

2020年02月13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-9.8、-36.4、-18.4万吨，整体呈现紧平衡态势，

公司快报

证券研究报告

稀有金属

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：8.6元

股价(2020-02-12) 6.25元

交易数据

总市值(百万元)	14,893.75
流通市值(百万元)	14,893.75
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	-2.6	15.54	0.3
绝对收益	-7.95	15.96	9.84

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

西部矿业: 西部铜矿之星
冉冉升起/齐丁 2019-12-25

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 8.6 元。**我们的测算表明，2019~2021 年，在铜价 4.75 万/吨、5 万/吨、5.0 万/吨；铅价 1.6 万/吨、1.6 万/吨、1.6 万/吨；锌价 2 万/吨、1.7 万/吨、1.7 万/吨的假设下，公司有望实现归母净利润 10.6 亿、10.2 亿、15.2 亿，对应 EPS 分别为 0.44 元、0.43 元、0.64 元。目前公司 2020 年动态 PE 不到 14x，远低于目前 A 股铜、铅锌铜业公司接近 20x 左右的水平，且 PB1.54x 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 8.6 元，相当于 2020 年动态市盈率 20x。

■ **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	28,579.9	28,603.5	28,942.3
净利润	260.6	-2,063.1	1,055.2	1,024.1	1,523.7
每股收益(元)	0.11	-0.87	0.44	0.43	0.64
每股净资产(元)	4.81	3.68	4.21	4.64	5.28

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	57.1	-7.2	14.1	14.5	9.8
市净率(倍)	1.3	1.7	1.5	1.3	1.2
净利润率	1.0%	-7.2%	3.7%	3.6%	5.3%
净资产收益率	2.0%	-15.9%	9.3%	8.7%	13.1%
股息收益率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	
ROIC	2.9%	-7.6%	6.2%	7.2%	12.2%

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
营业收入	27,377.3	28,712.5	28,579.9	28,603.5	28,942.3	成长性					
减:营业成本	24,656.9	25,282.8	24,864.3	25,044.6	24,802.0	营业收入增长率	-1.4%	4.9%	-0.5%	0.1%	1.2%
营业税费	285.6	358.3	354.4	354.7	361.8	营业利润增长率	97.9%	-556.6%	-181.1%	-8.7%	31.1%
销售费用	72.6	135.8	122.9	123.0	130.2	净利润增长率	161.2%	-891.5%	-151.1%	-2.9%	48.8%
管理费用	566.7	641.0	571.6	572.1	578.8	EBITDA 增长率	60.6%	-143.9%	-611.8%	-1.5%	17.7%
财务费用	383.3	662.3	65.7	62.9	66.6	EBIT 增长率	67.9%	-266.0%	-283.5%	-1.9%	22.6%
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%	-209.9%	2.0%	68.4%
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%	-12.5%	-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%	27.9%	9.1%	12.8%
营业利润	440.3	-2,010.1	1,629.7	1,487.9	1,950.0	利润率					
加:营业外净收支	-15.4	73.2	20.1	20.1	20.1	毛利率	9.9%	11.9%	13.0%	12.4%	14.3%
利润总额	424.9	-1,936.8	1,649.8	1,507.9	1,970.0	营业利润率	1.6%	-7.0%	5.7%	5.2%	6.7%
减:所得税	172.1	-123.0	297.0	271.4	354.6	净利润率	1.0%	-7.2%	3.7%	3.6%	5.3%
净利润	260.6	-2,063.1	1,055.2	1,024.1	1,523.7	EBITDA/营业收入	5.2%	-2.2%	11.2%	11.1%	12.9%
						EBIT/营业收入	3.0%	-4.8%	8.9%	8.7%	10.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	98	129	176	197	208
货币资金	4,368.7	5,095.8	10,573.9	13,554.0	15,682.9	流动营业资本周转天数	-10	8	6	-19	-26
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	204	243	266
应收账款	413.0	322.3	886.0	886.7	897.2	应收帐款周转天数	7	5	8	11	11
应收票据	60.4	79.0	253.2	257.4	260.5	存货周转天数	21	38	52	50	50
预付帐款	285.7	262.5	497.3	500.9	496.0	总资产周转天数	424	450	541	603	634
存货	1,876.4	4,213.7	3,978.3	4,007.1	3,968.3	投资资本周转天数	222	245	265	247	248
其他流动资产	4,420.5	4,006.0	1,079.2	18.0	18.0	投资回报率					
可供出售金融资产	1,122.7	467.9	-	-	-	ROE	2.0%	-15.9%	9.3%	8.7%	13.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	-4.6%	2.9%	2.8%	4.5%
长期股权投资	4,623.3	937.5	953.6	953.6	953.6	ROIC	2.9%	-7.6%	6.2%	7.2%	12.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
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%	0.4%	0.4%	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%	2.0%	2.0%	2.0%
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%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	3.7%	5.0%	2.7%	2.7%	2.7%
资产总额	32,296.7	39,511.4	46,402.4	49,358.4	52,505.7	偿债能力					
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%	61.2%	60.8%	59.2%
应付帐款	1,621.6	2,632.2	1,591.3	1,602.9	1,587.3	负债权益比	151.2%	246.6%	195.1%	189.1%	173.0%
应付票据	1,779.7	890.1	2,983.7	3,005.4	2,976.2	流动比率	0.97	0.75	1.14	1.21	1.34
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.82	0.52	0.89	0.97	1.10
长期借款	4,620.5	4,480.0	6,385.2	7,385.2	8,385.2	利息保障倍数	2.17	-2.08	38.49	39.43	45.69
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	19,442.2	28,111.9	28,447.0	30,065.3	31,027.5	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	1,402.3	2,620.5	4,552.9	4,850.3	5,366.8	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	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	8,899.3	6,197.4	7,416.4	8,440.5	9,964.2						
股东权益	12,854.5	11,399.5	14,577.4	15,898.9	17,939.1						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.11	-0.87	0.44	0.43	0.64
净利润	252.8	-1,813.9	1,055.2	1,024.1	1,523.7	BVPS(元)	4.81	3.68	4.21	4.64	5.28
加:折旧和摊销	610.4	782.0	682.9	682.9	682.9	PE(X)	57.1	-7.2	14.1	14.5	9.8
资产减值准备	740.0	2,767.8	30.0	30.0	30.0	PB(X)	1.3	1.7	1.5	1.3	1.2
公允价值变动损失	57.6	-25.1	2.0	2.0	2.0	P/FCF	27.0	235.7	90.3	5.6	9.2
财务费用	379.3	658.4	65.7	62.9	66.6	P/S	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
投资损失	167.3	930.2	105.8	-	-	EV/EBITDA	17.3	-43.9	7.6	7.4	6.1
少数股东损益	-7.9	249.2	297.6	358.9	824.1	CAGR(%)	76.2%	-209.0%	137.1%	76.2%	-209.0%
营运资金的变动	-785.6	-1,828.4	2,700.7	1,057.5	-7.7	PEG	0.7	0.0	0.1	0.2	-0.0
经营活动产生现金流量	1,431.5	585.4	4,940.0	3,218.3	3,121.5	ROIC/WACC	0.4	-0.9	0.8	0.9	1.5
投资活动产生现金流量	-1,808.5	-4,941.2	-212.3	-18.3	-147.0	REP	4.2	-1.3	1.6	1.3	0.7
融资活动产生现金流量	-518.6	3,952.0	-7,537.2	-3,198.1	-						