



业绩强劲，估值处历史地位

——西部矿业（600111）2010年中报点评

✚ **公司上半年业绩同比增长近12倍。**西部矿业近期发布2010年中期报告。报告显示，公司上半年实现营业收入78.22亿元，同比增长78.3%，实现归属母公司净利润5.81亿元，同比增长1174.6%。基本每股收益0.24元，同比增长1100.0%。公司净利润的大幅增长主要是由于有色金属矿产产品价格的大幅上涨和产品产销量的提升。

✚ **公司毛利率比去年同期明显改善。**公司的主要产品是铅、锌、铜和铝等基本金属产品，上半年基本金属价格上涨幅度较大，LME期锌、期铅、期铜和期铝平均价格分别上涨62.5%、58.4%、72.2%和48.7%。受益于基本金属价格上涨，上半年公司整体毛利率提升6个百分点至13.2%。分产品看，铜产品和铝产品的毛利率改善最大，上半年毛利率分别为24.5%和19.9%，去年同期这两种产品处于亏损状态。分业务看，公司的有色金属采选冶业务毛利率为30.9%，比去年同期上升13.2个百分点；贸易业务则扭亏为盈，毛利率为3.1%。

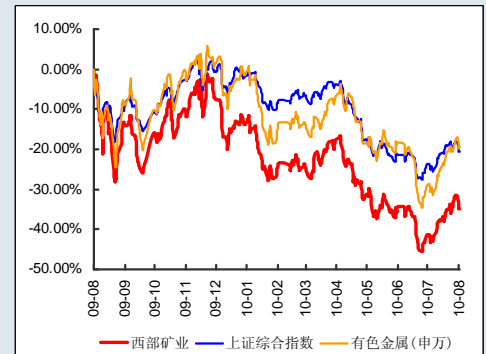
✚ **资源储量稳步上升，铜成为未来盈利增长点。**目前公司保有金属资源量为343.13万吨锌、251.55万吨铅、466.01万吨铜、3510.69吨银和26.07吨金。同时，公司通过对玉龙铜业的增资扩股，控制玉龙铜矿，未来玉龙铜矿项目的投产，将大大增厚公司业绩。

✚ **处于历史估值低位，给予“推荐”评级。**根据我们对公司2010年和2011年每股盈利的预测，公司目前市盈率在22倍左右。公司历史最低市盈率为18倍，因此公司目前估值水平处于历史低位。展望未来，预计基本金属价格下跌空间有限，公司盈利将保持稳定增长，所以我们认为随着市场信心的恢复，公司的估值修复空间较大，给予“推荐”评级。

公司评级：推荐



一年来西部矿业相对大盘表现



市场表现（截至2010-08-11）

	最新收盘	近三月
开盘价(元)	11.40	11.41
最高价(元)	11.42	11.93
最低价(元)	10.90	8.97
收盘价(元)	10.91	10.91
换手率	1.48%	70.93
涨跌(元)	-0.50	-0.47
涨跌幅	-4.42%	-3.10%
行业涨跌幅	-3.23%	1.62%
相对行业涨跌幅	-1.19%	-4.72%
上证指数涨跌幅	-2.89%	-3.46%
相对大盘涨跌幅	-1.53%	0.36

基础数据（截至2010-08-11）

总股本(万股)	23.83 亿
流通 A 股(万股)	23.83 亿
流通比例	100%
总市值(亿元)	259.51 亿
流通市值(亿元)	259.51 亿
每股净资产(元)	4.5

姜江
执业证书编号：S1490210030003
陈庆
010-58568255
chenqing@hrsec.com.cn

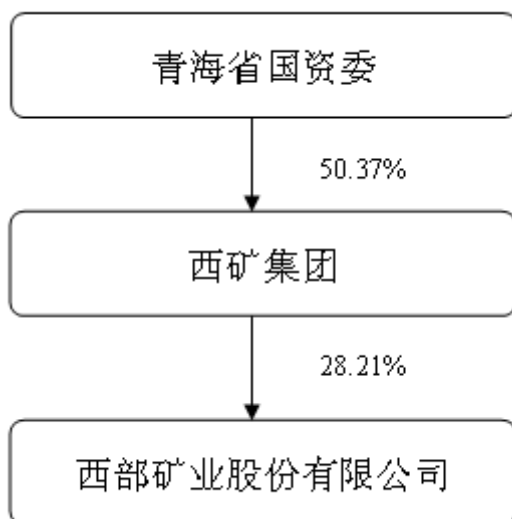
公司概况

西部矿业（以下简称“公司”）是一家地处我国西部以矿产资源综合开发为主业的大型矿业上市公司。公司主要从事铜、铅、锌、铝、铁等基本金属、黑色金属和非金属磷矿的采选、冶炼和有色金属矿产品的贸易等业务。截至2009年12月31日，公司总资产190.72亿元，净资产111.08亿元。2009年，公司实现营业收入168.87亿元，实现归属母公司净利润6.02亿元。

