

# 静待玉龙铜矿新的开发方案

---- 2010 年报点评

## 报告关键点:

- 预计2011年产量增长有限盈利仍将主要靠产品价格提升;
- 玉龙铜矿储量增加近一倍;铜精矿有能力达到10万吨/年以上规模,成为新的盈利增长点;
- 给予“增持-A”评级。

## 报告内容:

- 2010年,西部矿业主营收入和净利润同比分别增长9.6%和64.5%,每股收益0.42元,符合预期。公司业绩的提升主要来自于主要产品价格的上涨。2010年,国内铜、锌、铅平均价格分别比2009年上涨41%、26%和17%。黄金和白银价格则分别上涨25%和44%。
- 2010年,公司生产铅精矿6.5万吨、锌精矿8.5万吨、铜精矿2.6万吨。其中,铅、锌精矿产量基本与2009年持平;铜精矿产量则上升33.5%。主要是由于2009年公司旗下的获各琦铜矿因事故减产,基数较低所致。我们预计,由于没有新建和扩建项目投产,西部矿业2011年的矿产品产量将基本与2010年持平。
- 另一方面,公司冶炼产品产量则低于预期。其中,2010年粗铅产量2.6万吨,仅完成计划的65.7%,主要是旗下的西豫有色公司处于试生产期,生产不能稳定运行,铅精矿供应满足不了生产需求。另外,2010年公司电解铜产量2.6万吨,完成计划的75.9%,主要是旗下玉龙铜业公司进行生产工艺完善,未能启动电解铜的生产。此外,公司当年生产电解铝9.8万吨,基本与2009年持平。
- 我们预计,随着全球经济继续复苏,铜、铅、锌等有色金属价格将继续回升。其中,铜由于基本面较好,价格有望再创新高。我们对2011年国内铜、铅、锌价格预测分别为7.35万元/吨(+24.1%)、1.75万元/吨(+8.3%)和1.9万元/吨(+8.3%)。西部矿业作为国内综合性矿产品生产商,将继续受益于价格的上涨。
- 根据最新的《西藏自治区江达县玉龙铜矿勘探报告》,并经国土资源部确认,玉龙铜矿铜资源储量达624万吨;比2007年公布的储量320万吨增加近一倍。玉龙铜矿目前继续处于停产状态,公司仍在对开发方案进行重新规划,预计2012年下半年之前不会有产量贡献。但按照目前的储量计算,我们相信玉龙铜矿最终的铜精矿年产量有望超过10万吨。因此,玉龙铜矿将成为未来几年公司盈利的重要增长点。另一方面,集团公司收购的会东铅锌矿一旦成熟,也有望注入股份公司。考虑到公司的增长前景,我们给予西部矿业“增持-A”投资评级。
- 短期行业面临的主要风险:1)全球经济复苏的步伐放缓,有色金属消费增长乏力,价格低迷;2)中国政府为控制国内通胀,出台更为严厉的宏观调控措施。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

20.50 元

期限: 6 个月

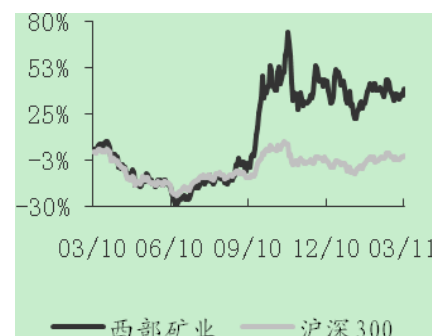
现价(2011年03月28日): 18.38 元

报告日期:

2011-03-28

|            |              |
|------------|--------------|
| 总市值(百万元)   | 42,989.32    |
| 流通市值(百万元)  | 42,989.32    |
| 总股本(百万股)   | 2,383.00     |
| 流通股本(百万股)  | 2,383.00     |
| 12个月最低/最高  | 8.97/23.30 元 |
| 十大流通股股东(%) | 39.94%       |
| 股东户数       | 368,839      |

## 12个月股价表现



| %    | 一个月    | 三个月    | 十二个月  |
|------|--------|--------|-------|
| 相对收益 | (1.75) | (1.79) | 39.89 |
| 绝对收益 | (0.05) | 6.41   | 40.48 |

衡昆

首席行业分析师

021-68766182

hengkun@essence.com.cn

执业证书编号

S1450511020004

## 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 16,887 | 18,511 | 18,868 | 21,341 | 22,500 |
| Growth(%) | 33.8%  | 9.6%   | 1.9%   | 13.1%  | 5.4%   |
| 净利润       | 602    | 989    | 1,337  | 1,397  | 1,355  |
| Growth(%) | 5.5%   | 64.5%  | 35.2%  | 4.5%   | -3.0%  |
| 毛利率(%)    | 10.5%  | 12.0%  | 15.4%  | 14.8%  | 15.0%  |
| 净利润率(%)   | 3.6%   | 5.3%   | 7.1%   | 6.5%   | 6.0%   |
| 每股收益(元)   | 0.25   | 0.42   | 0.56   | 0.59   | 0.57   |
| 每股净资产(元)  | 4.35   | 4.67   | 4.78   | 5.11   | 5.43   |
| 市盈率       | 71.5   | 43.4   | 32.1   | 30.8   | 31.7   |
| 市净率       | 4.1    | 3.9    | 3.8    | 3.5    | 3.3    |
| 净资产收益率(%) | 5.6%   | 8.5%   | 12.2%  | 12.2%  | 12.4%  |
| ROIC(%)   | 7.7%   | 9.9%   | 16.4%  | 12.1%  | 12.3%  |

