

证券研究报告

公司研究——中报点评

西部矿业 (601168.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.08.02

范海波 CFA, 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaibo@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

王佐玉 研究助理

联系电话: +86 10 83326723

邮箱: wangzuoyu@cindasc.com

相关研究

《业绩大幅提升 资源储备保障业绩进一步增厚》
18.03

《矿山板块经营稳定 业绩提升符合预期》18.08

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

营收稳定增长, 资源储量有望进一步丰富

2019年08月13日

事件: 2019年8月10日, 西部矿业发布2019年中报, 2019年上半年公司实现营业收入150.11亿元, 同比增长4.47%; 实现归属母公司股东净利润5.88亿元, 同比增长2.16%。基本每股收益0.25元, 同比增长4.17%。

点评:

- **营收稳定增长, 多产品产量按计划完成。** 2019年上半年公司实现营业收入150.11亿元, 同比增长4.47%。主要原因系各产品价格降幅不大, 且公司大部分产品产量按计划完成。其中, 铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、精矿含银、锌锭少量超量完成计划; 精矿含金完成了计划产量的148%, 增幅较大; 电铅、电解铜完成了计划产量的90%。电铅及电解铜未完成计划的原因系生产系统运行不稳定。上半年公司实现归属于母公司股东净利润5.88亿元, 同比增长2.16%, 增幅小于营收增幅的原因系销售费用及财务费用增幅较大。其中, 销售费用同比增长了31.4%, 原因是采选冶板块产销量较上年同期增加; 财务费用大幅增长84.72%, 原因是上期末十万吨阴极铜项目转固, 公司带息负债较上年同期增加。
- **资源储量及产能丰富, 发展后劲十足。** 公司矿山资源储量丰富, 截至2018年12月31日, 公司金属保有资源储量(金属量, 非权益储量)为铅181.20万吨, 锌338.19万吨, 铜661.82万吨, 钼36.22万吨, 五氧化二钒58.96万吨, 银2,624.58吨, 金15.09吨。截至2019年中报, 在采选冶板块, 公司矿石处理能力为锡铁山矿132万吨/年、呷村银多金属矿80万吨/年、获各琦铜矿300万吨/年、双利铁矿300万吨/年、肃北七角井钒铁矿250万吨/年、毫米白山泉铁矿140万吨/年。在冶炼板块, 公司拥有电铅10万吨/年、电解铜16万吨/年、锌锭10万吨/年的产能。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。2019年8月10日, 公司发布公告, 拟收购控股股东东西矿集团持有的新疆瑞伦80%的股权, 资源储量有望实现进一步丰富。
- **价格疲软, 龙头企业发展优势更加明显。** 2019年, 中国经济发展延续新常态, 整个工业企业进入去库存周期, 汽车、家电等下游行业需求增速下降。随着上游资源领域部分改建扩建项目陆续投产, 以及中游冶炼环节环保压力减轻, 供给端对市场向上的支撑略弱于2018年。有色金属价格在较多不利因素影响下, 上半年表现疲软。综合来看, 2019年, 全球矿业市场形势较2018年有所恶化。随着能耗、环保技术改造, 未来的产品结构将逐步向更高的附加值转变, 龙头企业发展优势会更加显著。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2019-2021年摊薄每股收益分别为0.28元、0.29元、0.31元。按照最新收盘价计算, 对应PE分别为21、20、19倍。鉴于公司矿山板块经营状况稳定, 生产计划基本完成, 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。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	27,377.29	28,712.50	29,671.88	30,599.92	31,364.92
增长率 YoY %	-1.44%	4.88%	3.34%	3.13%	2.50%
归属母公司净利润(百万元)	260.65	-2,063.09	674.00	700.77	742.06
增长率 YoY%	161.17%	-891.53%	-132.67%	3.97%	5.89%
毛利率%	9.94%	11.94%	10.88%	10.52%	10.43%
净资产收益率 ROE%	2.27%	-20.40%	7.39%	7.15%	7.05%
EPS(摊薄)(元)	0.11	-0.87	0.28	0.29	0.31
市盈率 P/E(倍)	53	-7	21	20	19
市净率 P/B(倍)	1.21	1.58	1.47	1.37	1.28

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年08月13日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,524.99	13,984.66	13,560.02	12,909.51	11,918.81
货币资金	4,368.66	5,095.84	4,461.31	3,640.71	2,520.40
应收票据	60.37	79.03	81.67	84.22	86.33
应收账款	65.25	52.45	54.20	55.90	57.30
预付账款	285.70	262.48	274.53	284.25	291.65
存货	1,876.41	4,213.73	4,407.18	4,563.29	4,682.01
其他	4,868.60	4,281.13	4,281.13	4,281.13	4,281.13
非流动资产	20,771.71	25,526.73	26,653.23	28,010.85	29,724.24
长期股权投资	4,623.26	937.51	937.51	937.51	937.51
固定资产(合计)	7,666.09	12,881.12	15,508.11	18,766.14	20,563.32
无形资产	1,603.55	5,221.79	5,016.51	4,799.43	4,580.78
其他	6,878.82	6,486.30	5,191.10	3,507.77	3,642.63
资产总计	32,296.70	39,511.39	40,213.25	40,920.36	41,643.05
流动负债	11,833.51	18,737.14	18,846.42	18,937.42	19,007.70
短期借款	3,443.41	8,709.23	8,709.23	8,709.23	8,709.23
应付票据	1,779.69	890.13	931.00	963.98	989.05
应付账款	536.80	1,109.02	1,159.94	1,201.03	1,232.27
其他	6,073.62	8,028.75	8,046.25	8,063.18	8,077.14
非流动负债	7,608.66	9,374.77	9,374.77	9,374.77	9,374.77
长期借款	4,620.53	4,480.00	4,480.00	4,480.00	4,480.00
其他	2,988.13	4,894.77	4,894.77	4,894.77	4,894.77
负债合计	19,442.17	28,111.90	28,221.19	28,312.19	28,382.46
少数股东权益	1,402.32	2,620.54	2,539.11	2,454.45	2,364.81
归属母公司股东权益	11,452.21	8,778.95	9,452.95	10,153.72	10,895.77
负债和股东权益	32,296.70	39,511.39	40,213.25	40,920.36	41,643.05

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	27,377.29	28,712.50	29,671.88	30,599.92	31,364.92
同比(%)	-1.44%	4.88%	3.34%	3.13%	2.50%
归属母公司净利润	260.65	-2,063.09	674.00	700.77	742.06
同比(%)	161.17%	-891.53%	-132.67%	3.97%	5.89%
毛利率(%)	9.94%	11.94%	10.88%	10.52%	10.43%
ROE%	2.27%	-20.40%	7.39%	7.15%	7.05%
EPS(摊薄)(元)	0.11	-0.87	0.28	0.29	0.31
P/E	53	-7	21	20	19
P/B	1.21	1.58	1.47	1.37	1.28
EV/EBITDA	17.66	-66.48	10.99	10.38	9.89

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	27,377.29	28,712.50	29,671.88	30,599.92	31,364.92
营业成本	24,656.92	25,282.81	26,443.50	27,380.22	28,092.50
营业税金及附加	285.62	358.30	370.27	381.85	391.40
销售费用	72.62	135.81	140.35	144.74	148.35
管理费用	566.66	641.04	682.45	703.80	721.39
研发费用	0.00	31.60	32.66	33.68	34.52
财务费用	383.33	662.33	814.66	838.66	839.67
减值损失合计	740.04	2,767.80	75.38	51.81	49.96
投资净收益	-167.34	-930.17	-49.80	0.30	0.30
其他	-64.50	87.32	20.00	20.00	20.00
营业利润	440.26	-2,010.05	1,082.81	1,085.46	1,107.41
营业外收支	-15.36	73.23	-5.40	-4.56	-1.64
利润总额	424.90	-1,936.82	1,077.42	1,080.89	1,105.78
所得税	172.12	-122.97	484.84	464.78	453.37
净利润	252.78	-1,813.85	592.58	616.11	652.41
少数股东损益	-7.87	249.24	-81.43	-84.66	-89.65
归属母公司净利润	260.65	-2,063.09	674.00	700.77	742.06
EBITDA	1,414.60	-496.40	3,003.63	3,179.26	3,335.71
EPS(当年)(元)	0.11	-0.87	0.28	0.29	0.31

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,431.51	585.41	2,440.36	2,620.75	2,814.35
净利润	252.78	-1,813.85	592.58	616.11	652.41
折旧摊销	610.37	781.97	1,002.96	1,155.39	1,296.82
财务费用	379.33	658.45	923.25	942.99	933.12
投资损失	167.34	930.17	49.80	-0.30	-0.30
营运资金变动	-768.87	-2,337.76	-175.99	-130.91	-109.29
其它	790.56	2,366.43	47.76	37.48	41.60
投资活动现金流	-1,808.50	-4,941.21	-2,151.65	-2,498.36	-3,001.55
资本支出	-1,320.11	-3,826.81	-2,101.85	-2,498.66	-3,001.85
长期投资	101.66	-538.61	-49.80	0.30	0.30
其他	-590.05	-575.79	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-518.59	3,952.02	-923.25	-942.99	-933.12
吸收投资	165.00	170.50	0.00	0.00	0.00
借款	-54.38	4,932.06	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	629.21	1,017.97	923.25	942.99	933.12
现金流净增加额	-907.99	-389.63	-634.53	-820.60	-1,120.31

研究团队简介

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，有色金属/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 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，2019 年开始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	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。