



2020-10-13

公司深度报告

买入/维持

西部矿业(601168)

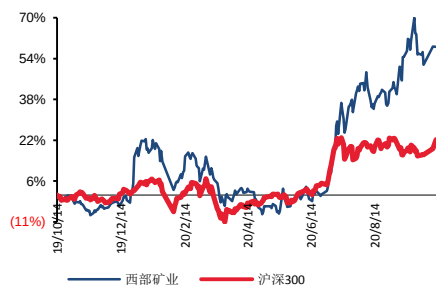
目标价: 12.09

昨收盘: 8.94

材料 材料 II

西部矿业深度报告：西部资源巨头进入业绩转折期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,383/2,383
总市值/流通(百万元)	21,304/21,304
12 个月最高/最低(元)	9.59/5.27

相关研究报告:

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

报告摘要

■ 西部深具优势的大型铜铅锌资源开发企业

公司分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营,目前已发展成为国内领先、中国西部地区最具竞争力的铜铅锌资源开发企业。公司收入主要来自贸易和选冶,毛利则超九成来自于选冶。

■ 采选板块: 玉龙二期投产, 权益产能翻倍

公司下属玉龙铜矿拥有资源可观,在国内资源储量仅次于未投产的驱龙铜矿。玉龙二期预计 2020 年底投产。届时公司铜矿总产能将达到 16 万吨,权益产能达到 10.54 万吨,相较于原先产能规模分别增加 167%和 122%。

在铜精矿 4 万元/吨、玉龙铜业净利率 30%的假设条件下,我们预计玉龙二期达产后,公司将有约 7 亿元左右的归母净利润提升。按照玉龙二期新增 10 万吨铜产量计算,铜精矿每上涨 10000 元/吨,则公司归母净利润将大概增厚 1.74 亿元,相对可观。

在当前全球流动性宽松、经济边际复苏、美元趋势性走弱的环境下,铜价向上空间仍然充足。

■ 其他板块: 冶炼减亏, 贸易平稳, 金融扩张

冶炼通过技改升级,产量或逐步小幅攀升,能有效减亏;贸易业绩规模已逐年降低,且毛利率稳中有升;金融业务则处于持续扩张阶段,毛利率远高于其他业务。

■ 业绩预测、投资建议及风险提示

业绩预测: 我们预计公司 2020-2022 年将实现归母净利润分别为 8.51、14.60、16.50 亿元,对应 EPS 分别为 0.36、0.61、0.69 元,动态 P/E 为 24.01、13.99、12.37 倍。

估值比较: 从可比公司看,市场给予 2020 年 P/E 均值及中位数分别为 39.49、33.59 倍、给予 2021 年 P/E 均值及中位数分别为 29.81、21.31 倍。2020、2021 年西部矿业仅有 24.01、13.99 倍,估值提升空间巨大。

投资建议: 若按照行业中位数,2020-2021 年分别给予公司 33.59 倍、21.31 倍 P/E,对应 2020 年目标价 12.09 元、2021 年目标价 13.00 元。对比当前价格(2020 年 10 月 13 日收盘价 8.57 元),向上至少有 40%空间,我们维持公司买入评级。

风险提示: 铜等大宗商品价格波动风险;

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30567	31025	35191	36720
(+/-%)	6.2	1.5	13.4	4.3
净利润(百万元)	1347	1309	2433	2751
(+/-%)	148.92%	-15.54%	71.58%	13.08%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.36	0.61	0.69
市盈率(PE)	15.66	24.01	13.99	12.37

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、西部深具优势的大型铜铅锌资源开发企业	5
二、采选板块：玉龙二期投产，权益产能翻倍	6
（一）公司资源储量丰富，运行稳健	6
（二）玉龙二期贡献增量，产能翻倍	9
（三）流动性宽松叠加经济复苏，利好铜价	11
三、其他板块：冶炼减亏，贸易平稳，金融扩张	12
（一）冶炼：技改升级，产量或逐步小幅攀升	13
（二）贸易：规模逐年降低，毛利率稳中有升	14
（三）金融：收入提升，毛利率远高于其他业务	15
四、业绩预测、投资建议及风险提示	15

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司分业务收入构成情况	6
图表 4：公司分产品收入构成情况	6
图表 5：公司分业务毛利构成情况	6
图表 6：公司分产品毛利构成情况	6
图表 7：公司有色金属矿产保有资源储量	7
图表 8：公司铜铅锌资源储量对比（单位：万吨）	7
图表 9：西部矿业在产矿山概况	8
图表 10：公司矿山板块主要控股企业营业收入情况（万元）	8
图表 11：公司矿山板块主要控股企业净利润情况（万元）	8
图表 12：公司矿山板块主要控股企业净利润率	9
图表 13：公司矿山板块主要产品产量近几年稳步攀升	9
图表 14：国内主要铜矿山产量及资源情况	10
图表 15：公司未来铜精矿预期增加明显	10
图表 16：玉龙铜矿二期达产后产量将仅次于德兴铜矿	11
图表 17：玉龙铜业营收与净利润稳步增长	11
图表 18：玉龙铜业近三年净利润稳定在 27% 以上	11
图表 19：当前阴极铜/精矿价格分别在 5 和 4 万左右震荡	12
图表 20：M1 触底反弹或将支撑铜价	12
图表 21：PMI 预示经济边际复苏支撑铜价	12
图表 22：公司冶炼板块主要产品产量近几年攀升明显	13
图表 23：公司冶炼板块产量逐年显著增长	13
图表 24：公司冶炼板块主要控股企业营业收入情况（万元）	14
图表 25：公司冶炼板块主要控股企业净利润情况（万元）	14
图表 26：公司贸易板块主要控股企业营业收入情况（万元）	14
图表 27：公司贸易板块主要控股企业净利润情况（万元）	14
图表 28：公司贸易板块主要控股企业净利润率情况	15
图表 29：2014 年以来公司贸易业务规模缩减明显	15
图表 30：2014 年以来公司贸易业务毛利率稳中有升	15
图表 31：公司冶炼板块主要控股企业营业收入情况（万元）	15
图表 32：西部矿业收入及成本预测	16
图表 33：西部矿业业绩预测所根据的关键价格假设	16
图表 34：可比公司估值比较（截止 2020.10.13 收盘）	16

