

2012-03-16

有色金属/铅锌

证券研究报告

公司研究 / 年报点评

西部矿业 (601168)

中性/维持评级

股价: RMB10.64

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

王茜

SAC 执业证书编号:s1000510120021

(0755)8236 4392

wangqianys@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《存货减值致业绩低于预期》2011/10/18

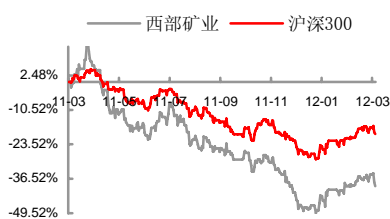
《扩张如期而至》2010/11/09

《矿产资源集大成者》2010/10/15

基础数据

总股本(百万股)	2,383
流通 A 股(百万股)	2,383
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	25,355

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

业务整合进行时

—2011 年报点评

- 公司于 3 月 15 日晚发布年报显示, 2011 年公司实现营业收入 212.7 亿元, 同比增长 14.9%, 实现归属于上市公司净利润 8.59 亿元, 同比下降 13.2%, 每股收益 0.36 元/股; 其中, 四季度单季实现归属母公司净利润 0.95 亿元, 每股收益 0.04 元/股, 略低于预期。
- 公司业绩低于预期, 我们判断主要原因是: 1、四季度公司加大毛利率低的贸易业务规模, 导致综合毛利率由第三季度的 13.01% 下降至 5.36%; 2、但是由于公司主营产品铜价格明显回升, 公司冲回存货跌价准备约 1.45 亿元。若剔除以上影响, 业绩基本符合我们此前预期。
- 下调主营产品产量计划。基于家电“以旧换新”政策到期、汽车产销量增速下降、房地产调控力度不减等因素, 2012 年基本金属需求难言乐观, 公司也相应下调各主营产品产量计划: 锌精矿、铅精矿、铜精矿产量分别为 7.29、5.28 和 2.53 万吨, 同比分别下降 7.4%、11.6% 和 1.1%, 电解锌、电解铜、电解铝产量分别为 5.1、3.0 和 9.9 万吨, 同比分别下降 16.8%、18.3% 和 1.2%; 由于 5.5 万吨电解铅项目逐步投产, 电解铅计划产量 5.5 万吨, 同比增长约 60.5%。
- 产业结构整合全面推进中。1、公司日前发布公告称, 拟转让其全资子公司再生资源公司 100% 股权和参股公司天津大通铜业公司 7.47% 股权, 此举意在优化业务结构和资金配置, 以改善盈利能力, 并集中力量建设资源相对集中的西部地区铜项目; 2、前期公司受让集团所持西海煤电 100% 股权, 向产业链上游延伸, 以实现煤电联营, 增加新的盈利增长点; 3、公司在 2010 年收购四川会东铅锌矿 80% 股权, 强化铅锌资源优势。
- 海外经济相对弱势、复苏之路仍存不确定性, 以及国内结构调整带来的投资方向性转变或将共同引致基本金属需求增速的下滑; 即使价格存在货币层面的支撑, 对于企业而言, 一方面量减, 一方面货币增发带来的能源以及其他要素价格水平的提升, 无疑会对成本端构成巨大压力, 蚕食利润空间, 从而抑制估值提升。

