

# 志存高远，打造多金属资源平台

西部矿业 (601168) 评级: 买入 (上调)

股价: 17.53 元

目标价位: 25.67 元

深度报告

2010年12月8日 星期三

## 投资要点

### 有色金属小组

李文

证书编号: S0630208080071

010-59707167

liwen@longone.com.cn

联系人: 张方

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

有色金属

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6个月目标价位 25.67

升值潜力 (%) 46.43

目标价确定日期: 2010.12.07

### 重要数据

总股本(亿股) 23.83

流通股本(亿股) 23.83

总市值(亿元) 408.21

流通市值(亿元) 408.21

### 市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	-11.3	-1.7
3个月	35.5	29.6
6个月	59.3	37.7

个股相对上证综指走势图



- **资源储量超预期，矿产量稳定增长，冶炼能力大幅提高。**公司是国内大型综合性金属矿产、冶炼企业，经过持续的探矿，公司目前铜、铅、锌权益储量分别达到 460 万吨、230 万吨和 340 万吨。随着获各琦、呷村矿等矿山产能的提高以及工艺的逐步成熟，公司精矿产量稳步提升。冶炼方面，5 万吨铅冶炼已复产、铜冶炼产能已达到 8 万吨。
- **志存高远，打造多金属资源平台。**在西矿集团的支持下，公司力争 3-5 年内发展成为国内前列且具有国际竞争力的集采、选、冶一体的金属矿产企业。集团与公司签有同业竞争条款，通过以往逐步转让所拥有资产的路径看，继续转让旗下资产可以预期。
- **原始股东减持已到尾声。**经测算，截止 2010 年 9 月底，原始股东（除西矿集团）持股合计约 2.71 亿股（占公司股本比例 11.38%），较解禁时持股 12.51 亿股（占比 52.49%）已大幅下降。现有的原始股东中，作为战略投资者的新疆塔城和海成物资（尚持有 4.13%）大幅减持的可能性比较小。
- **行业景气度持续向上。**在经济大方向趋好以及美元中长期的贬值的背景下，金属价格易涨难跌，行业景气度持续向上。
- **上调至“买入”评级。**预计公司 2010-2013 年 EPS 分别为 0.49 元、0.79 元、0.99 元和 1.24 元，综合相对估值及绝对估值方法，给予公司 25.67 元的目标价，上调公司至“买入”评级。

### 主要财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	16,887	18,580	27,692	34,191	39,730
营业收入增长率 (%)	33.82%	10.03%	49.04%	23.47%	16.20%
营业利润(百万元)	770	1,614	2,625	3,313	4,161
营业利润增长率 (%)	22.11%	109.60%	62.60%	26.22%	25.59%
净利润(百万元)	624	1,214	1,995	2,518	3,162
净利润增长率 (%)	10.65%	94.41%	64.33%	26.22%	25.59%
营业利润率 (%)	4.56%	8.69%	9.48%	9.69%	10.47%
每股收益(元)	0.25	0.49	0.79	0.99	1.24
PE (X)	69.4	35.9	22.3	17.6	14.1

## 目录

1. 公司概况.....	4
1.1 历史沿革及股权结构.....	4
1.2 主营业务简介.....	4
2. 资源储量超预期, 矿产量持续增长.....	5
2.1 资源储量超预期.....	5
2.2 矿产品产量稳步提升.....	7
2.3 探矿权为资源储备增加提供保障.....	8
3. 冶炼能力大幅提高.....	8
3.1 铅冶炼复产, 锌冶炼远景规划翻番.....	9
3.2 铜冶炼产能大幅增长, 铝冶炼稳定.....	9
4. 志存高远, 打造多金属资源平台.....	10
5. 原始股东减持已到尾声.....	11
5.1 原始股东持股情况.....	11
5.2 减持已到尾声.....	12
5.3 再减持已无波澜.....	13
6. 行业景气度持续向上.....	13
7. 盈利预测及敏感性分析.....	15
7.1 盈利预测.....	15
7.2 敏感性分析.....	19
8. 估值与投资建议.....	20
9. 风险提示.....	22

## 图形目录

图 1. 上市公司股权结构图.....	4
图 2. 2010 年中期公司营业收入、毛利构成.....	5
图 3. 公司主要矿山分布.....	5
图 4. 公司铜、铅锌资源权益储量 (单位: 万吨).....	6
图 5. 主要经济体制造业平稳.....	14
图 6. 全球铜、铝、铅、锌供应过剩/短缺与价格走势.....	14
图 7. 美元指数与 LME 指数.....	15

## 表格目录

表 1. 公司主要矿山资源储量及变化.....	6
表 2. 公司矿山矿石处理产能及预测 (万吨).....	8
表 3. 2009 年公司新取得探矿权的矿区资源情况.....	8
表 4. 冶炼产品产能预测 (单位: 吨).....	9
表 5. 原始股东发行前后持股情况.....	11
表 6. 截止 2010 年 9 月底原始股东持股减持情况统计 (单位: 万股) ...	12
表 7. 各矿山精矿产量预测.....	15

表 8. 矿产品分品种产量预测.....	16
表 9. 冶炼产品产能产量预测 (单位: 吨) .....	16
表 10. 价格预测 (不含税) .....	17
表 11. 单位成本预测.....	18
表 12. 分业务收入、成本预测统计 (万元) .....	18
表 13. 2011 业绩对铅锌敏感性分析 (元/吨, 含税) .....	19
表 14. 2011 业绩对铜锌敏感性分析 (元/吨, 含税) .....	19
表 15. 西部矿业利润表预测 (单位: 万元) .....	20
表 16. 重点 A 股相关资源类上市公司估值.....	21
表 17. 价格预测 (元/吨、元/千克, 不含税) .....	21
表 18. 产量预测 (吨、千克) .....	22
表 19. 矿山折现价值.....	22
表 20. 可比 A 股冶炼上市公司产能、市值.....	22

## 1. 公司概况

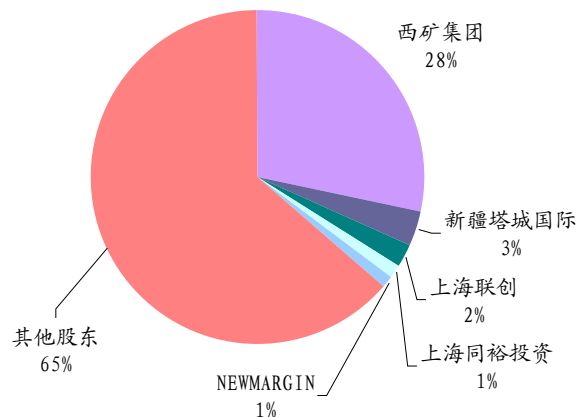
### 1.1 历史沿革及股权结构

西部矿业是国内一家领先的多元化矿业公司，地处中国矿藏最为丰富的地区之一，是西部地区最具竞争力的大规模综合性基础金属采矿、选矿、冶炼和精炼及贸易公司。

2000年12月，公司经青海省人民政府批准，由西部矿业集团为发起人，联合鑫达金银开发中心、株洲冶炼集团、长沙有色冶金设计研究院、广州保税区瑞丰实业4家公司共同组建并成立，股本总额13,050万元，西矿集团持股比例为85.86%。后经过定向增发、股份转让、转增股本，至2007年4月30日，注册资本变更为192,300万元。

