

西部矿业 (601168)

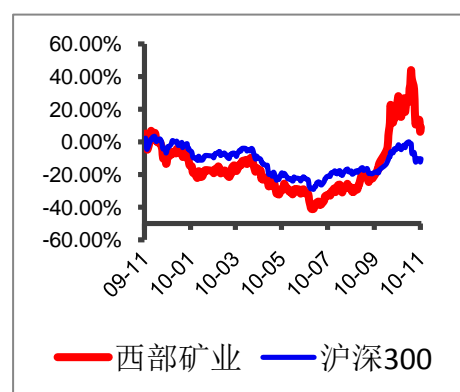
评级: 增持 (首次)

目标价: 21.6~25.7 元

基本数据 (2010-11-24)

现价	16.89
总股本 (亿股)	23.83
流通股本 (亿股)	23.83
三月涨跌幅 (复权)	51.34%
上证综合指数	7.91%
沪深 300 指数	9.11%

股价相对市场表现



有色行业研究小组

联系人: 胡轶喆

8621-68761616-8516

huyz@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

“玉龙”腾飞在即, 资产注入可期

我国多金属矿业龙头之一: 西部矿业是中国西部地区最大的多金属矿业公司之一, 拥有丰富的铜、铅、锌、铁矿石资源。公司累计拥有已探明资源储量超过千万吨。旗下主要经营八座矿山和四家冶炼厂。另外, 公司还积极介入金属冶炼和贸易环节。

玉龙铜矿开发有望加速: 玉龙铜矿 2008 年底一期 1 万吨湿法铜投产, 但仍处于投料试生产阶段, 今年产量不大, 目前已经基本处于暂时停产状态。公司已将玉龙铜矿作为“十二五”发展的重要基础, 是公司未来利润的重要增长点。在完成了 1 万吨生产线后, 可能直接上 5 万吨甚至是 10 万吨的生产线。

集团资产有望注入: 公司于 2010 年 11 月 9 日公告, 控股股东西部矿业集团受让四川省中型铅锌矿会东铅锌矿 80% 国有产权, 价款为人民币 21.76 亿元。会东铅锌矿锌金属量 114.06 万吨, 铅金属量 8.8 万吨, 伴生组份银 556.34 吨、镉 15,674 吨、镓 151 吨、锗 173 吨、硫 617,460 吨。预计会东矿注入公司的可能性很大, 届时上市公司铅锌资源将增加 20% 以上。除此之外, 集团青海锂业等资产也可能注入上市公司, 最终甚至可能完成整体上市。

受益“十二五”铅锌规划: 铅锌行业“十二五”专项规划已经完成。随着产业布局调整, 铅锌的主力产区开始向资源更丰富的地区转移。未来 5 年, 铅锌冶炼能力最大的地区将是内蒙古。作为国内铅锌类的重要企业, 也拥有位处于内蒙古的获各琦矿, 西部矿业必将收益。

基本金属价格有望进一步提升: 目前, 各国基本都执行货币宽松政策。伴随美元指数下跌以及各国量化宽松政策的执行。有色金属价格迎来上涨行情。虽然短期有所调整, 但伴随明年全球经济的进一步回暖, 基本金属需求回升将带动价格的下一轮上涨。

盈利预测与估值: 我们认为公司未来产能产量仍将有所增长, 预计公司未来三年 EPS 分别为 0.46 元、0.57 元和 0.70 元。我们首次研究覆, 综合考虑之后, 给予公司 2011 年 40~45 倍 PE, 未来 12 个月目标价 21.6~25.7 元, 投资评级为“增持”。

风险提示: 玉龙铜矿开发进度低于预期; 国际金属价格大幅波动; 国内外基本金属需求回升低于预期。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	12619	16887	19061	22012	24801
收入增幅 (%)	44.89	33.82	14.23	15.48	12.67
净利润	570	602	1096	1358	1668
净利增幅 (%)	-66.97	5.32	82.01	23.91	22.83
EPS (元)	0.24	0.25	0.46	0.57	0.70

