

公司研究

有色金属
评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

范海波

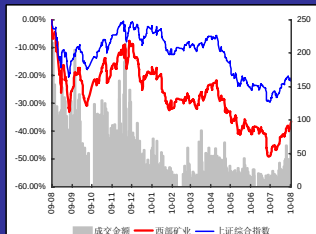
010-63081252

fanhaibo@cindasc.com

主要财务指标

	2009	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	16887	16283	18725
(+/-%)	34	-4	15
主营业务利润 (百万元)	907	1466	2261
(+/-%)	581	62	54
EPS	0.25	0.51	0.78
PE	45.40	22.42	14.47

近一年公司相对表现



相关报告

有色金属、钢铁行业 2010 年投资策略：
全球经济复苏和流动性充足下的
机遇 2009-12-11
有色钢铁行业 2010 年下半年投资策略：
二次探底风险有待释放 2010-6-9

西部矿业 (601168/15.30)

盈利稳定，价值低估

2010 半年报点评

2010 年 8 月 8 日

摘要

- 2010 年 8 月 5 日，西部矿业发布 2010 年半年报，2010 年上半年实现营业收入 78.21 亿元，较上年同期增加 34.34 亿元，增长 79%；实现归属于母公司股东的净利润 5.81 亿元，较上年同期增长 1,174.62%。实现每股收益 0.24 元。
- 期内净利润大幅增长主要得益于有色金属矿产品价格的上涨、铜精矿含铜的产销量上升和贸易业务由亏损转为盈利。上半年公司主营业务综合毛利率较上年同期增加 5.98 个百分点。其中，有色金属采选冶业务毛利率达到 30.93% 较上年同期增加 13.28 个百分点；贸易业务毛利率 3.05%，较上年同期增加 4.57 个百分点。2009 年上半年贸易业务营业利润为亏损 3,214 万元，2010 年上半年贸易业务营业利润为盈利 1.408 亿元。
- 公司上半年套期保值较为成功，期内衍生金融工具产生的公允价值变动收益 1.143 亿，期货保值平仓收益 3,152 万元，两者合计 1.485 亿元。
- 在相关报告中，我们对 2010 年相关产品前景进行了预测。尽管欧洲债务危机有所缓解，但从经济领先指标来看，2010 年下半年中国和全球经济将增速下滑。在此背景下，中国政府可能难以出台进一步经济紧缩政策。我们认为，2010 年全球铜面临短缺，公司铜矿产量的恢复性增长和铜价的继续上涨将为公司业绩增长提供保障。此外，2010 年下半年铁矿石价格均价可能高于上半年。
- 根据公司调整后的生产计划，预计西部矿业 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.51 元和 0.78 元。以 2010 年 8 月 6 日 11.35 元的收盘价，2010 和 2011 年的 PE 分别为 22.42 倍和 14.47 倍。西部矿业股价明显低估，调整投资评级由“持有”至“买入”，按 30 倍 PE，目标价 15.30 元。

目录

1. 事件	2
2. 点评	2
3. 经济与有色金属价格	2
4. 盈利预测与评级	5

1. 事件

2010 年 8 月 5 日,西部矿业发布 2010 年半年报,2010 年上半年实现营业收入 78.21 亿元,较上年同期增加 34.34 亿元,增长 79%;实现归属于母公司股东的净利润 5.81 亿元,较上年同期增长 1,174.62%。每股收益 0.24 元。

2. 点评

期内公司营业收入大幅增长主要来自贸易业务和有色金属采选冶业务增长。上半年公司贸易业务收入同比增加 118.63%,铅精矿含铅、铜精矿含铜和锌锭产销同比增长使采选冶业务营业收入同比增长 37.17%。2010 年上半年,贸易业务和有色金属采选冶业务同比分别增加 25 亿元和 8 亿元。2009 年上半年公司铜精矿产量 0.92 万吨,铅精矿 3.09 万吨,2010 年上半年公司铜精矿产量 1.37 万吨,铅精矿 3.24 万吨。

期内归属于母公司股东净利润大幅增长主要得益于有色金属矿产品价格的上涨、铜精矿含铜的产销量上升和贸易业务由亏损转为盈利。上半年公司主营业务综合毛利率较上年同期增加 5.98 个百分点。其中,有色金属采选冶业务毛利率达到 30.93%,较上年同期增加 13.28 个百分点;贸易业务毛利率 3.05%,较上年同期增加 4.57 个百分点。2009 年上半年贸易业务营业利润为亏损 3,214 万元,2010 年上半年贸易业务营业利润为盈利 1.408 亿元。

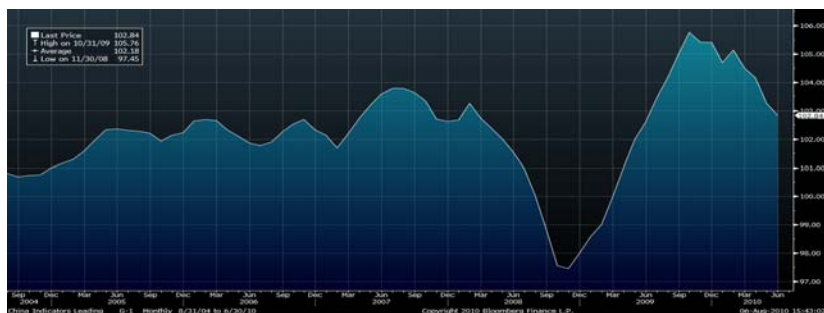
虽然由于产品价格下跌,期内公司计提存货跌价准备 4,800 万元,但公司上半年套期保值较为成功。期内衍生金融工具产生的公允价值变动收益 1.143 亿,期货保值平仓收益 3,152 万元,两者合计 1.485 亿元。

根据市场环境,产品价格及企业实际生产状况,公司对年度生产计划做出调整:粗铅产量由 6 万吨调整至 4 万吨,电解铅产量由 3 万吨调整至 2 万吨,锌锭产量由 6.66 万吨调整至 6.1 万吨,电解锰产量由 1.54 万吨调整至 0.51 万吨,电解铜产量由 5.5 万吨调整至 3.6 万吨。我们认为,公司生产计划调整均为盈利能力较弱或亏损的冶炼产品,矿产品生产计划未改变,有助于下半年公司盈利能力的改善。

3. 经济与有色金属价格

尽管欧洲债务危机有所缓解,但从经济领先指标来看,2010 年下半年中国和全球经济将增速下滑。欧洲地区由于政府消减开支和裁员,下半年需求将减少。Conference Board 美国经济领先指标自金融危机以来第二次下降可能预示着美国经济复苏将有波折。虽然中国年内保八不会成为问题,但中国经济领先指标的连续数月下降表明下半年中国经济增长动力在减弱。我们认为,面对全球经济下滑的局面,2010 年下半年中国政府可能难以出台进一步的经济紧缩政策。

图 1 中国经济领先指标



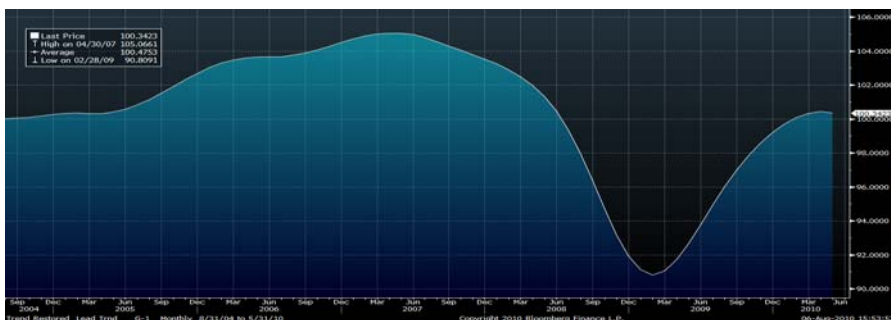
资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

