



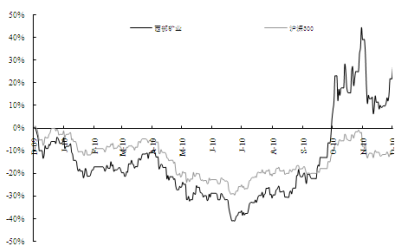
有色金属
Nonferrous metals

2010 年 12 月 17 日

市场数据	2010 年 12 月 16 日
当前价格 (元)	18.57
52 周价格区间 (元)	8.97-23.30
总市值 (百万)	40248.87
流通市值 (百万)	40248.87
总股本 (万股)	238300
流通股 (万股)	238300
日均成交额 (百万)	1736
近一月换手 (%)	129.44
Beta (2 年)	1.65
第一大股东	西部矿业集团有限公司
公司网址	www.westmining.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率%	18.76	
净利率%	5.18	
净资产收益率%	3.11	
总资产报酬率	1.37	
资产负债率%	73.55	
市盈率 TTM (X)	207.97	
市净率 (X)	27.35	

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
西部矿业	-8.2	59.3	27.9
沪深 300	-0.9	10.0	-8.8

孙凡

+86- 0755 -83025609

sunfan@jyzq.cn

执业证书编号

孙凡: S0370209110086

西部矿业 (601168) 调研报告: 2011, 重铸辉煌

评级: 买入

投资要点:

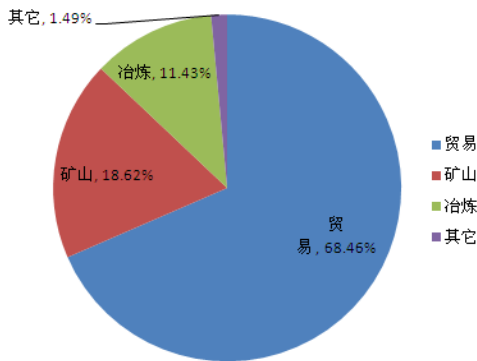
- 西部矿业自身定位于区域性矿产龙头, 未来的发展思路是集中在国内西北、西南成熟的成矿带上寻找中大型矿山。
- 由于 08 年金属价格大幅下跌后, 公司的铅冶炼厂处于停产状态, 原定于今年下半年恢复生产, 但事实上要到明年上半年才能恢复, 复产进度落后于预期。另外, 国内铅期货有望在春节前后上市, 上市后有望扭转国内铅价格显著低于外盘的现象, 存在一定的交易性机会。
- 会东铅锌矿和玉龙铜矿是未来 3-5 年的业务增长点, 但两者真正贡献利润还需等到 2013 年以后。会东铅锌矿若注入上市公司, 铅锌矿产资源量将增加 20%, 铅锌矿产量增加 22%, EPS 增厚 0.11 元 (未摊薄)。玉龙铜矿未来按照 1 期 3 万吨的产能发展规划 (长远规划 10 万吨)。我们测算公司铜矿未来产量每增加 1 万吨, EPS 可增厚 0.06 元。
- 我们认为 2011 年公司的 EPS 将重回 2007 年的水平。在中性假设下, 2011 年除了锌价格小于 2007 年, 铜和铅价格均高于 2007 年, 而产量相比 2007 年均有所增长, 所以从收入上看两者基本一致 (未计算金、银等副产品收入), 而精矿产品的利润率近年来保持稳定 (人力成本有所增加, 但占比小, 同时获各琦铜矿在产量增加的情况下毛利率逐年提升), 所以 2011 年精矿产品利润应该与 2007 年持平。由于精矿产品利润占公司总利润 70% 以上, 所以可基本锁定全年利润。其他业务中, 2011 年的贸易收入相比 2007 年增长 300% 以上, 冶炼业务尽管铅锭少于 2007 年, 但锌锭和电解铜产量要高, 所以其他业务的总利润相比 2007 年只多不少。综上所述, 2011 年公司 EPS 将有望达到并超过 2007 年的水平即 0.80 元。
- 我们分别对未来三年主要产品价格给出乐观、中性和悲观预测。在中性假设下, 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57、0.83、0.1.01 元, 对应现股价的 PE 分别为 32 倍、22 倍和 18 倍。西部矿业的历史 PE 水平中值区间是 30 倍左右, 参考矿业类公司的平均市盈率及考虑到未来会东和玉龙的新增产量, 给予 2011 年 30-35 倍 PE, 对应 12 个月内目标价区间是 25-30 元, 相比目前股价还有 30% 以上涨幅, 给予“买入”评级。