目 录

1、公司介绍	- 3 -
2、主要矿山情况分析	- 4 -
2.1 锡铁山矿：略有降低.....	- 4 -
2.2 赛什塘矿和呷村矿：保持稳定.....	- 5 -
2.3 获各琦矿：有望扩张.....	- 5 -
2.4 玉龙铜矿：腾飞在即.....	- 6 -
3、冶炼、贸易及海外业务分析	- 6 -
3.1 冶炼业务：为矿山服务为主	- 6 -
3.2 贸易业务：总量不断扩大.....	- 7 -
3.3 海外业务：参与为主.....	- 7 -
4、未来看点.....	- 7 -
4.1 集团资产注入.....	- 7 -
4.2 受益政府支持和“十二五”规划	- 8 -
4.3 基本金属价格提升.....	- 8 -
5、投资建议和风险提示	- 9 -
5.1 投资建议.....	- 9 -
5.2 风险提示.....	- 10 -

图 表

表 1 前十大股东	- 3 -
表 2 锡铁山矿矿产情况示意	- 5 -
表 3 呷村矿矿产情况示意	- 5 -
表 4 获各琦矿矿产情况示意	- 5 -
表 5 在建冶炼项目一览表	- 6 -
表 6 集团相关资产一览表	- 8 -
表 7 西部矿业矿山价值估值	- 9 -
表 8 相对估值数据	- 10 -
图 1 2010 年上半年度公司主营业务收入结构图（左）和利润结构图（右）	- 4 -
图 2 公司主要矿山分布图	- 4 -
图 3 美元指数与 LME 铜（右）和 LME 铝/LME 铅（左）价格变动图	- 9 -

1、公司介绍

西部矿业股份有限公司是一家地处我国西部地区的以矿产资源综合开发为主业的大型矿业上市公司。目前控股股东为西部矿业集团有限公司，持股比例 28.21%。相比同类型的公司来说，控股股东持股比例较低。

表 1 前十大股东

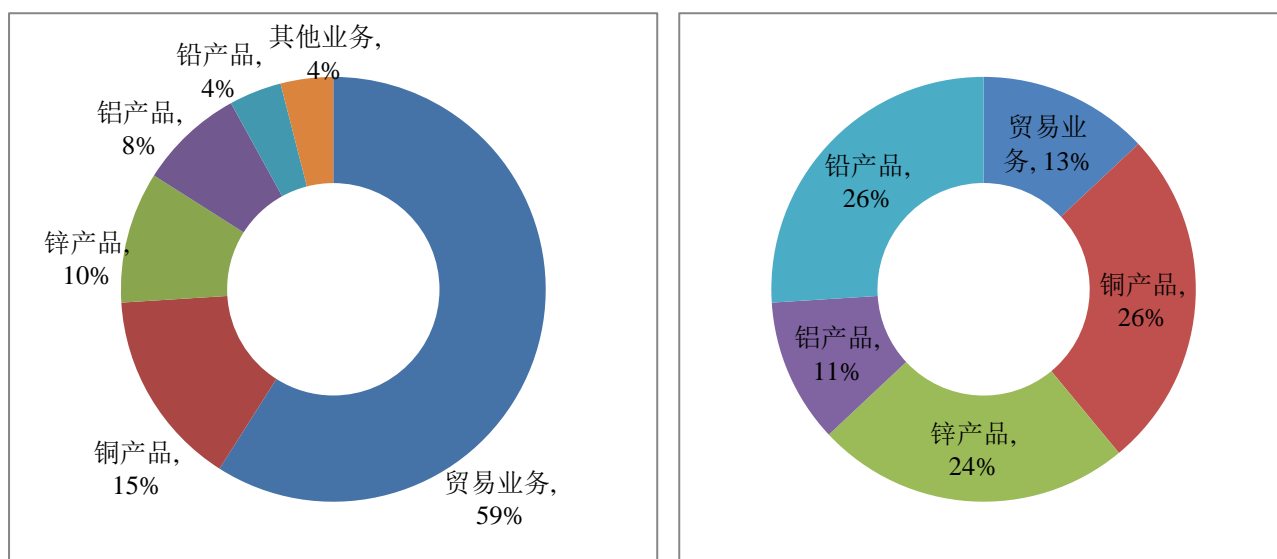
股东名称	持股数量	持股比例(%)	股本性质
西部矿业集团有限公司	672,300,000	28.21	人民币普通股
新疆塔城国际资源有限公司	83,350,000	3.50	人民币普通股
上海联创创业投资有限公司	53,630,000	2.25	人民币普通股
上海同裕投资有限公司	28,860,000	1.21	人民币普通股
NEWMARGIN MINING CORPORATION LIMITED	26,380,000	1.11	人民币普通股
交通银行一易方达50指数证券投资基金	24,049,032	1.01	人民币普通股
株洲冶炼集团股份有限公司	17,000,000	0.71	人民币普通股
中国工商银行一上证50交易型开放式指数证券投资基金	16,896,631	0.71	人民币普通股
上海海成物资有限公司	15,083,034	0.63	人民币普通股
中国工商银行一易方达价值成长混合型证券投资基金	14,000,000	0.59	人民币普通股