图 2 Conference Board 美国经济领先指标



资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

图 3 经合组织经济领先指标



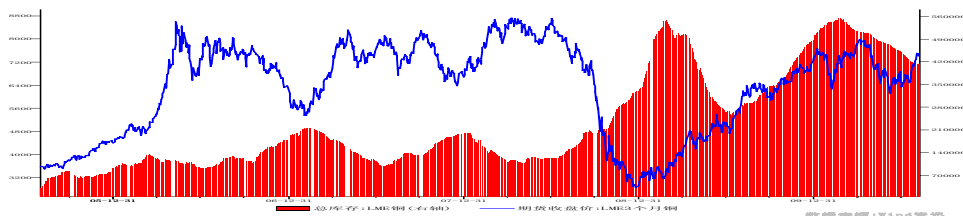
资料来源：Bloomberg 信达证券研发中心

在相关报告，《有色金属、钢铁行业 2010 年投资策略：全球经济复苏和流动性充足下的机遇》（2009-12-11）和《有色钢铁行业 2010 年下半年投资策略：二次探底风险有待释放》（2010-6-9）中，我们对公司主要产品的前景进行了预测。

从公司主要产品价格的价格与库存来看，铅锌和电解铝由于年内供应过剩，库存近年高位，下半年可能难有较大上涨。随库存下降，近期铜价有较大反弹。我们认为，2010 年全球铜面临短缺，而公司铜矿产量的恢复性增长和铜价的继续上涨将为公司

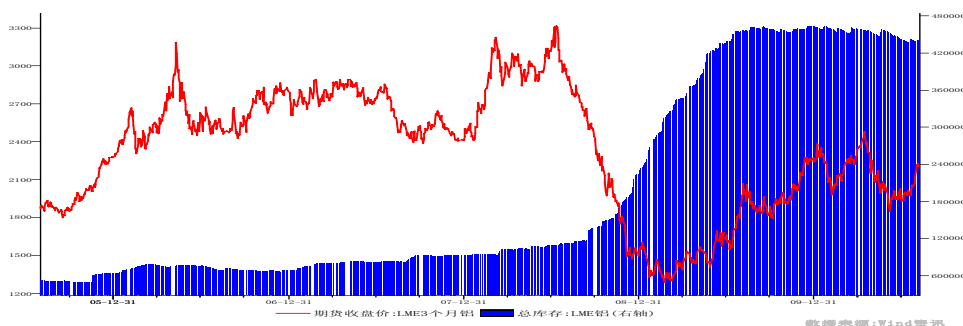
业绩增长提供保障。此外，季度或月度定价和铁矿石的垄断性将可能使 2010 年下半年铁矿石价格均价高于上半年。

图 4 LME 期铜收盘价和库存



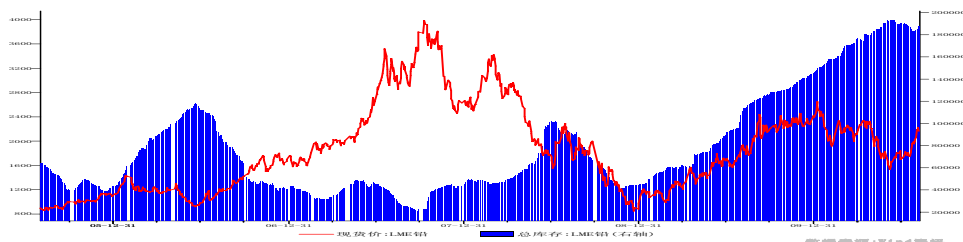
资料来源：Wind 信达证券研发中心

图 5 LME 期铝收盘价和库存



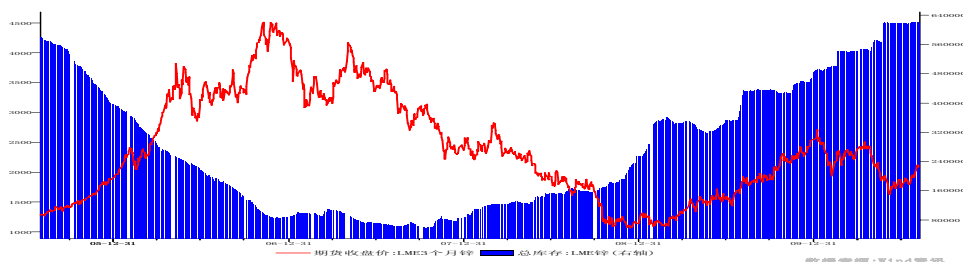
资料来源：Wind 信达证券研发中心

图 6 LME 期铅收盘价和库存



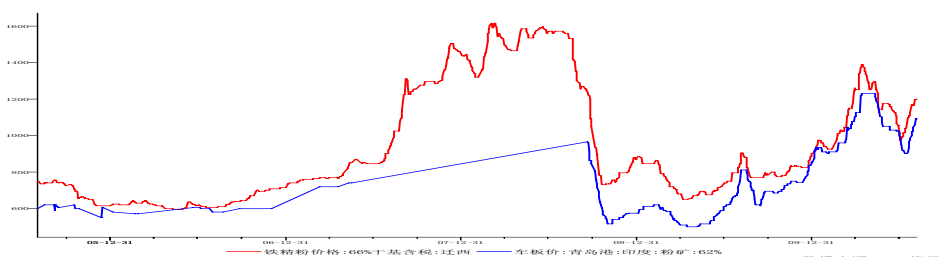
资料来源：Wind 信达证券研发中心

图 7 LME 期锌收盘价和库存



资料来源：Wind 信达证券研发中心

图 8 国内和进口铁矿石价格



资料来源：Wind 信达证券研发中心

4. 盈利预测与评级

根据公司调整后的生产计划，预计西部矿业 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.51 元和 0.78 元。以 2010 年 8 月 6 日 11.35 元的收盘价，2010 和 2011 年的 PE 分别为 22.42 倍和 14.47 倍。西部矿业股价明显低估，调整投资评级由“持有”至“买入”，按 30 倍 PE，目标价 15.30 元。

表 1 利润表预测

	2009	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	16,886.51	16,282.54	18,724.92
营业收入(百万元)	16,886.51	16,282.54	18,724.92
营业总成本(百万元)	15,979.61	14,816.63	16,464.04
营业成本(百万元)	15,106.78	13,794.23	15,449.54
营业税金及附加(百万元)	57.60	54.58	62.76
销售费用(百万元)	138.58	119.63	131.59
管理费用(百万元)	522.90	566.12	594.43
财务费用(百万元)	191.32	237.60	225.72
资产减值损失(百万元)	-37.57	44.47	
其他经营收益(元)			
公允价值变动净收益(百万元)	-31.95		
投资净收益(百万元)	-104.84		
其中:对联营企业和合营企业			
的投资收益(百万元)	73.41		
营业利润(百万元)	770.11	1,465.91	2,260.88
加: 营业外收入(百万元)	70.58	17.32	
减: 营业外支出(百万元)	27.83	37.19	
其中:非流动资产处置净损失			
(百万元)	2.19		
利润总额(百万元)	812.86	1,446.05	2,240.02
减: 所得税(百万元)	188.48	191.49	296.64
净利润(百万元)	624.38	1,254.55	1,943.38
减: 少数股东损益(百万元)	22.78	48.28	74.80
归属于母公司所有者的净利润			
(百万元)	601.59	1,206.27	1,868.59
EPS	0.25	0.51	0.78

资料来源: 公司公告 信达证券研发中心

表 2 相对估值

简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
株冶集团	53.48	26.19	0.1262	0.2357	0.3429	80.32	43.02	29.57
豫光金铅	36.71	36.71	0.5064	0.5270	0.6442	31.75	30.51	24.96
西部矿业	270.47	270.47	0.4773	0.5280	0.8261	23.78	21.49	13.74
锌业股份	78.15	78.15	0.2143	0.0000	0.1800	32.84	0.00	39.11
中色股份	96.41	64.26	0.1343	0.2977	0.4651	112.28	50.68	32.44
罗平锌电	32.10	32.10	-0.0466	0.0000	0.2063	-373.99	0.00	84.63
中金岭南	244.06	243.81	0.3408	0.6312	0.8922	45.12	24.37	17.24
宏达股份	129.21	76.12	0.1946	0.3889	0.6113	64.31	32.19	20.48
ST 珠峰	22.44	22.44	0.3230	0.0000	0.0000	43.87	0.00	0.00
驰宏锌锗	191.48	178.50	0.3689	0.5366	0.8355	51.50	35.41	22.74

资料来源: Wind 信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102