

多因素助力，上半年业绩亮眼

投资要点

- **事件：**公司发布2018年半年报，上半年实现营业收入144亿元，较上年同期下降5%；实现利润总额9.92亿元，较上年同期增长111%；实现净利润7.47亿元，较上年同期增长128%；其中归属于母公司股东的净利润5.75亿元，较上年同期增长121%。
- **新子公司并表+量价齐升，助力上半年公司利润大幅增长。**（1）公司2018年上半年业绩亮眼，主要原因是公司于1月4日完成对大梁矿业82.96%股权的收购并在中报实现并表。（2）产量方面，公司上半年主要产品实际生产情况小幅高于计划生产量，铅精矿、锌精矿与铜精矿计划完成率分别为101%、102%、107%。（3）价格方面，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12%、17%和16%。
- **公司冶炼子公司或将拖累公司业绩。**2018年上半年，公司以铅冶炼为主要业务的子公司西豫金属、以铜冶炼为主要业务的子公司西部铜材以及公司参股公司西钢集团（以钢铁冶炼为主要业务）净利润分别为-4326万元、-735万元、-1.09亿元，恐拖累公司全年业绩，但对整体业绩负面影响有限。
- **供需紧平衡，铜价中枢或将上行；后续关注玉龙铜矿二期改扩建工程。**尽管受中美贸易战的影响，铜价短期内承压。但考虑铜供给端增产有限、进口废铜限制，需求端新能源汽车需求量快速上升等因素，预计未来3年铜供需紧平衡，铜价中枢上行。公司铜产品业务收入占比超60%，铜价的稳定有利于公司整体业绩的稳定。此外，公司新取得玉龙铜矿采矿许可证，将尽快开展该项目建设，预计玉龙铜矿二期改建需要2-3年可建成投产。该项目虽短期内对公司业绩无提升影响，但未来建成完全投产后，公司铜矿产能有望提升至2300万吨/年，从而极大地提高公司盈利能力。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.32元、0.39元、0.45元，对应PE分别为21倍、17倍和15倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**铜、锌、铅金属价格或大幅波动，部分子公司及参股企业发生亏损对公司业绩造成负面影响的风险。

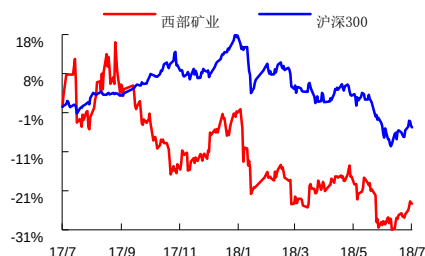
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	27377.29	29905.04	32362.79	34976.34
增长率	-1.44%	9.23%	8.22%	8.08%
归属母公司净利润（百万元）	260.65	752.39	935.18	1077.30
增长率	161.17%	188.66%	24.29%	15.20%
每股收益EPS（元）	0.11	0.32	0.39	0.45
净资产收益率ROE	1.97%	5.46%	6.42%	6.98%
PE	60	21	17	15
PB	1.22	1.18	1.11	1.05

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘岗
 执业证号：S1250517100001
 电话：010-57631191
 邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.83
流通A股(亿股)	23.83
52周内股价区间(元)	6.0-10.27
总市值(亿元)	157.04
总资产(亿元)	383.14
每股净资产(元)	4.80

相关研究

1 公司概况：采选、冶炼、贸易一体化，矿产资源丰富

公司成立于 2000 年，2007 年在上交所挂牌上市，是一家以矿产资源综合开发为主业的大型矿业公司，主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营，其中矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿等；冶炼板块主要产品有锌锭、粗铅、电铅、电解铜等。

矿山板块，公司全资持有或控股并经营六座矿山：青海锡铁山铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、内蒙古双利铁矿、四川呷村银多金属矿、四川夏塞银多金属矿和西藏玉龙铜矿。其中，锡铁山铅锌矿位于青海省海西州大柴旦地区，是中国年选矿量最大的铅锌矿之一；获各琦铜矿位于内蒙古巴彦淖尔地区，是中国储量第六大的铜矿；四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称；西藏玉龙铜矿是我国最大的单体铜矿，公司旗下青海锡铁山铅锌矿被纳入国家级绿色矿山示范点建设单位。目前，公司锡铁山矿有 132 万吨/年矿石处理能力，呷村银多金属矿有 80 万吨/年矿石处理能力，获各琦铜矿有 300 万吨/年矿石处理能力，双利铁矿有 300 万吨/年矿石处理能力，会东大梁铅锌矿有 66 万吨/年矿石处理能力，玉龙铜矿有 230 万吨/年矿石处理能力，未来公司将根据各个矿山的资源和运营等情况适时提高各矿山的产能，提升公司业绩。

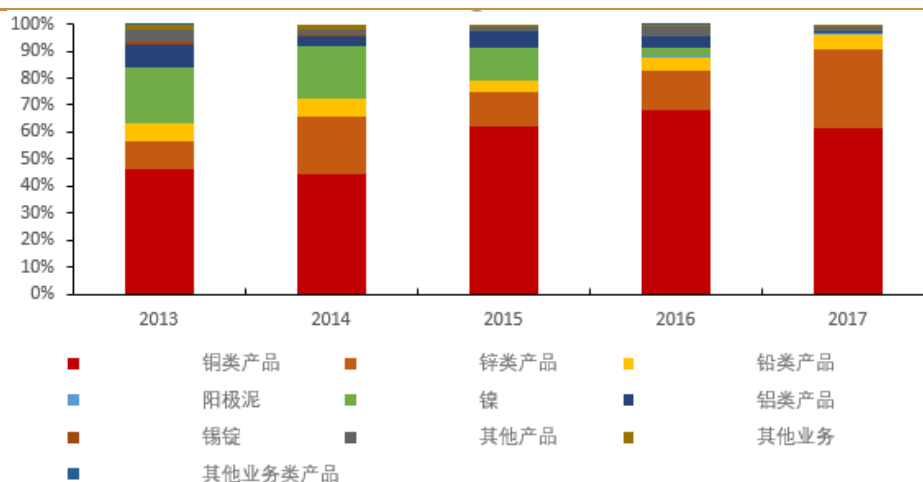
冶炼板块，公司拥有粗铅 10 万吨/年、电铅 10 万吨/年、电铜 6 万吨/年、电锌 10 万吨/年，另有电铜 10 万吨/年在建。

贸易板块公司目前主要进行铜、铅、锌、镍、锡、铝等金属的国内贸易及国际贸易。

2 公司业绩：铜锌双主，公司业绩好转

公司主营产品收入占比最大的是铜产品和锌产品，且铜、锌产品收入占公司总收入的比例不断提升。2017 年，公司铜、锌业务带来的收入占公司总营业收入的 90.8%。

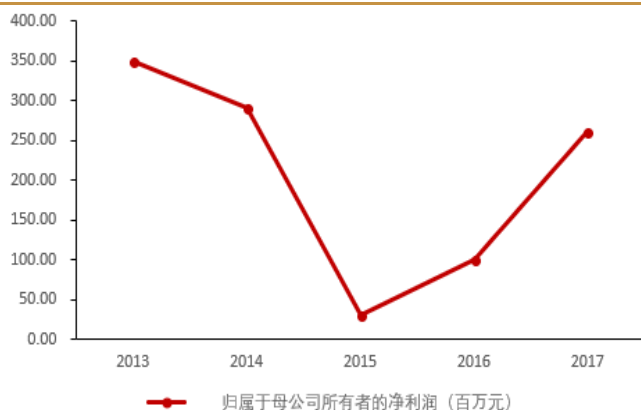
图 1：公司各项业务占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

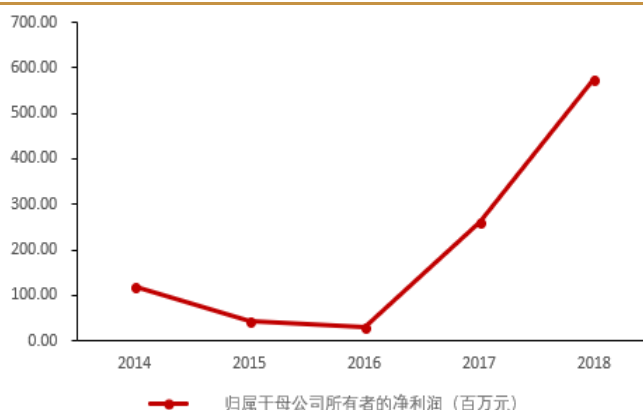
公司归母净利润在 2015 年达到最低值，2016、2017 年逐渐好转，稳步上升。而 2018 年上半年归母净利润创公司半年度归母净利润新高，达到 5.75 亿，全年业绩可期。

图 2：公司 2013-2017 年年报归母净利润



数据来源：WIND，西南证券整理

图 3：公司 2014-2018 年半年报归母净利润



数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：多因素助力，上半年业绩亮眼

公司上半年归母净利润创新高，主要原因有两个方面：

1) 公司于 1 月 4 日完成对大梁矿业 82.96% 股权的收购并在中报实现并表。会东大梁 2018 上半年给公司带来 2.58 亿净利润，极大地提升了公司业绩水平。

表 1：公司主要控股子公司情况

单位名称	与本公司关系	业务性质	持股比例 (%)	净资产 (万元)	营业收入总额 (万元)	净利润 (万元)
鑫源矿业	控股子公司	铅锌矿采选	76	100,370	18,671	3,102
玉龙铜业	控股子公司	铜矿采选冶	58	247,666	59,536	20,135
西矿香港	全资子公司	贸易	100	10,165	301,530	32
西部铜业	全资子公司	铜矿采选	100	348,967	76,846	23,927
西豫金属	控股子公司	铅冶炼	92.57	-53,564	86,221	-4,326
西部铜材	控股子公司	铜冶炼	98.18	-29,114	114,660	-735
西矿上海	全资子公司	贸易	100	5,154	689,763	-605
西矿财务	控股子公司	金融服务	60	278,445	16,468	11,076
会东大梁	控股子公司	铅锌矿采选	82.96	145,948	57,829	25,840

数据来源：公司 2018 年中报，西南证券整理

2) 量价齐升是公司 2018 上半年业绩大幅增长的另一个重要原因。产量方面，公司上半年主要产品实际生产情况小幅高于计划生产量，铅精矿、锌精矿与铜精矿计划完成率分别为 101%、102%、107%。价格方面，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 12%、17% 和 16%。

表 2：公司 2018 上半年生产情况

产品名称	单位	2018 年 1-6 月份生产计划	2018 年 1-6 月份实际完成	计划完成率
铅精矿	金属吨	28,095	28,349	101%
锌精矿	金属吨	73,601	74,758	102%
铜精矿	金属吨	23,464	25,217	107%

产品名称	单位	2018 年 1-6 月份生产计划	2018 年 1-6 月份实际完成	计划完成率
精矿含金	千克	85	92	108%
精矿含银	千克	61,368	59,119	96%
锌锭	吨	41,500	43,940	106%
电铅	吨	36,300	33,843	93%
电解铜	吨	27,365	27,923	102%

数据来源：公司2018 年中报，西南证券整理

公司上半年有净利润亏损的子公司及参股公司主要集中在冶炼板块。以铅冶炼为主要业务的子公司西豫金属、以铜冶炼为主要业务的子公司西部铜材以及公司参股公司西钢集团（以钢铁冶炼为主要业务）上半年净利润分别为-4326 万元、-735 万元、-1.09 亿元，按权益计算后净利润分别为-4004 万元、-721 万元、-4310 万元，对公司整体盈利情况影响有限。

表 3：冶炼板块近三年净利润情况

	2015 年净利润（万元）	2016 年净利润（万元）	2017 年净利润（万元）
西豫金属	-10,163	-432	-3,589
西部铜材	-10,481	-3,438	-1,362
西钢集团	-79,373	8,360	-16,262

数据来源：公司年报，西南证券整理

4 盈利预测

关键假设：

公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营，其中矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿等；冶炼板块主要产品有锌锭、粗铅、电铅、电解铜等；

假设 1：公司 2018-2020 年铜类产品收入增速为 13%、9%、9%；

假设 2：公司 2018-2020 年锌类产品产量与价格小幅增长，收入增速为 13%、7%、7%；

假设 3：铜 2018-2020 年价格温和小幅上涨。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
铜类产品	收入	16,830.7	19,018.7	20,730.4	22,596.1
	增速	-11.4%	13.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	5.9%	7.0%	7.5%	7.5%
锌类产品	收入	8,030.7	9,074.6	9,709.9	10,389.6
	增速	96.9%	13.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	9.1%	10.1%	10.5%	10.5%
铅类产品	收入	1,451.2	1,567.3	1,630.0	1,695.2

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	15.8%	8.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	54.2%	59.0%	59.0%	59.0%
铝类产品	收入	42.3	43.1	112.0	114.2
	增速	-96.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
阳极泥	收入	173.4	178.7	180.5	182.3
	增速	-2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	3.2%	3.0%	2.5%	2.5%
镍	收入	65.0	65.6	112.0	113.1
	增速	-92.6%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
其他产品	收入	585.45	614.7	112.0	117.6
	增速	-42.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	32.6%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	收入	198.53	208.5	112.0	117.6
	增速	45.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	6.1%	7.0%	8.0%	9.0%
合计	收入	27,377.3	29,905.0	32,362.8	34,976.3
	增速	-1.4%	9.2%	8.2%	8.1%
	毛利率	9.9%	10.6%	10.9%	10.8%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 299.1 亿元、323.6 亿元和 349.8 亿元，归母净利润分别为 7.5 亿元、9.4 亿元和 10.8 亿元，EPS 分别为 0.32 元、0.39 元和 0.45 元，对应 PE 分别为 21 倍、17 倍和 15 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601899.SH	紫金矿业	3.55	0.23	0.28	0.35	15.48	12.58	10.09
600362.SH	江西铜业	15.31	0.92	1.08	1.20	16.70	14.12	12.73
000630.SZ	铜陵有色	2.21	0.10	0.12	0.14	22.08	18.37	15.42
600490.SH	鹏欣资源	8.67	0.28	0.42	0.52	31.22	20.56	16.65
平均值						21.37	16.41	13.72
601168.SZ	西部矿业	6.59	0.32	0.39	0.45	21	17	15

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	27377.29	29905.04	32362.79	34976.34	净利润	252.78	729.68	906.95	1044.79
营业成本	24656.92	26727.11	28822.24	31185.98	折旧与摊销	610.37	773.57	773.57	773.57
营业税金及附加	285.62	218.06	260.39	241.34	财务费用	383.33	707.69	660.26	637.97
销售费用	72.62	86.88	91.45	98.75	资产减值损失	740.04	100.00	100.00	100.00
管理费用	566.66	602.82	658.19	709.24	经营营运资本变动	-149.53	-175.21	102.73	32.82
财务费用	383.33	707.69	660.26	637.97	其他	-405.48	-124.14	-50.29	-50.67
资产减值损失	740.04	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1431.51	2011.59	2493.21	2538.48
投资收益	-167.34	-50.00	-50.00	-50.00	资本支出	-929.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-57.56	20.00	20.00	20.00	其他	-879.27	438.00	-30.00	-30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1808.50	438.00	-30.00	-30.00
营业利润	440.26	1432.48	1740.25	1973.05	短期借款	-849.91	-1867.06	-1406.70	-169.64
其他非经营损益	-15.36	-2.00	-2.00	-2.00	长期借款	1858.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	424.90	1430.48	1738.25	1971.05	股权融资	-79.44	0.00	0.00	0.00
所得税	172.12	700.80	831.29	926.26	支付股利	-119.15	-52.13	-150.48	-187.04
净利润	252.78	729.68	906.95	1044.79	其他	-1328.62	-1908.55	-660.26	-637.97
少数股东损益	-7.87	-22.71	-28.23	-32.52	筹资活动现金流净额	-518.59	-3827.75	-2217.44	-994.65
归属母公司股东净利润	260.65	752.39	935.18	1077.30	现金流量净额	-907.99	-1378.15	245.77	1513.82
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4368.66	2990.50	3236.28	4750.10	成长能力				
应收和预付款项	759.07	981.90	1032.95	1102.66	销售收入增长率	-1.44%	9.23%	8.22%	8.08%
存货	1876.41	2022.63	2191.64	2374.27	营业利润增长率	97.94%	225.37%	21.48%	13.38%
其他流动资产	4520.85	4417.79	4772.62	5149.94	净利润增长率	148.99%	188.66%	24.29%	15.20%
长期股权投资	4623.26	4623.26	4623.26	4623.26	EBITDA 增长率	58.53%	103.20%	8.93%	6.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12109.36	11553.70	10998.04	10442.38	毛利率	9.94%	10.63%	10.94%	10.84%
无形资产和开发支出	1619.26	1401.35	1183.45	965.54	三费率	3.74%	4.67%	4.36%	4.13%
其他非流动资产	2419.84	2419.84	2419.84	2419.84	净利率	0.92%	2.44%	2.80%	2.99%
资产总计	32296.70	30410.97	30458.06	31827.99	ROE	1.97%	5.46%	6.42%	6.98%
短期借款	3443.41	1576.34	169.64	0.00	ROA	0.78%	2.40%	2.98%	3.28%
应付和预收款项	3043.43	3185.73	3516.34	3784.43	ROIC	3.32%	7.50%	8.89%	10.27%
长期借款	4620.53	4620.53	4620.53	4620.53	EBITDA/销售收入	5.24%	9.74%	9.81%	9.68%
其他负债	8334.81	7666.15	8032.86	8446.58	营运能力				
负债合计	19442.17	17048.75	16339.37	16851.54	总资产周转率	0.85	0.95	1.06	1.12
股本	2383.00	2453.00	2453.00	2453.00	固定资产周转率	3.68	4.05	4.74	5.57
资本公积	5312.11	5292.11	5292.11	5292.11	应收账款周转率	491.42	370.47	410.39	407.21
留存收益	3587.24	4237.50	5022.20	5912.47	存货周转率	15.36	13.41	13.37	13.39
归属母公司股东权益	11452.21	11982.61	12767.31	13657.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.43%	—	—	—
少数股东权益	1402.32	1379.61	1351.38	1318.87	资本结构				
股东权益合计	12854.53	13362.22	14118.69	14976.45	资产负债率	60.20%	56.06%	53.65%	52.95%
负债和股东权益合计	32296.70	30410.97	30458.06	31827.99	带息债务/总负债	51.73%	48.05%	41.52%	39.25%
					流动比率	0.97	1.10	1.29	1.45
					速动比率	0.82	0.89	1.04	1.19
					股利支付率	45.71%	6.93%	16.09%	17.36%
					每股指标				
					每股收益	0.11	0.32	0.39	0.45
					每股净资产	5.39	5.61	5.92	6.28
					每股经营现金	0.60	0.84	1.05	1.07
					每股股利	0.05	0.02	0.06	0.08
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1433.96	2913.74	3174.08	3384.59					
PE	60.25	20.87	16.79	14.58					
PB	1.22	1.18	1.11	1.05					
PS	0.57	0.53	0.49	0.45					
EV/EBITDA	13.88	6.47	5.42	4.58					
股息率	0.76%	0.33%	0.96%	1.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn