

西部矿业(601168)

调研报告

一蜕变需要时间，改善仍将持续

摘要

公司作为矿产资源综合开发为主的大型多金属矿业公司，是我国第二大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和第七大铜精矿生产商。目前公司的矿石处理量为：锡铁山矿 150 万吨/年，呷村矿 50 万吨/年，获各琦矿 300 万吨/年，并且赛什塘有 75 万吨/年的选矿处理能力。

未来公司的发展重点将在获各琦矿、玉龙铜矿的运营上，获各琦矿今年的含铜产量将会逐步提升至 3.2 万吨的水平。玉龙铜矿由于工艺仍处于磨合与完善阶段，短期内望提高公司铜精矿含铜产量的可能性较小，但这是公司未来利润主要增长点之一。而集团属下的大场金矿将会进入开采阶段，未来可能会注入上市公司，有望提升公司的市场价值。

我们通过公司现阶段与行业未来发展状况等因素考虑，从公司的铜、铝、铅、锌等产品的产能扩张、市场应用及发展趋势等变化因素分析，预测公司 2013、2014 年将实现营业收入 21,398、23,670 百万元，归属于母公司的净利润为 143、260 百万元，EPS 分别为 0.06、0.11 元，对应的 P/E 为 124x、69x。

公司通过深挖资源储量，提升产能与产量，使公司的营业收入保持稳定增速。我们认为，公司在采选产业链方面仍具有市场优势，预计公司通过产能提升与市场开拓，2013 年利润将重回增长通道。我们预测公司未来的目标价格区间约为 6.75 - 8.25 元，维持谨慎“增持”评级。

风险提示：1) 募投及矿产拓建项目的建设进度低于预期；2) 金属价格大幅下滑，公司业绩受价格波动影响；3) 产能释放与市场开发不匹配；4) 集团资产注入预期不明确。

编辑：关峻宇

电话：021-61419996

执业证书：S0400512110001

报告日期：2013-05-21 星期二

601168 [西部矿业]评级：增持

主要数据

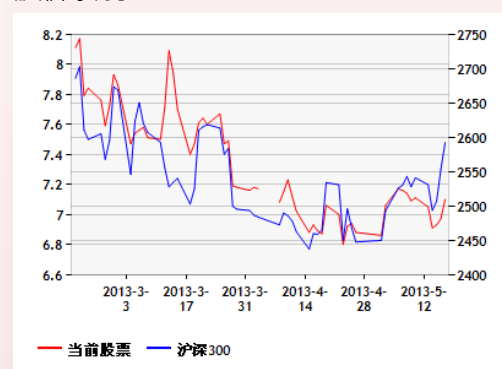
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.05/0.05	0.17/0.09	0.34/0.19
总股本	2383000000.000	
流通 A 股	2383000000.000	
近 3 月日均成交量	9744204.878	

主要股东

西部矿业集团有限公司	28.212337
新疆塔城国际资源有限公司	3.203945
上海联创创业投资有限公司	2.038607

股价表现



公司动态

2012-05-10	2012 年度利润分配实施公告
2012-04-18	2012 年度股东大会决议公告



目录

1、调研目的与结论	3
2、公司经营现状与业绩分析	3
3、盈利预测与估值	5
4、投资评价和建议	5
5、风险分析	6
6、指标分析	7
7、报表预测	8
8、其他明细条目	9

1、调研目的与结论

根据公司财务报表显示，2012年前3季度资产减值损失为-87.30百万元，但4季度公司集中计提资产减值损失7.02亿元，全年计提资产减值损失总共为6.15亿元。公司2012年通过非经常性收益3.24亿元，保持公司净利润的正收益。通常上市公司在当年经营状况不理想的情况下，一次性将所有可能对后续年度经营成果产生负面影响的因素都在当年予以确认和计提，使公司卸下未来运营包袱。公司经过2012年的困境生存，预计未来五年公司的经营策略将有所转变，期待业绩的改善。

公司作为矿产资源综合开发为主的大型多金属矿业公司，是我国第二大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和第七大铜精矿生产商。目前公司的矿石处理量为：锡铁山矿150万吨/年，呷村矿50万吨/年，获各琦矿300万吨/年，并且赛什塘有75万吨/年的选矿处理能力。

我们认为，未来公司的发展重点将在获各琦矿、玉龙铜矿的运营上，获各琦矿今年的含铜产量将会逐步提升至3.2万吨的水平。玉龙铜矿由于工艺仍处于磨合与完善阶段，短期内望提高公司铜精矿含铜产量的可能性较小，但这是公司未来利润主要增长点之一。而集团属下的大场金矿将会进入开采阶段，未来可能会注入上市公司，有望提升公司的市场价值。未来公司业绩的持续改善仍需关注公司各矿山的采选，与冶炼精矿产品生产的增量。公司通过产能扩建与改进采选技术，未来各矿产品的产量将会逐步稳定增加，虽然部分矿产品的品位下降，但公司采选能力的提高，将会对其弥补。

表 1：2013 年公司各产品生产计划

产品名称	单位	2011年	2012年	2013E	计划同比增长率(%)
铅精矿	吨	59,778	52,833	53,038	0.39%
锌精矿	吨	78,797	72,923	70,616	-3.16%
铜精矿	吨	25,536	25,257	30,608	21.19%
精矿含金	千克	198	145	151.78	4.39%
精矿含银	千克	126,729	102,607	101,640	-0.94%
锌锭	吨	49,443	51,000	71,300	39.80%
粗铅	吨	59,401	55,638	95,000	70.75%
电解铅	吨	34,272	45,700	55,000	20.35%
硫精矿	吨	154,456	N/A	100,000	N/A
供电量	万千瓦时	88,565	80,268	N/A	N/A
原煤	吨	N/A	600,000	N/A	N/A
电解铜	吨	36,728	30,000	25,000	-16.67%
特高品位氧化铜矿石	吨	N/A	N/A	50,000	N/A

资料来源：公司公告 财达证券

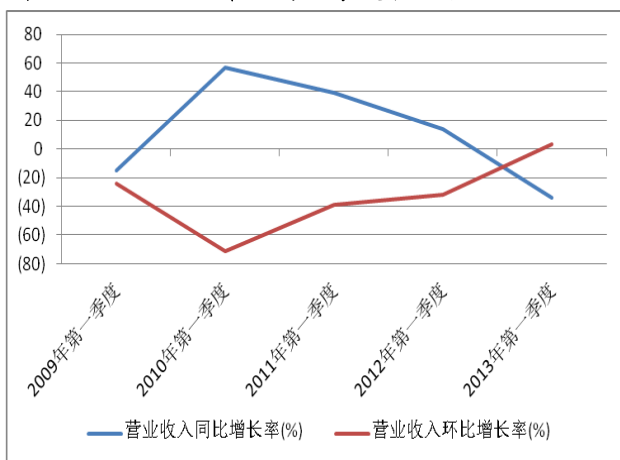
2、公司经营现状与业绩分析

公司2013年1-3月份实现归属于上市公司股东的净利润为43百万元，较上年同期增长104%；每股收益为0.02元，同比增长100%。根据公司公告，公司拟以子公司青海西部矿业百河铝业有限责任公司、青海

西海煤电有限公司、青海西部碳素有限责任公司的股权，西部矿业股份有限公司唐湖电力分公司的整体资产，以及公司对上述分子公司的债权，经审计评估作价后作为出资，认缴青海省投资集团有限公司新增注册资本。

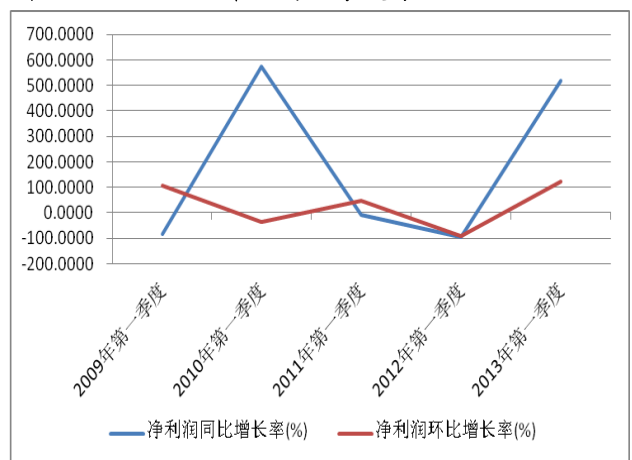
我们认为，公司未来将受益于青海省投资集团有限公司的电解铝行业整合，有望加速推进电解铝行业的兼并重组和转型升级，通过延长产业链和开展铝深加工业务，提高电解铝的就地转化率，增加产品的附加值。参股公司将充分利用西部地区的资源优势（电价约为 0.35 元/度），较低的冶炼环节成本，逐步加大产量与市场扩张的力度。对外投资参股公司将有利于上市公司的资源整合，优化公司的产业结构，增强未来盈利的稳定性。

图 1：2009-2013 年公司一季度营业收入对比



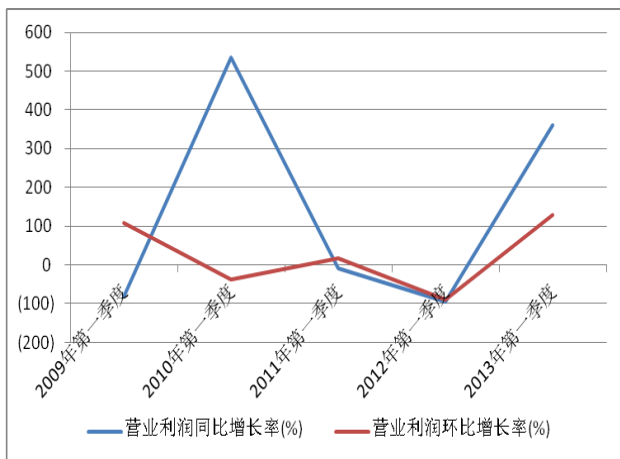
资料来源：公司公告 财达证券

图 2：2009-2013 年公司一季度净利润对比



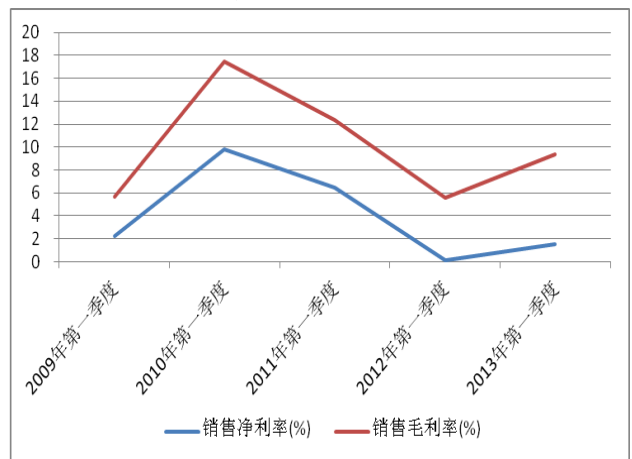
资料来源：公司公告 财达证券

图 3：2009-2013 年公司一季度营业利润对比



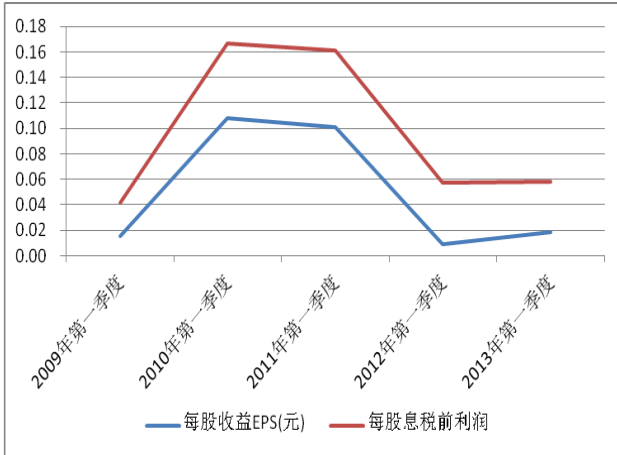
资料来源：公司公告 财达证券

图 4：2009-2013 年公司一季度销售数据对比



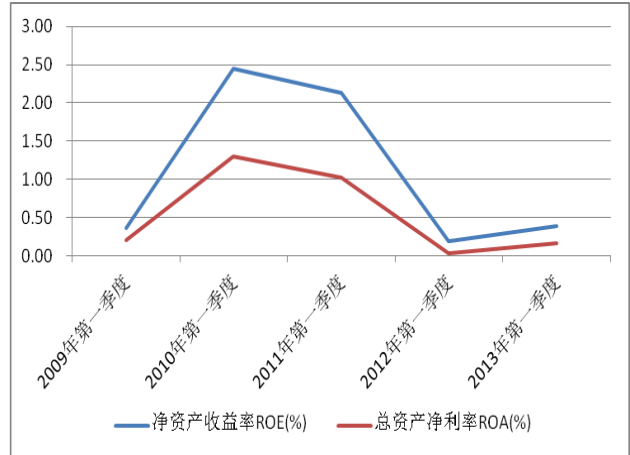
资料来源：公司公告 财达证券

图 5：2009-2013 年公司一季度每股收益数据对比



资料来源：公司公告 财达证券

图 6：2009-2013 年公司一季度资产收益率对比



资料来源：公司公告 财达证券

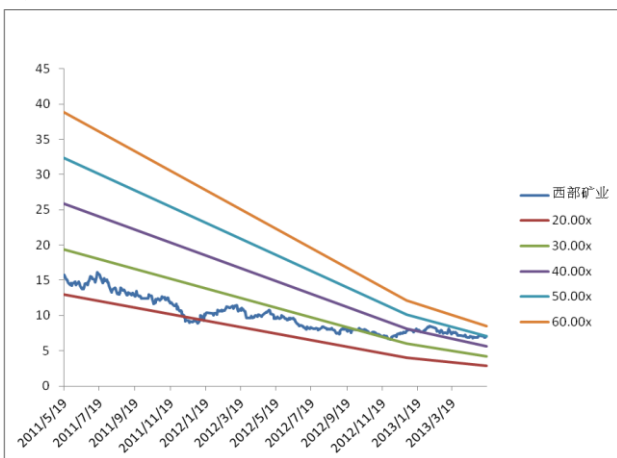
3、盈利预测与估值

我们通过公司现阶段与行业未来发展状况等因素考虑，从公司的铜、铝、铅、锌等产品的产能扩张、市场应用及发展趋势等变化因素分析，预测公司 2013、2014 年将实现营业收入 21,398、23,670 百万元，归属于母公司的净利润为 143、260 百万元，EPS 分别为 0.06、0.11 元，对应的 P/E 为 124x、69x。

4、投资评价和建议

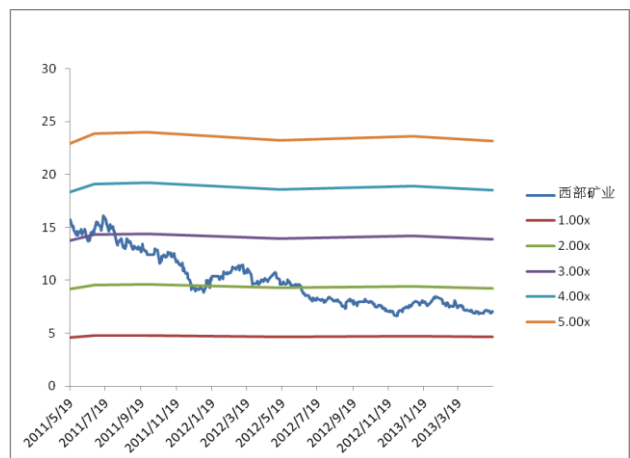
公司通过深挖资源储量，提升产能与产量，使公司的营业收入保持稳定增速。我们认为，公司在采选产业链方面仍具有市场优势，预计公司通过产能提升与市场开拓，2013 年利润将重回增长通道。我们预测公司未来的目标价格区间约为 6.75 - 8.25 元，维持谨慎“增持”评级。

图 7：PE - BAND



资料来源：iFinD 财达证券

图 8：PB - BAND



资料来源：iFinD 财达证券



5、风险分析

- 1、募投及矿产拓建项目的建设进度低于预期；
- 2、金属价格大幅下滑，公司业绩受价格波动影响；
- 3、产能释放与市场开发不匹配；
- 4、集团资产注入的不确定性；