经营预测与估值

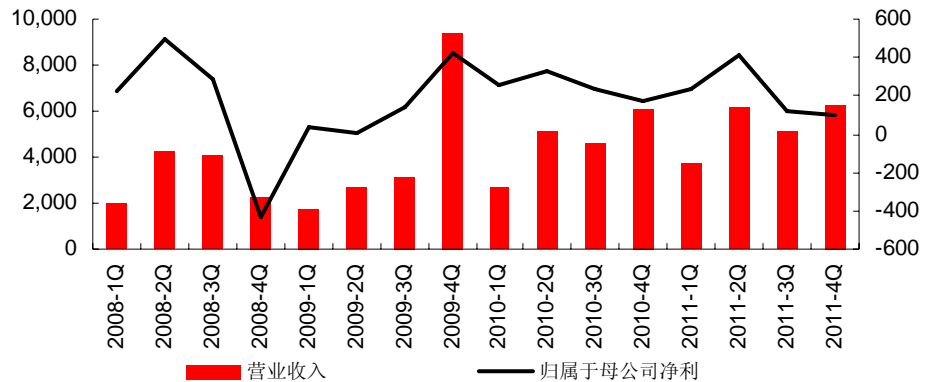
	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	21273.2	24,691.7	27,048.7
(+/-%)	14.9	16.1	9.5
归属母公司净利润(百万元)	858.7	740.6	833.7
(+/-%)	-13.2	-13.8	12.6
EPS(元)	0.36	0.31	0.35
P/E(倍)	29.5	34.2	30.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **调整盈利预测，维持“中性”评级。**基于 2012-2013 年主要价格假设：锌价 16500、17000 元/吨，铅价 16000、16300 元/吨，铜价 59000、61000 元/吨，铝价 16200、16500 元/吨，我们预测公司 2012-2013 年 EPS 分别为 0.31、0.35 元/股，维持“中性”评级。但公司资源禀赋突出，拥有丰富的铅、锌、铜、锂等各类金属资源；集团在资源开发方面亦动作频频，盐湖提锂项目扩产、大场金矿的勘探、四川会东铅锌矿收购、集团煤炭资源的收购等等，我们认为集团资源整合值得期待。
- 风险提示：海外经济复苏出现反复；金属价格超预期下跌；公司扩建项目进展低于预期等风险。

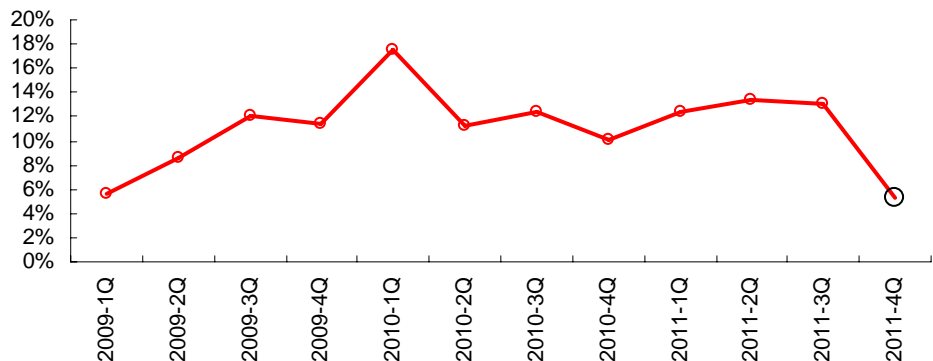
附图

图 1： 公司单季度盈利情况（百万元）



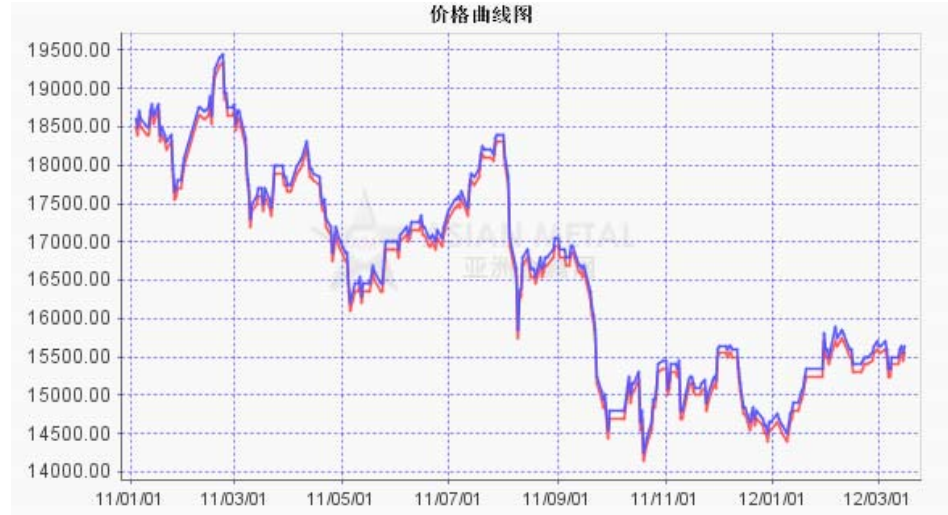
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司单季度毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3: 国内现货锌走势