根据安泰科统计数据，公司为中国2008年第一大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和2007年第八大铜精矿生产商。公司目前拥有八座矿山和四家冶炼厂，其中，青海锡铁山铅锌矿是我国年采选规模最大的独立铅锌矿山；内蒙古或各琦铜矿是中国储量第六大的铜矿；青海赛什塘矿是青海省采选能力最大的铜矿；四川呷村矿是四川省储量最大的银铅锌铜多金属矿；正在建设中的西藏玉龙铜矿将有潜力发展成我国资源储量最大的铜矿。

公司的控股股东是西矿集团，持有本公司股本的28.21%。西矿集团的控股股东是青海省国资委，青海省国资委持有其50.37%的股权，所以公司的实际控制人为青海省国资委。

图表 1：公司股权结构图



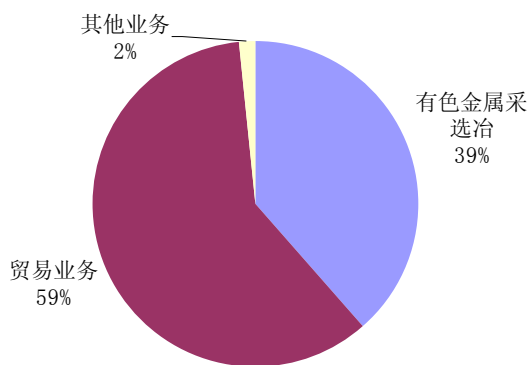
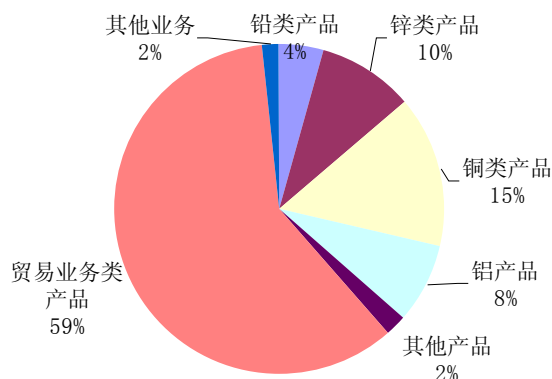
数据来源：公司公告、华融证券

2010年上半年业绩同比增长近12倍

公司近期发布2010年上半年业绩报告。2010年1-6月，公司实现营业收入78.22亿元，同比增长78.3%；实现归属母公司净利润5.81亿元，同比增长1174.6%；实现基本每股收益0.24元，同比增长1100.0%。公司营业收入大幅增长主要是由于贸易业务收入的大幅增加；公司归属母公司净利润大幅增长主要是由于公司产品毛利率的改善和主要产品中铜精矿含铜的产销量的提升。

分业务板块看，公司业务主要分为三大板块：有色金属采选冶板块、贸易业务板块和其他业务板块。2010年上半年，这三个板块营业收入占总营业收入比重为38.6%、59.8%和1.6%，各业务板块营业收入分别为29.81亿元、46.24亿元和1.26亿元，同比增长37.2%、118.4%和41.4%。由此可见，公司金属矿产品的贸易业务收入增长是公司营业增长的主要推动力。

分产品看,公司的主要产品是铅、锌、铜、铝、其他产品(包括冶炼副产品硫酸和锰片等)、贸易业务类产品(包括铝、锌、铜和氧化铝等)和其他业务类产品(主要包括唐湖电力分公司的发电),2010年上半年,这七类产品营业收入分别占公司营业收入的比重为:4.5%、9.5%、14.6%、7.7%、2.3%、59.8%和1.6%。由此可见,贸易业务类产品和铜铝产品是公司主营业务收入的主要贡献者。2010年上半年,锌类产品、铜类产品和贸易类产品收入增长很快,分别同比增长89.3%、105.8%和118.4%。

图表 2: 2010 年上半年公司收入构成 (分业务板块)

图表 3: 2010 年上半年公司收入构成 (分产品板块)


