

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

## 矿产品价格回落, 业绩大幅下滑

——西部矿业(601168)点评报告

### 证券研究报告-公司点评

增持(首次)

发布日期: 2012年10月22日

#### 报告关键要素:

2012年以来受中国经济增速持续回落影响, 公司主要矿产品价格回落幅度较大, 冶炼业务盈利能力受到明显挤压, 使得前三季度业绩大幅下滑。四季度以来金属价格回暖, 公司业绩有望得到改善。

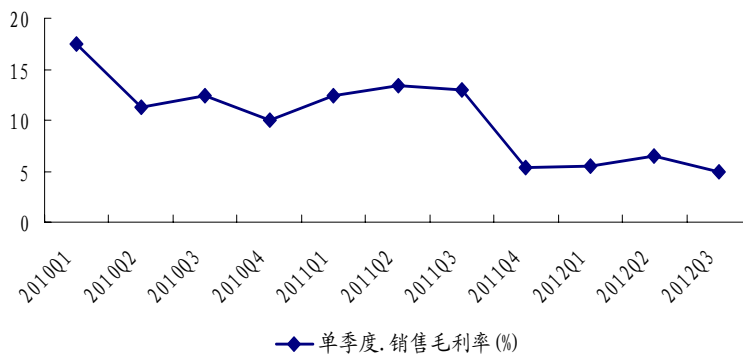
#### 事件:

- **西部矿业(601168)公布三季报。**报告期内, 公司实现销售收入171.22亿元, 同比增长13.76%, 营业利润1.11亿元, 同比下降88.52%, 净利润9965.30万元, 同比下降86.96%。

#### 点评:

- **前三季度业绩大幅下滑。**前三季度公司营业利润和净利润分别下滑88.52%和86.96%, 同时公司加大了贸易业务, 整个销售收入增长13.76%。公司利润主要来源是有色金属采选冶业务, 而贸易业务占比较小, 按照2012半年报数据, 有色金属采选冶业务和贸易业务, 收入分别占比64.06%和34.55%, 营业利润占比93.71%和18.00%(其他业务出现亏损)。前三季度业绩快速下滑与公司有色金属采选冶密切相关。
- **量价齐跌是业绩下滑根本原因。**2012年第三季度毛利率降至阶段性新低4.88%, 较二季度下滑1.56个百分点。公司盈利能力下滑主要原因包括: 主要矿产品的市场价格大幅下降, 产量有所下滑, 冶炼产品加工费同期下降。

图1: 公司单季度毛利率



资料来源: 公司公告

根据上半年产量情况来看, 前三季度公司精矿产量相对稳定。上半年铅精矿产量同比下降6.40%, 伴生的金和银产量分别只有83公斤和45779公斤, 同比分别下降10.75%和14.61%。冶炼产品方面, 主要阴极铜和铅产品产量降幅较大, 受上游原材料供应影响和铜冶炼加工费缩小, 公司阴极铜产量同比减少了24.42%。此外, 公司控股子公司青海西豫资本金不足, 生产一直没有饱和, 且4月份停产检修, 使得粗铅产量大幅下降49.05%。下半年以来, 中国经济增速继续回落, 预期第三季度公司产出不会有明显改善。

表：公司产品产量

产品名称	单位	报告期产量	完成计划比例(%)	同期产量	同比变化(%)
铅精矿	吨	26563	50	28378	-6.40
锌精矿	吨	35192	48	34998	0.55
铜精矿	吨	13120	52	12486	5.08
精矿含金	千克	83	57	93	-10.75
精矿含银	千克	45779	45	53613	-14.61
锌锭	吨	25576	50	27714	-7.71
铝锭	吨	47971	48	48254	-0.59
阴极铜	吨	12937	43	17117	-24.42
粗铅	吨	14369	15	28203	-49.05
电解铅	吨	15754	29	16987	-7.26
硫精矿	吨	60090	60	64870	-7.37
供电量	万千瓦时	43298	45	49088	-11.80
原煤	吨	272055	45	--	

资料来源：公司公告

2012年以来，随着中国经济增速持续回落，有色金属需求低迷，价格震荡下跌。前三季度上海期货交易铜、铅、锌三月期货平均收盘价格为57315元/吨、15454元/吨和15242元/吨，同比下降16%、13%和11%。受金属价格下跌，公司主要产品，铜、铅、锌精矿同比下滑，根据半年报披露，三种精矿价格同比分别下降18.36%、10.48%和8.93%。

图2：上海期货交易所三月期铜、铅和锌价格走势



资料来源：wind资讯

- 公司拥有多金属矿产资源，截止2012年6月，有色金属保有资源储量，锌389万吨，铅储量249万吨，铜储量732万吨，银储量4684吨、黄金储量34吨，硫3785万吨，41万吨钼。长期来看，公司玉龙铜矿是未来铜产量增长点，基础设施建设滞后拖累了玉龙矿投产步伐。
- 给予公司“增持”评级。公司业绩受价格波动影响较大，预测公司2012-2013年每股收益0.07元和0.20元，按照10月19日收盘价，对应动态市盈率分别为114倍和40倍，估值偏高，考虑到公司资源股属性，给予“增持”评级。
- 风险提示：金属价格回落。

### 盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(亿元)	185.11	212.73	240.00	252.00
增长比率(%)	9.62	14.92	12.81	5.00
净利润(亿元)	9.89	8.59	1.67	4.77
增长比率(%)	64.29	(13.14)	80.55	185.63
每股收益(元)	0.42	0.36	0.07	0.20
市盈率(倍)	19.02	22.19	114.14	39.95

### 市场数据 (2012年10月19日)

收盘价(元)	7.99
一年内最高/最低(元)	12.85/7.29
沪深300指数	2332.47
市净率(倍)	1.68
流通市值(亿元)	190.40

### 基础数据 (2012年09月30日)

每股净资产(元)	4.76
每股经营现金流(元)	0.06
毛利率(%)	5.63
净资产收益率(%)	0.88
资产负债率(%)	55.78
总股本/流通股(万股)	238,300/238,300
B股/H股(万股)	/

### 个股相对沪深300指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称公司)所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。