西部矿业于2007年7月登陆上交所，发行股本4.6亿股，发行后总股本为23.83亿股，截至2010年3季度，公司股权结构如下：

图1. 上市公司股权结构图



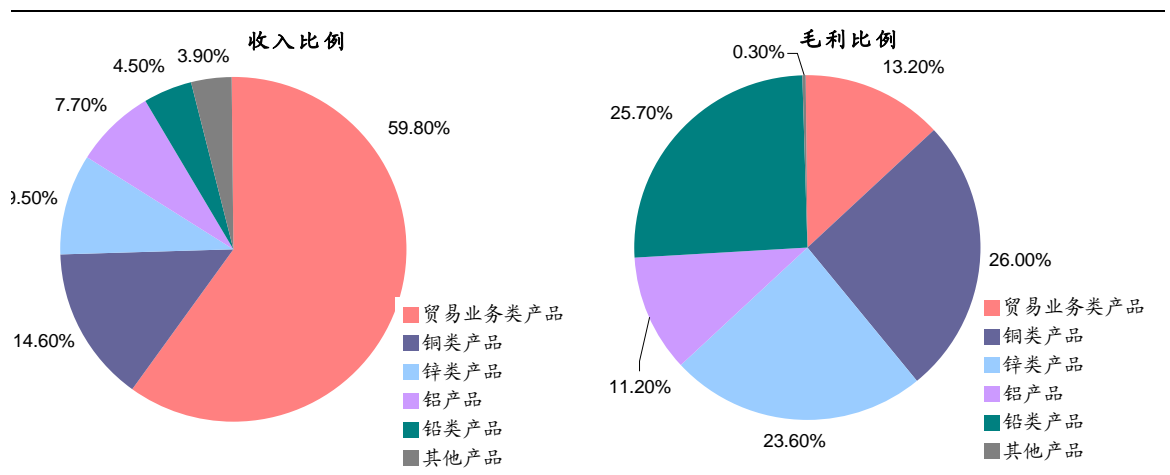
资料来源：公司资料，东海证券研究所

### 1.2 主营业务简介

分产品看，公司主要产品有铅类产品（铅精矿、粗铅和电铅）、锌类产品（锌精矿和电解锌）、铜类产品（铜精矿和阴极铜）、铝类产品以及锰类产品等。从营业收入和毛利贡献看，铜、铅锌类产品贡献都比较大、且盈利能力较强。

分产业链看，公司业务包括探矿、采矿、冶炼和贸易。其中采矿业务盈利能力最强，毛利占比最高，是公司主要的盈利来源。贸易类业务是公司新开展的业务，营业收入已经快速占到公司比重的60%左右；其次为冶炼类业务，未来几年将稳步发展。

图2. 2010年中期公司营业收入、毛利构成



资料来源: 公司 2010 年中报, 东海证券研究所

## 2. 资源储量超预期, 矿产量持续增长

### 2.1 资源储量超预期

目前公司全资或控股持有青海锡铁山铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、青海赛什塘铜矿、四川呷村多金属矿、西藏玉龙铜矿、内蒙古双利铁矿、夏塞银多金属矿和宜昌磷矿等八座矿山, 主要分布在青海、西藏、内蒙古和四川等省。

图3. 公司主要矿山分布



资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

公司矿山所处位置是良好的成矿带, 随着探矿力度的进一步加大, 公司的资源储量不断增长。根据 2007 年公司招股说明书, 截止 2006 年底, 公司总计保有 (拥有、控制) 的金属资源储量为 295 万吨金属锌、213 万吨金属铅和 436 万吨金属铜; 随着探矿的进展程度, 截止 2009 年 9 月底 (资料来源于《2010

年第一期短期融资券说明书》), 公司保有(拥有、控制)的金属资源储量为 343 万吨金属锌、251 万吨金属铅(增量主要来自锡铁山铅锌矿)和 436 万吨金属铜; 而截止到 2010 年 6 月底(资料来源于《2010 年第二期短期融资券说明书》), 公司保有(拥有、控制)的金属资源储量为 362 万吨金属锌、238 万吨金属铅和 773 万吨金属铜(增量主要来自玉龙铜矿)。

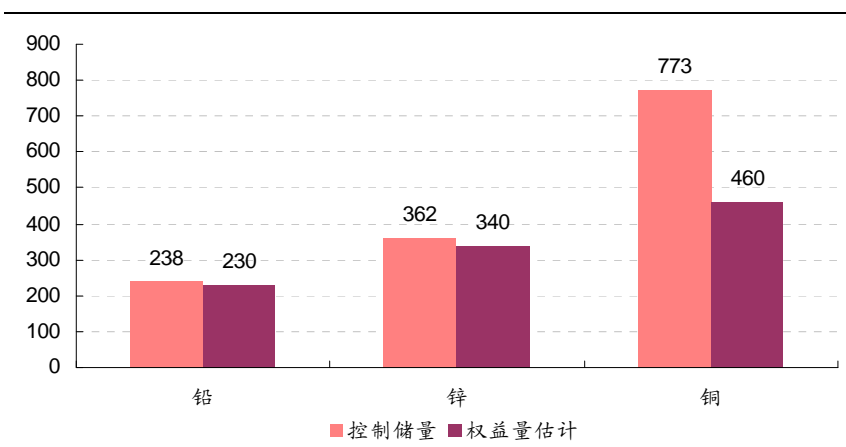
至 2010 年 6 月底公司资源权益储量已达 340 万吨金属锌、230 万吨金属铅、460 万吨金属铜、3000 吨银和 25.5 吨黄金。

表1. 公司主要矿山资源储量及变化

	权益	矿石量(万吨)	锌(万吨)	铅(万吨)	铜(万吨)	银(吨)	金(吨)
青海锡铁山铅锌矿	100%	2,299	137.6	99.8		1,549.0	20.0
品味			5.99%	4.34%		67.4g/t	0.87g/t
内蒙古获各琦铜矿	100%	8,283	70.5	61.3	50.3		
品味			1.55%	1.35%	1.34%		
青海赛什塘铜矿	51%	4,883			58.0		
品味					1.15%		
四川呷村多金属矿	76%	1,328	87.0	52.1	8.1	1,863.0	
品味			8.44%	5.21%	1.04%	240g/t	
西藏玉龙铜矿	58%	42,165			320.0		
品味					0.76%		
截止 2006 年底合计			295.1	213.1	436.4	3,412.0	20.0
<b>权益量(1)</b>			<b>274.3</b>	<b>200.6</b>	<b>271.6</b>	<b>2,964.9</b>	<b>20.0</b>
截止 2009 年 9 月底							
合计(含新增探明)			343.13	251.55	466.01	3510.69	26.07
<b>权益量估计(2)</b>			<b>320</b>	<b>240</b>	<b>283</b>	<b>3060</b>	<b>26.07</b>
截止 2010 年 6 月底							
合计(含新增探明)			362.09	238.08	773.35	3476.07	25.51
<b>权益量估计(3)</b>			<b>340</b>	<b>230</b>	<b>460</b>	<b>3000</b>	<b>25.51</b>