敬请阅读本报告正文后各项声明

**财务报表预测和估值数据汇总**

|              |        |        |        |        |        | 单位             | 百万元   | 模型更新时间 | 2011-3-28 |         |         |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|--------|-----------|---------|---------|
|              |        |        |        |        |        | 财务指标           | 2009  | 2010   | 2011E     | 2012E   | 2013E   |
| <b>利润表</b>   |        |        |        |        |        | <b>成长性</b>     |       |        |           |         |         |
| 营业收入         | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 营业收入增长率        | 33.8% | 9.6%   | 1.9%      | 13.1%   | 5.4%    |
| 营业收入         | 16,887 | 18,511 | 18,868 | 21,341 | 22,500 | 营业利润增长率        | 18.9% | 62.8%  | 39.6%     | 6.8%    | 8.1%    |
| 减: 营业成本      | 15,107 | 16,281 | 15,966 | 18,186 | 19,127 | 净利润增长率         | 5.5%  | 64.5%  | 35.2%     | 4.5%    | -3.0%   |
| 营业税费         | 58     | 63     | 69     | 74     | 81     | EBITDA 增长率     | 14.5% | 40.1%  | 54.4%     | 9.6%    | 8.5%    |
| 销售费用         | 139    | 136    | 151    | 171    | 180    | EBIT 增长率       | 19.8% | 55.7%  | 34.5%     | 7.9%    | 6.9%    |
| 管理费用         | 523    | 815    | 830    | 939    | 990    | NOPLAT 增长率     | 10.8% | 54.3%  | 33.8%     | 7.8%    | 7.0%    |
| 财务费用         | 191    | 243    | 263    | 302    | 302    | 投资资本增长率        | 20.2% | -19.2% | 46.2%     | 5.1%    | 5.1%    |
| 资产减值损失       | -38    | 28     | -      | -      | -      | 净资产增长率         | 3.3%  | 7.0%   | 2.4%      | 6.9%    | 6.2%    |
| 加: 公允价值变动收益  | -32    | -15    | -      | -      | -      | <b>利润率</b>     |       |        |           |         |         |
| 投资和汇兑收益      | -105   | 324    | 160    | 200    | 200    | 毛利率            | 10.5% | 12.0%  | 15.4%     | 14.8%   | 15.0%   |
| 营业利润         | 770    | 1,253  | 1,750  | 1,869  | 2,020  | 营业利润率          | 4.6%  | 6.8%   | 9.3%      | 8.8%    | 9.0%    |
| 加: 营业外净收支    | 43     | -60    | -      | -      | -      | 净利润率           | 3.6%  | 5.3%   | 7.1%      | 6.5%    | 6.0%    |
| 利润总额         | 813    | 1,193  | 1,750  | 1,869  | 2,020  | EBITDA/营业收入    | 8.5%  | 10.8%  | 16.4%     | 15.9%   | 16.4%   |
| 减: 所得税       | 188    | 178    | 262    | 280    | 303    | EBIT/营业收入      | 5.7%  | 8.1%   | 10.7%     | 10.2%   | 10.3%   |
| 净利润          | 602    | 989    | 1,337  | 1,397  | 1,355  | <b>运营效率</b>    |       |        |           |         |         |
| <b>资产负债表</b> |        |        |        |        |        | 固定资产周转天数       | 118   | 111    | 114       | 108     | 109     |
| 货币资金         | 3,617  | 5,570  | 2,765  | 2,667  | 3,062  | 流动资产周转天数       | 25    | 0      | 16        | 52      | 58      |
| 交易性金融资产      | 30     | 2      | -      | -      | -      | 流动资产周转天数       | 159   | 170    | 175       | 144     | 146     |
| 应收帐款         | 2,015  | 2,214  | 2,009  | 2,207  | 2,300  | 应收帐款周转天数       | 23    | 32     | 35        | 36      | 36      |
| 应收票据         | 40     | 205    | 300    | 300    | 300    | 存货周转天数         | 24    | 26     | 37        | 43      | 45      |
| 预付帐款         | 432    | 485    | 798    | 909    | 956    | 总资产周转天数        | 389   | 404    | 416       | 365     | 361     |
| 存货           | 1,181  | 1,444  | 2,395  | 2,728  | 2,869  | 投资资本周转天数       | 248   | 223    | 241       | 259     | 259     |
| 其他流动资产       | 100    | 161    | -0     | -      | 0      | <b>投资回报率</b>   |       |        |           |         |         |
| 可供出售金融资产     | 66     | 95     | -      | -      | -      | ROE            | 5.6%  | 8.5%   | 12.2%     | 12.2%   | 12.4%   |
| 持有至到期投资      | -      | -      | -      | -      | -      | ROA            | 3.3%  | 4.5%   | 7.0%      | 7.2%    | 7.5%    |
| 长期股权投资       | 2,008  | 2,147  | 2,200  | 2,200  | 2,200  | ROIC           | 7.7%  | 9.9%   | 16.4%     | 12.1%   | 12.3%   |
| 投资性房地产       | 14     | 14     | 14     | 14     | 14     | <b>费用率</b>     |       |        |           |         |         |
| 固定资产         | 5,623  | 5,751  | 6,212  | 6,614  | 6,956  | 销售费用率          | 0.8%  | 0.7%   | 0.8%      | 0.8%    | 0.8%    |
| 在建工程         | 1,372  | 1,678  | 1,500  | 1,200  | 800    | 管理费用率          | 3.1%  | 4.4%   | 4.4%      | 4.4%    | 4.4%    |
| 无形资产         | 1,879  | 2,365  | 2,609  | 2,847  | 3,078  | 财务费用率          | 1.1%  | 1.3%   | 1.4%      | 1.4%    | 1.3%    |
| 其他非流动资产      | 695    | 328    | 338    | 408    | 408    | 三费/营业收入        | 5.1%  | 6.5%   | 6.6%      | 6.6%    | 6.5%    |