数据来源：公司 2010 年 3 季报、德邦证券研究所

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、贸易等业务，是国内最大的多金属矿业公司之一。公司累计拥有已探明资源储量超过千万吨。旗下主要经营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，内蒙古获各琦铜矿是位居国内资源储量第六位的大型铜矿，青海赛什塘铜矿是青海省采选能力最大的铜矿，四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集于一体而著称，正在建设之中的西藏玉龙铜矿将极有潜力发展成为我国资源储量最大的铜矿。根据安泰科统计数据，公司为我国 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。

目前公司的几大业务中，矿山采选冶炼业务是公司主要的利润来源。2010 年前三季度，铜、铝、铅、锌的平均价格分别为 57010 元/吨、15548 元/吨、15678 元/吨和 17028 元/吨，同比增长 47.36%、15.23%、20.31%和 34.11%。同时，公司主要产品铅精矿含铅、铜精矿含铜、锌锭和电解铜的产销量均较去年同期有所增长。矿山的开发决定了公司未来的发展。公司目前冶炼业务规模不大，盈利能力有限。但是为了配合地方政府当地开采当地冶炼的期望，冶炼业务的开展也是做好矿山开发的重要环节。目前公司对于冶炼环节的期望也是以保平为主，争取略有盈余。另外，公司也加强贸易业务的开展。2010 年前三季度贸易业务收入较去年同期增加 34 亿元，同比增长 92%。但贸易业务的盈利占比仍不大。

图1 2010年上半年度公司主营业务收入结构图（左）和利润结构图（右）



数据来源：公司2010年半年报，德邦证券研究所

2、主要矿山情况分析

公司全资持有或控股并经营四座矿山：锡铁山矿、获各琦矿、赛什塘矿及呷村矿，此外本公司还持有玉龙铜矿41.0%的股权。其中，锡铁山矿是中国年采选矿量最大的锌铅矿；获各琦矿是中国储量第六大的铜矿；赛什塘矿是青海省采选能力最大的铜矿；呷村矿是四川省储量最大的多金属矿；而玉龙铜矿有潜力成为中国储量最大的铜矿。

图2 公司主要矿山分布图



数据来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

2.1 锡铁山矿：略有降低

公司全资拥有的锡铁山矿位于青海省，是我国年采选矿量最大的铅锌矿。根据贝里

多贝尔的评估，锡铁山矿矿产资源储量为 2,299 万吨矿石量，其中含约 137.64 万吨锌、99.77 万吨铅、1,549 吨银和 19.97 吨金。随着锡铁山开采的不断深入，近几年开采的矿石品位有所下降，年矿石开采量也有所调整，目前为 120 万吨矿石的年处理量。

表 2 锡铁山矿产情况示意

	铅	锌	银	金
品味	4.34%	6.55%	68.9 (克/吨)	0.74 (克/吨)
储量	99.77万吨	137.64万吨	1,549吨	19.97吨

数据来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

2.2 赛什塘矿和呷村矿：保持稳定

公司拥有 51.0% 股权的赛什塘矿位于青海省，是青海省采选能力最大的铜矿。根据贝里多贝尔的评估，赛什塘矿矿产资源储量为 4,883 万吨矿石量，其中含约 57.96 万吨铜，品位为 1.15%。赛什塘矿的设计产能为年处理矿石量 75 万吨，但今年总处理量在 69 万吨左右。

公司拥有 76.0% 股权的呷村矿位于四川省，是四川省储量最大的银多金属矿，主要生产锌、铅、铜和银。根据贝里多贝尔的评估，呷村矿矿产资源储量为 1,328 万吨矿石量，其中约含 87.04 万吨锌、52.05 万吨铅、8.07 万吨铜、1,863 吨银。目前呷村矿为 50 万吨左右的年矿石处理能力。

表 3 呷村矿矿产情况示意

	铅	锌	银	铜
品味	5.21%	8.44%	240 (克/吨)	1.04%
储量	52.05万吨	87.04万吨	1863吨	8.07万吨

数据来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

2.3 获各琦矿：有望扩张

公司全资拥有的获各琦矿位于内蒙古自治区，是中国储量排名第六的铜矿。根据贝里多贝尔的评估，获各琦矿矿产资源储量为 8,283 万吨矿石量，其中含约 50.32 万吨铜、70.46 万吨锌和 61.29 万吨铅。另外，公司于 2008 年收购母公司拥有的双利矿业获得获各琦二号铁铜矿采矿权，以及获各琦三号铁矿采矿权，进一步扩张了获各琦矿的产能。获各琦矿毗邻蒙古 oyu tolgoi (奥尤陶勒盖) 矿区，因此在获各琦矿区附近再次找到密集铜矿的概率较大。今年获各琦矿的年矿处理在 220~260 万吨左右，公司计划在今年底明年初扩产至 300 万吨/年的处理能力。获各琦 2010 年的铜精矿产量恢复至 2009 年产量的 90%，达 1.9 万吨。2011 年产量预计完全恢复 2.2 万吨产能。

表 4 获各琦矿矿产情况示意

	铅	锌	铜
品味 (%)	1.35	1.55	1.34
储量 (万吨)	61.29	70.46	50.32

数据来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

2.4 玉龙铜矿：腾飞在即

玉龙铜矿项目位于西藏自治区东部的昌都地区，矿区海拔高度一般在 4500~5100 米之间。公司是玉龙铜业的第一大股东，拥有其 41.0% 的股权。紫金矿业占 39%，西藏矿业发展总公司等三家单位占 20%。根据《中国有色金属行业年鉴》(2006 年)，玉龙铜矿有潜力成为中国最大的铜矿。根据贝里多贝尔的评估，玉龙铜矿矿产资源储量为 42,165 万吨矿石量，品味为 0.76%，预计含铜约 320.02 万吨。

玉龙铜矿 2008 年底一期 1 万吨湿法铜投产，但仍处于投料试生产阶段，今年产量不大，目前已经基本处于暂时停产状态。目前制约玉龙铜矿开发的主要有两方面因素：工艺和地质环境。玉龙铜矿的工艺主要来自于紫金矿业的堆浸工艺，在如此高海拔地区进行铜矿石的堆浸处理还需要进一步的摸索相关的工艺条件。玉龙铜矿地处青藏高原，属于国家级的生态屏障区域，因此对于工艺的环保性也提出了更高的要求。在对已开采的矿石进行处理以及进一步的探矿过程中，发现氧化矿的比例少于预期，而硫化矿的比例高于预期。因此工艺需要进一步的调整，开发方案也需要进行相应的变更。

玉龙铜矿虽然短期内仍难见效益，但公司已将玉龙铜矿作为“十二五”发展的重要基础，是公司未来利润的重要增长点。当地政府也十分关注玉龙铜矿的进一步开发，提出了“大开大弄”的方针。按照原计划，玉龙铜矿的开发应按 1-3-5-10 万吨的量逐步扩产。但在完成了 1 万吨生产线后，可能直接上 5 万吨甚至是 10 万吨的生产线。当地政府也愿意提供贷款优惠等各项扶植措施。具体方案还没有形成，但玉龙铜矿在“十二五”期间的大发展值得期待。

3、冶炼、贸易及海外业务分析

3.1 冶炼业务：为矿山服务为主

公司的铅冶炼及精炼设施位于甘河工业区，冶炼粗铅在铝业分公司进行，产能为 5 万吨/年粗铅、4.5 万吨/年浓度 93% 的硫酸，冶炼回收率约为 98%。精炼铅在子公司西部铝业进行，产能为电解铅 5 万吨/年。公司在格尔木与豫光金铅合作新建 10 万吨铅冶炼产能，西部矿业持股 51%，由豫光金铅负责管理。公司锌冶炼分为两块，一块 6 万吨/年产能位于青海甘河工业区，由铝业分公司管理；另一块 1.4 万吨/年产能由湖南保靖分公司管理。公司铝冶炼产能位于甘河工业区，由百河铝业管理，产能为 11.2 万吨/年。

表 5 在建冶炼项目一览

在建项目	承担单位	项目进度	备注
甘河电锌氧压浸出 10 万吨/年电锌	铝业分公司	暂缓	IPO 项目
5.5 万吨/年电铅冶炼	西部铝业	暂缓	IPO 项目
10 万吨/年粗铅冶炼	青海西豫有色	基建	
5 万吨/年电解铜	巴彦淖尔西部铜业	基建	
20 万吨/年磷酸铵	宜昌西部化工	基建	

数据来源：公司公告，德邦证券研究所

由于青海地区电价较低，公司用电成本保持在 0.35~0.36 元/度，公司冶炼具有一定的成本优势。但 2007 年公司 IPO 项目 5.5 万吨铅冶炼和 10 万吨电锌氧压浸出项目，考虑到市场因素已经暂缓建设。

冶炼技术不是公司的优势所在，但是公司会不断加强相关技术的提升。目前冶炼是为公司大战略服务，帮助公司将矿产资源进行就地加工转化。因此公司对于冶炼项目的要求是基本保平即可，即使微亏也可以接受。

3.2 贸易业务：总量不断扩大

2009 年，公司金属贸易实现营收 114.74 亿，占全年主营业务收入的 49%。2010 年前三季度贸易业务收入较去年同期增加 34 亿元，同比增长 92%，占总收入的 59%。贸易业务量的提升有目共睹，但盈利占比只有 13%。预计未来公司金属贸易收入将继续扩大，但公司盈利主要还是依靠公司采选冶炼业务。

3.3 海外业务：参与为主

公司 2008 年通过境外子公司拟以 14030 万元的价格认购澳大利亚上市公司 FerrAus 增发的普通股股票，占其发行后总股本 10%。FerrAus 公司拥有铁矿、镍矿及锰矿资源。公司参与该收购主要是着眼于未来国际化的发展，目前不会在对 FerrAus 项目进行追加任何投资。

4、未来看点

4.1 集团资产注入

公司于 2010 年 11 月 9 日公告，控股股东西部矿业集团于 2010 年 11 月 6 日签署《四川省会东铅锌矿国有产权转让及股份制改造协议》，受让四川省中型铅锌矿山会东铅锌矿 80% 国有产权，价款为人民币 21.76 亿元。会东铅锌矿始建于 1958 年 3 月，位于四川省凉山州会东县境内，具备日处理原矿 1350 吨、电锌 4 万吨/年和硫酸 6.5 万吨/年的生产能力，实际控制人为四川省监狱管理局；该矿保有矿石资源储量为 1155.9 万吨，其中锌金属量 114.06 万吨，铅金属量 8.8 万吨，伴生组份银 556.34 吨、镉 15.674 吨、镓 151 吨、锗 173 吨、硫 617,460 吨。公司又指出将择机解决同一实际控制人控制下的同业竞争问题。预计会东矿注入公司的可能性很大，届时上市公司铅锌资源将增加 20% 以上。

西部矿业集团的其他有色及矿产资源还包括江西金峰矿业（55%）、西部矿业黄南资源开发有限责任公司（100%）、青海西部国际矿业资源有限公司（51%）以及盐湖化工板块的青海锂业有限公司（74.54%）电池级碳酸锂和西部镁业科技有限公司（75%）氢氧化镁项目等资产。并且也不能排除未来西部矿业集团最终整体上市的可能。

另外集团也在积极洽谈收购 Inter-citic（主要股东为李兆基及何厚铨家族）手中的大场金矿。大场金矿储量 300 吨，但开采条件恶劣，也缺乏基础设施，即使获得矿权，5 年内也难有产出。

表 6 集团相关资产一览表

集团资产	持股比例(%)	相关资产
江西金峰矿业	55	江西省内一钽铌矿的开采权
西部矿业黄南资源开发有限责任公司	100	青海省黄南州地区的三个多金属矿的探矿权
青海西部国际矿业资源有限公司	51	刚果民主共和国的三个铜钴矿
青海锂业有限公司	74.54	目前3000吨, 远景2万吨的电池级碳酸锂项目
西部镁业科技有限公司	75	10万吨高纯氢氧化镁

数据来源：公司公告，德邦证券研究所

4.2 受益政府支持和“十二五”规划

2009年4月，根据青海省委组织部相关任职文件和西宁市人大常委会选举结果，西部矿业原董事长毛小兵辞去西部矿业董事长和董事职务，担任西宁市代市长，凸显青海省对于西部矿业的重视程度。现任董事长汪海涛先后在国泰证券有限责任公司等单位工作。2002年10月，参加中组部“百名博士服务团”，被选派到西部矿业股份有限公司挂职锻炼，后任西部矿业集团有限公司总裁。新董事长上任一年，深抓企业内部调整，2010年进行了机构调整、全员竞聘以及工资改革等，为“十二五”发展打基础。同时，作为青海省的重点企业，省政府在“十二五”期间对于西部矿业会给予更多支持，在同等条件下省内资源的整合也会优先支持西部矿业。

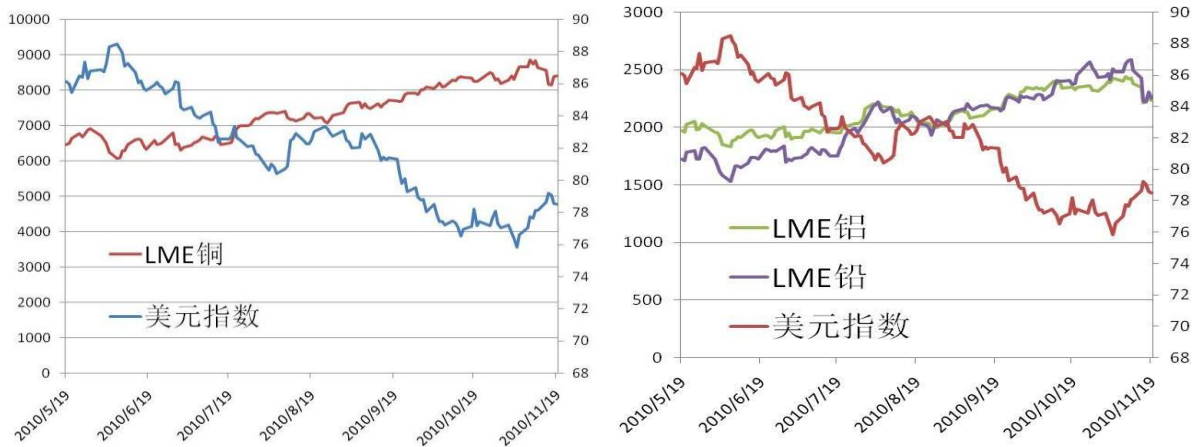
中国有色金属工业协会铅锌部主任赵翠青11月17日对《上海证券报》透露，铅锌行业“十二五”专项规划已经完成，并已提交给国家发改委。赵翠青还预计，“十二五”期间矿山原料将成投资热点。此外，随着产业布局调整，铅锌的主力产区开始向资源更丰富的地区转移，虽然东北地区产量下降，但内蒙古和云南正大幅增加。未来5年，铅锌冶炼能力最大的地区将是内蒙古。另外，赵翠青透漏，目前铅期货在上海期货交易所上市已提上议事日程，中国有望成为继伦敦金融交易所之后世界上第二大铅锌价格中心。据有色金属协会铅锌部预计，“十二五”期间，铅锌的消费量将持续增长，2009年至2013年铅消费量将保持8.5-9%的增速，预计至2015年铅的实际消费量将达到510万吨；而同期，锌的消费量将保持9.5%的增速，预计至2015年锌的实际消费量将达到710万吨。作为国内铅锌类的重要企业，也拥有位处于内蒙古的获各琦矿，西部矿业在“十二五”期间的发展可期。

4.3 基本金属价格提升

近期来看，7月以来基本金属的大幅上涨根源在于流动性宽松和美元贬值预期带来的金属价格上涨。由于美联储的量化宽松政策，美元指数一路走低，金属价格一路上扬。LME铜价创出8966的历史新高。虽然近期由于爱尔兰危机等因素，美元指数有反弹。金属价格有所回调。但是伴随着美国10月份CPI 0.6%超低的增长率以及美联储的第二轮6000亿量化宽松政策出炉，金属价格可能在近期维持震荡的格局。

中长期来说，下游的公路城建的基础设施建设需求、电力和通讯设施的投入以及汽车行业的复苏并没有完全启动。年内全球铜供给略有紧张，但铅锌的总体供给大于需求，LME库存也处于高位。因此中长期基本金属价格的进一步提升还有待需求的再一次释放。

图3 美元指数与LME铜（右）和LME铝/LME铅（左）价格变动图



数据来源：Wind，德邦证券研究所

5、投资分析和风险提示

5.1 投资分析

参考已有的方法，我们认为从长期投资的角度可以忽略掉短期的周期性波动，对资源类企业进行矿山资源估值。具体的估值方法是：根据矿山的权益储量估算出矿山资源的商品量在开采年限内平均每年能为公司贡献的净利润，以矿山现有的开采年限进行折现。

我们认为未来30年主要金属品种合理的长期均值分别为：铜：60000元/吨、锌25000元/吨、铅22000元/吨、黄金300元/克以及白银5元/g。我们参考同类型公司情况以及公司公告，匡算公司自产铅精矿单位成本为5000元/吨，自产锌精矿单位成本15000元/吨，自产铜精矿单位成本25000元/吨，黄金2000万/吨以及白银40万/吨。

表7 西部矿业矿山价值估值

西部矿业矿山资源	开采年限（年）					30
	铜	铅	锌	金	银	合计
权益储量	295万吨	188万吨	252万吨	20吨	2500吨	
权益储量（若注入会东矿）	295万吨	195万吨	343万吨	20吨	2945吨	
吨完全成本（万元）	2.5	0.5	1.5	2000	40	
平均售价（万元/吨）	6	2.2	2.5	300000	500	
净利润（亿元）	774.4	239.7	189	44.7	86.3	1334
净利润（亿元）（若注入会东矿）	774.4	248.6	257.3	44.7	101.6	1426.2
平均每年净利润（亿元）						44.5
平均每年净利润（亿元）（若注入会东矿）						47.6
按30年10%折现（亿元）		419.3		每股价值（元）		17.6
按30年10%折现（亿元）（若注入会东矿）		448.3		每股价值（元）		18.8

数据来源：德邦证券研究所，*注：玉龙铜矿数据没有包括在内

近期，流动性宽松和美元贬值预期带来金属价格的快速上涨。虽然近期由于爱尔兰

危机等因素，美元指数有反弹。金属价格有所回调。但是伴随着美国 10 月份 CPI0.6% 超低的增长率以及美联储的第二轮 6000 亿量化宽松政策出炉，金属价格可能在近期维持震荡的格局。但伴随着全球经济回暖，基本金属的需求将逐步回升。届时，基本金属的价格将有可能进一步的提升。

公司是国内铅锌行业重要企业之一，玉龙铜矿也是未来国家重点发展的铜矿资源。另外，集团公司最近收购了会东铅锌矿，提升了市场对于公司资产注入的预期。国家“十二五”铅锌行业的整体规划也有利于公司的发展。综合来看，公司“十二五期间”发展前景乐观。

我们认为公司未来产能产量仍将有所增长，基本金属价格的上涨也值得期待，预计公司未来三年 EPS 分别为 0.46 元、0.57 元和 0.70 元。我们首次研究覆盖，考虑到集团资产的注入可能性很大，也根据矿山价值和相对价值数据，给予公司 2011 年 40~45 倍 PE，未来 12 个月目标价 21.6~25.7 元，投资评级为“增持”。近期有色板块面临调整。建议逢低买入。

表 8 相对估值数据

公司名称	股价 (11-24)	EPS				PE		
		2009	2010E	2011E	2012E	2010	2011	2012
中色股份	30.82	0.13	0.22	0.43	0.59	140.09	71.67	52.24
宏达股份	16.90	0.17	-0.28	0.30	0.70	#	56.33	24.14
驰宏锌锗	24.17	0.28	0.48	0.76	0.96	50.35	31.80	25.18
中金岭南	19.54	0.40	0.48	0.70	0.83	40.71	27.91	23.54
株冶集团	15.92	0.13	0.14	0.37	0.52	113.71	43.03	30.62
豫光金铅	36.05	0.45	0.55	0.76	0.98	65.55	47.43	36.79
平均		0.26	0.26	0.55	0.76	58.34	46.36	32.08
西部矿业	16.89	0.25	0.46	0.57	0.70	36.72	29.63	24.13

数据来源：Wind，德邦证券研究所

5.2 风险提示

- 1、玉龙铜矿开发进度低于预期；
- 2、国际金属价格大幅波动；
- 3、国内外基本金属需求回升低于预期。

盈利预测:

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	16887	19061	22012	24801	货币资金	3617	1730	2927	4732
营业成本	15107	16679	18989	21260	应收和预付款项	40	68	97	122
营业税金及附加	58	68	91	104	存货	1181	2404	2430	2315
营业费用	139	153	193	223	其他流动资产	0	0	0	0
管理费用	523	720	892	978	长期股权投资	2008	2008	2008	2008
财务费用	191	173	180	199	固定资产	5623	5540	5530	5415
资产减值损失	-38	30	30	25	在建工程	1372	1488	1587	1378
投资收益	-105	110	20	20	无形资产和开发支出	1879	1680	1988	1320
营业利润	770	1348	1657	2032	其他非流动资产	459	459	459	459
其他非经营损益	43	-20	-15	-15	资产总计	19072	18760	20350	21922
利润总额	813	1328	1642	2017	短期借款	1966	1862	1750	1710
所得税	188	194	240	291	应付和预收款项	3276	1831	2035	2234
净利润	624	1134	1402	1726	长期借款	2144	2230	2264	2354
归属母公司股东净利润	602	1096	1358	1668	其他负债	578	578	578	578
					负债合计	7964	6501	6627	6876
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	股本	2383	2383	2383	2383
获利能力					资本公积	5525	5525	5525	5525
毛利率(%)	10.5	12.5	13.0	13.4	留存收益	2389	3493	4881	6170
净利率(%)	3.6	5.6	5.8	6.3	少数股东权益	746	801	880	934
ROE(%)	5.7	9.9	10.8	12.1	股东权益合计	11108	12210	13723	15070
成长能力					负债和股东权益合计	19072	18760	20350	21922
营业收入同比(%)	33.8	16.0	18.0	15.2					
EBITDA 同比(%)	22.1	78.2	7.8	25.6	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润同比(%)	10.6	85.2	18.5	26.8	经营现金流	417	440	1662	2280
偿债能力					投资现金流	-1999	-194	-376	-210
资产负债率	41.8	35.3	33.4	31.5	融资现金流	281	-2155	-150	-155
流动比率	1.43	1.91	2.33	2.77	现金净增加额	-1301	-1909	1136	1915
每股指标(元)									
EPS	0.25	0.46	0.57	0.70					
BPS	0.18	0.18	0.71	0.97					

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。