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

图4. 公司铜、铅锌资源权益储量(单位: 万吨)



资料来源: 公司资料, 东海证券研究所



## 2.2 矿产品产量稳步提升

公司主要的矿产品有铅锌精矿、铜精矿和铁精矿，随着矿山产能的提高以及工艺的逐步成熟，公司精矿产量稳步提升。铅锌精矿目前大部分来自锡铁山铅锌矿，未来增量主要来自呷村多金属矿，另外，获各琦铜矿也将贡献少量铅锌精矿；铜精矿来自获各琦铜矿和赛什塘铜矿，少量来自呷村多金属矿；铁精矿主要来自双利矿业。

青海锡铁山铅锌矿是公司最重要的铅锌精矿生产矿山，年采选能力150万吨，目前暂无扩大产能的规划，年产铅精矿6.2万金属吨、锌精矿7.5万吨金属吨。矿山采用地下开采和浮选的方法生产含有银和金的铅锌精矿，生产工艺相对成熟，铅矿选回收率达95%，锌选矿回收率达90%，所产精矿品质高，历史上铅精矿品位保持在73%以上，且含杂少，属于铅精矿中的一级品，锌精矿品位在48.0%以上。主要销往国内冶炼厂，部分也用作公司自身冶炼业务的原料。

获各琦铜矿位于内蒙古自治区乌拉特后旗东升庙镇西北约80公里的狼山，是目前公司产能最大的铜矿山，采用地下开采方式，矿选回收率达到90%以上，2010年矿石处理能力已经由200万吨扩大到300万吨，年产铜精矿2-2.5万吨，未来将再建100万吨的铅锌选矿能力，到时每年将新增1万吨左右的铅锌精矿。所产铜精矿主要销往国内的冶炼厂。

赛什塘铜矿位于青海省兴海县，是公司产能第二大的铜矿山，在2007年10月青海赛什塘铜业有限公司25万吨选矿扩建工程投产后，该矿山年矿石采选能力达到75万吨，选矿回收率为84%左右，年生产铜精矿0.55万吨左右，主要销往国内的冶炼厂。

呷村多金属矿为新矿山，位于四川省西部的白玉县，主要生产含银铜精矿、含银铅精矿和锌精矿，由四川鑫源矿业经营，50万吨矿产采选工程已经于2007年投产，未来计划扩产到75万吨。该矿山矿石成分比较复杂，工艺水平还有待提高，目前铅锌选矿回收率为80%左右，年产铅精矿1万吨、锌精矿2万吨，铜精矿0.3万吨，铅锌精矿产量未来有望继续增加。

玉龙铜矿位于青藏高原东部山区的昌都，是国内最大的铜矿项目，且具有成为特大型铜矿的条件。由于矿山含有氧化铜和硫化铜两种不同的矿石，考虑到开采成本以及矿山的地位，公司可能调整开发方案，今年产量没有完成年初计划。

2009年1月公司收购四川夏塞银业有限责任公司51%股权控股夏塞银多金属矿，3月收购西矿集团所持有的内蒙古双利矿业50%股权，双利矿业的选矿处理能力为200万吨/年，2009年实现选矿处理量172万吨，生产铁精粉71.03万吨。另外宜昌磷矿资源储量规模为中型，远景储量预计8000万吨，2009年

公司实现磷精矿产量 3 万吨，磷中尾矿产量 0.48 万吨。

表2. 公司矿山矿石处理产能及预测 (万吨)

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
锡铁山铅锌矿	150	150	150	150	150	150	150	150
获各琦铜矿	150	200	200	200	300	400	400	400
赛什塘铜矿	50	75	75	75	75	75	75	75
呷村多金属矿	50	50	50	50	50	70	70	70
玉龙铜矿		110	110	110	110	110	110	110
双利矿业			200	200	200	200	200	200

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

### 2.3 探矿权为资源储备增加提供保障

2009 年, 公司新获四个探矿权, 分别为锡铁山中间沟-断层沟的探矿权、青海省门源县金子沟-大坡沟多金属矿普查探矿权、青海省都兰县没确桑昂地区铅铜矿普查探矿权和白玉县有热银多金属矿的探矿权。这些探矿权的取得将为公司资源储备增长提供保障。

其中, 青海省大柴旦镇中间沟-断层沟铅锌矿详查探矿权目标矿权矿区已探明 (332 + 333 + 334) 矿石量 1266.53 万吨, 铅金属量 56.52 万吨, 锌金属量 30.01 万吨。据估算的矿石量和伴生金银平均品位, 伴生金 (332 + 333 + 334) 金属量 7.60 吨; 银金属量 886.57 吨。

表3. 2009 年公司新取得探矿权的矿区资源情况

探矿权	资源情况
青海门源县金子沟金矿点	铜平均品位为 0.47%-0.36%, 金平均品位 4.16 克/吨, 伴生银的平均品位 120.1 克/吨
青海门源县大坡沟金矿点	金平均品位在 1.01-3.99 克/吨, 最高可达 11.63 克/吨
青海都兰县没确桑昂地区铅铜矿	铅金属量 7273.72 吨, 铜金属量 14.97 吨, 锌金属量 142.23 吨, 伴生银金属量 1249.39 千克
青海白玉县有热银多金属矿	铅金属量 5.29 万吨, 锌金属量 5.94 万吨

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

### 3. 冶炼能力大幅提高

公司冶炼产品涵盖范围较广, 主要有粗铅、电铅、电解锌、电解铝和电解铜。2010 中期, 公司冶炼产品产量分别为电解锌 3.33 万吨、电解铝 4.78 万吨、电解铜 1.43 万吨, 粗铅和电解铅停工并未生产。2011 年随着铅产能复产、铜冶炼产量大幅提升, 将大幅提供公司的收入, 并贡献利润。



### 3.1 铅冶炼复产，锌冶炼远景规划翻番

铅冶炼：公司铅冶炼分为粗铅和电解铅。粗铅产能共计 10 万吨，其中铝业分公司产能 5 万吨，青海西豫（公司持股 51%，豫光金铅间接持股 49%）10 万吨粗铅冶炼已 2010 年 5 月 18 日投产，按照约定，公司与豫光金铅平分产品，实际是 5 万吨。电解铅产能 10.5 万吨，其中西部铝业 5 万吨，甘河工业园 5.5 万吨铅冶炼项目已经于 2010 年建成。

锌冶炼：公司目前锌冶炼产能为 7.4 万吨，其中铝业分公司 6 万吨，宝靖分公司 1.4 万吨。另外，甘河工业园 10 万吨电锌氧压浸出工程项目预计 2012 年完工，到时公司锌冶炼产能将达到 17.4 万吨。

### 3.2 铜冶炼产能大幅增长，铝冶炼稳定

铜冶炼和铜加工：公司铜冶炼产能 8 万吨，分别为天津大通 3 万吨（主要以废铜为原料），巴彦卓尔西部铜材公司 5 万吨（2010 年建成）。而根据冶炼项目必须配套资源，可推测当地公司仍控制一部分铜矿资源。另外，巴彦卓尔西部铜材公司远期规划将再建 10 万吨铜杆配套项目，目前尚未动工。

铝冶炼：公司铝冶炼产能比较稳定，主要为百河铝业 10 万吨，拥有两条中型电解铝生产线，原料外购，吨铝耗电 14350 千瓦时，处于国内中等水平；但地处西部，电价为 0.35 元/度（含税），成本相对具有优势。

表4. 冶炼产品产能预测（单位：吨）

		2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
粗铅	铝业分公司（100%）	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
	青海西豫（51%）			50,000	50,000	50,000	50,000
	合计	50,000	50,000	100,000	100,000	100,000	100,000
电铅	西部铝业（64%）	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
	甘河工业园 5.5 万吨 （100%）			55,000	55,000	55,000	55,000
	合计	50,000	50,000	105,000	105,000	105,000	105,000
锌	铝业分公司（100%）	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
	宝靖子公司（100%）	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
	甘河工业园 10 万吨电 锌（100%）			-	-	100,000	100,000
	合计	74,000	74,000	74,000	74,000	174,000	174,000
铝	百河铝业（100%）	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
铜	天津大通（91.7%）	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
	巴彦卓尔铜材（100%）			50,000	50,000	50,000	50,000
	合计	30,000	30,000	80,000	80,000	80,000	80,000

资料来源：公司资料，东海证券研究所

## 4. 志存高远，打造多金属资源平台

公司专注于有色金属矿产资源的开发，重点集中在铜、铝、铅、锌等基本金属领域，定位于多金属资源平台，力争 3-5 年内发展成为国内前列且具有国际竞争力的集采、选、冶一体的金属矿产企业。一方面公司加大对国内矿山及周边地区的勘探投入，另一方面有选择的收购具有开发潜力的探矿权、采矿权和矿产企业，以增加资源储量。另外，计划有选择的扩大冶炼产能，延伸产业链，应对有色金属周期性波动风险。

西矿集团目前持有西部矿业 28.21% 的股权，与上市公司签订有同业竞争限制性条款，通过以往集团逐步受让所拥有资产的路径以及思路看，集团整体上市可以预期。

集团目前主要拥有以及协议将拥有的资产为：（1）青海曲麻莱县大场金矿 15% 股权；（2）青海锂业 74.5% 股权；（3）会东铅锌矿改制后新设公司 80% 股权（协议收购）。

**大场金矿：**青海大场矿区以金为主，伴生锑，位于曲麻莱县麻多乡境内巴颜喀拉山金锑成矿带的中段，距格尔木市 300 公里。大场金矿 1996 年被发现，目前已经控制的资源量为 150 吨，预测整个大场地区的资源总量会超过 300 吨。

**青海锂业：**青海锂业设立于 1998 年 12 月，注册资本 1.3 亿元，其中西部矿业集团公司投资 9690 万元，青海地矿集团有限公司投资 3000 万元，中科院青海盐湖研究所投资 310 万元，西部矿业在上市之前将股权转让给集团。青海锂业公司自 2001 年以来，已经实施建设《青海盐湖提锂及资源综合利用产业化示范工程项目》，具有 25000 吨硫酸钾（2006 年 11 月建成投产）、3000 吨碳酸锂（2007 年 10 月 8 日投产）的生产能力。公司依附的海西蒙古族藏族自治州东台吉乃尔湖锂矿床 LiCl 孔隙度储量为 284.78 万吨（给水度储量 158.58 万吨）、B203 孔隙度储量 163.79 万吨（给水度储量 91.97 万吨）、KCl 孔隙度储量 1828.91 万吨（给水度储量 1039.00 万吨），锂矿储量已经达到超大型规模，硼矿储量也已达达到特大型规模，钾矿储量达到中型规模（探矿权尚未转为采矿权）。根据东台盐湖资源状况，公司规划盐湖资源综合利用初级产品最终规模为：碳酸锂 20000 吨/年、硫酸钾 150000 吨/年、硼酸 15000 吨/年。即三种产品需要扩产规模分别为：17000 吨/年 125000 吨/年和 12500 吨/年。

**会东铅锌矿：**西矿集团 2010 年 11 月 6 日以 21.76 亿元协议受让会东铅锌矿改制后新设公司 80% 股权，会东铅锌矿始建于 1958 年 3 月，位于四川省凉山州会东县境内，截至 2009 年 6 月 30 日，该矿保有矿石资源储量为 1155.9 万吨（采矿有效期至 2029 年 10 月 16 日），其中锌金属量 114.06 万吨，铅金属量 8.8 万吨，伴生组份银 556.34 吨、镉 15,674 吨、镓 151 吨、锗 173 吨、硫

617,460 吨。具备日处理原矿 1350 吨、4 万吨锌精矿、电锌 4 万吨/年和硫酸 6.5 万吨/年的生产能力。该矿品位高，成本低（约 2000 元/金属吨），虽然协议规定新设立公司必须是国有控股，但我们认为，集团与公司签订的同业竞争限制协议将使得集团在适当的时机注入到上市公司，以何方式还有待论证。

## 5. 原始股东减持已到尾声

公司原始股东持股比例大，获取股份的成本低，解禁后的减持行为是投资者一直关注的焦点。从解禁日开始，原始股东中持股比例前几位的北京安瑞盛科技、上海安尚实业、Goldman Sachs Strategic 等公司也陆续减持公司股份。前期原始股东减持公司股份已是事实，而计算原始股东目前持股的比例以及判断后期减持的可能性，则是很有意义的事情。

### 5.1 原始股东持股情况

西部矿业 2007 年 7 月上市，发行股本 4.6 亿股，发行后总股本为 23.83 亿股，原始股东占总股本比例为 80.70%，剔除西矿集团外，其他原始股东占总股本的比例为 52.49%，西矿集团限售股解禁日期为 2010 年 7 月 12 日解禁，其他原始股东的解禁日期均为 2008 年 7 月 12 日。

表5. 原始股东发行前后持股情况

原始股东	持股数 (万股)	发行前 比例	发行后 比例	解禁日期
西矿集团（锡铁山矿务局整体改制）	67,230	34.96%	28.21%	2010 年 7 月 12 日
北京安瑞盛科技有限公司	26,922	14.00%	11.30%	2008 年 7 月 12 日
上海安尚实业有限公司	24,999	13.00%	10.49%	2008 年 7 月 12 日
Goldman Sachs Strategic Investments(Delaware)L.L.C.	19,230	10.00%	8.07%	2008 年 7 月 12 日
Newmargin Mining Co., Limited	13,461	7.00%	5.65%	2008 年 7 月 12 日
新疆塔城国际资源有限公司	9,615	5.00%	4.03%	2008 年 7 月 12 日
China Mining Partners Ltd.	9,615	5.00%	4.03%	2008 年 7 月 12 日
上海联创创业投资有限公司	5,769	3.00%	2.42%	2008 年 7 月 12 日
北京康桥投资有限公司	4,590	2.39%	1.93%	2008 年 7 月 12 日
青海新力绒纺对外贸易股份有限公司	3,429	1.78%	1.44%	2008 年 7 月 12 日
株洲冶炼集团有限责任公司	2,700	1.40%	1.13%	2008 年 7 月 12 日
上海海成物资有限公司	2,700	1.40%	1.13%	2008 年 7 月 12 日
广州保税区瑞丰实业有限公司	1,080	0.56%	0.45%	2008 年 7 月 12 日
湟中盛源矿业有限责任公司	960	0.50%	0.40%	2008 年 7 月 12 日
	192300	100%	80.70%	-

资料来源：公司资料，东海证券研究所

## 5.2 减持已到尾声

除了原始股东减持公告外，我们还统计了 2008 年三季度以后各定期报告，从前十大流通股股东持股数的变动情况可计算出各原始股东的增减持情况，并对后期持股情况加以推测。

经测算，截止 2010 年 9 月 30 日，除西矿集团外，原始股东持股合计约 2.71 亿股，占西部矿业总股本比例为 11.38%；较解禁时持股 12.51 亿股，占比 52.49% 已大幅下降。

以北京安瑞盛科技有限公司为例说明，上市后该公司共持有 26922 万股，占总股本 11.30%。2008 年三季度、四季度分别减持 13073 万股、9163.8 万股，2009 年一季度该公司未出现在前十大流通股股东中，而该季度第十大流通股股东“广发策略优选”持股 1361 万股，以此估计，公司持股数应少于 1361 万股，以 1000 万股测算，则 2009 年一季度公司减持 3685 万股，对于目前的持股数我们以 1000 万股测算（也可能小于 1000 万股）。与此推算方法相同的还有上海安尚实业、Goldman Sachs Strategic、China Mining Partners Ltd.、北京康桥投资和青海新力绒纺对外贸易 5 家公司。

表6. 截止 2010 年 9 月底原始股东持股减持情况统计（单位：万股）

	原持股数/ 比例	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q3	原持股数/ 比例
北京安瑞盛科技	26,922 11.30%	-13073.21 -5.49%	-9163.8 -3.85%	<b>-3685</b> -1.55%						1,000 0.42%
上海安尚实业	24,999 10.49%	-5820 -2.44%	-9310 -3.91%	<b>-8869</b> -3.72%						1,000 0.42%
Goldman Sachs Strat	19,230 8.07%	-3169.5 -1.33%	-4134.6 -1.74%	-6479.19 -2.72%	<b>-4447</b> -1.87%					1,000 0.42%
Newmargin Mining	13,461 5.65%			-1 -0.42%	-1000 -0.24%	-570 -1.63%	-3887 -0.05%	-128 -2.20%	-5237 1.11%	2,638 1.11%
新疆塔城国际资源	9,615 4.03%		-300 -0.13%	-480 -0.20%		-500 -0.21%				8,335 3.50%
China Mining Partners Ltd.	9,615 4.03%	-1321.75 -0.55%	-2710.47 -1.14%	<b>-4583</b> -1.92%						1,000 0.42%
上海联创创业投资	5,769 2.42%				-400 -0.17%		-6		-400	4,963 2.09%
北京康桥投资	4,590 1.93%			<b>-3590</b> -1.51%						1,000 0.42%
青海新力绒纺对外贸易	3,429 1.44%	-65.01 -0.03%		<b>-2364</b> -0.99%						1,000 0.42%
株洲冶炼集团	2,700 1.13%			-1000 -0.42%						1,700 0.71%
上海海成物资	2,700		-233			-958.7				1,508

	1.13%	-0.10%		-0.40%				0.63%
区间平均价格(元)	10.9	6.87	9.43	14.23	15.99	15.2	13.51	11.46

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

### 5.3 再减持已无波澜

在目前的原始股东中(除西矿集团), 持股比例较大的有: 一致行动人新疆塔城国际(3.5%)和上海海成物资(0.63%)合计持有4.13%; 一致行动人New margin Mining(1.11%)和上海联创创业(2.09%)合计持有3.2%。

新疆塔城和海成物资同属于上海海成集团, 该集团是集铜、铝、铅、锌等有色金属及矿产开发、从事国内、国际大宗原材料贸易的综合性集团公司。集团下属有上海新海成企业有限公司、新疆塔城国际资源有限公司、新疆博州阿拉山口贸易公司等。集团公司先后成功参股了西部矿业和西藏珠峰工业股份有限公司。从公司发展战略及西部矿业上市后该集团的减持情况看(上市后累计减持1.04%), 集团是以长期的战略投资为目的, 后期大幅减持的概率不大。

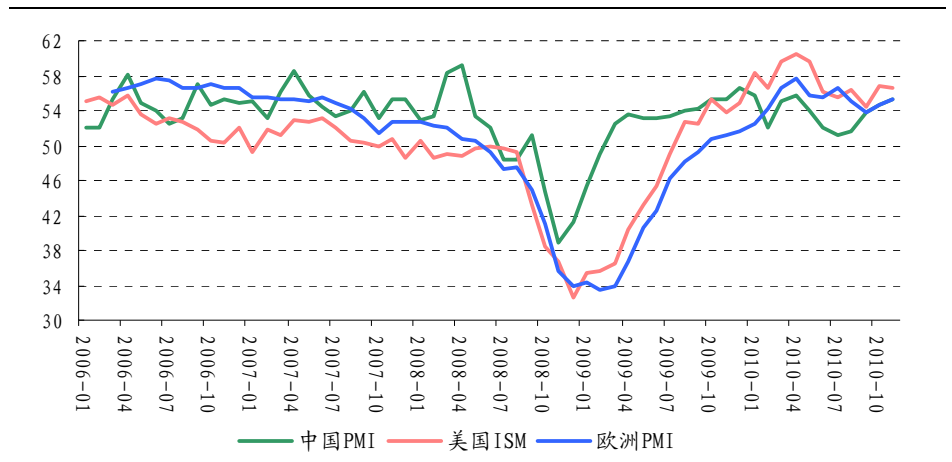
New margin Mining 和上海联创创业的实际控制人为上海联创投资管理有限公司, 该公司在股价较高位(2009年二季度至四季度)时减持2.29%, 2010年三季度时又减持2.2%, 从上市后该公司的操作情况看, 存在后市继续减持其持有的3.2%股份的可能, 但该公司合计持有股份比例较小, 若减持对股价影响也较小。

## 6. 行业景气度持续向上

从2010年11月美国ISM制造业指数(56.6)、欧元区PMI指数(55.3)和我国PMI指数(55.2)看, 制造业复苏的态势还是比较好的, 这对未来几个月有色行业平稳运行奠定了基础。

在经济周期中的复苏阶段, 有色行业供需面虽然会出现短期的不平衡, 但总体不会有大的波动(像2007年经济过热时需求的大爆发, 2008年下半年需求的突然消失)。相对于供给, 从下游需求看, 铜(下游为电线电缆、空调和变压器等)恢复的最好, 铅(下游为铅酸蓄电池)和锌(下游为镀锌领域等)其次, 铝(下游为建筑、交通领域)仍差些, 但总体朝着好的方向发展。

图5. 主要经济体制造业平稳



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

根据 CRU 的预测, 2011 年铜将短缺 41.6 万吨, 铅短缺 2.5 万吨, 锌供需基本平衡, 铝过剩量大幅下降, 这将保证几种金属价格稳步向上。

图6. 全球铜、铝、铅、锌供应过剩/短缺与价格走势



资料来源: CRU, 东海证券研究所

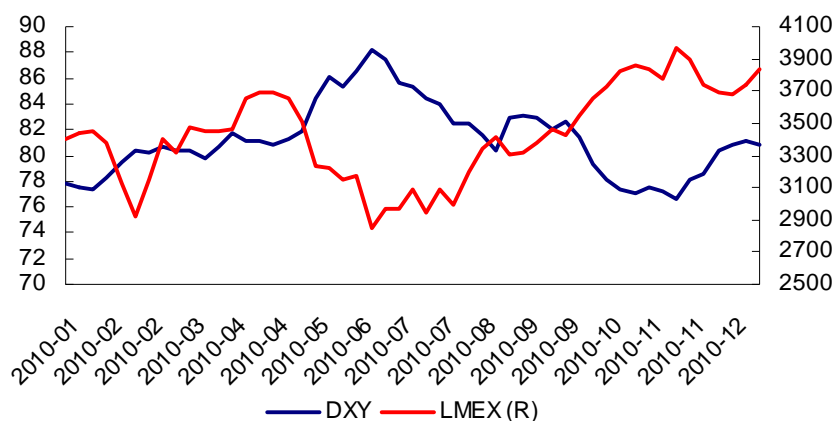


有色金属大宗商品以美元计价，因此有色金属的价格与美元指数存在较强的负相关性。美元指数的构成为：欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。

美元作为国际储备货币的地位在下降，因此美元指数中长期贬值是大势所趋，但美国作为全球最重要的经济体，其货币在某一阶段仍是很好的避险港湾。11 月份美元指数反弹的原因主要有：欧债危机的蔓延、朝韩局部冲突以及美国恢复的情况相对较好等。而随着各因素的逐步弱化，美元指数也将会再次进入下降的通道中。

从近期美元指数大幅上涨，而有色金属价格涨跌互现的情况看，当前阶段，有色金属金属受基本面的支撑较强，有色金属价格进入了易涨难跌的局面。

图7. 美元指数与 LME 指数



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

## 7. 盈利预测及敏感性分析

### 7.1 盈利预测

我们对公司盈利预测主要假设如下：

1) 矿山产品产量预测（暂不考虑玉龙铜矿的产出）见下表；

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>锡铁山铅锌矿 (100%)</b>							
铅精矿 (吨)	61,000	61,000	61,000	61,000	62,000	63,000	64,000
锌精矿 (吨)	75,000	75,000	75,000	75,000	75,500	76,000	76,000
精矿含银 (千克)	59,780	59,780	59,780	59,780	60,760	61,740	62,720
精矿含金 (千克)	209	201	157	200	200	200	200
<b>获各琦铜矿 (100%)</b>							
铜精矿 (吨)	19,900	21,100	12,800	19,000	22,000	26,000	30,000
铅精矿 (吨)	-	-	-	-	3,000	5,000	8,000

锌精矿 (吨)	-	-	-	4,000	6,000	9,000
<b>赛什塘铜矿 (51%)</b>						
铜精矿 (吨)	4,299	5,699	5,300	5,600	6,000	6,500
精矿含银 (千克)	4,514	5,984	5,565	5,880	6,300	6,825
精矿含金 (千克)	39	51	48	50	54	59
<b>呷村多金属矿 (76%)</b>						
铅精矿 (吨)	7,300	11,300	5,574	5,700	16,200	18,000
锌精矿 (吨)	18,400	27,800	10,444	10,400	27,000	30,000
铜精矿 (吨)	1,301	1,301	1,474	1,400	3,000	5,000
精矿含银 (千克)	36,500	56,500	27,870	28,500	81,000	90,000
<b>双利矿业 (51%)</b>						
铁精粉 (万吨)	71	75	94	94	94	94

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

**表8. 矿产品分品种产量预测**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铅精矿 (吨)	68,300	72,300	66,574	66,700	81,200	86,000	93,600
锌精矿 (吨)	93,400	102,800	85,444	85,400	106,500	112,000	121,000
铜精矿 (吨)	25,500	28,100	19,574	26,000	31,000	37,500	43,000
精矿含银 (千克)	88,165	114,483	109,964	94,160	148,060	158,565	178,070
精矿含金 (千克)	248	258	201	250	254	259	263
铁精粉 (万吨)			71	94	94	94	94

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

2) 冶炼产品: 公司未来冶炼产品的主要增量在于粗铅和电铅、电解锌和电解铜, 电解铝和电解锰产量变化不大;

**表9. 冶炼产品产能产量预测 (单位: 吨)**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>粗铅</b>						
<b>铅业分公司 (100%)</b>						
产能	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
产量	5,600	-	25,000	40,000	45,000	45,000
<b>青海西豫 (51%)</b>						
产能			50,000	50,000	50,000	50,000
产量			15,000	40,000	45,000	45,000
<b>合计</b>						
产能	50,000	50,000	100,000	100,000	100,000	100,000
产量	5,600	-	40,000	80,000	90,000	90,000
<b>电铅</b>						
<b>西部铅业 (64%)</b>						
产能	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
产量	-	-	20,000	40,000	45,000	50,000
<b>甘河工业园 (100%)</b>						
产能			55,000	55,000	55,000	55,000
产量				25,000	40,000	45,000
<b>合计</b>						
产能	50,000	50,000	105,000	105,000	105,000	105,000

	产量	-	-	20,000	65,000	85,000	95,000
<b>锌</b>	<b>锌业分公司 (100%)</b>						
	产能	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
	产量	37,300	50,596	50,000	55,000	55,000	55,000
	<b>宝靖分公司 (100%)</b>						
	产能	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
	产量	10,000	11,000	12,000	12,000	12,000	12,000
	<b>甘河工业园 (100%)</b>						
	产能			-	-	100,000	100,000
	产量					50,000	80,000
	<b>合计</b>	产能	74,000	74,000	74,000	74,000	174,000
	产量	47,300	61,596	62,000	67,000	117,000	147,000
<b>铝</b>	<b>百河铝业 (100%)</b>						
	产能	112,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
	产量	109,900	99,176	100,000	100,000	100,000	100,000
<b>铜</b>	<b>天津大通 (91.7%)</b>						
	产能	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
	产量	21,900	27,500	28,000	28,000	28,000	28,000
	<b>巴彦卓尔铜材 (100%)</b>						
	产能			50,000	50,000	50,000	50,000
	产量			8,000	30,000	40,000	45,000
<b>合计</b>	产能	30,000	30,000	80,000	80,000	80,000	80,000
	产量	21,900	27,500	36,000	58,000	68,000	73,000
<b>锰</b>	<b>宝靖分公司 (100%)</b>						
	产能	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
	产量	13,400	16,314	6,000	13,000	14,000	14,000

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

- 3) 价格预测: 整体上, 全球经济处于平稳复苏的态势, 我们预计公司产品价格平稳向上, 保守预计 2011-2013 年公司产品价格增幅分别是: 铜价环比上涨 9%、5%和 3%, 铝价环比上涨 6%、3%和 2%, 锌价环比上涨 7%、4%和 13%, 铝价环比上涨 6%、3%和 2%;

表10. 价格预测 (不含税)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铜 (元/吨)	35897	47009	51282	53846	55556
铜精矿 (元/金属吨)	31590	41368	45128	47385	48889
铝 (元/吨)	11538	12821	13675	14103	14359
铅 (元/吨)	11538	13675	14530	14957	15385
粗铅 (元/吨)	10962	12991	13803	14209	14615
铅精矿 (元/金属吨)	9081	11111	11923	12329	12735
锌 (元/吨)	11795	14530	15556	16239	18376
锌精矿 (元/金属吨)	6667	9402	10427	11111	13248
黄金 (元/千克)	200000	260000	280000	300000	320000

精矿含金(元/千克)	152137	197778	212991	228205	243419
白银(元/千克)	2650	3590	4786	5470	5897
精矿含银(元/千克)	2252	3051	4068	4650	5013

资料来源: 东海证券研究所

4) 成本预测: 矿产品方面, 预计公司铅、锌精矿平均成本分别为 2400 元/金属吨、3000 元/金属吨, 铜精矿成本为 22000 元/金属吨; 冶炼产品方面, 虽然公司有部分从公司内部采购, 但也是以市场价进行交易, 因此, 我们以全部外购方式预测公司冶炼产品的成本(精矿价格+冶炼成本), 铅、锌冶炼成本分别为 2100 元/吨、4200 元/吨, 铜冶炼成本为 4000 元/吨, 铝成本为 11200 元/吨;

表11. 单位成本预测

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铜(元/吨)	35590	45368	49128	51385	52889
铜精矿(元/金属吨)	21000	22000	22000	22000	22000
铝(元/吨)	11000	11200	11200	11200	11200
铅冶炼成本(元/吨)	2000	2100	2100	2100	2100
电铅(元/吨)	11081	13211	14023	14429	14835
粗铅(元/吨)	10631	12761	13573	13979	14385
铅精矿(元/金属吨)	2400	2400	2400	2400	2400
锌冶炼成本(元/吨)	4000	4200	4200	4200	4200
电锌(元/吨)	10667	13602	14627	15311	17448
锌精矿(元/金属吨)	3000	3000	3000	3000	3000

资料来源: 东海证券研究所

5) 贸易收入及毛利率预测: 公司金属贸易业务主要由上海分公司进行, 从事单位包括公司本部、中国西部矿业(香港)有限公司、中国有色金属工业再生资源公司和深圳市西部白河贸易有限公司, 主要贸易产品包括电解锌、电解铝、锌精矿、电解铜以及氧化铝等, 和公司核心开采、冶炼业务紧密相连, 主要目的是扩大市场影响力, 及时获取信息, 延伸产业链。我们根据以往公司贸易板块的收入和毛利情况, 预测公司未来几年贸易收入占总业务收入的比重为 60%, 毛利率为 3%;

表12. 分业务收入、成本预测统计(万元)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
矿产品收入合计	208031	297199	415112	489648	587401
冶炼产品成本合计	324363	493720	771971	969064	1105721
矿产品毛利率	49.42%	59.97%	63.85%	65.45%	67.73%
冶炼产品收入合计	340581	547350	843624	1064509	1218504
冶炼产品成本合计	324363	493720	771971	969064	1105721
冶炼产品毛利率	4.76%	9.80%	8.49%	8.97%	9.26%
采选冶收入合计	548612	844549	1258736	1554156	1805905
采选冶成本合计	429577	612692	922027	1138258	1295285
采选冶毛利率	21.70%	27.45%	26.75%	26.76%	28.28%

贸易收入	658334	1013459	1510484	1864987	2167086
贸易成本	638584	983055	1465169	1809038	2102073
贸易毛利率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
总营业收入	1206946	1858008	2769220	3419144	3972991
总营业成本	1068161	1595747	2387196	2947296	3397358
综合毛利率	11.50%	14.12%	13.80%	13.80%	14.49%

资料来源: 东海证券研究所

6) 营业税金比率维持不变, 管理费用率小幅下降;

7) 所得税率 25% 不变;

综上, 我们预计公司 2010-2013 年 EPS 分别为 0.49 元、0.79 元、0.99 元和 1.24 元, 业绩增速分别为 86%、39%、14% 和 14%, 12 月 7 日公司收盘价为 17.54 元, 对应动态 PE 分别为 36x、22x、18x 和 14x。

## 7.2 敏感性分析

公司盈利主要来自铅、锌、铜精矿产品及冶炼产品, 金属价格的波动将影响公司的业绩。我们对公司 2011 年的业绩做敏感性分析, 得出铅价每变动 1000 元, 2011 年 EPS 变动 0.03 元; 锌价每变动 1000 元, 2011 年 EPS 变动 0.03 元; 铜价每变动 5000 元, 2011 年 EPS 变动 0.05 元;

表13. 2011 业绩对铅锌敏感性分析 (元/吨, 含税)

铅/锌	16200	17200	18200	19200	20200
16000	0.7	0.73	0.76	0.79	0.82
17000	0.73	0.76	0.79	0.82	0.85
18000	0.75	0.78	0.81	0.84	0.87
19000	0.78	0.81	0.84	0.87	0.9

资料来源: 东海证券研究所

表14. 2011 业绩对铜锌敏感性分析 (元/吨, 含税)

铜/锌	16200	17200	18200	19200	20200
55000	0.68	0.71	0.74	0.77	0.8
60000	0.73	0.76	0.79	0.82	0.85
65000	0.79	0.81	0.84	0.87	0.9
70000	0.83	0.86	0.89	0.92	0.95

资料来源: 东海证券研究所

表15. 西部矿业利润表预测 (单位: 万元)

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>1,261,923</b>	<b>1,688,651</b>	<b>1,858,008</b>	<b>2,769,220</b>	<b>3,419,144</b>	<b>3,972,991</b>
增长率 (%)	173.37%	33.82%	10.03%	49.04%	23.47%	16.20%
减: 营业成本	1,111,483	1,510,678	1,595,747	2,387,196	2,947,296	3,397,358
毛利率 (%)	11.92%	10.54%	14.12%	13.80%	13.80%	14.49%
营业税金及附加	6,063	5,760	6,256	9,353	11,353	13,353
销售费用	14,725	13,858	14,716	18,994	20,994	24,994
管理费用	62,179	52,290	55,748	57,423	70,423	80,423
财务费用	15,474	19,132	23,122	33,786	37,786	40,786
费用合计	92,378	85,280	93,587	110,204	129,204	146,204
期间费用率 (%)	7.32%	5.05%	5.04%	3.98%	3.78%	3.68%
资产减值损失	40,378	-3,757	2,400	0	0	0
加: 公允价值变动收益	1,398	-3,195	1,400	0	0	0
投资收益	50,049	-10,484	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>63,067</b>	<b>77,011</b>	<b>161,418</b>	<b>262,468</b>	<b>331,292</b>	<b>416,076</b>
增长率 (%)	-1.87%	22.11%	109.60%	62.60%	26.22%	25.59%
营业利润率 (%)	5.00%	4.56%	8.69%	9.48%	9.69%	10.47%
加: 营业外收入	1,124	7,058	1,400	0	0	0
减: 营业外支出	5,768	2,783	3,100	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>58,423</b>	<b>81,286</b>	<b>159,718</b>	<b>262,468</b>	<b>331,292</b>	<b>416,076</b>
增长率 (%)	-7.45%	39.13%	96.49%	64.33%	26.22%	25.59%
利润率 (%)	4.63%	4.81%	8.60%	9.48%	9.69%	10.47%
减: 所得税费用	1,994	18,848	38,332	62,992	79,510	99,858
所得税率 (%)	3.41%	23.19%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
<b>净利润</b>	<b>56,429</b>	<b>62,438</b>	<b>121,385</b>	<b>199,476</b>	<b>251,782</b>	<b>316,218</b>
增长率 (%)	8.17%	10.65%	94.41%	64.33%	26.22%	25.59%
净利润率 (%)	4.41%	3.56%	6.53%	7.20%	7.36%	7.96%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>55,706</b>	<b>60,159</b>	<b>116,385</b>	<b>187,476</b>	<b>236,782</b>	<b>296,218</b>
增长率 (%)	6.24%	7.99%	85.73%	39.47%	14.44%	14.44%
少数股东损益	722	2,278	5,000	12,000	15,000	20,000
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.25</b>	<b>0.49</b>	<b>0.79</b>	<b>0.99</b>	<b>1.24</b>

