

证券研究报告

公司研究——事件点评

西部矿业（601168.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2020.07.14

娄永刚 金属&新材料行业首席分析师
执业编号：S1500520010002
联系电话：+86 10 83326716
邮箱：louyonggang@cindasc.com

黄礼恒 金属&新材料行业资深分析师
执业编号：S1500520040001
邮箱：huangliheng@cindasc.com

相关研究

西部矿业深度：铜矿卧龙，雄踞西部（2020.07.14）

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

西部矿业：精进不休，众望不负

2020年10月30日

事件：公司发布2020年三季报，前三季度实现营业收入211亿元，同比下滑5.35%；实现归母净利8.33亿元，同比增长2.67%；扣非归母净利8.02亿元，同比增长4.13%；EPS为0.35元/股，同比增长2.94%。

点评：

- **金属价格上涨，Q3业绩同环比大幅提升。**公司2020年Q1-Q3归母净利分别为0.71、2.76、4.87亿元，业绩逐季提升，Q3单季度净利同比增长117%、环比增长76%；Q1-Q3销售毛利率分别为11.5%、13.4%、15.3%。公司季度业绩和盈利能力逐季提升，主要受铜铅锌等金属销量提升及价格上涨推动（2020Q1-Q3铜现货均价分别为4.48、4.38、5.12万元/吨，锌现货均价分别为1.69、1.65、1.91万元/吨；Q3铜均价同比增长9.2%、环比增长17%），另外公司冶炼业务通过降本增效逐步减亏也对公司业绩有较大贡献。公司前三季度营收同比有所下滑，主要由于上半年金属价格同比下滑以及公司贸易业务波动所致。
- **玉龙铜矿二期投产在即，铜矿增量较大。**公司现有5个铜铅锌矿在产，另有3个铁矿和1个铜镍矿，主要分布于青海、内蒙、四川及西藏等地，是我国西部高原铜矿龙头企业。2020年公司计划生产铜精矿含铜4.95万吨、锌精矿含锌16.38万吨、铅精矿含铅6.38万吨、精矿含金253千克、精矿含银134.25吨、铁精粉含铁170.8万吨。公司近几年铅锌矿产量趋于稳定，未来几年增量主要在铜矿。公司原有铜矿金属产能大概6万吨（获各琦3万吨、玉龙一期3万吨，其中包括1万吨湿法冶炼铜），权益产能4.74万吨；玉龙二期10万吨预计年内投产，投产后铜矿金属产能将达到16万吨，权益产能10.54万吨。新增产能达产后，铜矿权益产量至少翻倍，公司业绩有望大幅增长。
- **需求持续复苏，铜价有望继续上涨。**我们预计2020年Q4工业金属将进入新一轮库存周期的主动补库阶段，有望支撑金属价格继续高位运行。目前铜库存处于历史低位，供给受到抑制，需求随着疫苗后续落地有望持续复苏，若Q4进入主动补库周期，将进一步推动铜需求增长，铜价有望继续上涨。
- **盈利预测与投资评级：**不考虑资产减值，预计2020-2022年公司EPS分别为0.48、0.69、0.88元/股，对应当前股价的PE分别为19x、13x、10x。考虑公司未来几年铜矿增量较大且铜价有望继续上涨，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**西钢集团继续亏损；公司铜铅冶炼业务继续亏损；玉龙铜矿扩建进度低预期；铜铅锌价格大幅下跌风险。

重要财务指标

项目/年度 单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30566.84	31332.51	33235.15	35130.80
增长率 (%)	6%	3%	6%	6%
归母净利润	1007.13	1146.30	1654.67	2108.10
增长率 (%)	149%	14%	44%	27%
EPS (元/股)	0.42	0.48	0.69	0.88
市盈率 (P/E)	15.66	19.10	13.24	10.39
市净率 (P/B)	1.57	1.96	1.71	1.47