资料来源: 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

图 4: 国内现货铅走势



资料来源: 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

图 5: 国内现货铜走势



资料来源: 亚洲金属网, 华泰联合证券研究所

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	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	13007	11118	11794	12558	营业收入	21273	24692	27049	29483
现金	5901	3457	2975	2653	营业成本	18983	22241	24267	26329
应收账款	2923	2469	2931	3398	营业税金及附加	80	91	100	109
其他应收款	934	814	996	1117	营业费用	168	195	214	236
预付账款	997	822	965	1134	管理费用	824	864	947	1032
存货	1992	3336	3640	3949	财务费用	303	293	384	539
其他流动资产	259	219	287	305	资产减值损失	125	0	0	0
非流动资产	13507	14010	14848	15744	公允价值变动收	29	0	0	0
长期投资	2413	2413	2413	2413	投资净收益	290	0	0	0
固定资产	5962	7273	8394	9418	营业利润	1109	1008	1138	1238
无形资产	2528	2504	2481	2466	营业外收入	113	0	0	0
其他非流动资	2605	1821	1561	1448	营业外支出	42	0	0	0
资产总计	26514	25128	26642	28302	利润总额	1180	1008	1138	1238
流动负债	7421	9120	9685	10314	所得税	304	252	284	310
短期借款	4090	2601	5390	6427	净利润	876	756	853	929
应付账款	777	785	957	1015	少数股东损益	18	15	20	20
其他流动负债	2554	5734	3338	2873	归属母公司净利	859	741	834	909
非流动负债	6725	2885	3185	3485	EBITDA	1412	1672	1971	2293
长期借款	2024	2274	2574	2874	EPS (元)	0.36	0.31	0.35	0.38
其他非流动负	4701	612	612	612					
负债合计	14146	12005	12871	13800					
少数股东权益	852	867	887	906	主要财务比率				
股本	2383	2383	2383	2383	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	5507	5507	5507	5507	成长能力				
留存收益	3570	4348	4977	5689	营业收入	14.9%	16.1%	9.5%	9.0%
归属母公司股	11516	12255	12885	13596	营业利润	-11.5%	-9.1%	12.9%	8.8%
负债和股东权	26514	25128	26642	28302	归属母公司净利	-13.2%	-13.8%	12.6%	9.1%
					获利能力				
					毛利率(%)	10.8%	9.9%	10.3%	10.7%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%
					ROE(%)	7.5%	6.0%	6.5%	6.7%
					ROIC(%)	7.1%	6.3%	6.8%	7.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.4%	47.8%	48.3%	48.8%
					净负债比率(%)	44.74	42.17	61.88	67.40
					流动比率	1.75	1.22	1.22	1.22
					速动比率	1.48	0.85	0.84	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	0.96	1.04	1.07
					应收账款周转率	9	9	10	9
					应付账款周转率	25.97	28.49	27.87	26.71
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.36	0.31	0.35	0.38
					每股经营现金流	0.00	0.64	0.53	0.20
					每股净资产(最新	4.83	5.14	5.41	5.71
					估值比率				
					P/E	29.53	34.24	30.41	27.88
					P/B	2.20	2.07	1.97	1.86
					EV/EBITDA	20	17	14	12

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±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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。