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

## 8. 估值与投资建议

我们分别采用相对估值和绝对估值法。

### 1) 相对估值

我们统计了 A 股重点相关资源类上市公司的数据, 以 12 月 7 日收盘价计算, 目前相关上市公司对应 2011 年业绩的平均 PE 为 35.1 倍, 平均 PB 为 7.2 倍。



**表16. 重点 A 股相关资源类上市公司估值**

公司简称	代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	PB	EPS			PE		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E
中金岭南	000060.SZ	328.2	20.68	7.5x	0.26	0.44	0.65	79.2	46.6	31.7
驰宏锌锗	600497.SH	247.5	24.56	5.9x	0.26	0.44	0.70	94.1	55.3	35.0
宏达股份	600331.SH	169.2	16.40	14.4x	0.17	-0.28	0.30	96.6	-58.6	54.2
江西铜业	600362.SH	1,278.4	36.92	3.9x	0.68	1.26	1.60	54.4	29.2	23.1
云南铜业	000878.SZ	305.1	24.28	7.3x	0.30	0.38	0.61	81.8	63.1	39.9
铜陵有色	000630.SZ	363.5	28.08	5.3x	0.47	0.64	0.86	59.8	44.2	32.7
西部矿业	601168.SH	408.2	17.53	4.2x	0.25	0.49	0.79	69.4	35.9	22.3

资料来源: Wind, 东海证券研究所; 注: 收盘价为 12 月 7 日数据

若以 2011 年 30-35 倍 PE 估值, 对应公司合理股价为 23.7-27.65 元。

## 2) 绝对估值

由于公司主营业务集矿产开采、冶炼和贸易为一体, 我们采取分开估值的方式, 重点评估矿产资源和冶炼业务两个板块。

矿山资源估值方面, 我们分别对锡铁山铅锌矿、获各琦铜矿、赛什塘铜矿、呷村多金属矿和玉龙铜矿进行估值。

### (1) 折现率的确定

折现率=无风险利率(根据近 5 年长期国债利率加权平均值取 4.17%)+风险报酬率; 风险报酬率=勘查开发阶段风险报酬率(处于生产阶段的矿产取值范围 0.15%-0.65%)+行业风险报酬率(取值范围 1.00%-1.50%)+财务经营风险报酬率(取值范围 0.50%-1.00%); 综上, 风险报酬率取值范围为 1.65%-3.15%。

根据各矿山的情况, 确定锡铁山矿折现率为 5.82%, 获各琦铜矿、赛什塘铜矿和呷村多金属矿折现率为 6.57%, 玉龙铜矿折现率为 7.02%。

### (2) 我们采用平均价预测未来价格。

(3) 根据矿产储量和产能预测矿山产量和服务年限。锡铁山矿为成熟矿山, 获各琦铜矿、赛什塘铜矿和呷村多金属矿处于扩产阶段, 玉龙铜矿假设 2010-2013 年停产, 2014 年产铜精矿 5 万吨, 2019 年扩产至 10 万吨。

经测算, 公司五大矿山的资源(权益)折现价值为 399.53 亿元, 折合每股价值 16.77 元。

**表17. 价格预测(元/吨、元/千克, 不含税)**

	锌精矿	铅精矿	铜精矿	精矿含银	精矿含金
价格	11500	13000	48000	4700000	230000

资料来源: 东海证券研究所

**表18. 产量预测 (吨、千克)**

	锌精矿	铅精矿	铜精矿	精矿含银	精矿含金
锡铁山铅锌矿	75000	62000	\	64000	200
获各琦铜矿	8000	8000	\	22000	\
赛什塘铜矿	\	\	75000	7000	60
呷村多金属矿	25000	18000	\	90000	\
玉龙铜矿	\	\	50000/100000	\	\

资料来源: 东海证券研究所

**表19. 矿山折现价值**

	锡铁山矿	获各琦铜矿	赛什塘铜矿	呷村多金属矿	玉龙铜矿	合计
服务年限(年)	25	23	50	20	60	
折现率	5.82%	6.57%	6.57%	6.57%	7.02%	
折现值 (亿元)	138.60	63.55	29.47	58.07	238.30	527.99
权益	100%	100%	51%	76%	58%	
权益折现值 (亿元)	138.60	63.55	15.03	44.14	138.22	399.53

资料来源: 东海证券研究所

另外, 公司还具有 10 万吨粗铅冶炼、10.5 万吨电铅、7.4 万吨锌冶炼、11 万吨铝冶炼、8 万吨铜冶炼的能力以及铁精矿、电解锰等资产。对冶炼部分的价值评估, 我们参考可比 A 股纯冶炼上市公司的市值计算可得价值为 150-160 亿元, 折合每股价值为 6.29 元-6.71 元。

**表20. 可比 A 股冶炼上市公司产能、市值**

	金属品种	产能 (万吨)	市值 (亿元)
株业集团	锌	40	94
豫光金铅	铅	30	91
ST 关铝	铝	22	46
铜陵有色	铜	90	363

资料来源: 东海证券研究所; 注: 数据取自 12 月 3 日

另外, 对于铁矿、锰等资产以及贸易板块的估值, 我们这里并没有讨论。综合以上两种估值方法, 我们给予公司 25.67 元的目标价, 对应 2011 年 32 倍 PE。

我们认为, 公司志在打造多金属的资源平台, 兼具内涵式、外延式增长空间, 同时也受到集团及地方政府的支持。基于公司未来存在较大成长空间以及公司股价存在一定程度的低估, 上调公司为“买入”的投资评级。

## 9. 风险提示

- 1) A 股市场系统性风险;
- 2) 金属价格大幅波动风险;
- 3) 矿产产能、冶炼产能释放低于预期的风险。

**附注:****一、行业评级**

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅  $\geq 20\%$   
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\% - 20\%$   
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅  $> 10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122