

西部明珠, 维持买入评级

西部矿业
601168

事件

公司 3 月 26 日发布年报, 2010 年公司实现营业收入 185.11 亿元, 同比增长 9.62%; 营业利润 12.53 亿元, 同比增长 24.31%; 归属于母公司所有者净利润 9.89 亿元, 同比增长 64.47%, 摊薄 EPS0.42 元, 略低于我们的预期。其中四季度实现营业收入 61.07 亿元, 营业利润 2.46 亿元, 归属母公司净利润 1.74 亿元, 摊薄 EPS0.07 元。2010 年利润分配方案拟为: 按 2010 年末公司总股本 23.83 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 1.8 元人民币 (含税)。

评述

2010 年产品价格上涨是盈利增长的主因。公司主要产品为铅锌精矿、铜精矿、铅锌、铜、铝冶炼产品等。2010 年铜、铅、锌、铝产品均价分别同比上涨 36%、20%、28%和 16%, 毛利率 12.1%, 同比上升 1.5 个百分点, 是公司盈利大幅增长的主要原因。**产品产量方面, 除了粗铅、电铅和电解铜产量完成率较低外, 其他产品都基本完成了生产任务。**矿产品方面, 公司累计生产铅精矿 (金属量, 下同) 65,145 吨、锌精矿 84,620 吨、铜精矿 26,139 吨、精矿含金 145 公斤、精矿含银 125,010 公斤; 冶炼产品方面, 电解锌 61,061 吨、电解锰 5,128 吨、电解铝 97,920 吨 (其中含铝型材 7740 吨)、电解铜 26,583 吨、粗铅 26,275 吨, 电铅 657 吨, 锌粉 3563 吨, 供电量 10.50 亿千瓦时。

业绩略低于我们预期的主要原因是金属贸易业务营业利润率为 -0.03%, 同比下降 2.42 个百分点。报告期公司贸易营业收入 114.08 亿元, 同比下降 0.58%, 营业成本 114.11 亿元, 同比增长 1.88%。**而投资收益报告期为 3.24 亿元, 较上年同期增加 4.28 亿元, 主要原因是 2010 年期货套期保值盈利增加, 而去年同期为亏损, 同时受有色金属价格上涨的影响, 报告其公司的联营公司和合营公司业绩回升, 使得按权益法确认的股权投资收益增加。**

公司资源储量丰富, 股价安全边际高。截至 2010 年 6 月底, 公司资源控制储量已达: 铜 773 万吨 (权益量 460 万吨)、锌 362 万吨 (权益量 340 万吨)、铅 238 万吨 (权益量 230 万吨) 以及 3500 吨银和 25.5 吨黄金。按照我们的绝对估值方法, 公司资源权益价值在 16.77 元, 给公司股价提供了较高的安全边际。。

维持

买入

分析师: 李文

证书编号: S0630511020001

联系信息:

010-59707167

liwen@longone.com.cn

报告联系人: 张方

联系信息:

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

日期

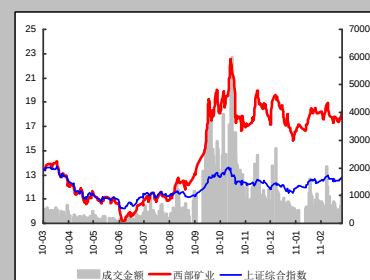
分析: 2011 年 03 月 28 日

价格

当前市价: 18.04 元

半年目标: 25.67 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.42	0.68	0.98	1.35
PE	71	26	18	13

注: EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

深度报告:《西部矿业: 志存高远, 打造多金属资源平台》(20101208)

有利于公司股价上涨的因素分析。短期看：（1）日本重建以及流动性注入将催生铜、铅、锌价格上涨；（2）2011年精矿产品稳步上升；（3）控制资源储量的持续上升，公司新获得的探矿权为资源储量的增加提供保障；**中期看：**（4）玉龙铜矿正常运行时间存在提前的可能，在预测模型中，我们假设玉龙铜矿2014年运营正常，目前公司完成融资，加大开发力度，如果时间提前，将提升公司的绝对价值，并降低公司的先对估值；（5）集团旗下有会东铅锌矿、青海锂业、大场金矿等资产，集团整体上市的进程也有加快的可能性。

维持“买入”评级，6个月目标价不变。我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.68元、0.98元和1.35元，3月25日公司收盘价为18.04元，对应动态PE分别为26x、18x和13x。综合绝对估值和相对估值的方法，给予公司6个月目标价25.67元，维持公司“买入”的投资评级。**详细分析请参考我们2010年12月8日发布的公司深度报告《西部矿业：志存高远，打造多金属资源平台》。**

风险提示：（1）A股市场系统性风险；（2）金属价格大幅波动风险；（3）矿产产能、冶炼产能释放低于预期的风险。

表 1 价格预测（不含税）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
铜（元/吨）	35,897	47,009	59,829	64,103	68,376
铜精矿（元/金属吨）	31,590	41,368	52,650	56,410	60,171
铅（元/吨）	11,538	12,821	14,530	14,957	15,385
铅（元/吨）	11,538	13,675	14,530	14,957	15,385
粗铅（元/吨）	10,962	12,991	13,803	14,209	14,615
铅精矿（元/金属吨）	9,081	11,111	11,923	12,329	12,735
锌（元/吨）	11,795	14,530	15,556	16,239	18,376
锌精矿（元/金属吨）	6,667	9,402	10,427	11,111	13,248
黄金（元/千克）	200,000	260,000	290,000	300,000	320,000
精矿含金（元/千克）	152,137	197,778	220,598	228,205	243,419
白银（元/千克）	2,650	3,590	5,983	6,410	6,838
精矿含银（元/千克）	2,252	3,051	5,085	5,449	5,812

资料来源：东海证券研究所

表 2 产量预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
铅精矿（吨）	66,574	65,145	71,000	83,000	93,600
锌精矿（吨）	85,444	84,620	85,500	107,000	121,000
铜精矿（吨）	19,574	26,139	31,000	37,500	43,000
精矿含金	201	145	254	259	263
精矿含银	109,964	125,010	112,060	143,565	178,070
粗铅（吨）	-	26,275	80,000	90,000	90,000
电解铅（吨）	-	657	55,000	80,000	95,000
电解锌（吨）	61,596	61,061	67,000	117,000	147,000
电解铝（吨）	99,176	97,920	100,000	100,000	100,000

电解铜（吨）	27,500	26,583	58,000	68,000	73,000
铁精矿（万吨）	75	94	94	94	94
电解锰（吨）	16,314	5,128	13,000	14,000	14,000

资料来源：东海证券研究所

表 3 西部矿业利润表预测（单位：万元）

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,261,923	1,688,651	1,851,145	2,834,895	3,638,929	4,339,487
增长率（%）	173.37%	33.82%	9.62%	53.14%	28.36%	19.25%
减：营业成本	1,111,483	1,510,678	1,628,119	2,465,420	3,150,720	3,718,133
毛利率（%）	11.92%	10.54%	12.05%	13.03%	13.42%	14.32%
营业税金及附加	6,063	5,760	6,315	9,353	14,353	15,353
销售费用	14,725	13,858	13,646	18,994	22,994	26,994
管理费用	62,179	52,290	81,509	87,423	93,423	100,423
财务费用	15,474	19,132	24,312	33,786	40,786	44,786
费用合计	92,378	85,280	119,467	140,204	157,204	172,204
期间费用率（%）	7.32%	5.05%	6.45%	4.95%	4.32%	3.97%
资产减值损失	40,378	-3,757	2,770	0	0	0
加：公允价值变动收益	1,398	-3,195	-1,491	0	0	0
投资收益	50,049	-10,484	32,357	0	0	0
营业利润	63,067	77,011	125,340	219,919	316,652	433,798
增长率（%）	-1.87%	22.11%	62.76%	75.46%	43.99%	37.00%
营业利润率（%）	5.00%	4.56%	6.77%	7.76%	8.70%	10.00%
加：营业外收入	1,124	7,058	3,058	0	0	0
减：营业外支出	5,768	2,783	9,076	0	0	0
利润总额	58,423	81,286	119,322	219,919	316,652	433,798
增长率（%）	-7.45%	39.13%	46.79%	84.31%	43.99%	37.00%
利润率（%）	4.63%	4.81%	6.45%	7.76%	8.70%	10.00%
减：所得税费用	1,994	18,848	17,777	52,781	75,996	104,111
所得税率（%）	3.41%	23.19%	14.90%	24.00%	24.00%	24.00%
净利润	56,429	62,438	101,545	167,138	240,656	329,686
增长率（%）	8.17%	10.65%	62.63%	64.60%	43.99%	37.00%
净利润率（%）	4.41%	3.56%	5.49%	5.90%	6.61%	7.60%
归属于母公司所有者的净利润	55,706	60,159	98,942	163,138	234,656	321,686
增长率（%）	6.24%	7.99%	85.73%	39.47%	14.44%	14.44%
少数股东损益	722	2,278	2,603	4,000	6,000	8,000
每股收益(元)	0.23	0.25	0.42	0.68	0.98	1.35

资料来源：公司公告，东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897