6、指标分析

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
业绩表现					
收入增长率	14.9%	-6.8%	7.9%	10.6%	11.5%
净利润增长率	-13.7%	-114.5%	215.7%	81.4%	39.9%
EBITDA 增长率	1.4%	-48.8%	67.8%	1.5%	7.4%
EBIT 增长率	0.2%	-77.4%	229.5%	1.2%	11.3%
主营业务利润率	8.0%	2.6%	4.2%	4.3%	4.3%
EBITDA Margin (%)	8.5%	4.7%	7.3%	6.7%	6.4%
ROE	7.1%	-1.1%	1.2%	2.2%	3.0%
ROIC	4.0%	1.2%	2.5%	3.3%	3.9%
价值评估					
P / E		448.4	124.6	68.7	49.1
P / B		1.69	1.60	1.57	1.53
PEG		22.42	6.23	3.43	2.45
Dividend Yield (%)		1.00	0.13	0.23	0.33
每股指标					
报表 EPS	0.36	0.02	0.06	0.11	0.15
经常性 EPS	0.36	0.02	0.06	0.11	0.15
每股红利	0.00	0.08	0.01	0.02	0.02
每股经营现金流	-0.34	-1.36	1.42	0.24	0.32
每股净资产	4.83	4.72	4.68	4.78	4.91
流动性					
净负债 / 权益	35.6%	46.6%	21.6%	25.3%	27.5%
总负债 / 总资产	53.4%	54.4%	52.4%	51.3%	49.9%
流动比率	1.75	1.52	2.11	2.02	1.99
速动比率	1.36	1.06	1.64	1.49	1.39
杜邦分析					
销售净利润率	4.1%	-0.6%	0.7%	1.1%	1.4%
总资产周转率	86.9%	75.3%	83.9%	95.5%	106.7%
资产净利率 (ROA)	3.6%	-0.5%	0.6%	1.1%	1.5%
权益乘数 (EM)	214.4%	219.5%	210.1%	205.2%	199.6%
净资产收益率 (ROE)	7.7%	-1.1%	1.2%	2.2%	3.0%

7、报表预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利润表（百万元）					
主营业务收入	21,273.15	19,829.22	21,398.60	23,670.38	26,398.95
主营业务成本	18,392.21	17,912.35	18,837.10	21,054.90	23,631.72
主营业务利润	2,880.94	1,916.87	2,561.50	2,615.48	2,767.23
营业费用	248.12	205.26	213.99	236.70	264.34
管理费用	823.85	785.05	792.90	800.83	808.84
财务费用	303.48	305.78	658.57	563.55	563.55
折旧摊销	591.24	651.83	649.29	661.65	673.87
营业利润	1,108.75	(138.35)	246.76	352.75	456.63
利润总额	1,179.98	(127.15)	246.76	352.75	456.63
所得税费用	303.52	0.09	99.59	85.77	83.20
少数股东损益	17.74	(169.76)	3.68	6.67	9.34
净利润	858.72	42.52	143.49	260.30	364.09
资产负债表（百万元）					
货币资金	5,900.93	4,839.49	7,419.32	6,214.44	5,361.44
应收帐款	3,161.31	2,863.21	2,791.63	3,341.14	3,660.70
存货	1,992.42	1,696.85	1,851.92	2,115.13	2,311.98
预收款项	997.20	670.03	769.00	929.56	964.01
其他应收款	954.76	1,993.54	1,330.50	1,637.94	2,040.73
固定资产	8,122.09	8,396.69	8,219.80	8,068.34	7,945.59
无形资产	2,589.16	2,099.75	2,178.40	2,160.56	2,117.04
递延所得税资产	127.82	155.53	124.78	122.75	149.10
总资产	26,513.59	26,148.23	24,845.35	24,749.85	24,710.59
短期借款	4,305.52	4,525.57	4,099.57	4,099.57	4,099.57
应付款项	1,018.64	733.88	988.84	1,044.67	1,127.08
预收款项	309.59	257.85	253.14	310.76	334.05
其他应付款	1,767.57	1,032.10	1,347.19	1,580.81	1,608.67
长期借款	2,023.74	1,894.00	1,894.00	1,194.00	694.00
应付债券	3,971.96	3,976.30	3,976.30	3,976.30	3,976.30
长期经营性负债	117.70	103.94	98.89	122.48	132.89
递延所得税负债	51.35	46.05	53.19	48.75	44.15
负债合计	14,146.00	14,233.60	13,021.85	12,688.07	12,327.44
少数股东权益	851.77	661.23	664.91	671.58	680.92
股东权益	12,367.59	11,914.63	11,823.50	12,061.78	12,383.15
现金流量表（百万元）					
净利润	876.46	(127.24)	147.17	266.98	373.43
折旧摊销	591.24	651.83	649.29	661.65	673.87
净营运资金增加	(1,562.49)	(1,189.91)	1,045.90	(933.62)	(820.08)
现金期末余额	6,874.37	5,109.85	7,419.32	6,214.44	5,361.44

8、其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

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财达证券有限责任公司，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“财达证券有限责任公司”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。

财达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。

联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话：0311-66006330

传真：0311-66006364

邮编：050000