐步步入正轨。

尼木铜矿可能是一潜在大型铜矿

公司子公司尼木县铜业（控股 90%）拥有国内尼木铜矿 100% 的股权。尼木铜矿探矿面积 1.8 万平方公里，现有储量约 24 万吨。

据悉公司正努力对该矿进行深入勘探，从目前状况乐观推算，尼木铜矿有可能成为一潜在大型铜矿。

除现有采矿点外，2011年6月公司公告，通过尼木铜业拟向四川省冶金地质勘察院收购西藏拉萨尼木县厅宫铜矿外围铜矿普查探矿权。该探矿权面积 14.93 平方公里，主矿体铜资源量 25,238 吨（平均品位在 0.494%），钼资源量 507 吨（平均品位 0.01%）。

公司电解铜产量常年维持在 1,500 吨左右，但 2011 年受尼木铜业（公司控股子公司）采区破碎站建设以及部分外部生产条件变化等因素的影响，公司将降低 2011 年生产计划至 1,000 吨，2012 年有望恢复到 1,500 吨的水平。

非公开增发助力产能扩张

目前公司锂精矿受制于原生产线设计参数过高导致产能利用率低，因而锂精矿产出少，且无法满足白银扎布耶碳酸锂生产需要，致使公司锂业务总体盈利低于预期。

2011 年 5 月公司完成 10 年来首次再融资，以 29.18 元/股非公开增发 4,161.5 万股，募集 11.74 亿元，投入以下四个项目：

- 1) 扎布耶一期技改工程：扎布耶 1 期 5,000 吨/年碳酸锂锂精矿工程于 2004 年 9 月建成。但自建成以来，由于原先设计参数过高，因而 1 期工程基本从未达到其设计产能。技改项目完成后公司将具备年产 8,000 吨碳酸锂精矿，建设周期 2 年。截至 2011 年 6 月，该项目已累计投入总投资额的 53% 以上，进展顺利。
- 2) 扎布耶二期工程：项目完成后，将使公司新增年产 18,000 吨锂精矿产能（扎布耶 1 期和 2 期工程将合计有 26,000 吨锂精矿产能），建设期 2 年。
- 3) 白银扎布耶二期工程：主要通过锂精矿（含 Li_2CO_3 365%）生产工业级碳酸锂、电池级碳酸锂和氢氧化锂。本项目完成后，公司将新增 10,000 吨锂产品产能，包括 5,000 吨电池级碳酸锂、2,000 吨工业级碳酸锂和 3,000 吨氢氧化锂，总产能达到 15,000 吨。建设期 2 年。
- 4) 尼木铜矿项目：项目建成后，公司将形成年产 6,500 吨的电解铜产能，建设期 2 年。

我们相信扎布耶 1 期技改和 2 期扩产项目建成后，将助力改变公司坐拥“金山”却无力“挖宝”的困境。

主要風險

公司扎布耶 1 期工程建成以來，受制於原有提鋰技術在規模化生產過程中遇到當地氣候環境、工藝設計參數等難題，一直無法實現規模化生產，因而常年虧損。此次公司增發募集項目將會在現有“太陽能池法”基礎上進行改良，如果改良不成功，則公司鋰精礦業務仍有可能繼續處於無法正常生產的狀況。

新能源汽車等需求爆發仍然是未來碳酸鋰供給向好的主要源動力，如新能源汽車需求釋放受到鋰電池技術不成熟、市場開拓不力、產品性價比不高等因素制約，則碳酸鋰價格上升趨勢仍然將會受到限制，公司未來盈利增長可能低於預期。

扎布耶鹽湖由於地处高原，條件惡劣，因此氣候環境以及穩定的生產隊伍是保證公司鋰精礦生產的先決條件。如日照偏少、多雨多風等氣候現象頻發，或者公司常駐扎布耶鹽湖的生產和科研隊伍人員不穩定，則必將致使公司無法正常開展生產工作。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371