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 10 月 29 日

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14,058	16,684	12,690	13,094	13,492
货币资金	5,099	7,219	3,133	3,324	3,513
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	73	266	272	289	305
预付账款	295	521	531	553	575
存货	4,220	3,572	3,639	3,792	3,941
其他	4,371	5,107	5,116	5,137	5,158
非流动资产	25,750	27,834	30,051	32,268	34,485
长期股权投资	938	1,257	1,257	1,257	1,257
固定资产(合计)	13,083	13,214	13,546	13,879	14,211
无形资产	5,391	5,539	5,855	6,172	6,489
其他	6,338	7,825	9,392	10,960	12,528
资产总计	39,808	44,517	42,741	45,362	47,977
流动负债	18,787	18,064	14,717	15,071	14,798
短期借款	8,739	8,671	5,226	5,353	4,859
应付票据	890	1,203	1,226	1,277	1,327
应付账款	1,137	1,116	1,137	1,184	1,231
其他	8,021	7,074	7,129	7,256	7,381
非流动负债	9,376	12,044	12,044	12,044	12,044
长期借款	4,480	5,853	5,853	5,853	5,853
其他	4,896	6,191	6,191	6,191	6,191
负债合计	28,163	30,108	26,761	27,115	26,842
少数股东权益	2,669	4,376	4,800	5,412	6,192
归属母公司股东权益	8,976	10,034	11,180	12,834	14,943
负债和股东权益	39,808	44,517	42,741	45,362	47,977

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	28,770	30,567	31,333	33,235	35,131
同比(%)	2.1%	6.2%	2.5%	6.1%	5.7%
归属母公司净利润	-2,059	1,007	1,146	1,655	2,108
同比(%)	-534.9%	148.9%	13.8%	44.3%	27.4%
毛利率(%)	12.0%	12.2%	12.7%	14.3%	15.7%
ROE%	-22.9%	10.0%	10.3%	12.9%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.86	0.42	0.48	0.69	0.88
P/E	—	15.66	19.10	13.24	10.39
P/B	1.55	1.57	1.96	1.71	1.47
EV/EBITDA	9.15	7.65	8.93	7.61	6.48

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	28,770	30,567	31,333	33,235	35,131
营业成本	25,321	26,843	27,347	28,496	29,615
营业税金及附加	361	371	380	403	426
销售费用	141	181	186	197	208
管理费用	658	601	616	653	691
研发费用	32	123	126	134	142
财务费用	660	929	967	846	834
减值损失合计	2,761	-132	15	15	15
投资净收益	-930	30	31	33	35
其他	-5,435	-13	39	42	44
营业利润	-2,006	1,404	1,795	2,595	3,309
营业外收支	74	140	10	10	10
利润总额	-1,932	1,544	1,805	2,605	3,319
所得税	-122	197	235	339	432
净利润	-1,810	1,347	1,570	2,267	2,888
少数股东损益	249	339	424	612	780
归属母公司净利润	-2,059	1,007	1,146	1,655	2,108
EBITDA	3,051	3,713	3,936	4,611	5,309
EPS(当年)(元)	-0.86	0.42	0.48	0.69	0.88

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	626	3,875	3,736	4,345	4,953
净利润	-1,810	1,347	1,570	2,267	2,888
折旧摊销	793	1,265	1,259	1,259	1,259
财务费用	563	788	969	878	868
投资损失	930	-30	-31	-33	-35
营运资金变动	-2,219	380	6	13	13
其它	2,368	126	-38	-39	-39
投资活动现金流	-4,936	-3,423	-3,407	-3,404	-3,402
资本支出	-3,811	-2,767	-3,438	-3,437	-3,436
长期投资	-660	-294	0	0	0
其他	-465	-362	31	33	35
筹资活动现金流	3,890	1,061	-4,414	-751	-1,362
吸收投资	171	2,000	0	0	0
借款	5,564	669	-3,445	127	-494
支付利息或股息	-1,019	-1,034	-969	-878	-868
现金流净增加额	-405	1,514	-4,086	190	190

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色金属行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

董明斌，中国科学技术大学物理学硕士，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事建材及钢铁研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究发展中心，从事贵金属及小金属研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@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。