数据来源:公司公告、华融证券

公司上半年非经常性损益为 1.16 亿元,其中交易性金融工具产生的公允价值变动收益为 1.14 亿元,交易性金融资产、负债等出售取得投资收益为 3152 万元。扣除非经常性损益后归属母公司净利润为 4.66 亿元,基本每股收益为 0.20 元。

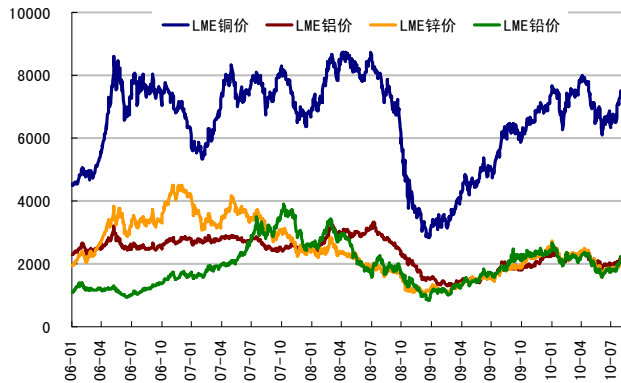
图表 4: 公司 2010 年上半年业绩比较

(单位:百万元)	1H10	1H09	YoY Chg (%)	1H10	2H09	YoY Chg (%)
一、营业总收入	7,822	4,387	78.3	7,822	12,500	(37.4)
二、营业总成本	7,308	4,226	72.9	7,308	11,753	(37.8)
营业成本	6,776	4,061	66.8	6,776	11,046	(38.7)
营业税金及附加	26	26	0.8	26	32	(17.0)
销售费用	60	62	(3.0)	60	77	(22.2)
管理费用	283	254	11.6	283	269	5.1
财务费用	119	139	(14.7)	119	52	128.6
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	114	0	434,634.7	114	(32)	(457.6)
投资净收益	79	(85)	(193.0)	79	(20)	(498.0)
四、营业利润(元)	707	76	835.6	707	695	1.8
加:营业外收入	9	5	82.3	9	66	(86.8)
减:营业外支出	19	8	140.1	19	20	(7.4)
五、利润总额	697	73	860.5	697	740	(5.8)
减:所得税	92	14	567.2	92	175	(47.1)
六、净利润	605	59	929.6	605	566	6.9
减:少数股东损益	23	13	77.4	23	10	140.8
归属于母公司所有者的净利润	581	46	1,174.6	581	556	4.6
七、每股收益:						
基本每股收益(元)	0.24	0.02	1,100.0	0.24	0.23	4.3

公司毛利率与去年同期比明显改善

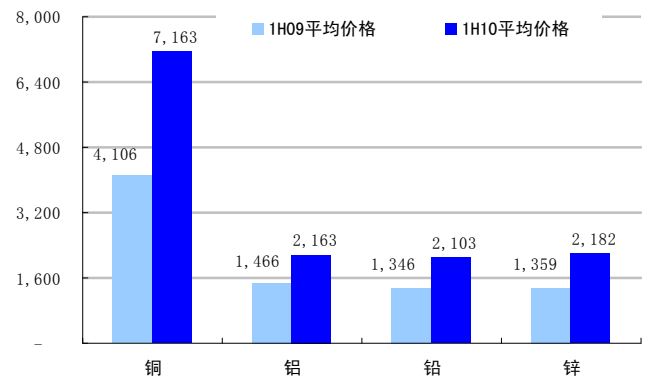
上半年基本金属价格上涨幅度较大，LME 期锌、期铅、期铜和期铝平均价格分别上涨 62.5%、58.4%、72.2%和 48.7%。受益于上半年基本金属价格的大幅上涨，公司的毛利率与去年同期比明显改善，整体毛利率提升 6 个百分点至 13.2%。分业务板块看，有色金属采选冶业务板块毛利率提升最大，增长 15 个百分点到 30.9%；贸易业务板块则扭亏为盈，毛利率为 3.1%；其他业务仍处于亏损中。分产品看，铜产品、铝产品和贸易业务类产品上半年均扭亏为盈，毛利率分别为 24.5%、19.9%和 3.0%。