| 资产总额         | 19,072 | 22,457 | 21,170 | 22,124 | 22,973 | <b>偿债能力</b>    |       |        |           |         |         |
| 短期债务         | 1,966  | 1,955  | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 资产负债率          | 41.8% | 47.1%  | 42.5%     | 41.2%   | 39.9%   |
| 应付帐款         | 794    | 1,111  | 1,039  | 1,127  | 1,165  | 资产负债率          | 71.7% | 89.0%  | 74.0%     | 70.1%   | 66.4%   |
| 应付票据         | 75     | 275    | 250    | 250    | 250    | 流动比率           | 1.43  | 1.14   | 1.20      | 1.26    | 1.34    |
| 其他流动负债       | 615    | 713    | 619    | 643    | 655    | 速动比率           | 1.20  | 0.97   | 0.85      | 0.87    | 0.94    |
| 长期借款         | 2,144  | 1,042  | 1,500  | 1,500  | 1,500  | 利息保障倍数         | 5.03  | 6.16   | 7.67      | 7.19    | 7.69    |
| 其他非流动负债      | 637    | 673    | 557    | 557    | 557    | <b>分红指标</b>    |       |        |           |         |         |
| 负债总额         | 7,964  | 10,576 | 9,004  | 9,118  | 9,167  | DPS(元)         | 0.10  | 0.10   | 0.22      | 0.32    | 0.38    |
| 少数股东权益       | 746    | 748    | 785    | 824    | 865    | 分红比率           | 39.6% | 24.1%  | 39.1%     | 54.3%   | 67.0%   |
| 股本           | 2,383  | 2,383  | 2,383  | 2,383  | 2,383  | 股息收益率          | 0.6%  | 0.6%   | 1.2%      | 1.8%    | 2.1%    |
| 留存收益         | 7,914  | 8,685  | 8,997  | 9,799  | 10,557 | <b>业绩和估值指标</b> |       |        |           |         |         |
| 股东权益         | 11,108 | 11,881 | 12,165 | 13,006 | 13,806 | EPS(元)         | 0.25  | 0.42   | 0.56      | 0.59    | 0.57    |
| <b>现金流量表</b> |        |        |        |        |        | BVPS(元)        | 4.35  | 4.67   | 4.78      | 5.11    | 5.43    |
| 净利润          | 624    | 1,015  | 1,337  | 1,397  | 1,355  | PE(X)          | 71.5  | 43.4   | 32.1      | 30.8    | 31.7    |
| 加: 折旧和摊销     | 511    | 567    | 1,085  | 1,224  | 1,363  | PB(X)          | 4.1   | 3.9    | 3.8       | 3.5     | 3.3     |
| 资产减值准备       | -38    | 28     | -      | -      | -      | P/FCF          | -66.7 | 23.8   | -9.3      | 68.6    | 77.5    |
| 公允价值变动损失     | 32     | 15     | -      | -      | -      | P/S            | 2.5   | 2.3    | 2.3       | 2.0     | 1.9     |
| 财务费用         | 147    | 177    | 238    | 263    | 302    | EV/EBITDA      | 31.6  | 21.0   | 15.0      | 13.7    | 12.7    |
| 投资收益         | 105    | -324   | -160   | -200   | -200   | CAGR(%)        | 36.5% | 19.1%  | -100.0%   | -100.0% | -100.0% |
| 少数股东损益       | 23     | 26     | 150    | 192    | 362    | PEG            | 2.0   | 2.3    | -0.3      | -0.3    | -0.3    |
| 营运资金的变动      | -1,107 | 4,265  | -3,912 | -598   | -232   | ROIC/WACC      | 0.8   | 1.0    | 1.7       | 1.3     | 1.3     |
| 经营活动产生现金流量   | 417    | 1,772  | -1,237 | 2,317  | 2,950  | REP            | 4.4   | 4.0    | 1.8       | 2.3     | 2.2     |
| 投资活动产生现金流量   | -1,999 | -1,590 | -3,301 | -1,673 | -1,602 |                |       |        |           |         |         |
| 融资活动产生现金流量   | 281    | 1,437  | -2,015 | -1,061 | -1,210 |                |       |        |           |         |         |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;  
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;  
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;  
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;  
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;  
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

|               |                         |               |                        |
|---------------|-------------------------|---------------|------------------------|
| 黄方祥           | 上海联系人                   | 朱贤            | 上海联系人                  |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn |
| 梁涛            | 上海联系人                   | 凌洁            | 上海联系人                  |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn |
| 张勤            | 上海联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                  |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn   |
| 马正南           | 北京联系人                   | 李昕            | 北京联系人                  |
| 010-59113593  | mazn@essence.com.cn     | 010-59113565  | lixin@essence.com.cn   |
| 周蓉            | 北京联系人                   | 胡珍            | 深圳联系人                  |
| 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn  |
| 李国瑞           | 深圳联系人                   |               |                        |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |               |                        |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034