一、西部深具优势的大型铜铅锌资源开发企业

西部矿业股份有限公司（简称“西部矿业”或公司）成立于2000年12月，由西部矿业集团有限公司（简称“西矿集团”）作为主发起人，联合鑫达金银、株冶集团、长沙有色院和瑞丰实业四家单位共同发起设立。公司2007年7月在上交所上市。公司属于地方国有企业，第一大股东西矿集团，持股比例29.99%，实际控制人为青海省国资委。

股东西矿集团经过多年发展，成为集矿山冶炼、盐湖化工、文化旅游、建筑地产、金融贸易、科技信息六大产业为一体的大型多元化企业集团。西矿集团目前已拥有西部矿业股份有限公司、青海锂业有限公司、西部矿业集团（香港）公司、青海盐湖工业股份有限公司、青海西部国际矿业资源有限公司、西部矿业黄南资源开发有限责任公司、青海西部化肥有限责任公司、青海西部镁业有限责任公司、北京西矿建设有限公司、青海大美镁业股份有限公司、青海西矿能源开发有限公司等全资、控股、参股企业，行业涉及有色金属开采冶炼、特钢、金融、水电开发等多个领域。

图表 1：公司发展历程

时间	事件
2000 年 12 月	青海西部矿业股份有限公司成立
2001 年 04 月	更名为西部矿业股份有限公司
2007 年 07 月	在上交所上市
2007 年 08 月	收购西藏玉龙铜业股份有限公司 17% 股份
2008 年 11 月	收购四川夏赛银业 51% 股权、西钢集团 39.44% 股权
2011 年 12 月	收购青海西海煤电有限责任公司 100% 股份
2013 年 10 月	增资青投集团 35.89% 股权
2014 年 03 月	出售保靖锌锰全部股权和债权、转让西部铜业 51% 股权及部分资产
2014 年 03 月	收购西部碳素 51% 股权
2017 年 03 月	收购锂资源 27% 股权
2017 年 05 月	受让青海铜业 34% 股权
2017 年 05 月	转让西矿规划及西矿科技 100% 股权、巴彦淖尔紫金 20% 股权；
2017 年 08 月	收购大梁矿业 100% 股权
2017 年 12 月	与其他方增资西藏玉龙铜业
2018 年 07 月	增资西部铜材获 18.18% 股权
2018 年 09 月	收购哈密博伦 100% 股权、肃北博伦 70% 股权、格尔木西钢 100% 股权
2019 年 08 月	收购新疆瑞轮 80% 股权
2019 年 12 月	吸收合并参股公司华泰博伦 55% 股权
2020 年 08 月	收购甘河建设 3.64% 股权

资料来源：公司公告，太平洋有色

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋有色

主营业务：矿山、冶炼、贸易和金融四大板块

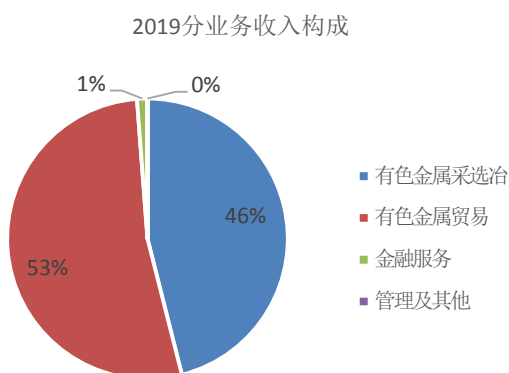
公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营，目前已发展成为国内领先、中国西部地区最具竞争力的资源开发企业。公司矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团等；冶炼板块主要产品有锌锭、粗铅、电铅、电解铜等。

收入主要来自贸易和选冶：从收入端分业务类型看，2019年贸易业务占比53%、采

选冶炼业务占比46%，合计99%。分产品看，铜类产品是其收入主要来源，2019年占比69%，其次是锌类产品（13%）和铅类产品（6%），铜铅锌三类产品收入占比合计88%。

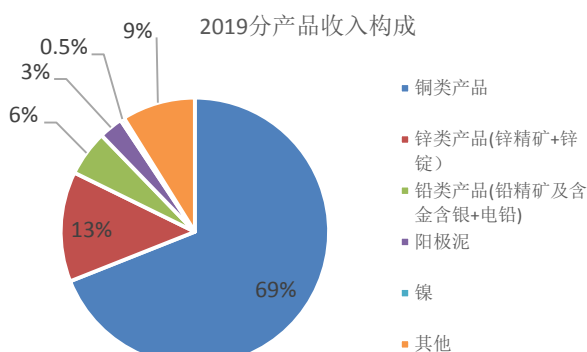
毛利超九成来自于选冶：从毛利端分业务类型看，2019年有色金属采选冶炼业务占比93%，其余贸易、金融等业务占比较小；分产品看，铜铅锌各自占比分别为26%、28%、20%，三类主要产品合计74%。

图表 3：公司分业务收入构成情况



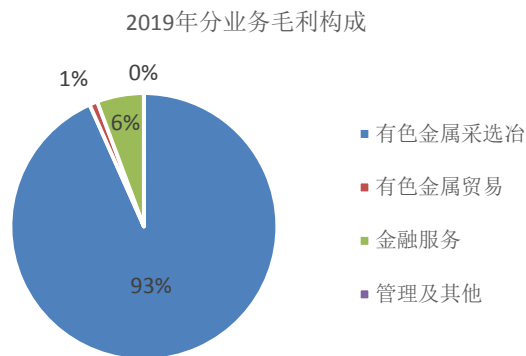
资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 4：公司分产品收入构成情况



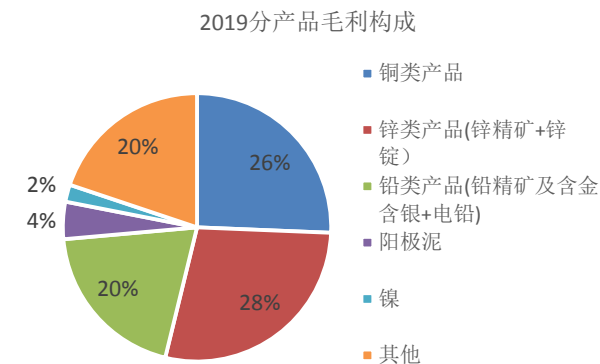
资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 5：公司分业务毛利构成情况



资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 6：公司分产品毛利构成情况



资料来源：公司年报，太平洋有色

二、采选板块：玉龙二期投产，权益产能翻倍

（一）公司资源储量丰富，运行稳健

品种储量相对丰富：公司上市后相继收购大梁矿业、肃北博伦、格尔木西钢等国内矿产公司，全资持有或控股并经营的矿山数由上市时的4座增长至13座。公司资源端品种和储量都相对丰富，且未来增储潜力仍然较大。截止2019年底，公司保有资源储

量包括铅178.09万吨、锌327.4万吨、铜621.18万吨，此外还有钼、镍、钒、铁、金、银等金属储备。

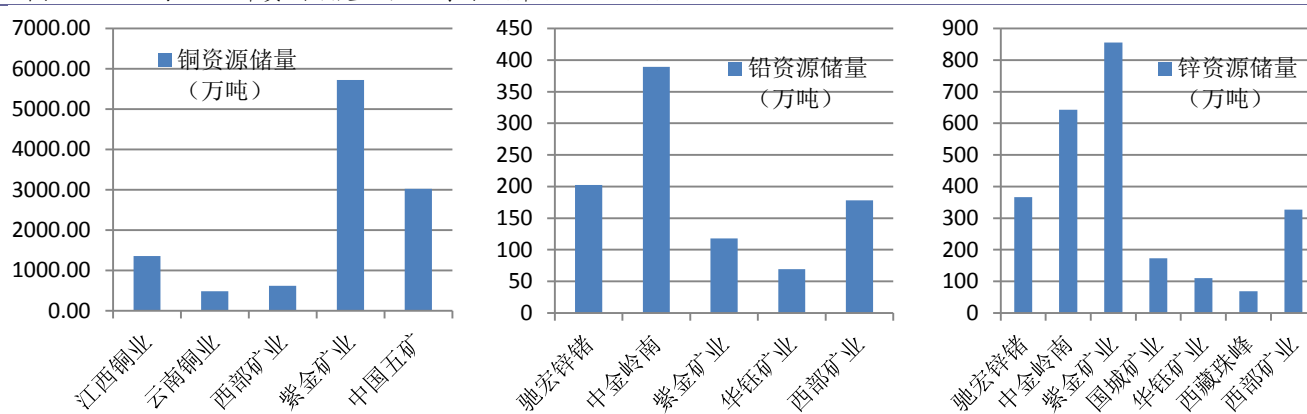
公司铜储量与江西铜业、云南铜业同一梯队，铅、锌储量则处于国内第一梯队。此外西部蕴藏着我国59%的锌资源、55%的铅资源和65%的铜资源，公司作为西部最大的有色金属矿业公司之一，有优先发现和获得西部优质矿产资源的优势。

图表 7：公司有色金属矿产保有资源储量

品种	2019 年底	2018 年底	2017 年底	2016 年底	2015 年底	2014 年底	2013 年底
铅（万吨）	178.09	181.2	168.24	156.26		152.62	157.88
锌（万吨）	327.40	338.19	258.43	242.56	255.10	243.45	246.75
铜（万吨）	621.18	661.82	669.52	684.44	693.50	680.64	689.68
硫（万吨）	384.82						
钼（万吨）	36.06	36.22	36.26	36.33	36.33	36.33	36.41
镍（万吨）	27.06						
五氧化二钒（万吨）	58.94	58.96					
铁（万吨）	28413.60	29,452.47					
银（吨）	2514.42	2,624.58	2,416.32	2,268.86	2,621.03	2,382.94	2,448.12
金（吨）	12.75	15.09	16.49	17.63	19.96	19.07	22.52

资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 8：公司铜铅锌资源储量对比同行（单位：万吨）



资料来源：太平洋有色

在产矿山运行稳健：公司自有矿山主要分布在新疆、甘肃、内蒙、西藏、青海和四川等地，目前8个在产矿山运行稳健，年处理矿石量能力达到1497万吨/年。其中，青海锡铁山铅锌矿是中国年选矿量最大的铅锌矿之一，每年生产量在140-150万吨之间，每年利润在10个亿以上，是公司的主力矿山之一；内蒙古获各琦铜矿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；西藏玉龙铜矿是中国第

二大单体铜矿，一期建有230万吨/年矿石处理能力，二期改扩建完成后将拥有1989万吨/年矿石处理能力。

图表 9：西部矿业在产矿山概况

矿山名称	主要品种	2019 年保有储量 (万吨)	品位	2019 矿石处理能力 (万吨/年)	资源剩余可 开采年限
青海锡铁山铅锌矿	铅锌	1362	10.06%	150	10
内蒙古获各琦铜矿	铜	铜：3897	铜：0.95%	270	>30
	铅锌	铅锌：5094	铅锌：2.82%		
内蒙古双利铁矿	铁	8110	23.93%	200	>40
新疆哈密白山泉铁矿	铁	2710	34.81%	140	20
甘肃肃北七角井钒铁 矿	铁	铁：8864	铁：31.76%	250	铁>30
	钒	钒：6473	钒：0.91%		钒>50
四川呷村银多金属矿	铜	964	铜：0.39%	80	>20
	铅锌		铅锌：10.36%		
	金		金：0.38g/t		
四川会东大梁铅锌矿	银	659	银：82.45g/t	66	10
	铅锌		9.78%		
西藏玉龙铜矿	铜	84145	0.68%	1989	>40
新疆瑞伦铜镍矿	镍、铜	8574	0.32%	111	>50

资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 10：公司矿山板块主要控股企业营业收入情况（万元）

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年持股比例 (%)
鑫源矿业	铅锌矿采选	40,435	34,013	32,580	37,768	30,693	59,800	76
玉龙铜业	铜矿采选冶	23,271	37,958	72,109	108,356	114,857	111,113	58
西部铜业	铜矿采选	91,579	80,439	78,781	120,640	139,448	126,238	100
会东大梁	铅锌矿采选	-	-	-	-	89,934	74,267	54.55
双利矿业	铁矿采选	-	-	-	-	-	43,993	100
肃北博伦	钒铁矿采选	-	-	-	-	-	64,444	100
新疆瑞伦	铜镍矿采选	-	-	-	-	-	17,285	80

资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 11：公司矿山板块主要控股企业净利润情况（万元）

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年持股比例 (%)
鑫源矿业	铅锌矿采选	7,505	13,462	7,534	15,563	5,480	19,059	76
玉龙铜业	铜矿采选冶	11,633	5,821	6,583	29,464	31,088	37,031	58
西部铜业	铜矿采选	14,698	4,878	7,726	23,664	39,773	34,075	100
会东大梁	铅锌矿采选	-	-	-	-	41,597	29,985	100
双利矿业	铁矿采选	-	-	-	-	-	3,555	54.55
肃北博伦	钒铁矿采选	-	-	-	-	-	5,080	100
新疆瑞伦	铜镍矿采选	-	-	-	-	-	3,769	100

资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 12：公司矿山板块主要控股企业净利润率

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
鑫源矿业	铅锌矿采选	18.56%	39.58%	23.12%	41.21%	17.85%	31.87%
玉龙铜业	铜矿采选冶	49.99%	15.34%	9.13%	27.19%	27.07%	33.33%
西部铜业	铜矿采选	16.05%	6.06%	9.81%	19.62%	28.52%	26.99%
会东大梁	铅锌矿采选	-	-	-	-	46.25%	40.37%
双利矿业	铁矿采选	-	-	-	-	-	8.08%
肃北博伦	钒铁矿采选	-	-	-	-	-	7.88%
新疆瑞伦	铜镍矿采选	-	-	-	-	-	21.81%

资料来源：公司年报、太平洋有色

（二）玉龙二期贡献增量，产能翻倍

公司近年通过收购资产、项目扩建，铜铅锌产能不断扩张，产量亦随之稳步攀升。未来，公司铅锌矿等产量预计仍有小幅增加，而铜矿预计产量增幅可观，增量来源于玉龙铜业二期。

图表 13：公司矿山板块主要产品产量近几年稳步攀升

产品	2017 产量	2018 产量	2019 产量	2019 年规划	2020H1 产量	2020 规划
铅精矿(金属吨)	55,032	54,601	69,605	66,275	33,765	63,846
锌精矿(金属吨)	79,176	133,724	162,980	157,741	78,659	163,779
铜精矿(金属吨)	49,686	47,075	49,074	48,379	23,346	49,523
精矿含金(千克)	274	181	277	178	125	253
精矿含银(千克)	99,510	106,711	130,254	134,029	59,306	134,250
铁精粉(吨)		668,949	1,673,469	1,656,000	783,528	1,708,468
球团(吨)			569,618	500,000	252,849	550,000

资料来源：公司年报、太平洋有色

公司持有玉龙铜业58%股权：玉龙铜业（即西藏玉龙铜业股份有限公司）于2005年5月28日成立，是公司联合紫金矿业、西藏自治区地质矿产勘查开发局第六地质大队、西藏自治区昌都地区国有资产经营公司、西藏矿业开发总公司发起设立。2007年8月9日，公司受让紫金矿业所持西藏玉龙铜业股份有限公司17%的股份后，持有玉龙铜业58%的股权，形成绝对控股，而紫金矿业持股为22%。

玉龙铜矿拥有资源非常可观：玉龙铜业主要经营资产为玉龙铜矿。玉龙铜矿为大型斑岩和接触交代混合型铜矿床，矿权范围内拥有总资源量为10.27亿吨，铜金属量658万吨，钼金属量40万吨，整体资源量非常可观，在国内仅次于未投产的驱龙铜矿。从品质看，玉龙铜矿品味达到0.68%，在行业对比中高于同处西部的大部分主流矿山，在国内储量超百万吨的矿山中也仅次于铜陵有色的冬瓜山铜矿。

图表 14：国内主要铜矿山产量及资源情况

序号	铜矿	所属公司	位置	状态	铜矿品位	资源储量（万吨）
1	驱龙铜矿	西藏巨龙铜业	西藏	未投产	0.41%	1,036
2	玉龙铜矿	西藏玉龙铜业	西藏	在产	0.68%	658
3	甲玛铜矿	中国黄金国际	西藏	在产	0.60%	587
4	德兴铜矿	江西铜业	江西	在产	0.45%	579
5	普朗铜矿	云南铜业	云南	在产	0.51%	480
6	多宝山铜矿	紫金矿业	黑龙江	在产	0.40%	252
7	冬瓜山铜矿	铜陵有色	安徽	在产	1.02%	105
8	紫金山金铜矿	紫金矿业	福建	在产	0.51%	161
9	阿舍勒铜矿	紫金矿业	新疆	在产	2.12%	38

资料来源：公司年报、太平洋有色

玉龙二期预计2020年底投产：按照规划，公司年内将完成42.4亿元投资，集中资源确保玉龙铜矿二期在2020年底投料试生产。玉龙铜矿一期拥有230万吨/年矿石处理能力，于2008年投产；二期建设完成后将达到1989万吨/年矿石处理能力。随着玉龙铜矿改扩建完成，公司2021年处理矿石能力将进一步提升至2679万吨/年。玉龙铜矿全面达产后，公司的矿石处理能力将会达到3351万吨/年。

公司铜矿权益产能将翻倍增加：玉龙铜业二期达产后铜精矿产量将增加10万吨达到13万吨/年、钼金属5800余吨/年。届时公司铜矿总产能将达到16万吨，权益产能达到10.54万吨，相较于原先产能规模分别增加167%和122%。玉龙铜矿二期达产后，13万吨的产量在国内将仅次于江铜德兴铜矿，成为国内仅有的两个超过10万吨产量的铜矿（不考虑驱龙铜矿2021年投产）。

玉龙二期达产将带来可观的业绩增量：玉龙铜业近三年来经营平稳，营业收入和净利润均稳步增加，近三年净利率，以及过去6年平均净利率，都稳定保持在27%以上，2019 / 2020H1更是分别达到33.33%、29.74%。在铜精矿4万元/吨、玉龙铜业净利率30%的假设条件下，我们预计玉龙二期达产后，净利润将大概增厚12亿元。以58%持股比例简单计算，公司将有约7亿元左右的归母净利润提升。

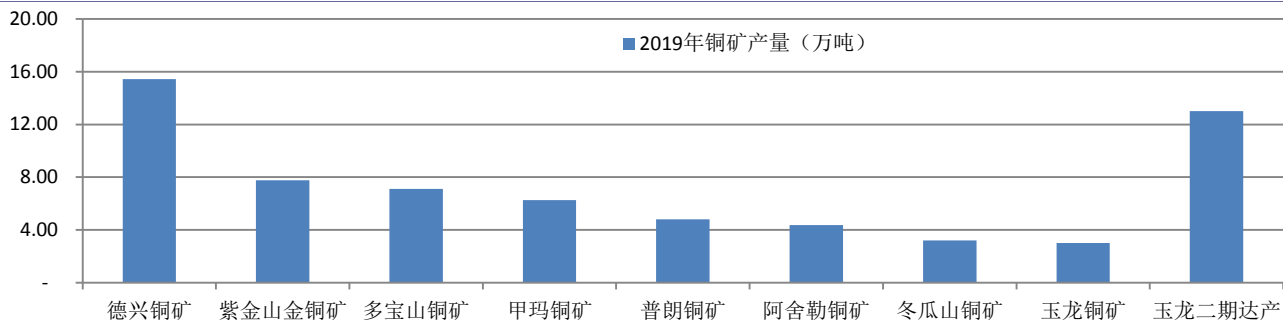
图表 15：公司未来铜精矿预期增加明显

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
产能（万吨）	6	6	16	16	16
其中：玉龙铜业	3	3	13	13	13
权益产能（万吨）	4.74	4.74	10.54	10.54	10.54
其中：玉龙铜业	1.74	1.74	7.54	7.54	7.54
产量（吨）	47,075	49,074	49,523	129,523	150,000

注：假设2021年新增10万吨爬坡，产能利用率80%，2022年全部达产

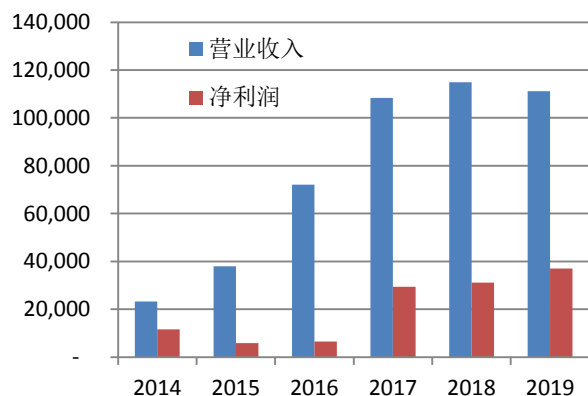
资料来源：公司年报、太平洋有色

图表 16：玉龙铜矿二期达产后产量将仅次于德兴铜矿



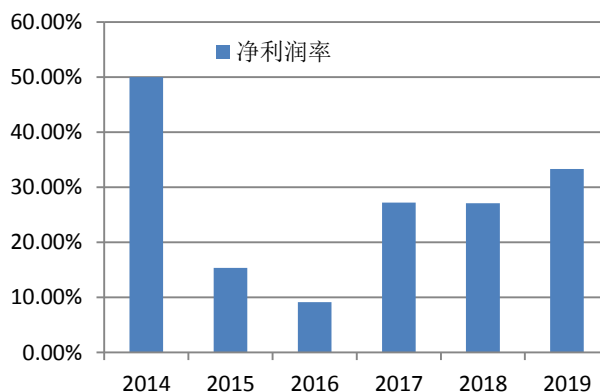
资料来源：公司年报、太平洋有色

图表 17：玉龙铜业营收与净利润稳步增长



资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 18：玉龙铜业近三年净利润稳定在 27%以上



资料来源：公司年报，太平洋有色

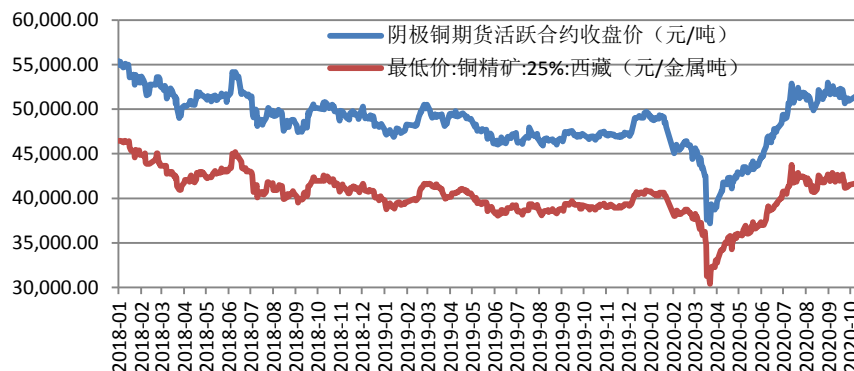
(三) 流动性宽松叠加经济复苏，利好铜价

对于玉龙矿业的业绩增量测算，核心之一在于铜价假定。我们假设条件中，保守认为铜精矿价格中枢为4万元/吨左右。但实际上，在当前全球流动性宽松、经济边际复苏、美元趋势性走弱的环境下，铜价向上空间仍然充足，我们非常看好2021年铜价表现。

从国内情况看，M1与铜价相关度较强，在海外持续宽松环境下，国内M1和社融指标等数据均呈现触底回升态势，铜价向上非常乐观。我们预计2021年铜价或突破6万，对应铜精矿价格可能达到4.8-5万元。

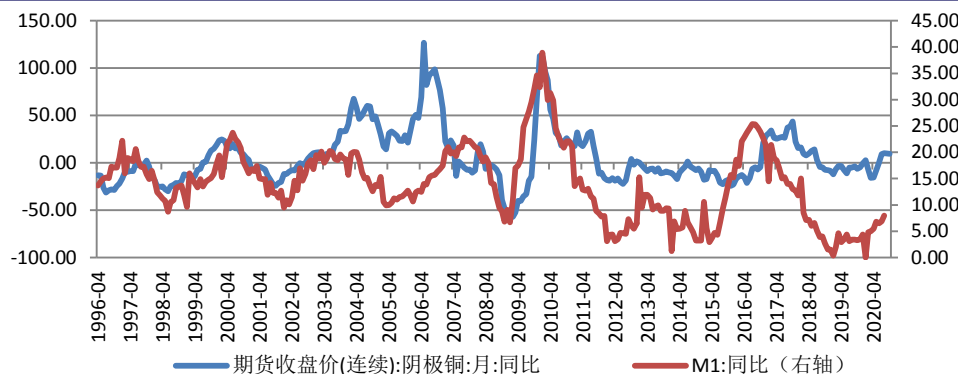
从弹性看，按照玉龙二期新增10万吨铜产量计算，铜精矿每上涨10000元/吨，则公司归母净利润将大概增厚1.74亿元，相对可观。

图表 19：当前阴极铜/精矿价格分别在 5 和 4 万左右震荡



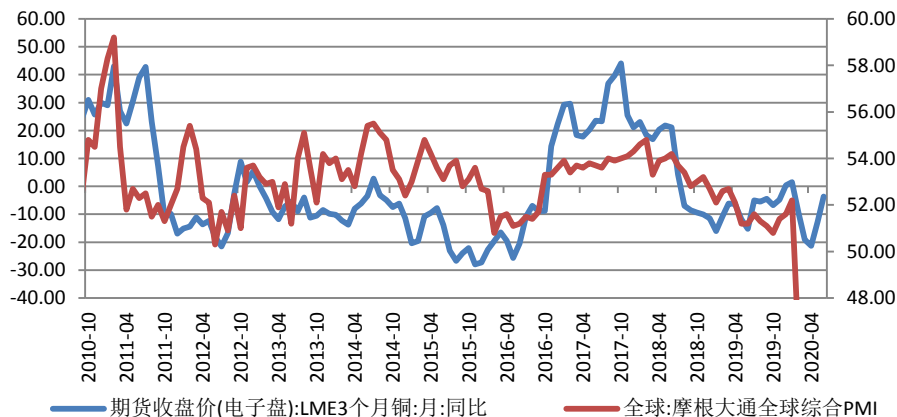
资料来源：wind，太平洋有色

图表 20：M1 触底反弹或将支撑铜价



资料来源：wind，太平洋有色

图表 21：PMI 预示经济边际复苏支撑铜价



资料来源：wind，太平洋有色

三、其他板块：冶炼减亏，贸易平稳，金融扩张

（一）冶炼：技改升级，产量或逐步小幅攀升

公司冶炼板块拥有电铅10万吨/年（主体是西豫金属）、电解铜16万吨/年（其中青海铜业10万吨、西部铜材5万吨、玉龙铜业1万吨）、锌锭10万吨/年。冶炼业务主要分布在青海、内蒙和甘肃三地。其中，青海具有10万吨铅、10万吨锌、10万吨铜的年产能，内蒙有5万吨铜年产能，甘肃有1000吨钼年产能。

此外公司近期公告拟5.64亿元收购控股股东持有的西部镁业91.4%股权。西部镁业主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务，是国内首家生产规模达到10万吨以上的盐湖镁资源开发高新企业。西部镁业通过技术升级，2019年7月全面建成15.5万吨/年高纯氢氧化镁、13万吨/年高纯氧化镁、2万吨/年高纯超细氢氧化镁、4万吨/年高纯电熔镁砂的产能，2020年6月全面建成5万吨/年高纯烧结镁砂生产线。

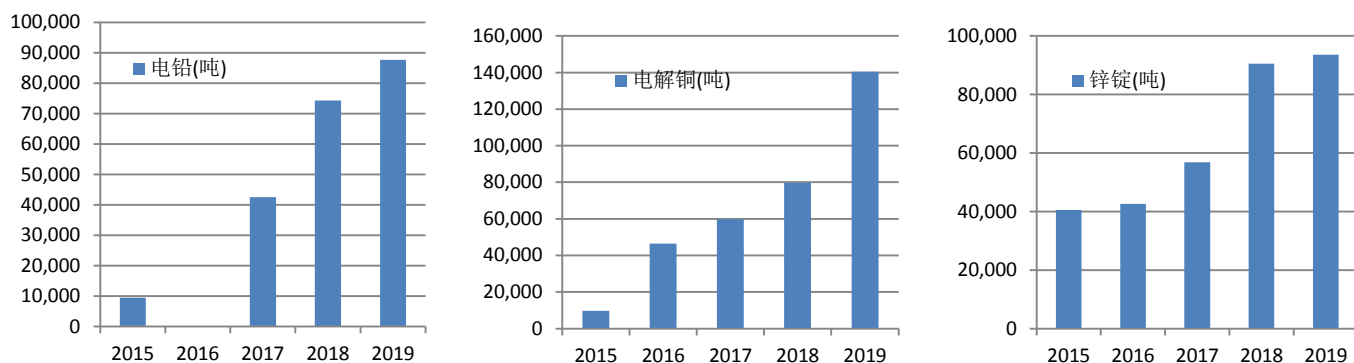
冶炼板块长久以来是公司亏损的主要因素，从事铅冶炼的西豫金属连年亏损，从事铜冶炼的西部铜材也仅在2016/2019年实现微利，而2018年投产的青海铜业也在2019年亏损1.76亿元。但从趋势上看，公司通过技术升级、优化工艺、发展循环经济等举措，冶炼板块产量攀升明显，随着产能不断释放，亏损也在逐步缩小。预计后期随着能耗、环保技术改造，未来不仅产量将继续小幅攀升，产品结构也将逐步转向拥有更高的附加值，公司冶炼板块经营将持续改善。

图表 22：公司冶炼板块主要产品产量近几年攀升明显

产品	2017A	2018A	2019A
锌锭(吨)	56,864	90,509	93,641
电解铜(吨)	59,833	79,680	140,383
电铅(吨)	42,601	74,355	87,661

资料来源：公司年报、太平洋有色

图表 23：公司冶炼板块产量逐年显著增长



注：2016年公司电铅业务停产

资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 24：公司冶炼板块主要控股企业营业收入情况（万元）

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年持股比例（%）
西豫金属	铅冶炼	68,541	66,143	110,706	137,648	238,968	216,690	92.57
西部铜材	铜冶炼	75,587	37,872	142,383	226,684	254,428	263,075	100
青海铜业	铜冶炼					-	428,190	100

资料来源：公司年报、太平洋有色

图表 25：公司冶炼板块主要控股企业净利润情况（万元）

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年持股比例（%）
西豫金属	铅冶炼	-10,736	-10,163	-432	-3,589	-31,778	-9,105	92.57
西部铜材	铜冶炼	-12,357	-10,481	3,438	-1,362	-3,160	2	100
青海铜业	铜冶炼					-10	-17,613	100

资料来源：公司年报、太平洋有色

（二）贸易：规模逐年降低，毛利率稳中有升

贸易规模逐年降低：公司目前主要进行铜、铅、锌、镍等金属的国内贸易及国际贸易。贸易业务具有交易资金量大、毛利率低的特点。从近几年情况看，公司主动控制规模，贸易业务营收规模及占比呈现持续下降趋势。2015年公司贸易收入占比整体达到85.2%，随后连续四年下降，至2019年占比仅有52.75%。

毛利率稳中有升：公司贸易业务近几年毛利率持续稳定在±0.5%以内，同时通过现有板块协同，公司整体贸易业务毛利率还明显呈现稳中有升的良好态势，从2014年-0.14%升至2019年0.22%。低毛利业务的减量增利，有利于公司集中资金扩大选冶业务规模，利好整体估值水平提升。

图表 26：公司贸易板块主要控股企业营业收入情况（万元）

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年持股比例（%）
西矿香港	贸易	712,195	696,603	676,086	585,875	739,672	882,546	100
西矿上海	贸易	1,302,314	1,555,805	1,607,299	1,404,240	1,220,617	708,501	100
公司整体（百万元）		19,282	22,606	22,875	19,312	19,601	15,903	

资料来源：公司年报、太平洋有色

图表 27：公司贸易板块主要控股企业净利润情况（万元）

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年持股比例（%）
西矿香港	贸易	-1,992	-6,797	-1,339	291	850	1,424	100
西矿上海	贸易	134	156	-396	-3,334	-771	-277	100
两家合计		-1,858	-6,641	-1,735	-3,043	79	1,147	

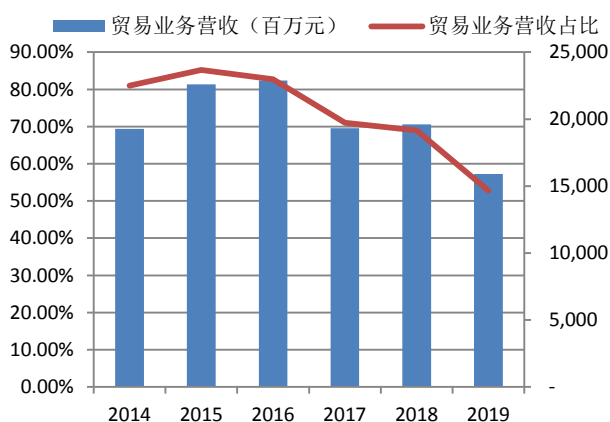
资料来源：公司年报、太平洋有色

图表 28：公司贸易板块主要控股企业净利润率情况

单位名称	业务性质	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
西矿香港	贸易	-0.28%	-0.98%	-0.20%	0.05%	0.11%	0.16%
西矿上海	贸易	0.01%	0.01%	-0.02%	-0.24%	-0.06%	-0.04%
	公司整体	-0.14%	-0.13%	-0.01%	0.02%	0.19%	0.22%

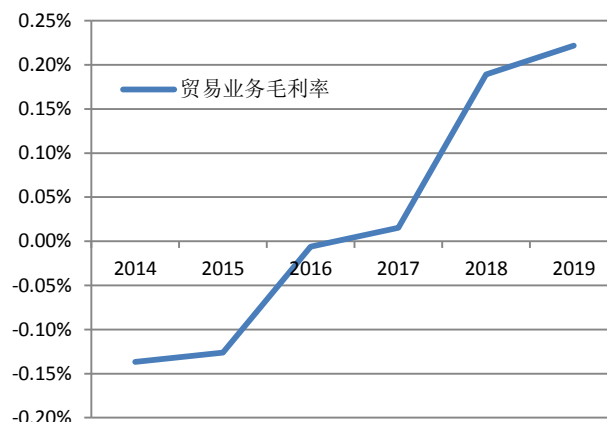
资料来源：公司年报、太平洋有色

图表 29：2014 年以来公司贸易业务规模缩减明显



资料来源：公司年报，太平洋有色

图表 30：2014 年以来公司贸易业务毛利率稳中有升



资料来源：公司年报，太平洋有色

（三）金融：收入提升，毛利率远高于其他业务

公司金融板块主体是控股子公司西矿财务，由公司与股东西矿集团合资，公司持股 60%。西矿财务是一家非银行金融机构，为成员单位提供资金管理服务。其营收规模自 2014 年以来扩大了 41.2% 达到 3.72 亿元，净利润自 2014 年以来增长了 84.3% 达到 2.03 亿元，毛利率近五年平均接近 51%，远高于其他业务板块。

图表 31：公司冶炼板块主要控股企业营业收入情况（万元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	25,576	26,420	27,114	27,512	37,157	36,112
净利润	9,943	13,145	14,920	12,245	20,273	18,324
净利润率	38.88%	49.75%	55.03%	44.51%	54.56%	50.74%

资料来源：公司年报、太平洋有色

四、业绩预测、投资建议及风险提示

业绩预测：我们预计公司 2020-2022 年将实现归母净利润分别为 8.51、14.60、16.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.36、0.61、0.69 元，动态 P/E 为 24.01、13.99、12.37 倍，2021 年随着业绩释放，其估值将显著消化。

图表 32：西部矿业收入及成本预测

指标名称	2019A	2020E	2021 E	2022 E
有色金属采选冶				
收入（百万元）	13,885.99	14,360.42	18,526.06	20,055.05
成本（百万元）	10,524.60	10,770.32	12,968.24	14,038.54
有色金属贸易				
收入（百万元）	15,903.35	15,903.35	15,903.35	15,903.35
成本（百万元）	15,868.09	15,868.36	15,868.36	15,868.36
金融服务、管理及其他				
收入（百万元）	361.12	361.12	361.12	361.12
成本（百万元）	156.18	151.67	151.67	151.67
总收入	30,566.84	31,024.89	35,190.52	36,719.51
总毛利	3,723.99	3,934.54	5,902.25	6,360.95
综合毛利率（%）	12.18%	12.68%	16.77%	17.32%

资料来源：Wind，太平洋有色

图表 33：西部矿业业绩预测所根据的关键价格假设

指标名称	2019A	2020E	2021 E	2022 E
铅精矿(元/金属吨)	16,114	14,345	14,775	15,219
锌精矿(元/金属吨)	14,853	12,740	13,122	13,516
铜精矿(元/金属吨)	38,696	39,700	43,670	47,164

资料来源：Wind，太平洋有色

估值比较：从可比公司看，市场给予2020年P/E均值及中位数分别为39.49、33.59倍、给予2021年P/E均值及中位数分别为29.81、21.31倍。2020、2021年西部矿业仅有24.01、13.99倍，估值提升空间巨大。

图表 34：可比公司估值比较（截止 2020.10.13 收盘）

公司名称	EPS（元/股）				P/E				股价
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
西部矿业	0.42	0.36	0.61	0.69	15.66	23.81	14.05	12.42	8.57
紫金矿业	0.18	0.21	0.30	0.41	27.19	31.29	21.73	15.94	6.58
江西铜业	0.71	0.53	0.71	0.88	23.77	27.90	20.89	16.83	14.85
云南铜业	0.39	0.40	0.54	0.65	34.66	35.90	26.56	22.27	14.40
驰宏锌锗	0.15	0.11	0.13	0.17	28.69	36.15	29.26	22.65	3.93
中金岭南	0.24	0.21	0.21	0.26	18.01	21.44	20.60	16.76	4.41
国城矿业	0.15	0.11	0.13	0.15	91.26	111.64	96.52	81.24	12.47
西藏珠峰	0.66	0.74	1.44	2.53	19.04	12.56	6.45	3.65	9.25
华钰矿业	0.24	0.29	0.68	1.00	38.37	39.04	16.49	11.24	11.28
平均						39.49	29.81	23.82	
中位数						33.59	21.31	16.80	

注：可比公司 EPS 及 P/E 取 wind 一致预期值

资料来源：Wind，太平洋有色

投资建议：若按照行业中位数，2020-2021年分别给予公司33.59倍、21.31倍P/E，对应2020年目标价12.09元、2021年目标价13.00元。对比当前价格（2020年10月13日收盘价8.57元），向上至少有40%空间，我们给予公司买入评级。

风险提示：（1）铜等原材料价格波动风险；（2）国际贸易环境变化风险；（3）汇率波动风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5099	7219	6159	6689	6424	营业收入	28770	30567	31025	35191	36720
应收和预付款项	73	266	172	195	203	营业成本	25321	26843	27090	29288	30359
存货	4220	3572	3225	3749	3882	营业税金及附加	361	371	376	427	445
其他流动资产	4587	5479	5339	5445	5483	销售费用	141	181	156	187	195
流动资产合计	13979	16536	14895	16077	15993	管理费用	658	601	658	746	778
长期股权投资	938	1257	1257	1257	1257	财务费用	660	929	617	700	679
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-2761	132	511	708	695
固定资产	13083	13214	14958	16590	17908	投资收益	-930	30	30	30	30
在建工程	3701	5268	5605	5702	5968	公允价值变动	25	0	0	0	0
无形资产开发支出	5391	5539	5143	5462	5539	营业利润	-2006	1404	1605	3103	3527
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	74	140	140	140	140
其他非流动资产	2638	2556	3266	3251	3446	利润总额	-1932	1544	1745	3243	3667
资产总计	39729	44369	45125	48340	50110	所得税	-122	197	436	811	917
短期借款	8739	8671	12430	12681	11519	净利润	-1810	1347	1309	2433	2751
应付和预收款项	2028	2319	2092	2344	2406	少数股东损益	249	339	458	973	1100
长期借款	4480	5853	5853	5853	5853	归母股东净利润	-2059	1007	851	1460	1650
其他负债	12917	13264	9215	9495	9615						
负债合计	28163	30108	29590	30373	29392						
股本	2383	2383	2383	2383	2383	预测指标					
资本公积	5362	5411	5411	5411	5411		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	1032	2012	2863	4322	5972	毛利率	11.99%	12.18%	12.68%	16.77%	17.32%
归母公司股东权益	8976	10034	10848	12308	13958	销售净利率	-7.16%	3.29%	2.74%	4.15%	4.49%
少数股东权益	2669	4376	4834	5807	6908	销售收入增长率	2.05%	6.24%	1.50%	13.43%	4.34%
股东权益合计	11645	14410	15682	18115	20866	EBIT 增长率	2.92%	8.41%	8.85%	66.76%	8.79%
负债和股东权益	39808	44517	45273	48488	50258	净利润增长率	-534.9%	148.92%	-15.54%	71.58%	13.08%
						ROE	-22.94%	10.04%	7.84%	11.86%	11.82%
						ROA	-5.18%	2.27%	1.89%	3.02%	3.29%
						ROIC	11.34%	12.18%	7.60%	9.26%	8.91%
						EPS (X)	-0.86	0.42	0.36	0.61	0.69
						PE (X)	—	15.66	24.01	13.99	12.37
						PB (X)	1.55	1.57	1.88	1.66	1.46
						PS (X)	0.48	0.52	0.66	0.58	0.56
						EV/EBITDA (X)	9.15	7.65	8.71	5.80	5.16

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。