

西部矿业(601168)

一季报业绩低于预期，业绩有望逐步改善

推荐

维持评级

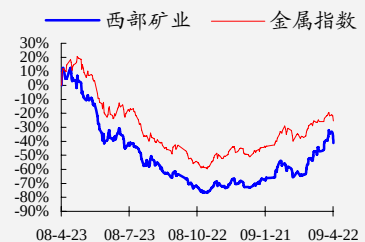
原材料/有色金属

2009 年 4 月 23 日

投资要点:

- 2009 年一季度公司共完成销售收入 17.02 亿元，同比下降 15.2%，实现净利润 0.39 亿元，同比下降 83%。由于 2009 年一季度基本金属价格出现了强劲反弹，公司将部分资产减值损失转回，使公司一季度业绩扭亏为盈，2009 年一季度公司每股收益 0.02 元。
- 报告期内，公司存货略有增加，这主要是由于资产减值损失转回。由于一月份铅锌铜等基本金属的价格保持低迷，导致公司业绩同比出现大幅度下滑，但相对于 2008 年第 4 季度业绩出现了明显改善。
- 公司地处西部，资源状况极其丰富，目前公司铜储量为 330.5 万吨、锌储量为 304 万吨、铅储量为 256 万吨、铁矿石储量 2 亿吨。公司在西部资源开发方面，拥有丰富的经验，未来资源扩张前景看好。但由于公司矿山地处西部，交通不便，开采条件较为恶劣，因此短期内大幅提高矿石产量的可能不大。
- 随着经济逐渐好转以及基本金属消费旺季的到来，预计中国二季度对基本金属的需求仍将保持强劲，此外各国提出的基础设施计划对基本金属消费的拉动作用也将在二季度逐渐显现，预计二季度基本金属的价格仍将稳步回升。
- 预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股盈利分别为 0.17 元、0.44 元、0.61 元经过前面一段时间的调整，目前股价已经比较合理，维持推荐评级。

走势图



市场数据

2009-4-22

收盘价:	13.72 元
52 周最高价:	27.70 元
52 周最低价:	5.30 元
平均持仓成本:	13.20 元

基本数据

2008Q1

总股本 (万股):	238,300
流通 A 股 (万股):	238,300
每股收益 (元):	0.09
每股净资产 (元):	4.33
每股经营现金流 (元):	(0.01)
市净率:	3.17

分析师: 诸利达

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@hotmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

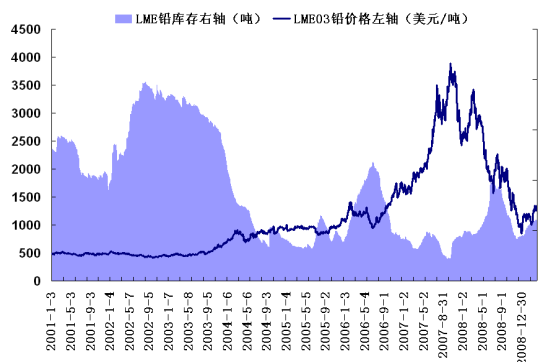
业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	1,261,923	44.89	57,007	-67.29	0.24		57.17	
2009E	928,042	-26.46	41,598	-27.03	0.17		78.48	
2010E	1,434,647	54.59	104,851	152.06	0.44		31.14	
2011E	1,599,165	11.47	144,400	37.72	0.60		22.61	

1. 一季报业绩低于预期

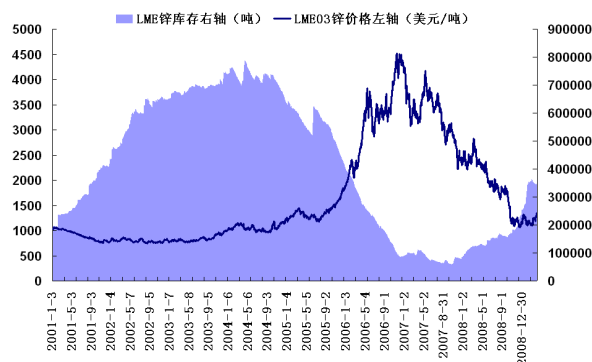
2009 年一季度公司共完成销售收入 17.02 亿元，同比下降 15.2%，实现净利润 0.39 亿元，同比下降 83%。由于 2009 年一季度基本金属价格出现了强劲反弹，公司将部分资产减值损失转回，使公司一季度业绩扭亏为盈，2009 年一季度公司每股收益 0.02 元。一季度末，公司存货略有增加，这主要来自于资产减值损失转回。由于一月份铅锌铜等基本金属的价格保持低迷，导致公司业绩同比出现大幅度下滑，但相对于 2008 年第 4 季度业绩出现了明显改善。

图 1.LME3 月期铅价格和库存变化情况



数据来源：Bloomberg 东北证券研究所

图 2.LME3 月期锌价格和库存变化情况



数据来源：Bloomberg，东北证券研究所

2. 公司资源前景看好，发展潜力巨大

公司地处西部，资源状况极其丰富，我国约 59% 的锌、55% 的铅和 65% 的铜蕴藏于西部，公司旗下的玉龙铜矿有望成为中国最大的铜矿。目前公司铜储量在 330.5 万吨、锌储量为 304 万吨、铅储量为 256 万吨、铁矿石储量 2 亿吨。公司在西部资源开发方面，拥有丰富的经验，未来资源扩张前景看好。

表 2. 西部矿业资源储量

名称	铜	锌	铅	金	银	铁	权益
锡铁山		137.64	99.77	19.97	1549		100%
获各琦	50.32	70.46	61.29				
赛什塘	57.96						51%
呷村矿	8.07	87.04	52.02		1863		76%
玉龙	320.02						58%
合计	436.37	295.14	213.08	19.97	3412		
西部夏赛银业	132.6 万吨矿石量						50%
青海省大柴旦镇							
中间沟-断层铅锌矿详查探矿权		30	56	7.8	886		
双利矿业	1178 万吨矿石储量						
合计权益储量	330.5	304.25	256.6	27.7	3850.8	2 亿吨	

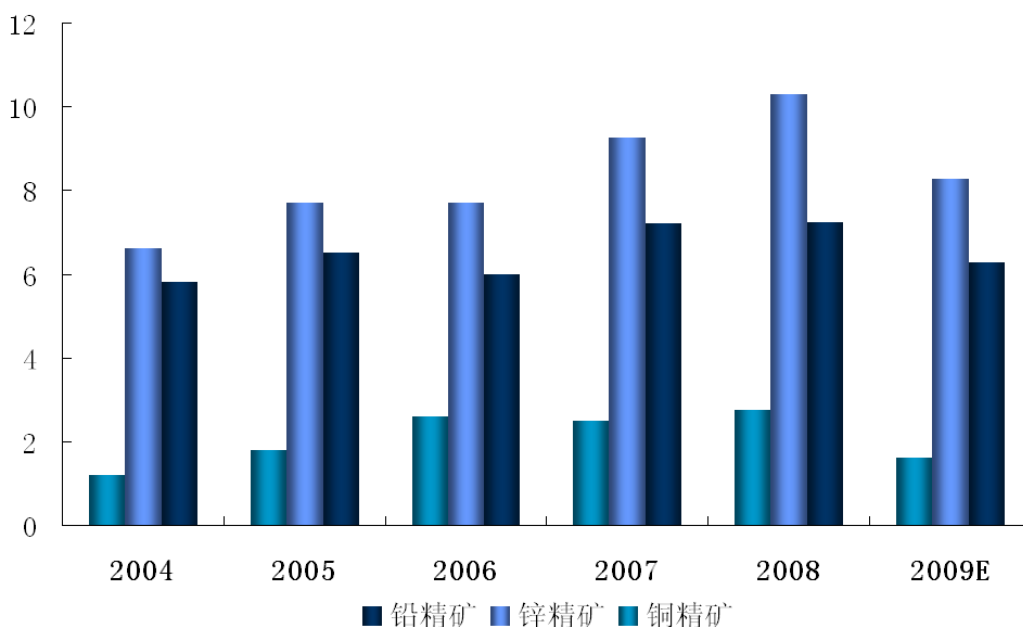
资料来源：公司公告

虽然公司在资源储量方面优势明显但由于公司矿山地处西部，交通不便，开采条件较为恶劣，因此短期内大幅提高矿石产量的可能不大。

3. 2009 年铜矿产量将有所下降

由于西部矿业全资子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司所属获各琦铜矿井筒自 2009 年 2 月以来仍出现支护体变形、裂缝和岩石塌落现象。公司提出进一步支护、加固井筒和新建溜破系统的改造方案以保证长期生产稳定，预计工期 5~8 个月，生产采掘的出矿能力下降，铜矿石处理量从 200 万吨调整为 100 万吨，铜金属产量从 2.21 万吨调整为 0.92 万吨。

图 2.公司主要矿石产量预测



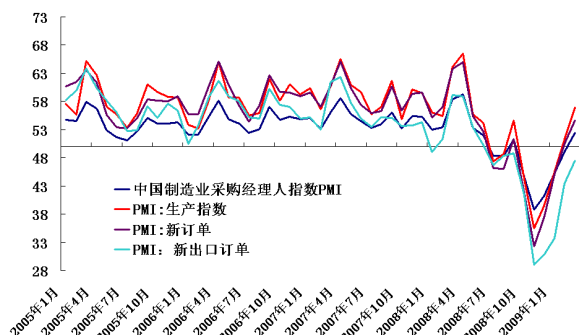
数据来源：公司公告，东北证券研究所

4. 需求有所回暖，基本金属价格有望逐步回升

需求方面，中美 PMI 指数开始回升，需求有恢复的迹象。中国 PMI 指数更是连续 4 个月上升，3 月份 PMI 指数已经处于 50 以上。美国 PMI 指数虽然仍处于 50 以下，但较之前的低位已有所反弹。从领先指标看经济有企稳的迹象。

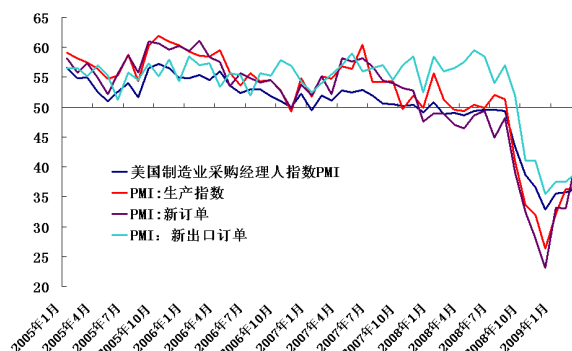
中国主要基本金属终端消费产品的产量都出现了快速回升。根据国家统计局 2 月份重要工业品产量的数据显示，除了镀锌钢板产量同比下降了 22.1% 之外，中国其它主要金属终端产品产量都出现了回升，其中和电力行业相关的发电设备、变压器、电力电缆以及钢筋铝绞线的同比增速分别达到了 52.8%、40.1%、33.1% 和 27.6%。

图 3.中国 PMI 指数变化情况



资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

图 4.美国 PMI 指数变化情况



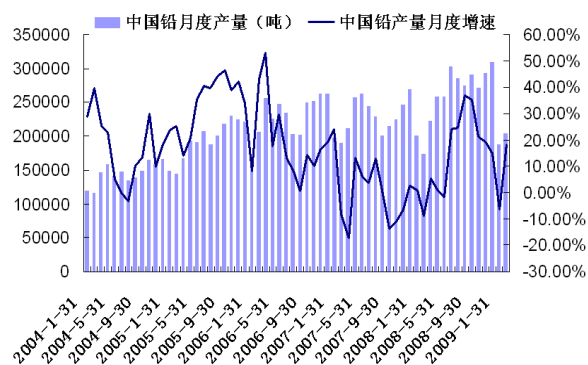
资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

表 1.中国有色金属重要终端产品产量变化情况

	单位	2009 年 1—2 月	同比增长	2009 年 2 月	同比增长
汽车	万辆	153.7	1.7%	85.3	22.9%
摩托车	万辆	303.1	-14.3%	158.1	-0.6%
发电设备	万千瓦	2728	21.7%	1616.2	52.8%
交流电动机	万千瓦	2184	-16.2%	1208.6	-5.5%
洗衣机	万台	615	6.8%	313.1	26.0%
电冰箱	万台	642	-0.1%	378.7	22.3%
冰柜	万台	139.6	1.4%	78.9	25.0%
空调	万台	1032.3	-26.9%	648.8	-3.8%
变压器	亿千伏安	1.703	19.3%	0.922	40.1%
电力电缆	万公里	240.8	16.8%	132	33.1%
钢筋铝绞线	万吨	17.17	15.4%	9.63	27.6%
镀锌板	万吨	196.7	-0.4%	106.2	-22.1%

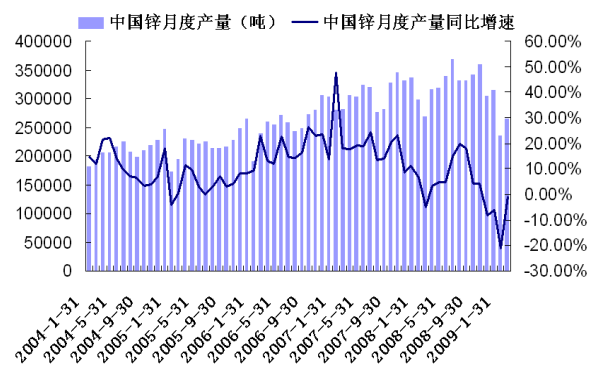
资料来源: 国家统计局

图 1.中国铅月度产量



资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

图 2.中国锌月度产量



资料来源: Bloomberg 东北证券研究所

由于下游需求逐渐恢复，冶炼企业的开工率也在逐渐上升，其中铅锌行业减产幅度较大，冶炼企业的开工率也较 12 月份的 57%左右有所上升。中国铅月度产量上升较快，2 月份同比增速达到了 20%，锌 2 月份月度产量基本和 2008 年持平。

随着经济逐渐好转以及基本金属消费旺季的到来，预计中国二季度对基本金属的需求仍将保持强劲，此外各国提出的基础设施计划对基本金属消费的拉动作用也将在二季度逐渐显现，预计二季度基本金属的价格仍将稳步回升。

5. 风险因素

经济复苏情况低于预期，基本金属大幅下跌。

6. 盈利预测

预计公司 2009 年、2010 年、2011 年每股盈利分别为 0.17 元、0.44 元、0.61 元。经过前面一段时间的调整，目前股价已经比较合理，维持推荐评级。

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	价值比率	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,261,922.60	928,042.64	1,434,647.74	1,599,165.15	P / E	57.08	78.48	31.14	22.61
营业成本	1,109,762.92	788,836.25	1,162,064.67	1,263,340.47	EV / 收入	2.58	3.49	2.29	1.97
营业费用	14,724.70	12,064.55	20,085.07	22,388.31	EV / EBITDA	15.88	25.11	15.65	12.05
管理费用	62,194.48	46,402.13	93,252.10	103,945.73	EV / EBIT	40.62	42.92	21.76	15.88
财务费用	15,474.15	21,334.32	21,030.39	21,184.12	EV / NOPLAT	42.01	50.49	25.60	18.68
投资收益	50,048.82	0.00	0.00	0.00	EV / IC	3.63	3.54	3.15	3.06
营业利润	64,771.46	54,115.55	129,607.63	177,112.35	P / B	3.25	3.15	2.92	2.65
利润总额	60,126.79	50,115.55	125,707.63	173,412.35	Dividend Yield (%)	0.00%	0.25%	0.64%	0.88%
所得税	1,994.10	7,517.33	18,856.14	26,011.85					
净利润	58,132.69	42,598.22	106,851.48	147,400.50	每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E
归属母公司所有者的净利润	57,006.78	41,598.22	104,851.48	144,400.50	基本 EPS	0.24	0.17	0.44	0.61
NOPLAT	77,584.27	64,132.39	128,042.31	168,552.01	每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
					每股经营现金流	0.08	0.55	0.33	0.91
					每股净现金流	(0.53)	(0.55)	0.26	0.20
					每股净资产	4.21	4.34	4.69	5.18
资产负债表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	流动性	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	501,059.86	369,183.23	430,394.32	478,435.44	净负债 / 权益	(0.05)	(0.06)	(0.02)	(0.12)
交易性金融资产	1,550.06	1,550.00	1,550.00	1,550.00	总负债 / 总资产	38.22%	30.21%	33.19%	28.56%
应收帐款	49,220.28	45,766.49	62,888.67	65,719.12	流动比率	1.96	3.69	3.08	4.71
预付款项	40,986.07	56,762.79	80,004.09	67,370.68	速动比率	1.69	3.16	2.52	3.77
存货	103,221.83	86,447.81	143,268.25	173,060.34					
流动资产合计	753,434.76	604,902.19	786,001.52	861,817.73	财务比率	2008A	2009E	2010E	2011E
非流动资产	987,296.97	1,001,987.96	1,021,203.93	994,064.03	盈利能力				
资产总计	1,740,731.73	1,606,890.16	1,807,205.46	1,855,881.76	毛利率	12.06%	15.00%	19.00%	21.00%
短期借款	196,423.72	0.00	81,181.74	0.00	营业利润率	5.13%	5.83%	9.03%	11.08%
应付帐款	21,361.22	17,289.56	25,469.91	31,150.86	净利率	4.52%	4.48%	7.31%	9.03%
预收款项	6,385.18	8,241.27	9,675.92	12,874.25	净资产收益率	5.68%	4.02%	9.37%	11.70%
流动负债合计	385,246.05	163,848.31	255,054.06	182,862.59	偿债能力				
非流动负债	279,975.59	321,569.47	344,797.83	347,145.20	流动比率	1.96	3.69	3.08	4.71
少数股东权益	72,398.13	73,398.13	75,398.13	78,398.13	速动比率	1.69	3.16	2.52	3.77
母公司股东权益	1,003,111.96	1,034,874.25	1,118,755.44	1,234,275.84	资产负债率	38.22%	30.46%	33.44%	28.76%
净营运资本	368,188.71	441,053.88	530,947.46	678,955.14	成长能力				
投入资本 IC	897,049.02	914,126.87	1,039,978.71	1,029,276.25	营业收入增长率	44.89%	-26.46%	54.59%	11.47%
					营业利润增长率	-71.69%	-16.45%	139.50%	36.65%
					净利润增长率	-66.97%	-27.03%	152.06%	37.72%
					净资产增长率	-1.00%	3.17%	8.11%	10.33%
现金流量表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	营运能力				
净利润	58,132.69	42,598.22	106,851.48	147,400.50	应收帐款周转率	32.72	19.54	26.41	24.87
折旧摊销	124,946.18	0.00	58,784.03	63,139.91	存货周转率	9.96	8.32	10.12	7.99
净营运资金增加	(113,719.95)	72,865.17	89,893.57	148,007.68	总资产周转率	0.76	0.55	0.84	0.87
经营活动产生现金流	18,472.03	131,696.31	78,801.67	216,939.71					
投资活动产生现金流	(201,327.56)	(74,496.66)	(80,000.00)	(40,000.00)					
融资活动产生现金流	57,088.42	(189,076.28)	62,409.42	(128,898.59)					
现金净增 (减)	(125,767.11)	(131,876.63)	61,211.09	48,041.11					

资料来源：东北证券研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15% 以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5% 以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司 (以下简称我公司) 对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209