

## 证券研究报告

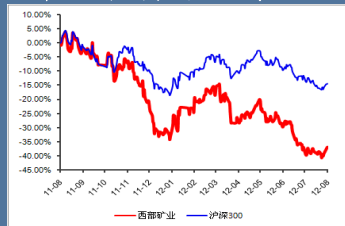
### 公司研究——中报点评

#### 西部矿业 (601168.sh)



上次评级: 持有, 2012.04.19

#### 西部矿业相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012-8-8)

收盘价(元)	8.43
52周内股价波动区间(元)	7.90-14.11
最近一月涨跌幅(%)	(0.59)
总股本(亿股)	23.83
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	200.89

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街九号院  
一号楼六层研究开发中心

邮编: 100031

范海波, CFA, 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 63081252

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

#### 相关研究

《产量价格同比下滑》2012.4

《费用增加 利润低于预期》2012.3

《十亿转让旗下两公司股权》2012.3

## 采选冶炼双双沦陷

### 2012 年中报点评

2012 年 08 月 09 日

**事件:** 2012 年 8 月 8 日西部矿业发布半年报, 上半年公司实现营业收入 107.23 亿元, 同比增长 7.91%; 归属于上市公司股东的净利润 1.34 亿元, 同比减少 79.31%。基本每股收益 0.06 元, 扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.04 元。

#### 点评:

◆ **采选业务毛利率下滑, 冶炼业务加工费下降。** 今年上半年公司主要精矿产品铅精矿、锌精矿、铜精矿的平均售价较上年同期分别下降 10.48%、8.93%、18.36%。受到产品售价下跌和原材料价格上涨的影响, 采选业务毛利率减少 15.6 个百分点。尽管冶炼加工量有所增长, 但受到加工费下降的影响, 冶炼业务毛利率减少 1.02 个百分点。尽管公司二季度业绩环比出现回升, 但是鉴于公司产品产量和价格同比下滑, 公司预计前三季度净利润同比下降 50% 以上。

◆ **主要产品产量完成过半, 下调粗铅和电解铅全年生产计划。** 上半年公司主要产品产量基本完成全年计划的 50%, 但是粗铅和电解铅产量仅完成计划的 15% 和 29%。主要归咎于控股子公司青海西豫公司的融资困难, 导致铅生产一直不饱和, 从而使得产量大幅度减少。公司同时向下调整了全年铅产品生产计划, 粗铅减产 43.8%, 电铅减产 16.91%。我们注意到, 铅的毛利率高达 37.15%, 是毛利率最高的产品, 减产在一定程度上影响了今年全年业绩。

◆ **2012 年度基本建设投资计划调整, 大幅增加玉龙铜矿投资金额。** 玉龙铜矿是目前中国保有储量最大的铜矿床之一, 项目建设周期 3 年, 本次投资计划调整, 大幅增加玉龙铜矿投资 6.7 亿元。目前玉龙铜矿采选冶项目尚处于工艺完善阶段, 短期对公司利润贡献有限。

◆ **盈利预测与投资评级:** 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.29 元、0.36 元和 0.46 元, 较上次预测分别下调 14.71%、14.29% 和 9.80% (见 2012 年 4 月 19 日报告《产量价格同比下滑》)。按最新收盘价 8.43 元计, PE 分别为 29X、23X 和 18X。我们选择 A 股中具有矿山资源的铜、铅锌公司作为估值参照, PE 均值为 28 倍。鉴于公司获各琦多矿扩建投产在即和公司加大玉龙铜矿的投资力度, 我们给予公司 35 倍 PE, 按公司 2012 年摊薄 EPS 0.29 元计算, 下调公司目标价至 10.15 元 (较上次目标价格下调 18.8%), 继续维持“持有”评级。

