

业绩预增 50%以上, 维持买入评级

西部矿业 601168

事件

公司发布公告, 2010 年归属母公司净利润预计同比增长 50%以上。

评述

2010年产品价格上涨是盈利增长的主因。公司主要产品为铅锌精矿、铜精矿、铅锌、铜、铝冶炼产品等。2010年铜、铅、锌、铝产品均价分别同比上涨32%、20%、24%和12%，是公司盈利大幅增长的主要原因。另外，**公司产品产量稳中有升。**矿产品方面，预计2010年公司铜精矿增加6400吨，增长30%左右，铅锌精矿产量平稳，铝冶炼复产增加2万吨。

2011年精矿产量大幅增长保证盈利持续上升。公司矿产品有铜精矿和铅锌精矿，毛利贡献占比在70%以上。随着矿山产能的提高以及工艺的逐步成熟，公司精矿产量稳步提升。目前铅锌精矿大部分来自锡铁山铅锌矿（铅精矿6.2万吨，锌精矿7.5万吨），未来增量主要来自呷村多金属矿（预计2011年铅精矿增长1万吨，至1.6万吨；锌精矿增长1.7万吨，至2.7万吨），另外，获各琦铜矿也将贡献少量铅锌精矿（新增铅锌精矿0.7万吨）；铜精矿增量来自获各琦铜矿（预计2011年增加3000吨，至2.2万吨）、赛什塘铜矿（预计2011年增加400吨，至6000吨）和呷村多金属矿（预计2011年增加1600吨，至3000吨）。综合来看，预计2011年公司铅、锌、铜精矿产量分别为8.12万吨、10.65万吨和3.1万吨，增幅为22%、25%和19%。

公司资源储量丰富，股价安全边际高。截至2010年6月底，公司资源控制储量已达：铜773万吨（权益量460万吨）、锌362万吨（权益量340万吨）、铅238万吨（权益量230万吨）以及3500吨银和25.5吨黄金。按照我们的绝对估值方法，公司资源权益价值在16.77元，给公司股价提供了较高的安全边际。

有利于公司股价上涨的因素分析。**短期看：**（1）铜、铅、锌价格的持续上涨；（2）2011年精矿产品稳步上升；（3）控制资源储量的持续上升，公司新获得的探矿权为资源储量的增加提供保障；**中期看：**（4）玉龙铜矿正常运行时间存在提前的可能，在预测模型中，我们假设玉龙铜矿2014年运营正常，如果提前，将提升公司的绝对价值，并降低公司的先对估值；（5）集团旗下有会东铅锌矿、青海锂业、大场金矿等资产，集团整体上市的进程也有加快的可能性。

维持“买入”评级。我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.49元、0.79元和0.99元，业绩增速分别为96%、86%、39%和4%，1月11日公司收盘价

维持

买入

分析师: 李文

证书编号: s34020041917193

联系信息:

010-59707167

liwen@longone.com.cn

报告联系人: 张方

联系信息:

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

日期

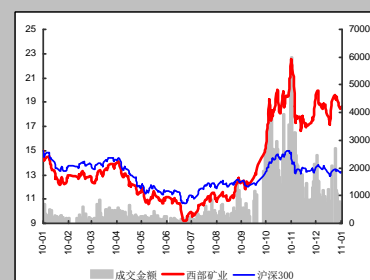
分析: 2011年01月12日

价格

当前市价: 18.40元

半年目标: 25.76元

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011	2012
EPS	0.25	0.49	0.79	0.99
PE	38	23	18	14

注: EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

深度报告:《西部矿业: 志存高远, 打造多金属资源平台》(20101208)

为18.40元，对应动态PE分别为38x、23x和18x。综合绝对估值和相对估值的方法，给予公司6个月目标价25.67元，对应2011年32倍PE，维持公司“买入”的投资评级。详细分析请参考我们2010年12月8日发布的公司深度报告《西部矿业：志存高远，打造多金属资源平台》。

风险提示：（1）A股市场系统性风险；（2）金属价格大幅波动风险；（3）矿产产能、冶炼产能释放低于预期的风险。

表1. 公司主要矿山资源储量及变化

	权益	矿石量 (万吨)	锌 (万吨)	铅 (万吨)	铜 (万吨)	银 (吨)	金 (吨)
青海锡铁山铅锌矿	100%	2,299	137.6	99.8		1,549.0	20.0
品味			5.99%	4.34%		67.4g/t	0.87g/t
内蒙古获各琦铜矿	100%	8,283	70.5	61.3	50.3		
品味			1.55%	1.35%	1.34%		
青海赛什塘铜矿	51%	4,883			58.0		
品味					1.15%		
四川呷村多金属矿	76%	1,328	87.0	52.1	8.1	1,863.0	
品味			8.44%	5.21%	1.04%	240g/t	
西藏玉龙铜矿	58%	42,165			320.0		
品味					0.76%		
截止 2006 年年底合计			295.1	213.1	436.4	3,412.0	20.0
权益量 (1)			274.3	200.6	271.6	2,964.9	20.0
截止 2009 年 9 月底							
合计 (含新增探明)			343.13	251.55	466.01	3510.69	26.07
权益量估计 (2)			320	240	283	3060	26.07
截止 2010 年 6 月底							
合计 (含新增探明)			362.09	238.08	773.35	3476.07	25.51
权益量估计 (3)			340	230	460	3000	25.51

资料来源：公司资料，东海证券研究所

表2. 各矿山精矿产量预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
锡铁山铅锌矿 (100%)							
铅精矿 (吨)	61,000	61,000	61,000	61,000	62,000	63,000	64,000
锌精矿 (吨)	75,000	75,000	75,000	75,000	75,500	76,000	76,000
精矿含银 (千克)	59,780	59,780	59,780	59,780	60,760	61,740	62,720
精矿含金 (千克)	209	201	157	200	200	200	200
获各琦铜矿 (100%)							
铜精矿 (吨)	19,900	21,100	12,800	19,000	22,000	26,000	30,000

铅精矿 (吨)	-	-	-	3,000	5,000	8,000
锌精矿 (吨)	-	-	-	4,000	6,000	9,000
赛什塘铜矿 (51%)						
铜精矿 (吨)	4,299	5,699	5,300	5,600	6,000	7,000
精矿含银 (千克)	4,514	5,984	5,565	5,880	6,300	7,350
精矿含金 (千克)	39	51	48	50	54	63
呷村多金属矿 (76%)						
铅精矿 (吨)	7,300	11,300	5,574	5,700	16,200	21,600
锌精矿 (吨)	18,400	27,800	10,444	10,400	27,000	36,000
铜精矿 (吨)	1,301	1,301	1,474	1,400	3,000	6,000
精矿含银 (千克)	36,500	56,500	27,870	28,500	81,000	108,000
双利矿业 (51%)						
铁精粉 (万吨)	71	75	94	94	94	94

资料来源: 公司资料, 东海证券研究所

表 3 价格预测 (不含税)

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铜 (元/吨)	35897	47009	51282	53846	55556
铜精矿 (元/金属吨)	31590	41368	45128	47385	48889
铝 (元/吨)	11538	12821	13675	14103	14359
铅 (元/吨)	11538	13675	14530	14957	15385
粗铅 (元/吨)	10962	12991	13803	14209	14615
铅精矿 (元/金属吨)	9081	11111	11923	12329	12735
锌 (元/吨)	11795	14530	15556	16239	18376
锌精矿 (元/金属吨)	6667	9402	10427	11111	13248
黄金 (元/千克)	200000	260000	280000	300000	320000
精矿含金 (元/千克)	152137	197778	212991	228205	243419
白银 (元/千克)	2650	3590	4786	5470	5897
精矿含银 (元/千克)	2252	3051	4068	4650	5013

资料来源: 东海证券研究所

表 4 单位成本预测

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
铜 (元/吨)	35590	45368	49128	51385	52889
铜精矿 (元/金属吨)	21000	22000	22000	22000	22000
铝 (元/吨)	11000	11200	11200	11200	11200
铅冶炼成本 (元/吨)	2000	2100	2100	2100	2100
电铅 (元/吨)	11081	13211	14023	14429	14835
粗铅 (元/吨)	10631	12761	13573	13979	14385
铅精矿 (元/金属吨)	2400	2400	2400	2400	2400

锌冶炼成本 (元/吨)	4000	4200	4200	4200	4200
电锌 (元/吨)	10667	13602	14627	15311	17448
锌精矿 (元/金属吨)	3000	3000	3000	3000	3000

资料来源: 东海证券研究所

表 5 西部矿业利润表预测 (单位: 万元)

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,261,923	1,688,651	1,858,008	2,769,220	3,419,144	3,972,991
增长率 (%)	173.37%	33.82%	10.03%	49.04%	23.47%	16.20%
减: 营业成本	1,111,483	1,510,678	1,595,747	2,387,196	2,947,296	3,397,358
毛利率 (%)	11.92%	10.54%	14.12%	13.80%	13.80%	14.49%
营业税金及附加	6,063	5,760	6,256	9,353	11,353	13,353
销售费用	14,725	13,858	14,716	18,994	20,994	24,994
管理费用	62,179	52,290	55,748	57,423	70,423	80,423
财务费用	15,474	19,132	23,122	33,786	37,786	40,786
费用合计	92,378	85,280	93,587	110,204	129,204	146,204
期间费用率 (%)	7.32%	5.05%	5.04%	3.98%	3.78%	3.68%
资产减值损失	40,378	-3,757	2,400	0	0	0
加: 公允价值变动收益	1,398	-3,195	1,400	0	0	0
投资收益	50,049	-10,484	0	0	0	0
营业利润	63,067	77,011	161,418	262,468	331,292	416,076
增长率 (%)	-1.87%	22.11%	109.60%	62.60%	26.22%	25.59%
营业利润率 (%)	5.00%	4.56%	8.69%	9.48%	9.69%	10.47%
加: 营业外收入	1,124	7,058	1,400	0	0	0
减: 营业外支出	5,768	2,783	3,100	0	0	0
利润总额	58,423	81,286	159,718	262,468	331,292	416,076
增长率 (%)	-7.45%	39.13%	96.49%	64.33%	26.22%	25.59%
利润率 (%)	4.63%	4.81%	8.60%	9.48%	9.69%	10.47%
减: 所得税费用	1,994	18,848	38,332	62,992	79,510	99,858
所得税率 (%)	3.41%	23.19%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
净利润	56,429	62,438	121,385	199,476	251,782	316,218
增长率 (%)	8.17%	10.65%	94.41%	64.33%	26.22%	25.59%
净利润率 (%)	4.41%	3.56%	6.53%	7.20%	7.36%	7.96%
归属于母公司所有者的净利润	55,706	60,159	116,385	187,476	236,782	296,218
增长率 (%)	6.24%	7.99%	85.73%	39.47%	14.44%	14.44%
少数股东损益	722	2,278	5,000	12,000	15,000	20,000
每股收益(元)	0.23	0.25	0.49	0.79	0.99	1.24

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

作者简介
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%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，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。本报告可能因时间等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。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“东海证券有限责任公司”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。

资格说明

东海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，已经具备证券投资咨询业务资格。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

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897