公司以矿产为主，冶炼为辅，兼营贸易

西部矿业是国内位居前列的基本金属矿业公司，同时也是西部最具竞争力的资源开发企业之一。是全国第二大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商及第七大铜精矿生产商。西部矿业是青海省唯一进入中国企业500强行列的省内企业，并连续多年获得铅锌铜矿采选行业效益十佳企业（第一名，国家统计局工业交通统计司）。原董事长毛小兵现任西宁市市委副书记、市长。

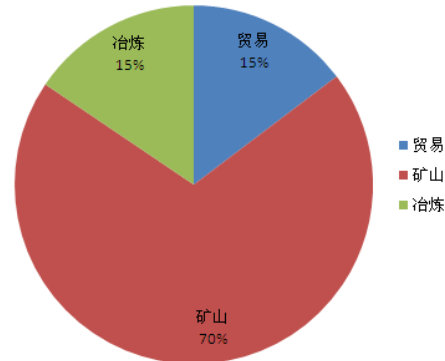
公司的业务目前主要分为三大部分：矿山、冶炼、有色金属贸易。从收入来看，贸易业务占比50%以上，其次是铜、铅锌和铝。贸易业务尽管收入占比大，但利润率低，公司主要的利润来源还是来自于矿山业务，以铜精矿和铅锌精矿为主。冶炼业务规模较小，基本处于盈亏平衡或微利状态。

图表 1 主营业务构成（2009）



数据来源：公司公告，金元证券

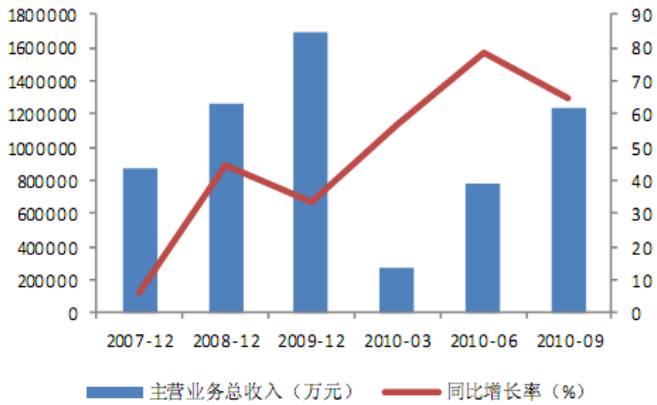
图表 2 营业利润构成（2009）



数据来源：公司公告，金元证券

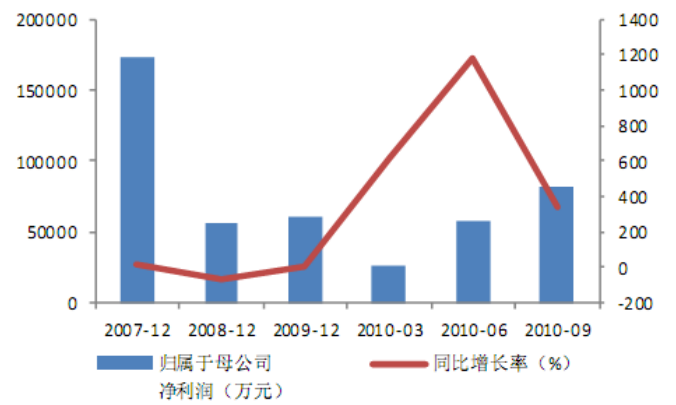
自2007年上市以来，公司各产品的产量稳定增长，收入也保持稳定增长，但利润波动较大，主要还是由于“次贷危机”之后，全球金属价格一度跌至成本线附近，所以2008年净利润同比下降66.97%，2009年略有回升，但也仅同比上涨5.53%，可以看出公司业绩对产品的价格弹性较大。

