

评级：审慎推荐

有色金属

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：吴怡平

电话：0755-25832477

邮件：wuyiping@fcsc.cn

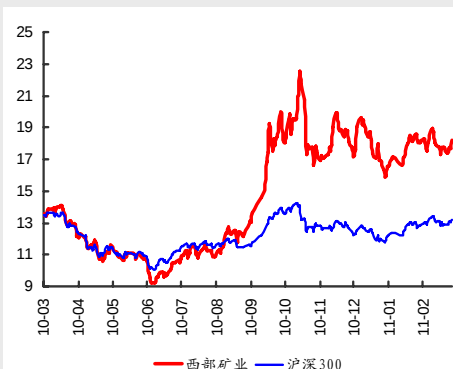
交易数据

52周内股价区间(元)	8.97-23.3
总市值(亿元)	429.89
流通股本(亿股)	23.83
流通股比率(%)	100

资产负债表摘要(12/10)

股东权益(亿元)	118.8
每股净资产(元)	4.67
市净率	3.86
资产负债率	47.09

股价与沪深300指数比较



相关报告

铅锌里的宝

2010/12/30

西部矿业(601168)

——携矿前行 期待绽放

公告：

- 公司3月26日公布了2010年年报，2010年EPS为0.42元，同比09年增长68%。2010年营业收入为185.11亿元，同比09年增长9.62%。归属于上市公司股东的净利润为9.89亿元，同比09年增长64.47%。
- 公司拟每10股派发现金股利1.8元(含税)。

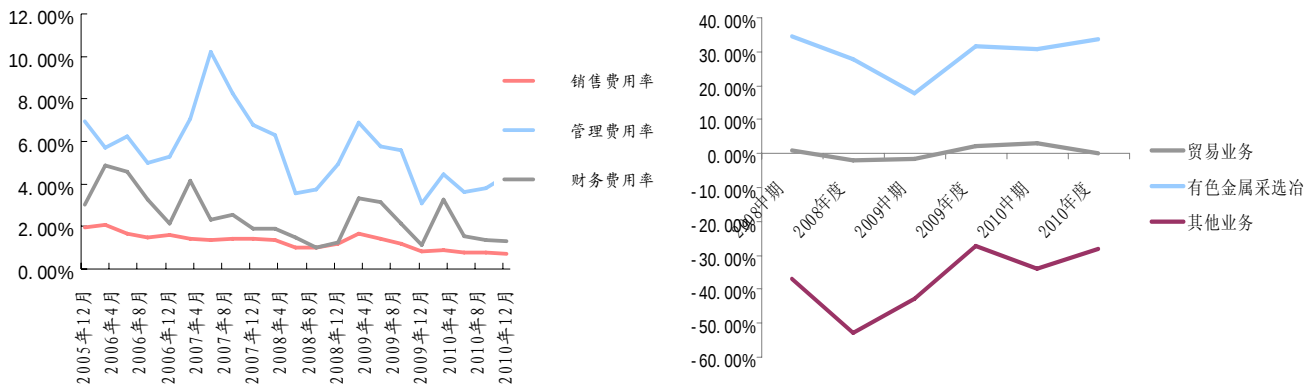
观点：

- 10年铜精矿量价齐飞，公司采矿业务业绩提升。公司10年铅锌精矿产量合计14.98万吨与09年合计15.2万吨基本持平；10年铜精矿产量2.61万吨，较09年产量1.96万吨增长33%；10年生产精矿含银125,010千克，较09年产量109,964千克增长14%。10年公司产品价格都出现了不同程度的上涨，其中公司铜精矿平均销售价格较09年同期增长43%。10年铜精矿产量及价格均有大幅提升，为采矿业务利润增长的主要贡献点。
- 10年管理费用率高企。管理费用本期较上年同期增加2.92亿元，增长56%，主要原因是公司在10年实行了新的薪酬计划，而09年同期冲回了以前年度计提的工资及企业年金等0.85亿元导致09年管理费用较少。此外10年计入管理费用的资源补偿费和维修费也有所增加。
- 获各琦矿铜精矿产量两年内有望翻番，将推动公司业绩进一步提升。获各琦矿是我国储量排名第六的铜矿，含铜、锌、铅金属储量分别为50.32、70.46、61.29万吨。目前获各琦矿矿石处理能力为200万吨/年，铜精矿产量为2万吨/年。获各琦铜矿采矿扩建工程10年末已处于竣工验收准备阶段，预计该矿的选矿产能在2012年内将达到400万吨/年，铜精矿产量预计两年内翻番。
- 给予公司“审慎推荐”投资评级。预期公司2011-2013年每股收益分别为0.7、0.94和1.06元，对应目前PE为26、19和17倍。给予公司“审慎推荐”投资评级。

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,688,651	1,851,145	2,497,823	3,067,520	3,558,809
同比(%)	33.8%	9.6%	34.9%	22.8%	16.0%
营业毛利	177,972	223,026	323,569	465,556	526,053
同比(%)	17.0%	25.3%	45.1%	43.9%	13.0%
归属母公司净利润	60,159	98,943	167,178	224,364	251,442
同比(%)	5.5%	64.5%	69.0%	34.2%	12.1%
总股本(万股)	238,300.0	238,300.0	238,300.0	238,300.0	238,300.0
每股收益(元)	0.25	0.42	0.70	0.94	1.06
ROE	5.8%	8.9%	14.9%	18.7%	20.0%
P/E(倍)	71.5	43.4	25.7	19.2	17.1



图表 1: 公司三项期间费用率（左）及近年来分产品营业利润率（右）



数据来源：第一创业研究所

图表 2: 截止 2010 年 12 月末主要在建项目概况

截止2010年12月末主要在建矿山概况

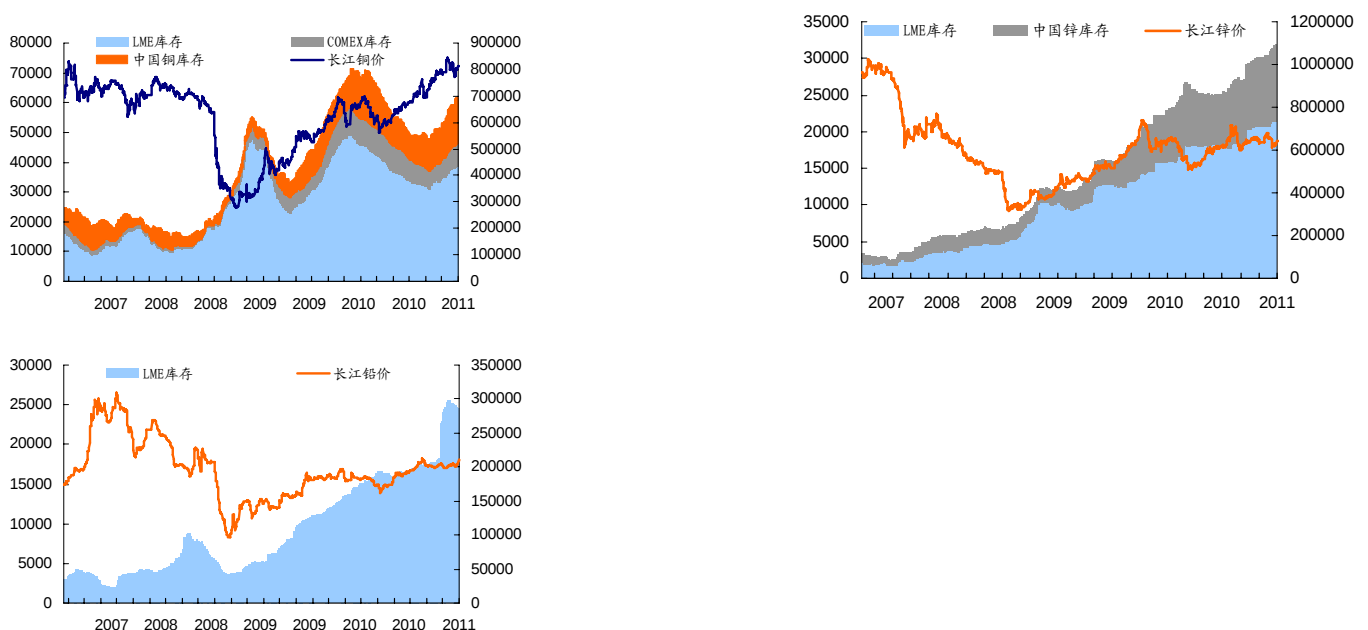
	建设性质	建设规模 (万吨/年)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	项目进展	工程进度
锡铁山矿深部过渡衔接工程	改扩建	150	1.84	1	已具备竣工条件，现处于准备验收阶段	54%
获各琦铜矿采矿扩建工程	扩建	170	3.8	2.46	现处于竣工验收准备阶段	97%
玉龙铜矿采选冶工程	新建	100	13.5	6.56	现处于一期一步试生产阶段	80%
获各琦一号矿床多金属矿才选扩建新建	新建	200	4.99	1.29	现处于基建阶段，预计2012年完工	34%
锡铁山铅锌矿深部工程	改扩建	145	4.78	1.12	现处于基建阶段，预计2013年完工	23%

截止2010年12月末主要在建冶炼项目概况

	品种	建设规模 (万吨/年)	总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	项目进展	工程进度
巴彦铜材5万吨阴极铜、10万吨光亮铜杆项目	电解铜	5	1.97	1.81		98%
5.5万吨/年铅冶炼项目	粗铅	5.5	3.16	0.68	铅业分公司5.5万吨电铅项目在11月开始试生产。	22%
西豫有色格尔木粗铅冶炼项目	粗铅	10	4.2	3.34	于2010年5月开始试生产，公司粗铅产能达到15万吨	80%
甘河电锌氧压浸出工程	电解锌	10	4.97	0.41	公司调整了基建施工进度，预计2012年完工	8%

数据来源：第一创业研究所

图表 3: 铜铅锌库存及价格走势



数据来源：第一创业研究所



图表 4: 模拟资产负债表、利润表和现金流量表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	10,080.9	12,703.4	15,545.9	18,246.9	一、营业收入	18,511.4	24,978.2	30,675.2	35,588.1
货币资金	5,570.3	7,050.6	8,761.0	10,467.3	减: 营业成本	16,281.2	21,742.5	26,019.6	30,327.6
交易性金融资产	2.4	2.4	2.4	2.4	营业税金及附加	63.1	95.8	137.9	155.8
应收款项	1,821.1	2,457.3	3,017.7	3,501.0	销售费用	136.5	171.2	210.3	231.3
预付款项	484.7	647.3	774.6	902.9	管理费用	815.1	624.5	766.9	889.7
存货	1,443.7	1,948.0	2,392.3	2,775.5	财务费用	243.1	328.1	402.9	467.4
其他流动资产	758.7	597.8	597.8	597.8	资产减值损失	27.7	0.0	0.0	0.0
非流动资产	12,376.4	11,921.9	11,467.4	11,013.0	加: 公允价值变动收益	-14.9	0.0	0.0	0.0
股权投资	2,146.7	2,146.7	2,146.7	2,146.7	投资收益	323.6	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	120.5	120.5	120.5	120.5	其中: 联营企业收益	142.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	5,750.6	5,241.6	4,732.5	4,223.5	二、营业利润	1,253.4	2,016.1	3,137.6	3,516.3
在建工程	1,677.8	1,732.4	1,786.9	1,841.4	加: 营业外收入	30.6	0.0	0.0	0.0
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	90.8	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	2,462.9	2,462.9	2,462.9	2,462.9	三、利润总额	1,193.2	2,016.1	3,137.6	3,516.3
其它非流动资产	218.0	218.0	218.0	218.0	减: 所得税费用	177.7	300.3	834.9	935.7
资产总计	22,457.3	24,625.3	27,013.3	29,259.8	四、净利润	1,015.5	1,715.8	2,302.7	2,580.6
流动负债	8,825.1	10,718.3	12,206.0	13,697.9	归属母公司净利润	989.4	1,671.8	2,243.6	2,514.4
短期借款	3,187.1	3,187.1	3,187.1	3,187.1	少数股东损益	26.0	44.0	59.0	66.2
应付账款	960.5	1,282.7	1,535.0	1,789.2	五、总股本(百万股)	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0
预收帐款	146.8	198.1	243.3	282.3	EPS (元)	0.42	0.70	0.94	1.06
其它流动负债	4,530.6	6,050.4	7,240.6	8,439.4					
非流动负债	1,715.6	1,922.8	2,085.0	2,248.5	主要财务比率				
长期借款	1,042.2	1,042.2	1,042.2	1,042.2	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	55.7	55.7	55.7	55.7	成长能力				
其它非流动负债	617.7	824.8	987.1	1,150.5	营业收入	9.6%	34.9%	22.8%	16.0%
负债合计	10,540.7	12,641.1	14,291.1	15,946.4	营业毛利	25.3%	45.1%	43.9%	13.0%
少数股东权益	747.5	747.5	747.5	747.5	主业盈利	14.6%	92.8%	51.0%	12.5%
股本	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0	母公司净利	64.5%	69.0%	34.2%	12.1%
资本公积与其它	5,993.8	5,993.8	5,993.8	5,993.8	获利能力				
留存收益	2,712.7	2,859.9	3,597.9	4,189.1	毛利率	12.0%	13.0%	15.2%	14.8%
股东权益合计	11,089.5	11,236.7	11,974.8	12,565.9	主业盈利/收入	6.6%	9.4%	11.5%	11.2%
负债和股东权益	22,457.3	24,625.3	27,013.3	29,259.8	ROS	5.5%	6.9%	7.5%	7.3%
					ROE	8.9%	14.9%	18.7%	20.0%
					ROIC	6.6%	11.1%	14.2%	15.3%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	46.9%	51.3%	52.9%	54.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	4.2	5.2	5.7	5.5
经营活动现金流	1,771.6	1,317.7	1,547.8	1,543.7	速动比率	0.89	0.95	1.03	1.09
净利润	1,015.5	1,715.8	2,302.7	2,580.6	经营现金净额/当期债务	0.56	0.41	0.49	0.48
折旧摊销	595.1	624.4	654.7	526.9	营运能力				
财务费用	238.5	328.1	402.9	467.4	总资产周转率	0.82	1.01	1.14	1.22
投资损失	-308.7	0.0	0.0	0.0	应收款天数	35.42	35.42	35.42	35.42
营运资金变动	286.8	-1,350.5	-1,812.4	-2,031.1	存货天数	31.92	32.25	33.10	32.95
其它变动	-55.6	0.0	0.0	0.0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-1,590.2	108.6	108.6	108.6	主业盈利/股本	0.51	0.98	1.49	1.67
资本支出	-1,335.1	-54.5	-54.5	-54.5	每股经营现金流	0.74	0.55	0.65	0.65
长期投资	163.2	163.2	163.2	163.2	每股净资产	4.34	4.40	4.71	4.96
其它变动	-418.3	0.0	0.0	0.0	估值比率				
筹资活动现金流	1,437.4	53.9	53.9	53.9	P/E	43.45	25.71	19.16	17.10
债务融资	1,971.4	0.0	0.0	0.0	P/B	4.16	4.10	3.83	3.64
权益融资	4.9	0.0	0.0	0.0	P/S	2.32	1.72	1.40	1.21
其它变动	-538.9	53.9	53.9	53.9	EV/EBITDA	23.17	13.96	9.19	3.70
汇率变动影响	-2.2	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	1,616.6	1,480.3	1,710.4	1,706.3					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120