

分析师: 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490208040137

联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

未来看点在玉龙铜矿

事件描述

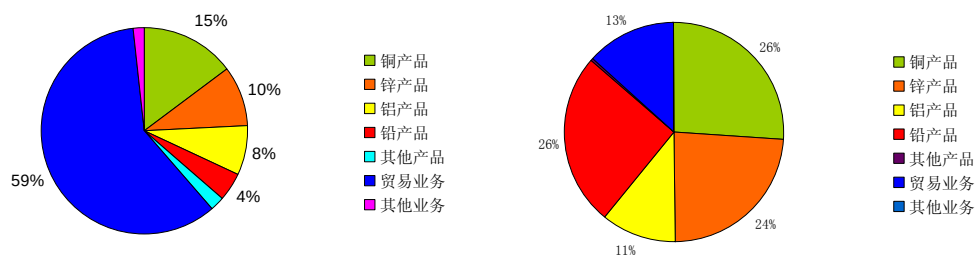
西部矿业公布 2010 年半年报

事件评论

- 公司上半年营业收入同比增长 79%，净利润同比增长 1174.62%，每股收益 0.24 元

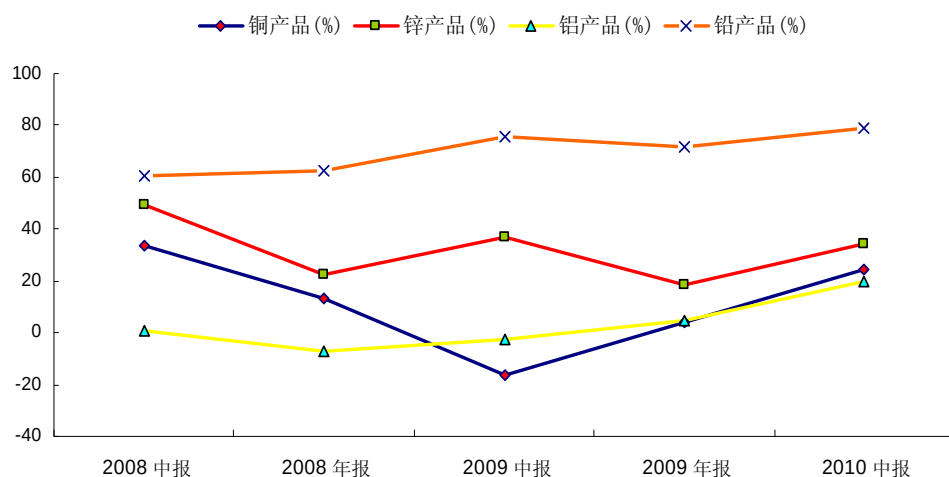
上半年公司实现营业收入 78.21 亿元，同比增长 79%，实现归属母公司净利润 5.81 亿元，同比增长 1174.62%；实现每股收益 0.24 元，去年同期 0.02 元；其中，由于上半年金属价格有所下滑，二季度毛利率 15.9%，环比减少 1.5%。以上业绩符合我们的预期。

图 1：公司主营业务收入结构（左）和利润结构（右）(2010 年中期)



资料来源：公司公告

图 2：公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告

● 上半年金属价格同比大幅增长为业绩较好主要原因

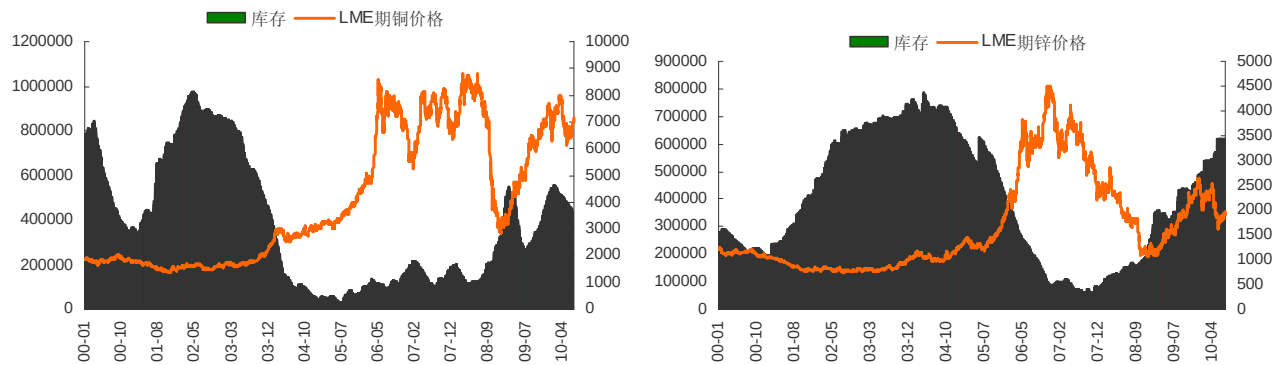
有色金属业务和贸易业务收入的增加是公司收入增加的主要原因。上半年，LME 铜、锌及铅均价较去年同期分别上涨 85.3%、61.9%和 59.0%，金属价格大幅上涨及产品产量的略有增加，使得公司金属采选冶业务收入增长 37.2%，且盈利能力显著提高，毛利率上涨 13.3 个百分点，至 30.9%；公司贸易业务收入增长 118.4%，但由于此业务毛利率较低（上半年仅为 3%），对公司利润增长贡献较小（上半年占比仅为 13%），产量方面，公司各主要金属产量（含金属量）基本持平，其中铜精矿含铜增长 48.9%为增长最大产品。公司净利润增幅超过收入及毛利率提升的主要原因在于公司矿产品价格的上涨以及主要产品铜精矿含铜的产销量上升。

表 1：公司产量情况

	10 年半年度 (万吨)	同比增加	2010 年全年生产计划
铅精矿含铅	3.24	0.15	6.67
锌精矿含锌	4.04	0.05	8.53
铜精矿含铜	1.37	0.45	2.60
铝锭	4.78	0.08	10.00
粗铅	0.00		4
铅锭	0.00		2
锌锭	3.33	0.88	6.1
电解锰	0.51		0.51
电解铜	1.43	0.22	3.6
磷精矿	0.19		3.00
磷中尾矿	0.03		0.48
电炉锌粉	0.18		0.32
供电量 (亿千瓦时)	5.42		10.40

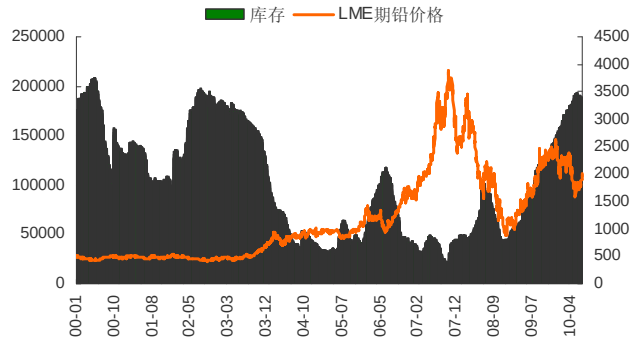
资料来源：公司资料

图 3: LME 铜（左）、锌（右）价格历史走势



资料来源：公司公告

图 4: LME 铅价格历史走势



资料来源：公司公告

● 对于公司未来发展，我们有以下看点：

(1) 公司资源储量未来增长有限

公司近年来在资源扩张方面并无大动作，仅有的一次增储为 07 年底收购并增资玉龙铜矿，使得公司对其权益由 41%增至 58%，铜金属权益储量增加 54.4 万吨至 185.6 万吨。目前，公司拥有铅锌权益储量 440.1 万吨（锌 252.49 万吨，铅 187.61），铜 294.8 万吨，银 2499.13 吨和金 19.97 吨。未来公司资源储量并无大幅增长的预期。

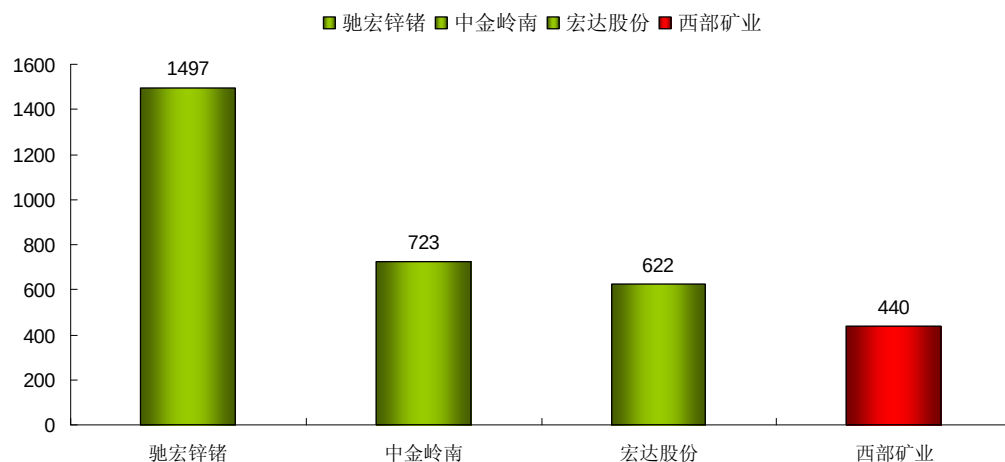
表 2: 公司资源储量（探明+控制+推断）

	权益		矿石量 (万吨)		锌	铅	锌铅 合计	铜	银	金
					品味	品味	品味	品味	品味 (g/t)	品味 (g/t)
锡铁山矿	100%		2299	品味	5.99%	4.34%	10.33%		67.4	0.87
				金属量 (万吨)	137.64	99.77	237.41		1549	19.97
霍各琦矿	100%	铜矿	3746	品味				1.34%		
				金属量 (万吨)				50.32		

	100%	铅锌矿	4537	品味	1.55%	1.35%	2.90%			
				金属量 (万吨)	70.46	61.29	131.75			
赛什塘矿	51%		3026	品味				1.15%		
				金属量 (万吨)				34.72		
呷村矿	51%	银多金属矿	775.8	品味	8.44%	5.21%	13.65%	1.04%	240	
				金属量 (万吨)	65.5	40.45	105.95	80.70	1863	
	51%	铅锌矿	552.4	品味	3.90%	2.10%	6.00%			
				金属量 (万吨)	21.54	11.60	33.14			
玉龙铜矿	58%		42165	品味				0.76%		
				金属量 (万吨)				320.02		
合计			57101.2		295.14	213.11	508.25	485.76	3412	19.97
权益储量			37258.34		252.49	187.61	440.10	294.80	2499.13	19.97

资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 5：铅锌企业资源储量（探明+控制+推断）情况



资料来源：公司公告

注：驰宏锌锗已经包括加拿大 Selwyn 项目铅锌金属储量共计 2506.06 万吨（权益 1253.03 万吨），如果不考虑，公司储量是 243.64 万吨。

（2）募投项目产能短期释放可能性较小，玉龙铜矿是未来看点

目前公司铅锌铜金属产能情况如下：锌精矿 12.7 万吨（权益 10 万吨），铅精矿 13.6 万吨（权益 10 万吨），铜精矿 3 万吨（权益 2.5 万吨）；电解锌 7.4 万吨，电解铅 10 万吨（权益 8.2 万吨）。预计 10 年铅锌产品产量与上年相比基本保持稳定，但铜精矿产量料增长 33%（因 09 年获各琦矿出现安全问题，铜产量下滑，仅为 1.95 万吨）。总体上公司未来 2 年自有矿产金属产量增长有限，主要看点在于玉龙铜矿。

公司玉龙铜矿采选冶工程，设计产能为矿石处理量 111 万吨/年，总冶炼产能 10 万吨电解铜，一期 3 万吨。一期

项目已于 09 年底建成，但目前仍处于试生产期，要实现大规模生产尚需时日，预计此项目 10 年为公司贡献业绩可能性不大。

公司 07 年 IPO 项目 10 万吨/年电锌氧压浸出工程及 5.5 万吨/铅冶炼工程若能成功建成投产，公司锌、铅冶炼产能将分别增长至 17.4 万吨和 15.5 万吨（权益 13.7 万吨）。两项工程原计划分别于 09 年 6 月和 08 年底建成，但由于技术和下游市场因素，公司重新调整了建设进度，目前仍处于建设期，预计产能短期释放可能性较小。

表 2：公司主要精矿产品产能

	权益	矿石处理量（万吨/年）	产能（万吨）			
			锌	铅	铅锌合计	铜
锡铁山铅锌矿	100%	150	7.85	5.84	13.69	
霍各琦铜矿	100%	150				1.95
赛什塘矿	51%	50				0.42
呷村矿银多金属矿	51%	50	4.81	7.71	12.52	0.62
玉龙铜矿*	58%	111				1.17
合计产能		400	12.66	13.55	26.21	2.99
权益产能		351	10.30	9.77	20.07	2.48
2010 计划产量			8.53	6.67	15.2	2.6

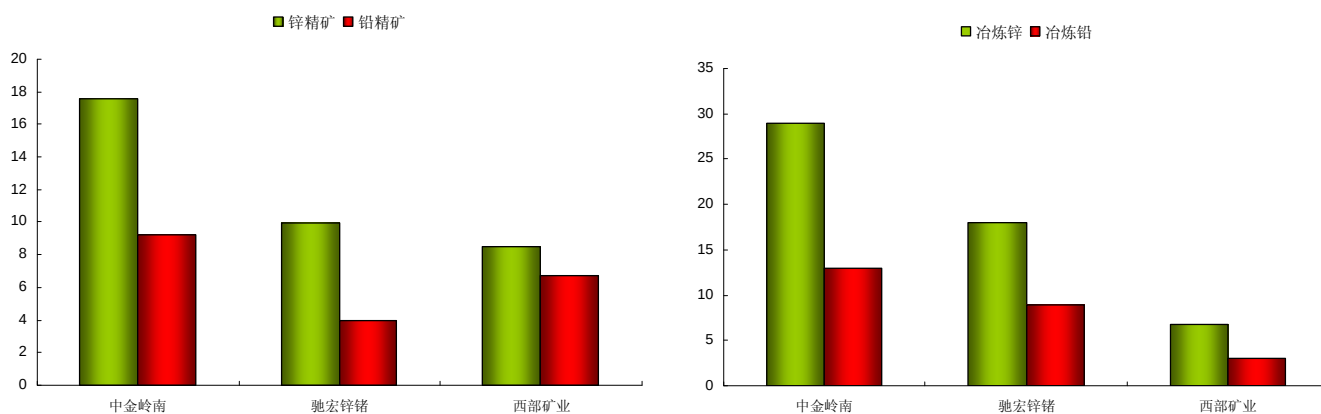
资料来源：公司公告

表 3：公司主要冶炼产品产能

产品	来源	权益	产能（万吨）	冶炼设备
电解锌	锌业分公司	100%	6	电解槽
	保靖分公司	100%	1.4	电解槽
合计			7.4	
点解铅	铅业分公司	100%	5	卡尔多炉
	西部铝业	64%	5	电解槽
合计			10（权益 8.2）	

资料来源：公司公告

图 6：国内同行业公司 09 年产量对比



资料来源：公司公告

(3) 预计铅锌价格弱势持平、铜价维持高位震荡

综合考虑房地产、汽车等下游需求行业缓慢复苏，铅锌等基本金属供给过剩仍未缓解，库存较高等因素，我们预计下半年铅锌价格仍将维持弱势持平走势；但目前铜市场供给过剩量较小，且 10 年 1-5 月份电解铜供给缺口 14.2 万吨（WBMS 数据），全球铜供给集中度较高，短期内产量大幅增长可能性较小，我们预计铜价或将维持高位震荡。

● 给予“谨慎推荐”评级

综合分析，我们认为公司未来产能产量仍将有所增长，但短期释放可能性较小，预计公司未来三年 EPS 分别为 0.46 元、0.54 元和 0.65 元，给予“谨慎推荐”评级。

● 投资风险和结论的局限性

我们盈利预测及结论都是建立在金属价格未来大幅下滑可能性较小以及公司产量基本维持稳定的基础上的。未来金属价格走势不符合我们判断，以及公司产量出现下滑将造成报告中业绩预期及投资结论的偏差。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	12619	16887	21446	24663	27129
营业成本	11098	15107	18658	21457	23467
毛利	1522	1780	2788	3206	3662
% 营业收入	12.1%	10.5%	13.0%	13.0%	13.5%
营业税金及附加	61	58	73	84	93
% 营业收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	147	139	172	197	217
% 营业收入	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	622	523	751	863	950
% 营业收入	4.9%	3.1%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	-155	-191	-268	-267	-242
% 营业收入	-1.2%	-1.1%	-1.2%	-1.1%	-0.9%
资产减值损失	404	-38	0	0	0
公允价值变动收益	14	-32	0	0	0
投资收益	500	-105	0	0	0
营业利润	648	770	1525	1794	2161
% 营业收入	5.1%	4.6%	7.1%	7.3%	8.0%
营业外收支	-46	43	0	0	0
利润总额	601	813	1525	1794	2161
% 营业收入	4.8%	4.8%	7.1%	7.3%	8.0%
所得税费用	20	188	381	449	540
净利润	581	624	1143	1346	1621
归属于母公司所有者的净利润	570.1	601.6	1093.2	1286.6	1549.4
少数股东损益	11	23	50	59	71
EPS (元/股)	0.24	0.25	0.46	0.54	0.65

现金流量表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流	185	417	1123	1317	1750
取得投资收益收回	500	14	0	0	0
长期股权投资	184	-75	-61	0	0
无形资产投资	0	0	1	0	0
固定资产投资	-1269	-1729	-643	-740	-814
其他	-928	-194	-202	0	0
投资活动现金流	-2013	-1999	-905	-740	-814
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	112	0	0	0	0
银行贷款增加 (减)	1299	734	296	-72	-530
筹资成本	972	453	159	138	87
其他	-1812	-906	0	0	0
筹资活动现金流	571	281	455	67	-443
现金净流量	-1258	-1300	672	643	493

资产负债表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
货币资金	5011	3617	4289	4933	5426
交易性金融资产	1550	30	225	225	225
应收账款	934	2015	2559	2943	3237
存货	1032	1181	1458	1677	1834
预付账款	410	432	539	620	678
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	7534	7415	9222	10556	11565
可供出售金融资产	0	66	73	73	73
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	1662	2008	2069	2069	2069
投资性房地产	0	14	14	14	14
固定资产合计	839	6995	7296	7660	8055
无形资产	1583	1879	1831	1785	1741
商誉	89	98	98	98	98
递延所得税资产	143	58	0	0	0
其他非流动资产	5558	539	539	539	539
资产总计	17407	19072	21141	22794	24153
短期贷款	2431	2686	2946	2839	2274
应付款项	224	420	518	596	652
预收账款	64	204	259	298	328
应付职工薪酬	134	46	57	66	72
应交税费	449	317	585	686	815
其他流动负债	551	1511	1876	2157	2360
流动负债合计	3852	5183	6242	6642	6500
长期借款	2528	2144	2179	2214	2250
应付债券	0	0	0	0	0
递延所得税负债	45	59	0	0	0
其他非流动负债	227	578	578	578	578
负债合计	6652	7964	8999	9434	9328
归属于母公司所有者	10031	10362	11346	12504	13898
者权益					
少数股东权益	724	746	797	856	927
股东权益	10755	11108	12142	13360	14825
负债及股东权益	17407	19072	21141	22794	24153

基本指标

	2008	2009	2010	2011	2012
EPS	0.239	0.252	0.459	0.540	0.650
BVPS	4.21	4.35	4.76	5.25	5.83
PE	45.44	43.06	23.70	20.13	16.72
PEG	1.23	1.16	0.64	0.54	0.45
PB	2.58	2.50	2.28	2.07	1.86
EV/EBITDA	20.24	18.56	12.25	10.48	8.72
ROE	5.7%	5.8%	9.6%	10.3%	11.1%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。