

公司研究/年报点评

2017年03月19日

有色金属/基本金属及冶炼 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 7.83  
合理价格区间(元): 8.3-9.2

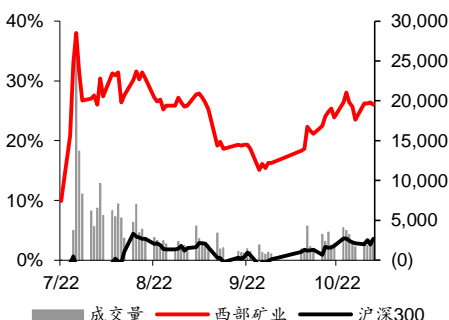
**陈雳** 执业证书编号: S0570512070041  
研究员 010-56793977  
chenli8305@htsc.com

**黄孚** 010-56793948  
联系人 huangfu@htsc.com

相关研究

- 1《西部矿业(601168): 锌价走高, 业绩持续改善》2016.10
- 2《西部矿业(601168): 有“锂”想的西部铅锌巨头》2016.08
- 3《西部矿业(601168): 2013年有望轻装上阵, 铜矿是增长点》2013.03

股价走势图



资料来源: Wind

# 业绩实向好, “锂”想正渐进

## 西部矿业(601168)

### 公司 2016 年实现归母净利润 9980 万元, 低于市场预期

公司全年实现营业收入约 277.76 亿元, 同比上升 3.77%; 归属于母公司净利润 9980 万元, 同比上升 228.60%; 基本每股收益 0.04 元, 同比上升 300.00%; 加权平均净资产收益率 0.88%, 比上年上升 0.61 个百分点。其中, 第 4 季度实现营业收入约 30.10 亿元, 环比下降 68.20%、同比下降 64.04%; 归属于母公司净利润-0.21 亿元, 环比下降 123.03%、同比下降 218.97%, 对应基本每股收益-0.0087 元, 环比下降 0.046 元、同比下降 0.016 元, 公司四季度业绩低于预期。

### 四季度计提 3.99 亿元资产减值, 利润受较大影响

公司按照《企业会计准则》等相关规定, 于 2016 年计提了 3.99 亿资产减值损失, 主要来自固定资产减值损失(约 1.61 亿元)和无形资产减值损失(约 1.4 亿元)。若同时加回这一调整, 2016 年公司加回后净利润约在 4 亿左右, 同比去年增长约 500%, 说明公司实际业务层面的盈利情况较好。

### 受益锌铜价格上移, 主业经营向好

2016 年公司铅精矿、锌精矿、铜精矿分别年产 4.77 万吨、6.95 万吨、4.48 万吨, 对应年度计划完成率为 93.45%、96.28%、96.81%。主要产品铅精矿和锌精矿平均销售价格较上年同期分别增长 8%、21%, 而平均销售成本却有所下降, 毛利率从 15 年的 5.02% 上升至 6.07%。16 年间青海铜业阴极铜项目全面推进建设, 玉龙铜业按照“123”目标, 实施完成扩增产能技改项目, 一期工程全部建成并完成整体验收, 十万吨锌重新投产后实现了一次投料试车成功。随着基本金属价格稳步上移及公司矿产品产能的释放, 公司主营业务有望持续向好。

### 拟购大梁矿业和青海锂业, 夯实主业, “锂”想渐进

公司 2017 年 3 月 17 日晚间公布发布交易预案, 拟通过发行股份及支付现金的方式以以对价 22.46 亿元收购大梁矿业 100% 股权和青海锂业 100% 股权, 其中大梁矿业交易评估值为 10.59 亿元, 青海锂业为 11.87 亿元。大梁矿业所有的会东铅锌矿储量丰富, 2016 年产锌精矿 4.1 万吨、铅精矿 0.24 万吨、锌精矿含银 2.2 吨, 实现净利润 1.99 亿元。青海锂业主要业务为锂盐加工, 目前拥有 1 万吨碳酸锂年产能, 业绩承诺年均值约 1.6 亿元, 目前重组工作仍在持续推进, 完成之后, 公司原有铅锌业务将得到增强, 锂业务并入亦将有力保障公司未来持续增长。

### 维持公司“增持”评级

鉴于资产重组方案尚未过会, 暂不考虑增发摊薄, 预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.10、0.16、0.19 元, 对应 PE 为 80.18、47.81、40.21 倍。公司目前 PB 为 1.64 倍, 可比矿业公司中处较低水平, 维持“增持”评级。

风险提示: 锌、铜下游需求不及预期; 资产重组进程不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,383
流通 A 股 (百万股)	2,383
52 周内股价区间 (元)	6.52-8.91
总市值 (百万元)	18,659
总资产 (百万元)	32,166
每股净资产 (元)	4.82

资料来源: 公司公告

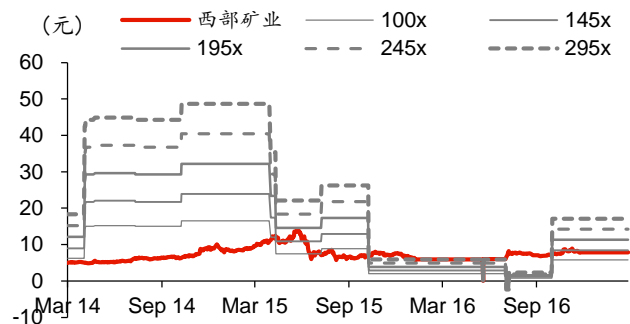
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	26,767	27,776	28,996	30,606	32,332
+/-%	10.39	3.77	4.39	5.55	5.64
净利润 (百万元)	30.37	99.80	232.72	390.25	464.02
+/-%	(89.53)	228.60	133.19	67.69	18.90
EPS (元)	0.01	0.04	0.10	0.16	0.19
PE (倍)	614.36	186.96	80.18	47.81	40.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

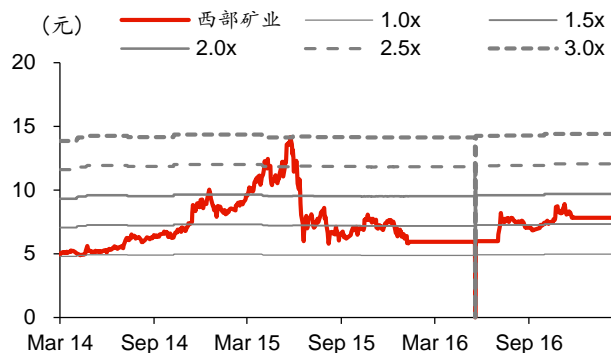
**PE/PB - Bands**

**图表1: 西部矿业历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表2: 西部矿业历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10,434	12,257	11,037	11,443	11,789
现金	6,071	5,528	5,450	5,579	5,527
应收账款	116.41	27.38	60.02	52.72	57.59
其他应收账款	504.98	692.56	666.63	702.52	753.20
预付账款	290.76	348.02	364.39	376.76	403.08
存货	992.44	1,255	1,318	1,349	1,450
其他流动资产	2,458	4,406	3,178	3,383	3,597
非流动资产	18,135	19,909	19,599	19,132	18,432
长期投资	4,757	5,150	5,001	5,010	5,031
固定投资	4,127	7,212	7,569	7,634	7,526
无形资产	1,884	1,808	1,761	1,708	1,649
其他非流动资产	7,366	5,740	5,268	4,780	4,227
资产总计	28,569	32,166	30,637	30,575	30,221
流动负债	10,868	13,920	12,039	11,217	10,158
短期借款	3,618	4,293	4,654	2,908	1,482
应付账款	559.37	582.39	607.96	643.34	680.65
其他流动负债	6,691	9,044	6,777	7,666	7,996
非流动负债	5,264	5,081	5,115	5,418	5,579
长期借款	2,897	2,762	3,080	3,171	3,375
其他非流动负债	2,367	2,319	2,036	2,248	2,204
负债合计	16,131	19,001	17,154	16,635	15,737
少数股东权益	1,062	1,688	1,723	1,757	1,804
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	2,383
资本公积	5,262	5,392	5,392	5,392	5,392
留存公积	3,531	3,449	3,936	4,326	4,790
归属母公司股	11,376	11,478	11,759	12,183	12,680
负债和股东权益	28,569	32,166	30,637	30,575	30,221

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,430	2,672	(573.09)	2,128	1,461
净利润	107.46	101.52	268.53	423.96	510.53
折旧摊销	312.86	409.87	669.35	731.65	787.87
财务费用	282.11	272.24	228.62	209.70	154.18
投资损失	192.13	74.38	20.00	(50.00)	(100.00)
营运资金变动	1,479	1,518	(1,286)	576.21	41.05
其他经营现金	56.11	296.38	(473.88)	236.82	67.65
投资活动现金	(927.94)	(2,856)	(133.19)	(222.50)	(63.17)
资本支出	1,288	1,452	480.00	240.00	150.00
长期投资	0.00	0.00	(382.95)	42.61	42.52
其他投资现金	359.92	(1,404)	(36.14)	60.11	129.36
筹资活动现金	617.60	(610.92)	628.36	(1,776)	(1,450)
短期借款	(589.04)	675.70	360.25	(1,746)	(1,426)
长期借款	770.00	(135.00)	317.50	91.25	204.38
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	129.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	436.64	(1,281)	(49.39)	(121.93)	(227.94)
现金净增加额	2,146	(761.00)	(77.92)	129.58	(51.80)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26,767	27,776	28,996	30,606	32,332
营业成本	25,422	26,091	27,436	28,996	30,660
营业税金及附加	36.95	153.75	120.35	141.16	144.14
营业费用	96.46	81.52	91.56	94.37	100.49
管理费用	507.35	529.88	551.97	583.03	615.76
财务费用	282.11	272.24	228.62	209.70	154.18
资产减值损失	44.34	399.68	191.18	100.00	100.00
公允价值变动收益	(19.87)	49.15	49.15	33.19	33.19
投资净收益	(192.13)	(74.38)	(20.00)	50.00	100.00
营业利润	165.33	222.42	405.77	564.65	690.75
营业外收入	90.86	44.37	61.89	60.88	58.46
营业外支出	19.98	19.45	20.12	19.87	19.88
利润总额	236.22	247.35	447.54	605.65	729.33
所得税	128.76	145.82	179.02	181.70	218.80
净利润	107.46	101.52	268.53	423.96	510.53
少数股东损益	77.09	1.72	35.80	33.71	46.51
归属母公司净利润	30.37	99.80	232.72	390.25	464.02
EBITDA (倍)	760.31	904.54	1,304	1,506	1,633
EPS (元)	0.01	0.04	0.10	0.16	0.19

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.39	3.77	4.39	5.55	5.64
营业利润	(62.83)	34.53	82.43	39.15	22.33
归属母公司净利润	(89.53)	228.60	133.19	67.69	18.90
获利能力 (%)					
毛利率	5.02	6.07	5.38	5.26	5.17
净利率	0.11	0.36	0.80	1.28	1.44
ROE	0.27	0.87	1.98	3.20	3.66
ROIC	1.92	1.88	3.17	4.97	5.82
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.46	59.07	55.99	54.41	52.07
净负债比率 (%)	54.33	43.92	53.35	45.64	40.05
流动比率	0.96	0.88	0.92	1.02	1.16
速动比率	0.86	0.79	0.80	0.89	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.98	0.91	0.92	1.00	1.06
应收账款周转率	68.78	305.59	449.86	391.68	409.99
应付账款周转率	47.98	45.70	46.10	46.35	46.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	0.04	0.10	0.16	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.12	(0.24)	0.89	0.61
每股净资产(最新摊薄)	4.77	4.82	4.93	5.11	5.32
估值比率					
PE (倍)	614.36	186.96	80.18	47.81	40.21
PB (倍)	1.64	1.63	1.59	1.53	1.47
EV_EBITDA (倍)	23.74	19.95	13.84	11.98	11.05

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com