

2019年12月25日

西部矿业 (601168.SH)

## 西部铜矿之星冉冉升起

■国内西部地区大型资源型国企，铜、铅、锌业务三足鼎立。公司主营铅、锌、铜、铁等金属的采选、冶炼、贸易等业务。2018年公司主营收入287亿元，其中铜、锌、铅类产品占比分别为62.46%、25.19%、5.45%；2018年公司实现毛利34.3亿元，其中铜、锌、铅类产品占比分别为31.3%、36.26%、21.22%。

■深耕西部地区优质资源，资源储量丰富。据公司公告，公司目前控制的主力矿山锡铁山铅锌矿采选规模150万吨/年，是中国年选矿量最大的铅锌矿之一。获各琦铜矿采选规模270万吨/年，是中国储量第六大的铜矿；西藏玉龙铜矿采选规模230万吨，是我国最大的单体铜矿。截至2018年底，公司总计拥有有色金属矿产保有资源储量为铅181.20万吨，锌338.19万吨，铜661.82万吨，钼36.22万吨，铁29,452.47万吨，银2,624.58吨，金15.09吨，未来仍有进一步增储潜力。

■主要矿种产量平稳，冶炼产能有所扩张，主业盈利能力稳定。第一，公司目前具有铜、铅、锌精矿产能约5万吨、6万吨、13万吨，产量较为平稳。据公司公告，矿产铜方面，2016~2018年铜精矿产量4.34万吨、4.97万吨、4.70万吨，其中获各琦铜矿平均品位0.99%，矿石处理量270万吨/年，年均贡献约3万吨；公司玉龙铜矿一期于2005年开始建设，于2016年9月竣工验收，玉龙一期平均品位0.69%，矿石处理量230万吨/年，年均贡献约2.5万吨；目前2期正在建设，投产后公司铜矿产量将继续提升。矿产铅锌方面，2016~2018年锌精矿产量为6.69万吨、7.91万吨、13.37万吨，铅精矿产量为4.45万吨、5.50万吨、5.46万吨。2018年锌精矿产量大幅提升，主要系并入成熟矿山会东大梁铅锌矿，该矿山铅锌品位10.65%，具有66万吨/年采选规模。

第二，公司目前具有电解铜、电解锌、电解铅产能16万吨、10万吨、10万吨，冶炼产能有所扩张。据公司公告，电解铜方面，截至2018年末，公司电解铜产能由原来6万吨扩张至16万吨，主要系新建的青海铜业10万吨阴极铜生产线于2018年9月投入试生产。2016~2018年产量分别为4.64万吨、5.98万吨、7.97万吨。电解锌方面。截至2018年末，公司电解锌产能由原来6万吨/年提升至10万吨/年，2016~2018年产量分别为4.26万吨、5.69万吨和9.05万吨。2016年，公司关停了不符合最新环保政策的6万吨电解锌产能，同时最新的10万吨产能开始生产，2017~2018年产能利用逐渐提升。电解铅方面，截至2018年末，公司电解铅产能由原来5.5万吨/年提升至10万吨/年，2016~2018年产量分别为0万吨、4.26万吨和7.44万吨，2016年产量为零主要系2015年上半年市场行情低迷，加工利润空间缩减，公司对原有产能进行了升级改造，改造工程于2016年底完成，完成后公司形成了10万吨电解铅生产能力。

■玉龙铜矿二期预计2020年10月建成投产，达产后公司铜矿权益产量将从3.72万吨增至10.04万吨，大幅增长170%。据公司公告，玉龙二期设计选矿量1800万吨/年，预计每年生产铜金属量10万吨、钼5800吨。目前玉龙铜矿二期改扩建工程所有审批手续已全部完成，据公司披露，该项目建设顺利，预计2020年10月建成投产，比原计划提前3个月，达产后玉龙矿山铜精矿金属产量可达13万吨，将成为西部矿业最大的盈利矿山。目前公司持玉龙铜矿58%权益，达产后，公司权益产量有望从原有1.22万吨提升至7.54万吨。考虑到获各琦铜矿2.5万吨产量（100%权益），公司整体铜矿权益产量有望从原有3.72万吨提升至10.04万吨，权益产量有望提升170%。

■2019~2021年全球铜矿供给整体偏紧，考虑到目前成本支撑扎实，库存消费比处于历史极低位置，需求边际回暖，铜价有望迎来显著反弹。我们的测算表明，2019~2021年全球铜供需平衡分别为10.8万吨、-10.2万吨、16.2万吨，整体呈现紧

## 公司快报

证券研究报告

稀有金属

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：8元  
股价(2019-12-24) 5.80元

### 交易数据

总市值(百万元)	13,821.40
流通市值(百万元)	13,821.40
总股本(百万股)	2,383.00
流通股本(百万股)	2,383.00
12个月价格区间	5.27/7.16元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.23	1.39	-21.71
绝对收益	7.61	1.58	-3.17

齐丁 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450513090001  
qiding@essence.com.cn  
010-83321063

黄孚 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450518090001  
huangfu@essence.com.cn

王政 报告联系人  
wangzheng1@essence.com.cn

王建润 报告联系人  
wangjr@essence.com.cn  
010-83321037

### 相关报告

平衡态势，尤其是2019~2020年，铜供需缺口继续扩大。当前铜价已跌至全球边际成本曲线90分位线，成本支撑扎实；全球铜交易所库存消费比已降至历史极低位置，国内保税区和社会库存降至近四年来低点，铜价对供需边际变化敏感性已系统性增强。在此基础上，鉴于目前全球央行货币宽松大势所趋，中美贸易协议阶段性达成，国内外逆周期宽松政策逐步落地，对短期经济恐慌和衰退担忧存在实质性缓解，再叠加明年春季补库，铜价有望迎来显著反弹。

■ **投资建议：给予“买入-A”评级，6个月目标价8元。**我们的测算表明，2019~2021年，在铜价4.8万/吨、5.2万/吨、5.2万/吨；铅价1.6万/吨、1.6万/吨、1.6万/吨；锌价2万/吨、1.8万/吨、1.8万/吨的假设下，公司有望实现归母净利润10.7亿、11.0亿、15.7亿，对应EPS分别为0.45元、0.46元、0.66元。目前公司2019年动态PE不到13x，远低于目前A股铜、铅锌铜业公司接近20x左右的水平，且PB1.41x也处于历史极低水平；考虑到随着玉龙铜矿二期的逐渐达产，2020-2021年公司主业将逐步由铅锌转变为以铜为主，公司权益铜产量将迎来170%的高速增长，再加上前期公司减值压力已大幅释放，业绩有望迎来显著回升，估值中枢有望系统性抬升。给予公司“买入-A”评级，6个月目标价8元，相当于2020年动态市盈率17.4x。

■ **风险提示：**1) 全球经济增速低于预期；2) 全球铜矿产量超预期，铜供给扰动率低于预期；3) 公司产品产量不及预期，矿山后续注入不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	27,377.3	28,712.5	26,782.6	26,150.3	26,746.0
净利润	260.6	-2,063.1	1,070.0	1,100.6	1,577.7
每股收益(元)	0.11	-0.87	0.45	0.46	0.66
每股净资产(元)	4.81	3.68	4.21	4.67	5.34

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	53.0	-6.7	12.9	12.6	8.8
市净率(倍)	1.2	1.6	1.4	1.2	1.1
净利润率	1.0%	-7.2%	4.0%	4.2%	5.9%
净资产收益率	2.0%	-15.9%	9.4%	8.8%	11.2%
股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
ROIC	2.9%	-7.6%	6.3%	7.2%	9.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	27,377.3	28,712.5	26,782.6	26,150.3	26,746.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	24,656.9	25,282.8	22,850.5	22,433.4	22,497.1	营业收入增长率	-1.4%	4.9%	-6.7%	-2.4%	2.3%
营业税费	285.6	358.3	388.3	340.0	347.7	营业利润增长率	97.9%	-556.6%	-184.4%	-0.8%	31.1%
销售费用	72.6	135.8	133.9	133.4	133.7	净利润增长率	161.2%	-891.5%	-151.9%	2.9%	43.3%
管理费用	566.7	641.0	618.7	601.5	615.2	EBITDA 增长率	60.6%	-143.9%	-631.7%	-1.2%	15.5%
财务费用	383.3	662.3	80.3	78.5	80.2	EBIT 增长率	67.9%	-266.0%	-292.6%	-1.5%	19.5%
资产减值损失	740.0	2,767.8	30.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	141.3%	-357.6%	-212.4%	-0.6%	30.7%
加:公允价值变动收益	-57.6	25.1	2.0	2.0	2.0	投资资本增长率	-3.4%	35.5%	-12.6%	-0.5%	3.9%
投资和汇兑收益	-167.3	-930.2	-108.8	-	-	净资产增长率	-2.4%	-11.3%	28.1%	9.7%	12.6%
<b>营业利润</b>	440.3	-2,010.1	1,696.9	1,683.6	2,207.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-15.4	73.2	20.1	80.2	320.9	毛利率	9.9%	11.9%	14.7%	14.2%	15.9%
<b>利润总额</b>	424.9	-1,936.8	1,717.0	1,763.8	2,528.3	营业利润率	1.6%	-7.0%	6.3%	6.4%	8.3%
减:所得税	172.1	-123.0	343.4	352.8	505.7	净利润率	1.0%	-7.2%	4.0%	4.2%	5.9%
<b>净利润</b>	260.6	-2,063.1	1,070.0	1,100.6	1,577.7	EBITDA/营业收入	5.2%	-2.2%	12.5%	12.6%	14.2%
						EBIT/营业收入	3.0%	-4.8%	9.9%	10.0%	11.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	98	129	188	215	225
货币资金	4,368.7	5,095.8	10,622.3	12,703.0	13,810.5	流动营业资本周转天数	-10	8	7	-22	-28
交易性金融资产	100.3	5.3	1,082.6	1,082.6	1,082.6	流动资产周转天数	156	160	215	254	262
应收账款	413.0	322.3	830.3	810.7	829.1	应收帐款周转天数	7	5	8	11	11
应收票据	60.4	79.0	237.3	235.4	240.7	存货周转天数	21	38	53	50	48
预付帐款	285.7	262.5	457.0	448.7	449.9	总资产周转天数	424	450	575	647	660
存货	1,876.4	4,213.7	3,656.1	3,589.3	3,599.5	投资资本周转天数	222	245	283	270	268
其他流动资产	4,420.5	4,006.0	1,079.2	18.0	18.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	1,122.7	467.9	-	-	-	ROE	2.0%	-15.9%	9.4%	8.8%	11.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	-4.6%	3.0%	2.9%	4.0%
长期股权投资	4,623.3	937.5	953.6	953.6	953.6	ROIC	2.9%	-7.6%	6.3%	7.2%	9.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	7,666.1	12,881.1	15,078.4	16,195.7	17,233.0	销售费用率	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	4,443.3	3,597.0	4,512.3	4,512.3	4,512.3	管理费用率	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
无形资产	1,603.5	5,221.8	5,454.6	5,320.8	5,187.1	财务费用率	1.4%	2.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	3.7%	5.0%	3.1%	3.1%	3.1%
<b>资产总额</b>	32,296.7	39,511.4	46,016.7	47,939.2	50,130.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	3,443.4	8,709.2	8,415.4	9,000.0	9,000.0	资产负债率	60.2%	71.1%	60.8%	59.5%	57.1%
应付帐款	1,621.6	2,632.2	1,462.4	1,435.7	1,439.8	负债权益比	151.2%	246.6%	192.1%	178.2%	158.4%
应付票据	1,779.7	890.1	2,742.1	2,692.0	2,699.7	流动比率	0.97	0.75	1.14	1.17	1.23
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.82	0.52	0.91	0.94	1.01
长期借款	4,620.5	4,480.0	6,385.2	6,385.2	6,385.2	利息保障倍数	2.17	-2.08	33.04	33.32	38.94
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	19,442.2	28,111.9	28,040.5	28,535.8	28,559.4	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	1,402.3	2,620.5	4,558.9	4,869.3	5,314.3	分红比率	91.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0	股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	8,899.3	6,197.4	7,431.2	8,531.9	10,109.5						
<b>股东权益</b>	12,854.5	11,399.5	14,598.2	16,009.3	18,032.0						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	252.8	-1,813.9	1,070.0	1,100.6	1,577.7	EPS(元)	0.11	-0.87	0.45	0.46	0.66
加:折旧和摊销	610.4	782.0	682.9	682.9	682.9	BVPS(元)	4.81	3.68	4.21	4.67	5.34
资产减值准备	740.0	2,767.8	30.0	30.0	30.0	PE(X)	53.0	-6.7	12.9	12.6	8.8
公允价值变动损失	57.6	-25.1	2.0	2.0	2.0	PB(X)	1.2	1.6	1.4	1.2	1.1
财务费用	379.3	658.4	80.3	78.5	80.2	P/FCF	25.0	218.7	66.6	7.8	20.9
投资损失	167.3	930.2	105.8	-	-	P/S	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
少数股东损益	-7.9	249.2	303.6	310.4	445.0	EV/EBITDA	17.3	-43.9	7.0	6.7	5.6
营运资金的变动	-785.6	-1,828.4	2,728.4	1,068.5	-11.7	CAGR(%)	77.4%	-203.7%	138.3%	77.4%	-203.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,431.5	585.4	5,003.0	3,272.9	2,806.1	PEG	0.7	0.0	0.1	0.2	-0.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,808.5	-4,941.2	-212.3	-18.3	-147.0	ROIC/WACC	0.4	-0.9	0.8	0.9	1.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	-518.6	3,952.0	-7,744.0	-3,305.2	-	REP	4.2	-1.3	1.5	1.3	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

齐丁、黄孚声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034