

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 西部矿业 (601168.sh)

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级: 增持, 2017.7.28

## 范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021  
联系电话: +86 10 83326800  
邮箱: fanhaiibo@cindasc.com

## 吴漪 行业分析师

执业编号: S1500512110003  
联系电话: +86 10 83326720  
邮箱: wuyi@cindasc.com

## 丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001  
联系电话: +86 10 83326718  
邮箱: dingshitao@cindasc.com

## 王伟 行业分析师

执业编号: S1500515070001  
联系电话: +86 10 83326719  
邮箱: wangwei2@cindasc.com

## 唐伊辰 研究助理

联系电话: +86 10 83326717  
邮箱: tangyichen@cindasc.com信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 业绩大幅提升 资源储备保障业绩进一步增厚

2018年3月30日

**事件:** 3月28日,西部矿业发布2017年年报。2017年,公司实现营业收入273.77亿元,同比减少1.44%;归属于上市公司股东的净利润2.61亿元,同比增加161.17%;实现基本每股收益0.11元。根据公司发布的现金分红方案,拟每10股派息1.0元(含税),合计派发现金红利2.38亿元(含税),占合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的91.00%。

## 点评:

- **主营产品量价齐升拉动公司业绩大幅提升。**随着全球经济不断回暖,同时叠加我国供给侧改革的逐步推进,公司主要产品铅精矿、锌精矿和铜精矿平均销售价格较上年同期分别增长37%、57%和30%。另一方面,公司生产经营持续高位运行,铅精矿、锌精矿和铜精矿产销量也较上年同期分别增长20%、12%和14%。报告期内,有色金属采选冶板块营收达到75.91亿元,同比增长69.09%,致使公司实现了业绩的大幅增长。但公司对部分非流动资产一次性计提了5.74亿元的资产减值准备,对公司业绩产生了较大影响。
- **资源储备丰富叠加产能高弹性,发展后劲十足。**公司目前矿山资源储量丰富,截止2017年12月31日,总计拥有的金属保有资源储量(金属量,非权益储量)分别为:铅168.24万吨,锌258.43万吨,铜669.52万吨,钼36.26万吨,银2416.32吨及金16.49吨。此外,公司对西矿集团相关矿产资源股权具有优先选择权,资源储备持续增长能力较强。同时,公司现有矿山矿石处理能力均较为出色,未来还有可能根据具体情况提高各个矿山的生产能力。而在冶炼板块,公司拥有粗铅10万吨/年、电铅10万吨/年、电铜6万吨/年、电锌10万吨/年。10万吨阴极铜项目已全面完成基建工程,具备试生产条件,有望于2018年上半年开炉运行。公司有色金属采选冶业务发展后劲十足,将持续带动公司业绩提升。
- **股权运作力度加大,产业布局进一步完善。**报告期内,公司完成了对青海湘和49%股权、青海铜业34%股权和会东大梁100%股权的收购,进一步增厚了公司资源储量,完善产业区域布局,为公司盈利水平持续提升夯实基础。其中,会东大梁矿业拥有丰富的铅锌矿资源储量,保有储量分别为:铅6.83万金属吨,锌89.43万金属吨。本次收购为公司发展注入了新动力,公司预计2018年锌、铅精矿产量分别达到146,698金属吨和61,539金属吨,分别同比增长86%和12%,后续业绩增长值得期待。
- **盈利预测及评级:**鉴于公司主营产品产量的持续增加,我们预计公司2018-2020年EPS为0.20元、0.24元、0.25元,维持“增持”评级。

➤ **风险因素:** 产品价格波动风险; 产量低于预期风险; 安全、环保等突发事件风险。

### 公司报告首页财务数据

|               | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 27,776.05 | 27,377.29 | 28,524.29 | 29,853.78 | 31,084.62 |
| 增长率 YoY %     | 3.77%     | -1.44%    | 4.19%     | 4.66%     | 4.12%     |
| 归属母公司净利润(百万元) | 99.80     | 260.65    | 468.48    | 583.17    | 596.59    |
| 增长率 YoY%      | 228.60%   | 161.17%   | 79.74%    | 24.48%    | 2.30%     |
| 毛利率%          | 6.07%     | 9.94%     | 8.32%     | 8.49%     | 8.47%     |
| 净资产收益率 ROE%   | 0.87%     | 2.27%     | 4.10%     | 4.98%     | 4.85%     |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.04      | 0.11      | 0.20      | 0.24      | 0.25      |
| 市盈率 P/E(倍)    | 162       | 62        | 34        | 28        | 27        |
| 市净率 P/B(倍)    | 1.41      | 1.41      | 1.41      | 1.35      | 1.28      |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 3 月 30 日收盘价 6.78 元

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>流动资产</b>    | 12,256.95 | 11,524.99 | 11,825.95 | 12,413.44 | 13,040.24 |
| 货币资金           | 5,527.60  | 4,368.66  | 4,533.36  | 5,012.42  | 5,534.11  |
| 应收票据           | 42.03     | 60.37     | 62.89     | 65.83     | 68.54     |
| 应收账款           | 27.38     | 65.25     | 67.99     | 71.16     | 74.09     |
| 预付账款           | 348.02    | 285.70    | 303.01    | 316.53    | 329.67    |
| 存货             | 1,255.38  | 1,876.41  | 1,990.10  | 2,078.91  | 2,165.22  |
| 其他             | 5,056.55  | 4,868.60  | 4,868.60  | 4,868.60  | 4,868.60  |
| <b>非流动资产</b>   | 19,909.36 | 20,771.71 | 20,597.25 | 20,715.19 | 20,801.51 |
| 长期投资           | 5,150.01  | 4,623.26  | 4,623.26  | 4,623.26  | 4,623.26  |
| 固定资产           | 7,211.51  | 7,666.09  | 9,728.45  | 11,765.59 | 11,588.66 |
| 无形资产           | 1,807.62  | 1,603.55  | 1,786.43  | 2,037.80  | 2,244.95  |
| 其他             | 5,740.22  | 6,878.82  | 4,459.11  | 2,288.55  | 2,344.65  |
| <b>资产总计</b>    | 32,166.31 | 32,296.70 | 32,423.21 | 33,128.63 | 33,841.75 |
| <b>流动负债</b>    | 13,919.69 | 11,833.51 | 11,999.94 | 12,139.80 | 12,274.34 |
| 短期借款           | 4,293.31  | 3,443.41  | 3,443.41  | 3,443.41  | 3,443.41  |
| 应付账款           | 582.39    | 536.80    | 569.32    | 594.73    | 619.42    |
| 其他             | 9,043.99  | 7,853.31  | 7,987.21  | 8,101.67  | 8,211.51  |
| <b>非流动负债</b>   | 5,081.32  | 7,608.66  | 7,608.66  | 7,608.66  | 7,608.66  |
| 长期借款           | 2,762.00  | 4,620.53  | 4,620.53  | 4,620.53  | 4,620.53  |
| 其他             | 2,319.32  | 2,988.13  | 2,988.13  | 2,988.13  | 2,988.13  |
| <b>负债合计</b>    | 19,001.01 | 19,442.17 | 19,608.60 | 19,748.46 | 19,883.00 |
| 少数股东权益         | 1,687.68  | 1,402.32  | 1,388.18  | 1,370.58  | 1,352.57  |
| 归属母公司股东权益      | 11,477.62 | 11,452.21 | 11,426.43 | 12,009.59 | 12,606.18 |
| <b>负债和股东权益</b> | 32,166.31 | 32,296.70 | 32,423.21 | 33,128.63 | 33,841.75 |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入      | 27,776.05 | 27,377.29 | 28,524.29 | 29,853.78 | 31,084.62 |
| 同比        | 3.77%     | -1.44%    | 4.19%     | 4.66%     | 4.12%     |
| 归属母公司净利润  | 99.80     | 260.65    | 468.48    | 583.17    | 596.59    |
| 同比        | 228.60%   | 161.17%   | 79.74%    | 24.48%    | 2.30%     |
| 毛利率       | 6.07%     | 9.94%     | 8.32%     | 8.49%     | 8.47%     |
| ROE       | 0.87%     | 2.27%     | 4.10%     | 4.98%     | 4.85%     |
| 每股收益(元)   | 0.04      | 0.11      | 0.20      | 0.24      | 0.25      |
| P/E       | 162       | 62        | 34        | 28        | 27        |
| P/B       | 1.41      | 1.41      | 1.41      | 1.35      | 1.28      |
| EV/EBITDA | 29.68     | 19.26     | 16.70     | 14.40     | 13.88     |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2016A     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>营业收入</b>     | 27,776.05 | 27,377.29 | 28,524.29 | 29,853.78 | 31,084.62 |
| 营业成本            | 26,091.32 | 24,656.92 | 26,150.83 | 27,317.83 | 28,452.00 |
| 营业税金及附加         | 153.75    | 285.62    | 297.59    | 311.46    | 324.30    |
| 营业费用            | 81.52     | 72.62     | 75.66     | 79.19     | 82.45     |
| 管理费用            | 529.88    | 566.66    | 590.40    | 617.92    | 643.39    |
| 财务费用            | 272.24    | 383.33    | 354.71    | 337.52    | 339.70    |
| 资产减值损失          | 399.68    | 740.04    | 144.73    | 127.69    | 140.24    |
| 公允价值变动收益        | 49.15     | -57.56    | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 投资净收益           | -74.38    | -167.34   | -144.61   | -128.78   | -146.91   |
| <b>营业利润</b>     | 222.42    | 440.26    | 767.75    | 953.39    | 975.62    |
| 营业外收入           | 44.37     | 7.59      | 10.27     | 10.27     | 10.27     |
| 营业外支出           | 19.45     | 22.94     | 20.79     | 21.06     | 21.60     |
| <b>利润总额</b>     | 247.35    | 424.90    | 757.23    | 942.61    | 964.30    |
| 所得税             | 145.82    | 172.12    | 302.89    | 377.04    | 385.72    |
| <b>净利润</b>      | 101.52    | 252.78    | 454.34    | 565.56    | 578.58    |
| 少数股东损益          | 1.72      | -7.87     | -14.14    | -17.60    | -18.01    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 99.80     | 260.65    | 468.48    | 583.17    | 596.59    |
| EBITDA          | 892.62    | 1,414.60  | 1,631.95  | 1,891.47  | 1,963.09  |
| EPS (摊薄)        | 0.04      | 0.11      | 0.20      | 0.24      | 0.25      |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2016A     | 2017A     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|----------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2,671.92  | 1,431.51  | 1,446.46 | 1,622.43 | 1,695.77 |
| 净利润            | 101.52    | 252.78    | 454.34   | 565.56   | 578.58   |
| 折旧摊销           | 409.87    | 610.37    | 443.29   | 522.34   | 569.82   |
| 财务费用           | 235.40    | 379.33    | 431.42   | 426.53   | 428.97   |
| 投资损失           | 74.38     | 167.34    | 144.61   | 128.78   | 146.91   |
| 营运资金变动         | 1,517.53  | -768.87   | -114.56  | -96.26   | -110.80  |
| 其它             | 333.21    | 790.56    | 87.35    | 75.48    | 82.29    |
| <b>投资活动现金流</b> | -2,856.01 | -1,808.50 | -612.04  | -716.85  | -745.10  |
| 资本支出           | -1,358.71 | -1,320.11 | -467.42  | -588.07  | -598.19  |
| 长期投资           | 4.45      | 101.66    | -144.61  | -128.78  | -146.91  |
| 其他             | -1,501.75 | -590.05   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -610.92   | -518.59   | -669.72  | -426.53  | -428.97  |
| 吸收投资           | 600.00    | 165.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 借款             | -1,428.30 | -54.38    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 支付利息或股息        | 762.62    | 629.21    | 669.72   | 426.53   | 428.97   |
| <b>现金净增加额</b>  | -761.00   | -907.99   | 164.70   | 479.06   | 521.70   |

## 有色金属与钢铁小组简介

**范海波**，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

**丁士涛**，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

**王伟**，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

**唐伊辰**，有色金属行业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名  | 办公电话         | 手机          | 邮箱                       |
|----|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 华北 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128 | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 021-63570071 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华东 | 文襄琳 | 021-61678569 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 洪 辰 | 021-61678568 | 13818525553 | hongchen@cindasc.com     |
| 华南 | 袁 泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com        |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com      |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；   | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。