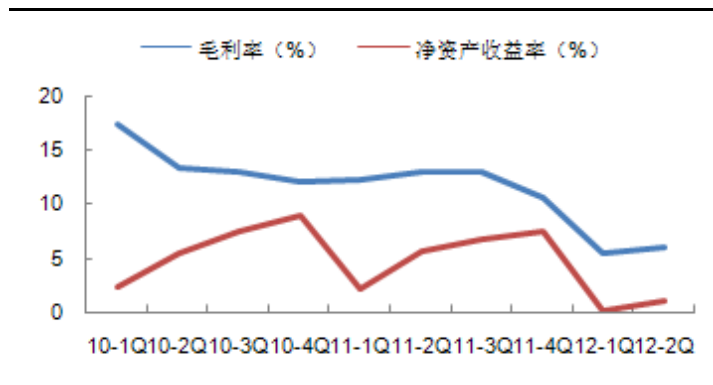
◆ **风险因素:** 欧债危机恶化, 全球经济步入衰退; 中国经济增长放缓, 下游行业持续不景气; 金属价格持续下降。

### 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	18511.45	21273.15	21209.61	23269.28	25304.24
增长率 YoY %	9.62%	14.92%	-0.30%	9.71%	8.75%
净利润(百万元)	989.43	858.71	694.79	869.18	1085.47
增长率 YoY%	64.47%	-13.21%	-19.09%	25.10%	24.89%
毛利率%	12.05%	10.76%	9.56%	9.94%	10.69%
净资产收益率 ROE%	9.21%	7.09%	5.52%	6.56%	7.69%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.36	0.29	0.36	0.46
市盈率 P/E(倍)	20	23	29	23	18
市净率 P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

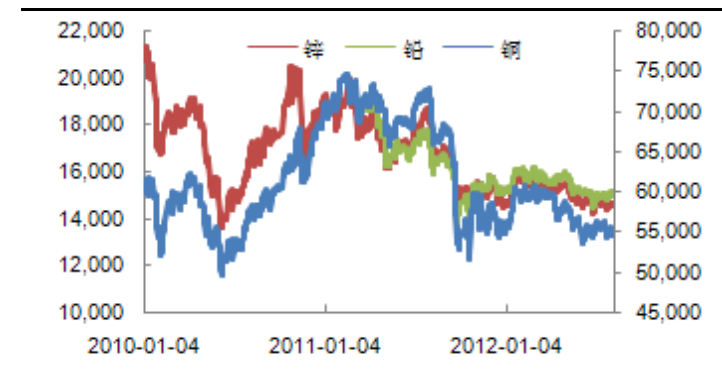
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 8 月 8 日收盘价

图 1: 毛利率和净资产收益率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 2: 上海期货交易所基本金属价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	10080.85	13006.63	11532.45	12727.78	10389.27
现金	5570.27	5900.93	7152.11	4526.87	4946.63
应收账款	1616.00	2922.65	1602.44	3362.09	2036.60
其它应收款	597.79	933.93	593.21	1082.23	739.73
预付账款	484.70	997.20	480.27	1140.68	622.03
存货	1443.69	1992.42	1479.80	2313.46	1777.23
其他	368.40	259.49	224.61	302.46	267.06
非流动资产	12376.42	13506.97	13247.71	13930.79	14480.31
长期投资	2146.66	2412.59	2550.59	2695.51	2840.05
固定资产	5750.57	5961.68	5900.49	6330.03	6647.47
无形资产	2365.34	2527.66	2478.63	2677.85	2870.17
其他	2113.85	2605.04	2318.00	2227.39	2122.61
资产总计	22457.27	26513.60	24780.15	26658.57	24869.58
流动负债	8860.40	7421.01	6554.99	8775.68	7230.81
短期借款	1954.99	4090.44	3024.53	4056.91	3290.70
应付账款	685.63	776.54	701.00	913.15	827.56
其他	6219.78	2554.03	2829.46	3805.62	3112.54
非流动负债	1715.58	6724.99	5386.72	4350.12	3239.30
长期借款	1042.20	5995.70	4657.43	3620.83	2510.01
其他	673.48	729.29	729.29	729.29	729.29
负债合计	10575.98	14146.00	11941.71	13125.80	10470.11
少数股东权益	747.50	851.77	866.12	884.08	906.51
归属母公司股东权益	11133.79	11515.83	11972.32	12648.69	13492.96
负债和股东权益	22457.27	26513.60	24780.15	26658.57	24869.58