图表 5: LME 基本金属价格走势

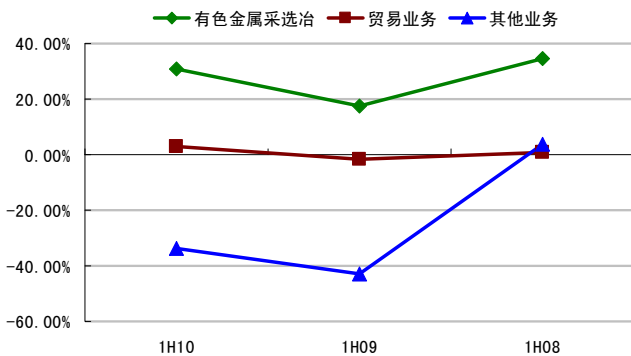


数据来源: Wind 资讯、公司公告、华融证券

图表 6: 主要产品 LME 期货平均价格比较

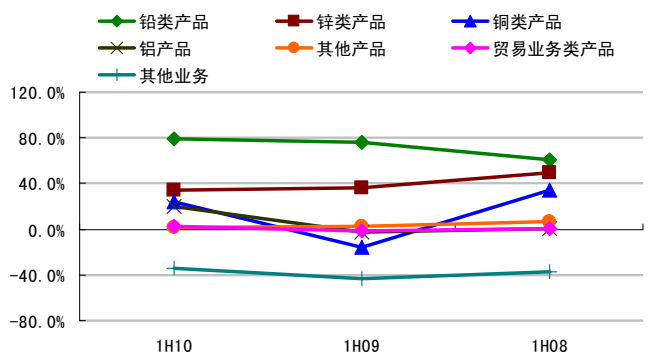


图表 7: 公司过往上半年毛利率比较 (分业务板块)



数据来源: 公司公告、华融证券

图表 8: 公司过往上半年毛利率比较 (分产品板块)



公司上半年生产基本按计划稳步进行，主要产品产量基本完成全年计划产量的一半左右。与去年同期比，铜精矿含铜的产量增长最快，同比增长 48.9%至 1.37 万吨，同时电解铜的产量也提升 18.2%至 1.43 万吨。由于电解锰生产线于 4 月、5 月进行检修，电解锰产量减少 31.1%至 0.51 万吨。铅精矿含铅产量微增 4.9%至 3.24 万吨。由于锌精矿含锌产量略微减少 1.2%为 4.04 万吨，而锌锭产量大幅增长 35.9%至 3.33 万吨，锌产品的毛利率受毛利率较低的锌锭拖累同比下降 2.6 个百分点。

图表 9: 2010 年上半年主要产品产量比较

	1H09	1H10	YoY Chg (%)	2010 年计划量	计划完成比例
铅精矿含铅 (万吨)	3.09	3.24	4.9%	6.67	48.6%
锌精矿含锌 (万吨)	4.09	4.04	-1.2%	8.53	47.4%
铜精矿含铜 (万吨)	0.92	1.37	48.9%	2.60	52.7%
铝锭 (万吨)	4.86	4.78	-1.6%	10.00	47.8%
粗铅 (万吨)	-	-		6.00	0.0%
铅锭 (万吨)	-	-		3.00	0.0%
锌锭 (万吨)	2.45	3.33	35.9%	6.66	50.0%
电解锰 (万吨)	0.74	0.51	-31.1%	1.54	33.1%
电解铜 (万吨)	1.21	1.43	18.2%	5.50	26.0%
供电量 (亿千瓦时)	4.05	5.42	33.8%	10.40	52.1%

数据来源: 公司公告、华融证券

受益于公司整体毛利率的改善和主要产品铜精矿含铜产量的提高, 上半年公司毛利同比增长 225.6% 至 10.2 亿元。其中, 铜类产品、铝产品和贸易业务类产品扭亏为盈, 分别占总毛利的比重为 27.1%、11.6% 和 13.8%, 仅这三类产品就贡献超过一半的毛利。铅类产品和锌类产品仍然是公司毛利的主要贡献者, 但比重有所下降, 铅类产品比重由去年同期的 107.1% 下降至 26.7%, 锌类产品比重由去年同期的 45.6% 下降至 24.6%。由此可见, 公司的主要盈利构成以铅、锌和铜为主, 而且公司业绩对铜价最敏感, 弹性最大。

资源储量稳步上升, 未来盈利增长主要看铜产品

公司是我国重要的锌精矿、铅精矿和铜精矿生产商, 目前公司全资或控股持有并经营锡铁山矿、获各琦矿、赛什塘矿、呷村矿以及玉龙铜矿等五座矿山。同时, 公司积极对外收购扩张, 不断提高保有资源量。2009 年, 公司先后收购了内蒙古双利矿业有限 50% 的股权、四川夏塞银业有限公司 51% 的股权和锡铁山中间沟-断层沟的探矿权。到 2009 年 9 月底, 公司保有有色金属资源量为 343.13 万吨锌、251.55 万吨铅、466.01 万吨铜、3510.69 吨银、26.07 吨金, 分别比 2006 年底增加 47.99 万吨锌、38.44 万吨铅、29.64 万吨铜、98.69 吨银和 6.1 吨金。公司资源量在稳步提升中。