图表 3: 公司主营业务收入增速 (2008-2010Q3)



数据来源: 公司公告, 金元证券

图表 4: 公司主营业务利润增速 (2008-2010Q3)



数据来源: 公司公告, 金元证券

由于冶炼和贸易业务利润率低, 所以公司未来业绩的增长更依赖于自产精矿产量的增长和产品价格的提升。

努力扩大资源版图

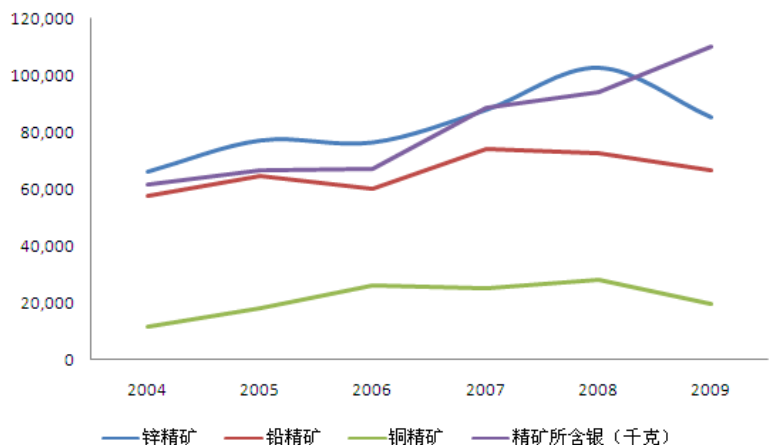
自 2004 年以来, 公司各种矿产品产量均保持了稳定增长, 剔除掉 2009 年上半年由于金融危机所导致的减产之外, 2004-2008 年铅、锌、铜、银精矿的年复合增长率分别是: 5.77%、11.57%、24.23%和 11.23%。

表格 1: 主要精矿产品产量 (2004-2009)

	锌精矿 (吨)	铅精矿 (吨)	铜精矿 (吨)	精矿所含 银 (千克)	精矿所含 金 (千克)
2004	66,351	57,765	11,799	61,419	250
2005	77,335	64,750	18,405	66,307	264
2006	76,635	60,397	25,967	66,683	186
2007	88,000	74,000	25,000	88,200	
2008	102,800	72,300	28,100	94,000	
2009	85,444	66,574	19,574	109,964	200.57

数据来源: 公司公告, 金元证券

图表 5: 主要精矿产品产量 (2004-2009)



数据来源：公司公告，金元证券

公司所在地西宁是西北重镇，而西部是我国地质成矿条件最佳、矿产资源最为丰富的地区。根据国土资源部的估计，西部蕴藏着我国 59% 的锌资源、55% 的铅资源和 65% 的铜资源。西部矿业所拥有的矿山资源也基本处于西北、西南一带。

公司最主要的矿产资源有五处：锡铁山铅锌矿，获各琦铜矿，赛什塘铜矿，呷村银多金属矿以及玉龙铜矿。截至 2008 年底，公司保有（拥有、控制）的资源储量为锌 343.13 万吨、铅 251.55 万吨、铜 466.01 万吨、银 3510.69 吨和金 26.07 吨。

图表 6：矿山集中于西北、西南一带



数据来源：招股说明书

● 锡铁山矿

锡铁山矿位于青海省，是公司最主要的铅锌矿来源，铅锌精矿产量一度占 80% 以上。其铅锌品位在 10% 左右，而且经过多年的开采之后品位也未出现下降，成本也是几个矿山中最低的一个。目前年处理量 150 万吨矿石，2009 年实际处理矿石 135 万吨。年产锌精矿含锌约 7.5 万吨，铅精矿含铅约 6 万吨。

● 获各琦矿

获各琦矿位于内蒙古自治区，是中国储量排名第六的铜矿，年处理矿石能力达到 200 万吨，年产铜精矿 2 万多吨，是公司主要的铜精矿产区。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。

● 赛什塘矿

赛什塘矿位于青海省，公司拥有 51.0% 股权。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。目前产量还比较小，只有 5000 吨左右。

● 呷村矿

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。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。

● 玉龙铜矿项目

玉龙铜业持有位于西藏自治区的主要铜矿玉龙铜矿的探矿权。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，矿产资源储量为 42,165 万吨矿石量，其中含约 320.02 万吨铜。西部矿业拥有玉龙铜业 58% 股权，第二大股东紫金矿业拥有 38% 股权。

内生性增长有限，未来还看会东铅锌矿和玉龙铜矿

从公司近几年精矿产量来看，除了获各琦铜矿产量增长在 20% 以上之外，其他矿山的产量增长都只有 10% 左右，可以预见的未来内生性增长有限，未来还是要外延式的扩张，这其中比较现实的是会东铅锌矿和玉龙铜矿。

● 会东铅锌矿若注入上市公司，铅锌矿资源量将增加 20%

西部矿业的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；该矿采矿许可证的证载矿区范围面积 0.578 平方公里，有效期自 2009 年 10 月 16 日至 2029 年 10 月 16 日，开采矿种：铅矿、锌矿，开采方式：地下开采，生产规模：45 万吨/年；截至 2009 年 6 月 30 日，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。

由于涉及到同一实际控制人控制下的同业竞争，该矿由集团公司收购整合后，将构成注入上市公司的强烈预期，届时上市公司的铅锌矿产

资源量将增加 20%以上。根据我们的调研了解，之所以这次是由集团公司出面收购而不是上市公司，目前原因还是由于当地政府要求会东铅锌矿必须是国有控股，未来何时注入上市公司目前还没有明确的时间表。

● 玉龙铜矿 1 期规划 3 万吨，远景目标 10 万吨

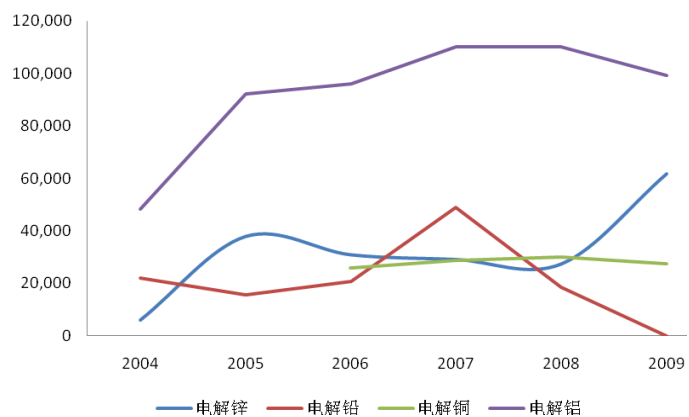
玉龙铜矿现处于一期一步试生产阶段，原计划初期产能 3 万吨/年，但目前建设进度有所滞后，主要原因：①矿区处于 4500 米以上的高海拔地区，原在低海拔地区可以适用的堆浸技术在高海拔地区存在一定问题，工艺上需要调整；②一期工程设计方案以氧化铜为主，但在实际试生产的过程中发现矿石中硫化铜的含量也很高，原设计方案需要修改；③矿区地处高寒、高海拔和植被脆弱的青藏高原，安全生产评价、环境保护评价、综合开发利用方案以及交通运输和水电供应方案等问题，均需要高度谨慎的标准考虑和设计。

12 月 2 日公司发布公告称公开发行人公司债券申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过，发行不超过 40 亿元公司债券，资金的主要用途：用于玉龙铜矿采选冶工程、获各琦多金属矿采选工程和获各琦矿 200 万吨/年铜选矿扩建工程等 3 个固定资产投资项，其余将用于补充营运资金以及未来可能的收购兼并项目。

冶炼产能保持平稳

公司目前拥有的铝冶炼产能 10 万吨/年，铅冶炼产能 5 万吨/年，锌冶炼产能 7.4 万吨/年。

图表 7：冶炼业务产量保持平稳



数据来源：公司公告，金元证券

公司近几年冶炼产品产量增长缓慢，而且这部分业务毛利率低（4%左右），IPO 募投的两条电锌和电铅生产线也均建设滞后，未来冶炼业务不会是公司业务发展的重点。

图表 8: 冶炼产能分布

产品	公司名称	权益	产能
电解锌	锌业分公司	100%	60000
	保靖分公司	100%	14000
粗铅	铅业分公司	100%	50000
电解铅	西部铝业	64%	50000
电解铝	百河铝业	100%	100000
电解铜(再生铜)	天津大通	100%	30000

数据来源: 公司公告, 金元证券

由于 08 年金属价格大幅下跌后, 公司的铅冶炼厂处于停产状态, 原计划今年下半年恢复生产, 但实际复产进度低于预期, 预计要到明年上半年才能复产。考虑国内铅期货有望在春节前后上市, 上市后有望扭转国内铅价格显著低于外盘的现象, 存在一定的交易性机会。

整体上市可期, 但并无时间表

西矿集团为公司的控股股东, 西矿集团主营业务为投资和经营矿产资源及能源项目, 集团公司的实际控制人为青海省国资委, 持有 50.37% 的股权。

2007 年公司 IPO 时, 招股说明书中所披露的集团旗下业务共有六块, 分别是: 稀贵金属板块、商业地质勘探板块、盐湖化工板块、能源板块、海外业务板块及其他业务。市场一直对集团整体上市寄予厚望, 但通过这次调研我们了解到大部分的优质资产已经注入到上市公司。稀贵金属板块中的两家公司已经出售。盐湖化工板块中的青海盐业公司以工业用盐和食用盐为主, 每年盈利 2000-3000 万元; 青海锂业年产 3000 吨碳酸锂, 目前每年亏损 3000 万元; 西部镁业也是处于亏损状态, 所以整个盐湖化工板块都还是处于微利状态, 即便注入上市公司也难以对 EPS 产生太大影响。剩下的勘探、海外业务也都处于培育期, 至于市场传言较多的大场金矿 3-5 年内不会产生收益。

盈利与估值分析

不考虑会东和玉龙的产量的情况下, 我们预计 2010 ~ 2012 年公司铅锌铜矿的产量保持 10% 的增速。我们分别对未来三年主要产品价格做出乐观、中性和悲观三种假设:

乐观假设:

主要产品价格 (元/吨)	2010A	2011 E	2012 E	2013 E
铜	58150	78,503	98,128	117,754
增长		35%	25%	20%
铅	16034	20,844	26,055	29,964

增长		30%	25%	15%
锌	18032	22,540	27,048	31,105
增长		25%	20%	15%

中性假设:

主要产品价格 (元/吨)	2010A	2011 E	2012 E	2013 E
铜	58150	69,780	80,247	88,272
增长		20%	15%	10%
铅	16034	18,439	20,283	22,311
增长		15%	10%	10%
锌	18032	20,737	22,810	25,092
增长		15%	10%	10%

悲观假设:

主要产品价格 (元/吨)	2010A	2011 E	2012 E	2013 E
铜	58150	61,058	64,110	64,110
增长		5%	5%	0
铅	16034	15,232	15,232	15,994
增长		-5%	0	5%
锌	18032	17,130	17,130	17,987
增长		-5%	0	5%

表格 2: 未来三年铅锌铜矿的产量预测

主要产品产量 (吨)	2010E	2011 E	2012 E	2013 E
铜精矿	26,000	31,200	37,440	44,928
铅精矿	66,700	73,370	80,707	88,778
锌精矿	85,300	93,830	103,213	113,534

数据来源: 金元证券

表格 3: 中性假设下收入及盈利预测 (仅包括铜铅锌精矿)

	2010E	2011 E	2012 E	2013 E
营业收入	3,419,182,842	4,544,869,770	5,806,486,311	7,300,154,510
营业利润	1,629,575,163	2,306,706,955	2,898,633,277	3,603,353,391

数据来源: 金元证券

其他矿山产品包括电解锰、金、银、硫酸等可贡献营业利润约 7000 万元, 双利铁矿 (合营, 未并表) 可贡献投资收益约 1000 万元, 贸易业务贡献营业利润约 2.3 亿元, 冶炼业务贡献营业利润约 2.2 亿元。假设非经常损益 (主要是套保损失、存货跌价准备和投资损失) 1 亿元。

表格 4: 中性假设下收入及盈利预测

	2010E	2011 E	2012 E	2013 E
营业收入	18,800,000,000	28,600,000,000	35,000,000,000	42,000,000,000
营业利润	2,069,575,163.10	2,746,706,955.06	3,338,633,276.99	4,043,353,390.77
归属母公司净利润	1,358,294,117	1,977,629,008	2,403,815,959	2,911,214,441

数据来源: 金元证券

表格 5: 不同假设情况下的 EPS

	2010E	2011 E	2012 E	2013 E
EPS (乐观)	0.57	0.91	1.21	1.55
EPS (中性)	0.57	0.83	1.01	1.22
EPS (悲观)	0.57	0.71	0.79	0.90

数据来源: 金元证券

需要指出的上述计算中并未考虑会东、获各琦和玉龙的新增产量, 会东铅锌矿若注入上市公司可增厚 EPS 0.11 元 (未摊薄); 获各琦 1 号矿 (IPO 募投项目) 达产后产量能达到 3.1 万吨, 即相比目前可再增加铜精矿产量 6000 吨; 玉龙铜矿未来按照 1 期 3 万吨的产能发展规划 (长远规划 10 万吨)。我们测算公司铜矿未来产量每增加 1 万吨, EPS 可增厚 0.06 元。

在中性假设下, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57、0.83、0.1.01 元。对应现股价的 PE 分别为 32 倍、22 倍和 18 倍。

对盈利预估的验证

我们认为 2011 年公司的 EPS 将重回 2007 年的水平, 理由如下:

表格 6: 2007 与 2010 年对比

	2007	2011
铜价格	62,673	69,780
铅价格	17,419	18,439
锌价格	30,647	20,737
铜精矿产量	25,000	31,200
铅精矿产量	74,000	73,370
锌精矿产量	88,000	93,830
营业收入	4,608,796,610	4,544,869,770

数据来源: 金元证券

在中性假设下, 2011 年除了锌价格小于 2007 年, 铜和铅价格均高于 2007 年, 而产量相比 2007 年均有所增长, 所以从收入上看两者基本一致 (未计算金、银等副产品收入), 而精矿产品的利润率历年来保持稳定 (人力成本有所增加, 但占比小, 而获各琦铜矿在产量增加的情况下毛利率逐年提升), 所以 2011 年精矿产品利润应该与 2007 年持平。由于精矿产品利润占公司总利润 70% 以上, 所以可基本锁定全年利润。其他业务中, 2011 年的贸易收入相比 2007 年增长 300% 以上, 冶炼业务

尽管铅锭少于 2007 年，但锌锭和电解铜产量要高，所以其他业务的总利润相比 2007 年只多不少。综上所述，2011 年公司 EPS 将有望达到并超过 2007 年的水平即 0.80 元。

西部矿业的历史 PE 水平中值区间是 30 倍左右，参考矿业类公司的平均市盈率及考虑到会东和玉龙的新增产量，给予 2011 年 30-35 倍 PE，对应 12 个月内目标价区间是 25-30 元，相比目前股价还有 30%以上涨幅，给予“买入”评级。

风险提示：金属价格出现大幅波动，公司产量增长不及预期。

金元证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来6个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准：

买入：股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上；

增持：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%；

中性：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%；

减持：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%；

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.