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	18511.45	21273.15	21209.61	23269.28	25304.24
同比	9.62%	14.92%	-0.30%	9.71%	8.75%
归属母公司净利润	989.43	858.71	694.79	869.18	1085.47
同比	64.47%	-13.21%	-19.09%	25.10%	24.89%
毛利率	12.05%	10.76%	9.56%	9.94%	10.69%
ROE	9.21%	7.09%	5.52%	6.56%	7.69%
每股收益(元)	0.42	0.36	0.29	0.36	0.46
P/E	20.07	23.42	29.07	23.42	18.33
P/B	1.81	1.74	1.56	1.48	1.40
EV/EBITDA	10.05	2.63	15.74	14.68	11.35

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	18511.45	21273.15	21209.61	23269.28	25304.24
营业成本	16281.19	18983.45	19182.94	20956.56	22599.73
营业税金及附加	63.15	79.87	79.64	87.37	95.01
营业费用	136.46	168.25	167.75	184.04	200.14
管理费用	815.09	823.85	821.39	901.16	979.97
财务费用	243.12	303.48	200.65	161.67	143.95
资产减值损失	27.70	124.83	64.94	86.94	97.85
公允价值变动收益	14.92	28.95	4.18	9.25	10.84
投资净收益	323.57	290.38	235.57	268.51	261.17
营业利润	1253.39	1108.74	932.04	1169.30	1459.61
营业外收入	30.58	112.92	78.42	81.94	85.93
营业外支出	90.76	41.69	55.73	56.89	53.97
利润总额	1193.21	1179.97	954.73	1194.36	1491.57
所得税	177.75	303.52	245.58	307.22	383.67
净利润	1015.46	876.45	709.15	887.14	1107.90
少数股东损益	26.04	17.74	14.35	17.96	22.43
归属母公司净利润	989.43	858.71	694.79	869.18	1085.47
EBITDA	2064.35	2255.16	1700.64	2007.01	2396.66
EPS (摊薄)	0.42	0.36	0.29	0.36	0.46

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1771.57	-3674.88	3164.45	-1263.00	3649.01
净利润	1015.46	876.45	709.15	887.14	1107.90
折旧摊销	567.98	590.69	553.21	638.86	721.82
财务费用	243.12	303.48	200.65	161.67	143.95
投资损失	-323.57	-290.38	-235.57	-268.51	-261.17
营运资金变动	286.77	-5123.98	1941.20	-2672.90	1947.36
其它	-18.10	-31.14	-4.18	-9.25	-10.84
投资活动现金流	1771.57	-1404.21	-54.20	-1044.18	-999.32
资本支出	1342.46	764.05	-397.26	538.16	404.98
长期投资	-20.00	-265.94	-138.00	-144.92	-144.54
其他	3094.02	-906.10	-589.46	-650.94	-738.88
筹资活动现金流	1437.40	5341.70	-1859.07	-1173.39	-1374.61
短期借款	-10.86	2135.45	-1065.91	177.05	89.13
长期借款	-1101.80	4953.50	-1338.27	-1036.60	-1110.82
其他	2529.96	-1747.25	545.11	-313.84	-352.92
现金净增加额	1616.59	262.61	1251.18	-3480.57	1275.09

## 分析师简介

**范海波**, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

## 有色金属/钢铁行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
荣华实业	600311	紫金矿业	601899	江西铜业	600362	云南铜业	000878
西部资源	600139	西部矿业	601168	中国铝业	601600	盛达矿业	000603
西宁特钢	600117	方大炭素	600516	云铝股份	000807	锡业股份	000960
东方锆业	002167	厦门钨业	600546	兴业矿业	000426	东阳光铝	600673
新疆众和	600888	中金黄金	600489	中金岭南	000060	山东黄金	600547
盛屯矿业	600711						

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示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。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。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历史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，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入**：股价相对强于基准 20% 以上；

**增持**：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有**：股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出**：股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好**：行业指数超越基准；

**中性**：行业指数与基准基本持平；

**看淡**：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

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，信达证券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，投资者需自行承担风险。