图表 10: 公司保有资源储量情况比较

	2009 年 9 月	2006 年底	资源保有量增加
锌 (万吨)	343.13	295.14	47.99
铅 (万吨)	251.55	213.11	38.44
铜 (万吨)	466.01	436.37	29.64
银 (吨)	3510.69	3412	98.69
黄金 (吨)	26.07	19.97	6.1

数据来源: 公司公告、华融证券

公司于 2007 年底收购并增资玉龙铜业, 目前公司是玉龙铜业的第一大股东, 拥有 58% 的股权。玉龙铜业拥有玉龙铜矿的探矿权。玉龙铜矿是西藏自治区主要铜矿, 有潜力成为中国铜储量最丰富的矿山。根据贝里多贝尔的估计, 玉龙铜矿拥有超过 300 万吨的铜金属资源量。公司的玉龙铜矿项目, 设计产能为电解铜 10 万吨, 一期 3 万吨, 一期项目仍处在调试生产中, 若项目

陆续投产，将大大增厚公司未来的业绩。从公司 2010 年主要产品产量与 2009 年比较也可得出，公司今年产量增加主要来自于铜矿产量的增加。中国是铜的消费大国，随着中国和全球其它国家经济复苏步伐的加快，预计未来铜价将保持高位震荡的态势，铜产品将成为公司盈利的主要贡献者，公司未来盈利的增长主要依靠铜矿产量的增长。

图表 11: 2010 年公司主要产品产量变动比较

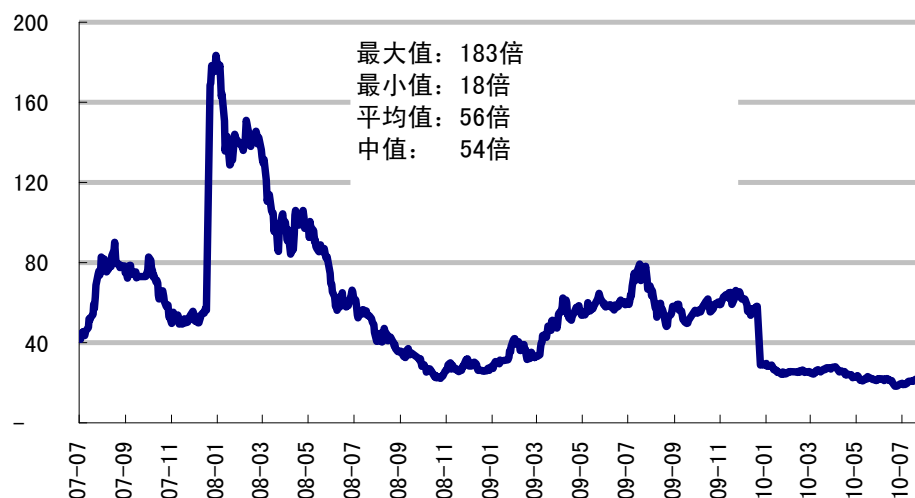
	2009A	2010A	变动率(%)
铅精矿含铅(万吨)	6.66	6.67	0.19
锌精矿含锌(万吨)	8.54	8.53	(0.12)
铜精矿含铜(万吨)	1.96	2.60	32.65
铝锭(万吨)	9.92	10	0.81
锌锭(万吨)	6.16	6.1	(0.97)
电解锰(万吨)	1.63	0.51	(68.71)
电解铜(万吨)	2.75	3.60	30.91
供电量(亿千瓦时)	11.48	10.4	(9.41)

数据来源: 公司公告、华融证券

估值处于历史低位

根据公司的产量计划和我们对基本金属价格的预测，我们预测西部矿业 2010 年和 2011 年每股盈利分别为 0.50 元和 0.66 元。根据我们对 2010 年每股盈利的预测，公司目前的市盈率在 22 倍左右。通过计算公司过去市盈率水平得出公司 2007 年上市以来历史最低市盈率为 18 倍，平均市盈率为 56 倍，公司目前估值水平处于历史估值的低位。展望未来，随着全球经济复苏步伐的加速，基本金属价格下跌的空间有限，公司未来业绩应该能保持稳定增长。综合分析，由于公司目前估值处于历史低位，随着市场信心的进一步恢复，估值修复的空间较大，给予“推荐”评级。

图表 12: 西部矿业股票历史市盈率走势



数据来源: Wind 资讯、华融证券

➤ 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn