

铅锌

西部矿业

601168

中性

分析师: 张 镭 杨国萍

0755-82026705, 0755-82026714

zhanglei@cjis.cn; yangguoping@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.50 元

当前股价: 18.89 元

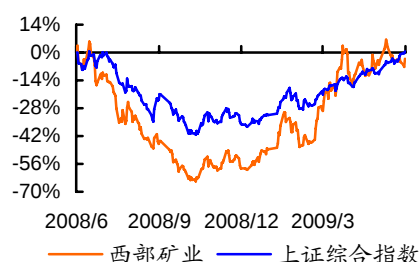
评级调整: 调低

基本资料

上证综合指数	2922.30
总股本(百万)	2383
流通股本(百万)	1711
流通市值(亿)	334
EPS (TTM)	0.16
每股净资产(元)	4.51
资产负债率	38.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西部矿业	5.39	36.98	133.58
上证综合指数	12.50	24.97	56.79



相关报告

西部矿业-资源扩张战略奠定国际大型综合矿业公司发展之路 20071127

西部矿业-增加资源储量、完善产业链结构 20071217

短期业绩压力较大 矿山项目顺利建设保障长期增长

我们近日对西部矿业进行了实地调研, 通过调研我们了解到, 公司矿山改扩建项目如期进行; 冶炼产能扩张步伐有所放缓; 玉龙铜矿一旦运转成熟并规模化生产, 将成公司未来业绩增长点。总之, 公司仍是国内最大的多金属矿业公司之一, 公司矿产资源的多样化、资源扩张战略和扩张能力使公司具有长期投资价值。

投资要点:

- 公司矿山改扩建项目均如期进行, 冶炼产能有所放缓。随着矿山改扩建项目完成, 锡铁山铅锌矿年矿石处理量短期内稳定在 150 万吨, 获各琦矿年矿石处理量在 2010 年将达到 400 万吨, 赛什塘铜矿年矿石处理量已达到 75 万吨。公司放缓了铅锌冶炼产能扩张进度。
- 玉龙矿采选冶项目的建成投产是公司未来利润新的增长点, 但短期内贡献收益有限。玉龙铜矿 3 万吨采选冶工程中 1 万吨已于 08 年底投产, 预计 09 年贡献 3000 吨左右电解铜, 其余 2 万吨产能预计 2010 年建成投产。我们认为, 该项目短期内盈利贡献相对有限, 一旦成熟运转并且规模化生产后, 将成为公司未来利润新的增长点。
- 化工产能建设项目也比较顺利, 预计将来也将贡献部分利润。公司通过在宜昌地区收购和建设后将形成中低品味磷矿综合利用的完整产业链, 预计化工产品未来也将贡献部分盈利。
- 资源扩张战略以及资源多样化发展方向明显。从公司近年的发展来看, 公司资源扩张战略实施成效显著, 受到了西矿集团的支持, 同时资源多样化发展方向也非常明显。我们认为, 公司未来有望进一步加强资源扩张与资源多样化的发展方向。
- 给予公司中性的投资评级。我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.15、0.36、0.64 元, 考虑到目前公司估值水平较高, 我们给予中性的投资评级。但是基于公司资源扩张的战略和扩张能力、多元化产品结构和完整的一体化产业链, 以及稳健的经营风格, 我们认为公司仍具有长期投资价值。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	12619	9679	12242	14636
同比(%)	45%	-23%	26%	20%
归属母公司净利润(百万元)	570	365	845	1518
同比(%)	-67%	-36%	131%	80%
毛利率(%)	12.1%	15.0%	18.8%	22.3%
ROE(%)	5.7%	3.6%	7.7%	12.1%
每股收益(元)	0.24	0.15	0.36	0.64
P/E	62.12	96.90	41.88	23.33
P/B	3.53	3.49	3.22	2.83
EV/EBITDA	27	36	21	14

资料来源: 中投证券研究所

1.西部矿业拥有丰富的资源储量

西部矿业是国内有最大的多金属矿业公司之一，目前控制有铜金属储量 470 万吨、锌金属储量 340 万吨，铅金属储量 256 万吨以及大量的铁矿资源；拥有的主力矿山包括锡铁山铅锌矿、获各琦铜多金属矿、赛什塘铜矿、呷村银多金属矿、玉龙矿以及获各琦二号铁铜矿采矿权和三号铁矿采矿权。公司还涉及铜、铝、铅锌的冶炼。

图 1 西部矿业主要矿山和冶炼业务地理分布图



资料来源：公司公告

表 1 公司主要经营性资产

	公司名称	控制比例	主要业务
矿山类主要资产分布	锡铁山分公司	100%	锡铁山矿经营
	巴彦淖尔西部铜业	100%	获各琦铜多金属矿经营
	赛什塘铜业	51%	赛什塘铜矿经营
	鑫源矿业	76%	呷村银多金属矿经营
	玉龙铜业	58%	玉龙铜矿经营
	内蒙双利矿业	50%	获各琦二号铁铜矿、三号铁矿采矿权
冶炼类主要资产分布	铅业分公司	100%	铅冶炼
	锌业分公司	100%	锌冶炼
	保靖分公司	100%	锌、锰冶炼
	西部铝业	64.36%	铝冶炼
	百河铝业	100%	铝冶炼
化工资产	宜昌西部化工	80%	磷矿石筛选、磷酸复合肥生产
	宜昌诚信工贸		磷矿采选
其他	中国有色金属工业	100%	废旧铜、铅锌等有色金属物料的回收
	再生资源		利用
	天津大通铜业	91.73%	标准阳极板、阴极铜生产

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2. 矿山改扩建工程如期进行，未来三年精矿产量有望提升

锡铁山矿：目前的矿石处理量为 150 万吨/年，公司以 IPO 募集资金建设锡铁山深部衔接工程和锡铁山深部（2702 米以下）工程，目的是将锡铁山矿矿石处理量稳定在 150 万吨/年，预计短期内该矿矿石储量能力比较稳定。

获各琦铜多金属矿：该矿目前矿石处理量为 200 万吨/年，目前公司正在对该矿采选能力进行扩建，预计到 2010 年，获各琦铜矿矿石处理能力将达到 400 万吨/年。2009 年，获各琦矿因存在安全隐患，预计全年矿石处理量为 100 万吨，铜金属产量在 1 万吨左右，对 09 年业绩产生一定的影响。另外，公司目前还在建设 5 万吨/年的电解铜产能，该项目处于基建阶段，我们认为，项目的建设延伸了公司的产业链，增强公司盈利能力。

赛什塘铜矿：该矿矿石处理能力扩建项目已经完成，目前矿石处理能力为 75 万吨/年。

呷村银多金属矿：预计该矿矿石处理能力短期内维持在 50 万吨/年。

玉龙铜矿：3 万吨采选冶项目中的 1 万吨已于 2008 年底投产，预计 2009 年生产电解铜 3000 吨左右。另外 2 万吨预计 2010 年投产。由于玉龙铜矿所处环境较恶劣，该项目一些实际操作的环节、步骤仍需要磨合，我们认为，投产部分生产成本可能较高，短期内贡献利润有限。但是一旦该生产线成熟运转且后期 2 万吨投产后，该项目将成公司新的利润增长点。

双利矿业：双利矿业主要拥有获各琦二号铁铜矿采矿权和三号铁矿采矿权。霍各乞二号铁铜矿，其中铜为地下开采，铁为露天开采；获各琦三号铁矿采矿权，为露天开采铁矿。另外，西部矿业于 2008 年还认购了澳大利亚从事铁矿风险勘探的 FerrAus 公司 10% 的增发股份，介入铁矿领域。我们认为，西部矿业通过海内外收购，形成了国际国内两个平台参与铁矿石开发，最终形成新的产业板块，有望成为的利润增长点。

表 2 锡铁山铅锌矿铅锌矿产量(金属含量)预测

	2009E	2010E	2011E
矿石处理量(万吨)	150	145	150
铅精矿(吨)	63000	62000	63000
锌精矿(吨)	78000	77000	78000
金(千克)	190	190	190
银(千克)	60000	60000	60000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 获各琦铜多金属矿产量(金属含量)预测

	2009E	2010E	2011E
矿石处理量(万吨)	100	300	400
铅精矿(吨)	10000	36000	48000
西部铜材电解铜产能	-	50000	50000
西部铜材电解铜产量	-	5000	35000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 赛什塘铜精矿产量预测

	2009E	2010E	2011E
矿石处理量(万吨)	75	75	75
铜精矿产量(吨)	6300	6100	6250
银(千克)	6800	6400	6600
金(千克)	52	52	52

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 呷村银多金属矿精矿产量预测

	2009E	2010E	2011E
矿石处理量(万吨)	50	50	50
锌精矿(吨)	28000	30000	30000
铅精矿(吨)	45000	46000	46000
铜精矿(吨)	5200	5200	5200
银(千克)	12500	13000	13000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 玉龙铜业电解铜产量预测

	2009E	2010E	2011E
产能(吨)	10000	30000	30000
电解铜(吨)	3000	13000	20000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3. 冶炼产能扩张有所放缓

铅锌冶炼：公司目前拥有的铅、锌冶炼产能分布为 5 万吨/年和 6 万吨/年，受市场环境影响，公司放缓了募投项目 5.5 万吨的铅冶炼和 10 万吨的锌冶炼项目，但这两个项目目前基建已基本完成，设备引进和安装正在进行，预计很快可以建成。我们认为，公司冶炼产能扩张速度放缓对公司盈利影响有限。

另外，公司控股子公司青海西豫有色金属有限公司正在建设 10 万吨/年的粗铅产能，该项目建成投产后，50%产品向西部矿业销售，一定程度上保证了公司精铅冶炼产能的释放。目前该项目仍处于基建阶段。

铝冶炼：目前产能 11.2 万吨，目前该产能没有充分利用。

表 7 电解铅产量预测

	2009E	2010E	2011E
铅冶炼产能(吨)	50000	10500	10500
电解铅(吨)	20000	50000	80000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 电解锌产量预测

	2009E	2010E	2011E
锌冶炼产能(吨)	60000	160000	160000
电解锌(吨)	20000	60000	100000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 电解铝产量预测

	2009E	2010E	2011E
铝冶炼产能(吨)	112000	112000	112000
电解铝(吨)	40000	80000	110000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.化工产品基本情况

宜昌诚信工贸：西部矿业全资子公司西矿科技控制该公司 60%股权，目前该公司 100 万吨/年的磷矿采选项目正在建设中。

宜昌西部化工：西矿科技控制该公司 80%股权，该公司目前主要拥有 90 万吨/年的磷矿重介质选矿系统，计划建设 20 万吨/年的磷酸一铵及配套 30 万吨/年硫酸制酸、15 万吨/年硫酸钾复合肥的下游配套工程，建成后将形成中低品味磷矿综合利用的完整产业链。

5.盈利预测

我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.15、0.36、0.64 元，给予中性的投资评级。基于公司资源扩张的战略和扩张能力、多元化产品结构和完整的一体化产业链，以及公司稳健的经营风格，我们对该公司长期看好。

表 10 公司主要产品产量预测 (吨)

	2009E	2010E	2011E
铅精矿	83000	72000	61000
锌精矿	115000	99000	84000
铜精矿	21500	47300	59450
金 (千克)	242	242	242
银 (千克)	79300	79400	79600
电解铅 (吨)	20000	50000	80000
电解锌 (吨)	20000	60000	100000
电解铝 (吨)	40000	80000	120000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 11 主要产品价格预测

	2009E	2010E	2011E
铜	32000	35000	37000
铅	12000	15000	17000
锌	12000	14000	16000
铝	12000	14000	15000
金 (元/克)	200	210	220
银 (元/克)	3.0	3.1	3.2

资料来源：BLOOMBERG、中投证券研究所

表 12 西部矿业盈利预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12619	9715	12280	14675
营业成本	11098	8230	9947	11381
营业税金及附加	61	58	74	81
营业费用	147	160	199	220
管理费用	622	631	761	881
财务费用	155	185	215	214
资产减值损失	404	0	0	0
公允价值变动收益	14	0	0	0
投资净收益	500	0	0	0
营业利润	648	451	1084	1898
营业外收入	11	0	0	0

营业外支出	58	0	0	0
利润总额	601	451	1084	1898
所得税	20	68	163	285
净利润	581	383	921	1614
少数股东损益	11	23	54	95
归属母公司净利润	570	361	867	1519
EBITDA	1281	936	1651	2505
EPS (元)	0.24	0.15	0.36	0.64

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	7534	5894	7345	8660	营业收入	12619	9679	12242	14636
现金	5011	2904	3672	4391	营业成本	11098	8225	9942	11375
应收账款	492	387	490	585	营业税金及附加	61	58	73	81
其它应收款	442	484	612	732	营业费用	147	155	196	220
预付账款	410	329	398	455	管理费用	622	600	759	849
存货	1032	1645	1988	2275	财务费用	155	184	215	215
其他	148	145	185	222	资产减值损失	404	0	0	0
非流动资产	9873	10664	11108	11311	公允价值变动收益	14	0	0	0
长期投资	1662	1947	1947	1947	投资净收益	500	0	0	0
固定资产	5425	6294	6827	7177	营业利润	648	457	1057	1897
无形资产	1583	1583	1583	1583	营业外收入	11	0	0	0
其他	1203	840	752	605	营业外支出	58	0	0	0
资产总计	17407	16558	18453	19971	利润总额	601	457	1057	1897
流动负债	3852	3039	4023	3921	所得税	20	69	159	285
短期借款	1964	1074	2048	1899	净利润	581	388	898	1613
应付账款	214	186	220	248	少数股东损益	11	23	53	95
其他	1675	1779	1756	1774	归属母公司净利润	570	365	845	1518
非流动负债	2800	2629	2642	2650	EBITDA	1281	941	1624	2505
长期借款	2528	2528	2528	2528	EPS (元)	0.24	0.15	0.36	0.64
其他	272	101	114	122	主要财务比率				
负债合计	6652	5668	6665	6570	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	724	747	800	895	成长能力				
股本	2383	2383	2383	2383	营业收入	44.9%	-23.3%	26.5%	19.6%
资本公积	5577	5577	5577	5577	营业利润	-71.9%	-29.5%	131.4	79.5%
留存收益	2056	2183	3028	4546	归属于母公司净利润	-67.3%	-35.9%	131.4	79.5%
归属母公司股东权益	10031	10143	10989	12506	获利能力				
负债和股东权益	17407	16558	18453	19971	毛利率	12.1%	15.0%	18.8%	22.3%
现金流量表					净利率	4.5%	3.8%	6.9%	10.4%
单位: 百					ROE	5.7%	3.6%	7.7%	12.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	8.6%	5.5%	9.7%	15.1%
经营活动现金流	185	404	794	1689	偿债能力				
净利润	581	388	898	1613	资产负债率	38.2%	34.2%	36.1%	32.9%
折旧摊销	479	300	352	393	净负债比率	74.53	70.85%	75.12	73.84%
财务费用	155	184	215	215	流动比率	1.96	1.94	1.83	2.21
投资损失	-500	0	0	0	速动比率	1.58	1.40	1.33	1.63
营运资金变动	-792	114	-695	-541	营运能力				
其它	262	-583	24	10	总资产周转率	0.76	0.57	0.70	0.76
投资活动现金流	-2013	-1145	-801	-601	应收账款周转率	32	22	28	27
资本支出	1273	1000	800	600	应付账款周转率	61.78	41.13	48.92	48.58
长期投资	-1398	250	0	0	每股指标 (元)				
其他	-2139	105	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.15	0.35	0.64
筹资活动现金流	571	-1366	776	-370	每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.17	0.33	0.71
短期借款	442	-891	974	-149	每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.26	4.61	5.25
长期借款	1148	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	62.12	96.90	41.88	23.33
资本公积增加	11	0	0	0	P/B	3.53	3.49	3.22	2.83
其他	-1029	-475	-198	-221	EV/EBITDA	27	36	21	14
现金净增加额	-1261	-2107	769	718					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 复旦大学金融学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434