

始于铅锌，玉龙二期投产在即

投资要点

- **推荐逻辑：1、公司基本面持续改善，具备α属性：**(1) 玉龙二期项目满产后公司铜精矿产能将大幅增加约10万吨，以铜不变价格计算，预计将增厚归母净利润10亿元。(2) 公司铅锌资源储量达512万吨，产量处于持续爬坡阶段。(3) 青海铜业产能利用率正逐步提升，财务结构优化调整、财务费用有望降低，经营情况有望持续改善。**2、顺周期标的，行业反弹趋势可持续，铜板块后续具备β属性。**我们认为中美两大经济体“主动补库”周期共振即将出现在2021Q1-Q2，商品价格有望加速上涨，公司将充分受益。
- **公司始于铅锌，布局铜资源。**公司现有矿山共13座，其中投入生产经营的矿山共有10座，产品主要为铜、铅、锌，其中**西藏玉龙铜矿**是我国最大的单体铜矿之一，青海锡铁山铅锌矿为我国年选矿量最大的铅锌矿之一。2019年共生产铜精矿4.91万吨、铅精矿6.96万吨、锌精矿16.30万吨，位居我国矿企前列。截至2020年6月30日，公司共拥有铜储量623.18万吨，铅储量182.77万吨，锌储量329.49万吨。
- **我国有色资源禀赋一般，看好铜价趋势。**我国铜矿全球储量占比3%，产量占比8.2%，但是需求占全球的35%，虽然地大物博但铜矿资源禀赋一般。伴随下游需求的复苏、流动性宽松，铜价反弹至5.10万元/吨。从库存周期角度看，我们在《有色专题：继续看多商品，铜最优-20200824》报告中预计铜价有望于2021年突破6.0-6.5万元/吨。
- **玉龙铜矿二期项目达产后将增加公司约10万吨铜精矿产能。**玉龙铜矿保有储量达572万吨，位居全国第三，远景储量超1000万吨，品位达0.68%。玉龙铜矿经过多年繁育，基础设施及技术逐步成熟，二期项目将于年内进入调试阶段，2022年满产。满产后玉龙铜矿年处理量将由230万吨上升至1989万吨，我们测算二期项目将增加铜精矿产能约10万吨，增厚公司归母净利润约10亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年归母净利润分别为11.00、17.15、19.59亿元；EPS分别为0.46、0.72、0.82元，以2020年10月30日股价对应P/E为20X、13X、11X，我们看好公司铜精矿扩产带来业绩大幅度提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目投产进度不及预期、金属价格剧烈波动的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30566.84	29492.63	35039.56	36831.34
增长率	6.46%	-3.51%	18.81%	5.11%
归属母公司净利润(百万元)	1007.13	1099.65	1714.87	1959.42
增长率	148.82%	9.19%	55.95%	14.26%
每股收益EPS(元)	0.42	0.46	0.72	0.82
净资产收益率ROE	9.34%	9.49%	13.86%	14.81%
PE	21	20	13	11
PB	2.14	2.01	1.76	1.56

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邱培宇
 执业证号: S1250520070001
 电话: 021-58351893
 邮箱: qiupyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.83
流通A股(亿股)	23.83
52周内股价区间(元)	5.27-9.59
总市值(亿元)	215.18
总资产(亿元)	484.96
每股净资产(元)	4.46

相关研究

1. 西部矿业 (601168): 三季度业绩大增, 玉龙二期投产在即 (2020-10-28)
2. 有色新材料行业专题报告: 继续看多商品, 铜最优 (2020-08-24)
3. 有色行业专题报告: 全球钴供给增速平稳, 供需将现缺口 (2020-08-17)
4. 有色专题: 库存周期视角下, 有色商品价格怎么走? (2020-07-28)
5. 有色行业专题报告: 未来五年钴下游需求测算 (2020-07-27)
6. 有色行业: 白银价格有望趋势上行, 建议关注相关受益标的 (2020-07-24)
7. 有色行业专题报告: 未来五年全球氢氧化锂需求测算 (2020-07-17)

投资要点

关键假设

假设 1: 玉龙铜矿二期项目稳步推进。假设 2020-2022 年玉龙铜矿二期项目投产节奏为 5%/45%/100%，2020-2022 年公司铜精矿产量分别为 5.2/9.9/16.3 万吨。

假设 2: 随着公司工艺提升，经营逐步完善，预计公司铅精矿、锌精矿产量将持续爬坡。2020-2022 年铅精矿产量分别为 6.5/6.7/6.9 万吨；锌精矿产量分别为 16/16.5/17 万吨。

假设 3: 我们预计中美两大经济体主动补库共振周期将在出现在 2021Q1-Q2，铜、铅、锌价格预计于 2021 年达到高位。综合考虑，我们假设 2020-2022 年公司铜精矿税后单价分别为 3.74/4.11/3.87 万元/吨；铅精矿税后单价分别为 1.00/1.05/1.03 万元/吨；锌精矿税后单价分别 1.10/1.19/1.13 万元/吨。

我们区别于市场的观点

1、玉龙铜矿经过多年繁育，基础设施及技术逐步成熟，一期项目于 2016 年投产。玉龙二期项目有望 2022 年实现满产，将大幅提升公司铜精矿产量，按当前铜不变价格初步计算，预计将增厚公司归母净利润约 10 亿元，业绩改善存在市场预期差。

2、我们认为 2021Q1-Q2 中美两大经济体即将迎来“主动补库共振周期”，商品价格将在 2021 年达到高位，铜价有望突破 6.0-6.5 万元/吨，分析框架和体系差异，市场对此或有分歧。

3、青海铜业产能利用率上升，产品规划化生产以盈利能力逐步提升，公司财务结构将逐步优化，经营情况在持续改善。

股价上涨的催化因素

1、公司未来铜精矿产量增长。(1) 我们测算玉龙二期项目满产后公司铜精矿产能将大幅增加约 10 万吨，以铜不变价格计算，预计将增厚归母净利润约 10 亿元。(2) 公司铅锌资源储量达 512 万吨，产量处于持续爬坡阶段。(3) 青海铜业产能利用率正逐步提升，财务结构优化调整、财务费用有望降低，经营情况有望持续改善。

2、顺周期标的，铜价未来会上行。我们认为中美两大经济体“主动补库”周期共振即将出现在 2021Q1-Q2，商品价格有望加速上涨，公司将充分受益。

估值和目标价格

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.00、17.15、19.59 亿元；EPS 分别为 0.46、0.72、0.82 元，以 2020 年 10 月 30 日股价对应 P/E 为 20X、13X、11X，我们看好公司铜精矿产带来业绩大幅度提升，维持“买入”评级。

目 录

1 公司概况：始于铅锌，玉龙二期投产在即	1
2 行业分析：我国有色资源禀赋一般，看好铜价趋势	6
2.1 行业概况：全球矿企资本开支处于低位	6
2.2 我们看好铜价趋势，2021 年或达到 6-6.5 万元/吨.....	11
3 公司分析：铅锌储量竞争力强，铜精矿产能大增	15
3.1 铅锌资源储量达 512 万吨，2019 年产量达 22.5 万吨	15
3.2 玉龙铜业二期：项目投产在即，铜精矿产能将增加约 10 万吨.....	18
3.3 青海铜业：2019 年投产，经营情况或将改善	22
4 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 相对估值	25
5 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司发展历程: 玉龙铜业二期项目预计于 11 月投产	1
图 2: 公司投入生产经营矿山共有十座, 主营产品为铜、铅、锌、铁	1
图 3: 公司股权结构: 实际控制人为青海省国资委	2
图 4: 公司 2019 年主营业务收入情况 (按产品)	2
图 5: 公司 2019 年主营业务毛利情况 (按产品)	2
图 6: 公司 2019 年主营业务收入情况 (按业务)	3
图 7: 公司 2019 年主营业务毛利情况 (按业务)	3
图 8: 公司 2020 年前三季度营业收入 211.16 亿元	4
图 9: 公司 2020 年前三季度归母净利润为 8.33 亿元	4
图 10: 公司 2019 年毛利率为 12.54%, 净利率为 4.16%	4
图 11: 公司 2015-2019 年分产品毛利率情况	4
图 12: 公司 2019 年有色金属采选冶业务收入占比达 46%	5
图 13: 公司 2015-2019 年分业务毛利率情况	5
图 14: 公司 2019 年期间费用率为 6.00%	5
图 15: 公司 2019 年资产负债率为 67.63%	5
图 16: 全球铜矿资本开支进入“防御性企稳”阶段	6
图 17: 2019 年全球有色金属勘探投资为 87 亿美元	6
图 18: 有色金属产业链: 多环节—产业链 (以铜为例)	7
图 19: 截至 2019 年我国铜矿储量占比为 3.0%	7
图 20: 2019 年我国铜矿产量占比为 8.2%	7
图 21: 2019 年我国铜精矿进口量达 550 万吨	8
图 22: 2019 年我国阴极铜产量占比达 40%	8
图 23: 2019 年全球前八大铜企共生产 942 吨铜精矿	8
图 24: 2019 年全球前八大铜矿铜产量达 462 万吨	8
图 25: 截至 2019 年我国锌矿储量占比为 18%	9
图 26: 2019 年我国锌矿产量占比 34%	9
图 27: 2019 年我国锌精矿进口量达 159 万吨	9
图 28: 2019 年我国锌锭产量占比达 45%	9
图 29: 截至 2019 年我国铅矿储量占比为 20%	10
图 30: 2019 年我国铅矿产量占比 44%	10
图 31: 2019 年我国铅精矿进口量达 81 万吨	10
图 32: 2019 年我国精炼铅产量占比达 46%	10
图 33: 2019 年全球主要锌企锌精矿产量	10
图 34: 2019 年全球主要铅企铅精矿产量	10
图 35: 铜粗炼费 TC 现价为 48 美元/吨	11
图 36: 铜精炼费 RC 现价为 4.8 美元/吨	11
图 37: 2019 年全球铜矿现金成本支出构成	12
图 38: 全球 LME 铜价已重回 90 分位成本线上方	13
图 39: 全球疫情冲击, 改变库存周期运行节奏	13

图 40: 中国库存周期进入被动去库阶段: 需求抬头、库存下降	14
图 41: 美国库存周期处于主动去库存阶段: 库存、需求同降	14
图 42: LME3 月期铜报价 6998.0 美元/吨, 库存 16.89 万吨	15
图 43: SHFE3 月期铜报价 5.1 万元/吨, 库存 6.76 万吨	15
图 44: 2019 年公司生产锌精矿 16.3 万吨, 位居全国第五	16
图 45: 2019 年公司生产铅精矿 7.0 万吨, 位居全国第三	16
图 46: 截至 2019 年公司锌储量 329 万吨, 位居全国第五	16
图 47: 截至 2019 年公司铅储量 183 万吨, 位居全国第四	16
图 48: 2013-2020 年公司铅锌产量持续爬坡	16
图 49: 2018 年纳入会东大梁铅锌矿, 提升铅锌储量约 92 万吨	16
图 50: 锡铁山铅锌矿实景图	17
图 51: 锡铁山铅锌矿历史变革	17
图 52: 会东大梁铅锌矿实景图	17
图 53: 2019 年会东大梁净利率达 40.38%	17
图 54: 玉龙铜矿全景图	19
图 55: 公司拥有玉龙铜业 58% 股权	19
图 56: 公司拥有玉龙铜业 58% 股权	20
图 57: 玉龙铜矿铜保有储量 572 万吨	20
图 58: 2022 年玉龙铜矿产能将达 13.6 万吨, 位居全国第三	20
图 59: 玉龙铜业 2019 年营业收入达 11.1 亿元	21
图 60: 2019 年玉龙铜业净利率达 33%	21
图 61: 公司 2008-2022E 铜精矿产量情况	21
图 62: 公司 2013-2020E 铜精矿储量情况	21
图 63: 2019 年青海铜业亏损达 1.76 亿元	23
图 64: 青海铜业全景图	23

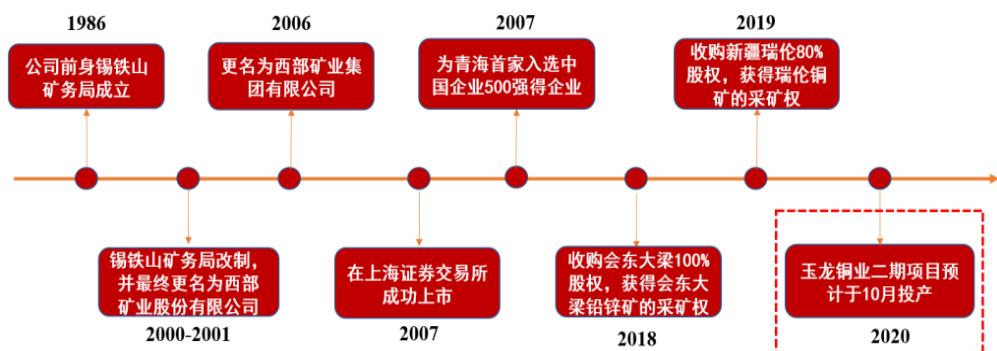
表 目 录

表 1: 主要控股公司业务分布及业绩情况	3
表 2: 疫情影响下部分铜精矿产量情况	11
表 3: 2020-2022 年各矿山产能扩产计划	12
表 4: 公司铅锌业务矿山情况	15
表 5: 公司铅锌板块市值产量比仅为 4.15, 低于同行业其他重点公司	18
表 6: 公司共有 4 座矿山生产铜精矿, 现产能为 4.8 万吨	18
表 7: 我国主要铜矿储量与品位情况:	20
表 8: 公司铜板块市值产量比为 11.14, 市值储量比为 0.09	22
表 9: 玉龙铜矿二期投产后西部矿业净利润增量测算	22
表 10: 公司冶炼业务产能布局情况:	23
表 11: 分业务收入及毛利率	24
表 12: 公司 2022 年归母净利润弹性测算 (亿元)	25
表 13: 可比公司估值	25
附表: 财务预测与估值	27

1 公司概况：始于铅锌，玉龙二期投产在即

西部矿业是一家以矿产资源综合开发为主业的大型矿业上市公司，主要从事铜、铅、锌、铁等基本金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务。2019 年共生产铜精矿 4.91 万吨、铅精矿 6.96 万吨、锌精矿 16.30 万吨。公司前身锡铁山矿务局于 1986 年 12 月成立，隶属于中国有色金属工业总公司，为青藏高原首个百万吨大型铅锌矿采选企业。2000 年-2001 年，锡铁山矿务局改制并更名为西部矿业股份有限公司。公司于 2007 年在上海证券交易所上市，同年入选中国企业 500 强。2018-2019 年公司通过并购方式新增会东大梁铅锌矿、新疆瑞伦铜矿等 7 座矿山，增厚资源储量。公司玉龙铜矿二期项目将于近期投产，我们测算 2022 年满产后可增加约 10 万吨/年的铜精矿产能，总产能超 16 万吨/年。

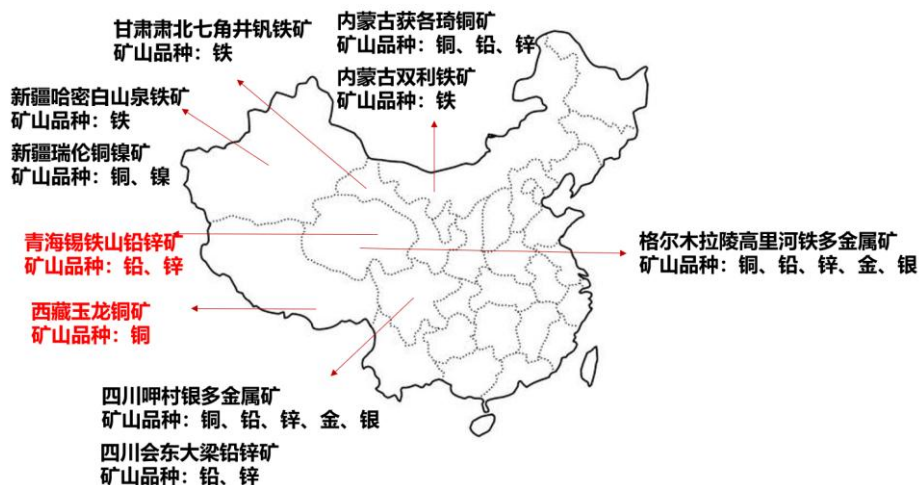
图 1：公司发展历程：玉龙铜业二期项目预计于 11 月投产



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司全资持有或控股十三座矿山，其中已投入生产经营矿山十座。公司矿山主要集中于资源丰富的西部地区，主要品种有铜、铅、锌、铁，同时也伴生有金、银等品种。铜矿方面，西藏玉龙铜矿是我国最大的单体铜矿之一，远景储量或超 1000 万吨；内蒙古获各琦铜矿品位达 0.95%。铅锌矿方面，青海锡铁山铅锌矿是中国年选矿量最大的铅锌矿之一。此外四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称。

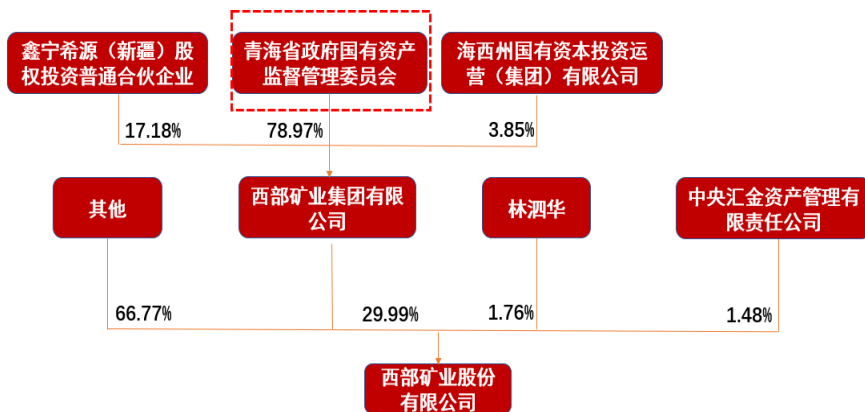
图 2：公司投入生产经营矿山共有十座，主营产品为铜、铅、锌、铁



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构：公司大股东为西部矿业集团有限公司，持股比例达 29.99%。实际控制人为青海省国资委，通过西部矿业集团有限公司间接持有公司 23.68%的股权。

图 3：公司股权结构：实际控制人为青海省国资委



数据来源：Wind，西南证券整理

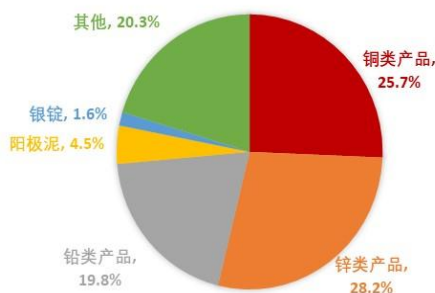
公司主营业务结构：1) 按产品分类，公司收入主要来自铜类产品，占比达 69.0%，锌类产品、铅类产品占比分别为 13.3%与 7.9%。毛利方面，公司铜类产品、锌类产品、铅类产品占比分别为 25.7%、28.2%、20.3%，铜毛利贡献较少主要受到分公司青海铜业铜冶炼业务亏损的影响以及贸易业务占比较高所致。2) 按业务分类，公司有色金属采选冶业务与有色金属贸易业务收入占比分别为 45.4%与 52%，毛利占比分别为 93.3%与 1.0%。贸易业务毛利率仅为 0.22%，导致贡献毛利较少。

图 4：公司 2019 年主营业务收入情况（按产品）



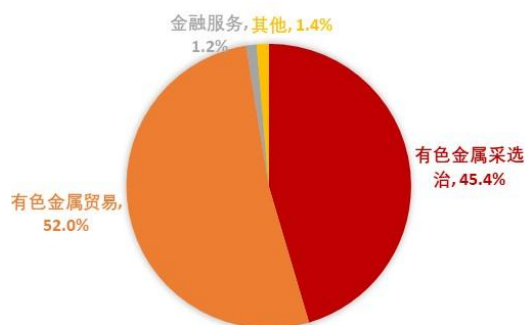
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2019 年主营业务毛利情况（按产品）



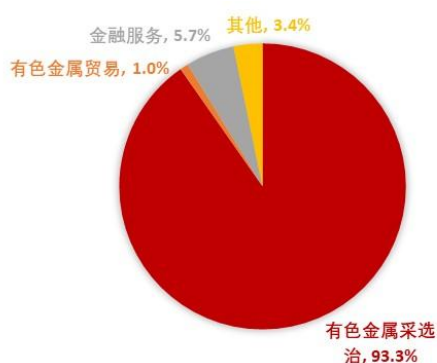
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2019 年主营业务收入情况（按业务）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2019 年主营业务毛利情况（按业务）



数据来源：Wind，西南证券整理

表 1：主要控股公司业务分布及业绩情况

业务分类	单位名称	持股比例	业务性质	2019 年营业收入总额 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)
矿山业务	西部铜业	100%	铜矿采选	12.62	3.41
	双利矿业	100%	铁矿采选	4.40	0.36
	肃北博伦	100%	钒铁矿采选	6.44	0.51
	新疆瑞伦	80%	铜镍矿采选	1.73	0.38
	鑫源矿业	76%	铅锌矿采选	5.98	1.96
	玉龙铜业	58%	铜矿采选冶	11.11	3.70
	会东大梁	54.55%	铅锌矿采选	7.43	3.00
冶炼业务	西部铜材	100%	铜冶炼	26.31	0.02
	青海铜业	100%	铜冶炼	42.82	-1.76
	西豫金属	92.57%	铅冶炼	21.67	-0.91
贸易业务	西矿上海	100%	贸易	70.85	-0.03
	西矿香港	100%	贸易	88.25	0.14
金融业务	西矿财务	60%	金融服务	3.61	1.83
联营公司	青投集团	20.36%	国资授权经营的国有资产	149.88	-8.90
	西钢集团	28.99%	钢铁冶炼	98.69	-0.15

数据来源：公司公告，西南证券整理

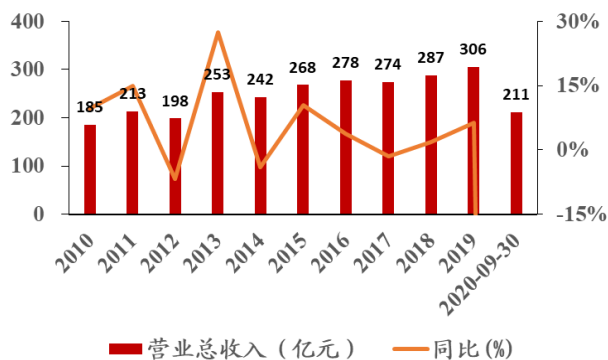
营业收入稳定增长，归母净利润扭亏转盈。2012-2019 年，公司营业收入由 198 亿元上
 升至 306 亿元，复合增速为 4.93%，总体呈现平稳增长态势。公司归母净利润波动较大，存
 在跟踪经济景气周期波动的原因。但是其中 2018 年出现 20.6 亿元的亏损，主要系公司确认
对青投集团长期股权投资减值损失 25.22 亿元(若不考虑该部分减值损失，计算 2018 年归母
净利润为 9.9 亿元)。2019 年公司实现归母净利润 10.1 亿元，主要由于铅精矿、锌精矿产销
 量提升以及肃北博伦、新疆瑞伦、会东大梁三家子公司并表带来增量约 2.5 亿元。

联营企业青投集团长期股权损失 25.22 亿元。青投集团成立于 1993 年，主要行使国有
 资产经营主体和管理主体职能。公司于 2013 年增资青投集团，持有 35.89% 股权，至 2017
 年持股比例已下降至 20.36%。2018 年由于青投集团存在减值迹象，公司评估该股权投资的

可回收金额为零，因此计提对青投集团长期股权投资减值损失 25.22 亿元。减值后账面净值为 0，将不再对公司业绩产生影响。2020 年 6 月，青投集团已进入破产重整阶段。

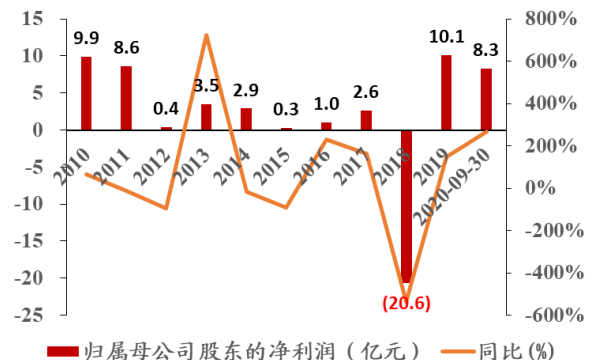
公司 2020Q3 归母净利润大幅增加。公司发布 2020 年三季报。2020 年前三季度公司营收 211.16 亿元，同比减少-5.35%；归母净利润 8.33 亿元，同比增长 2.67%；扣非归母净利润 8.02 亿元，同比增长 4.13%。其中 Q3 单季度公司营收 77.30 亿元，同比增长 5.93%；归母净利润 4.87 亿元，同比增长 117.43%；扣非归母净利润 4.78 亿元，同比增长 147.54%。

图 8：公司 2020 年前三季度营业收入 211.16 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司 2020 年前三季度归母净利润为 8.33 亿元



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司销售毛利率与销售净利率近年来总体处于上升趋势。自 2015 年至 2019 年，公司销售毛利率由 5.02% 上升至 12.18%，1) 从产品角度，2015-2019 年铅类产品毛利率由 29.44% 上升至 43.83%；锌类产品毛利率由 9.31% 上升至 25.84%，带动整体毛利率上升。2) 从业务角度，毛利率较高的有色金属采选冶业务收入占比由 14% 上升至 46%，而毛利率较低的贸易业务收入占比由 85% 下降至 53%，业务结构改变带动毛利率上升。锌类、铅类产品毛利率明显高于铜类产品，主要由于：1) 铜类产品低毛利率的贸易业务占比较高。2) 铜冶炼业务亏损较为严重。3) 铅、锌业务中包含高毛利率的金、银副产品。

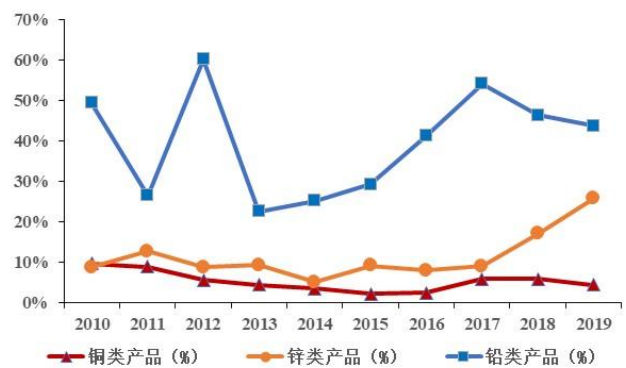
净利率方面，2015-2019 年，公司销售净利率由 0.40% 上升至 4.41%，其中 2018 年销售净利率为 -6.32% 主要系计提大额资产减值损失影响。

图 10：公司 2019 年毛利率为 12.54%，净利率为 4.16%



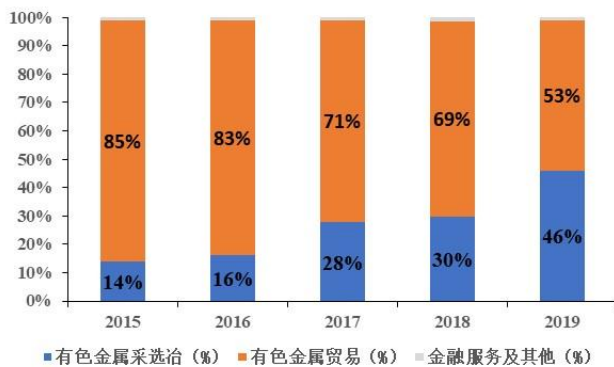
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：公司 2015-2019 年分产品毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12: 公司 2019 年有色金属采选冶业务收入占比达 46%



数据来源: Wind, 西南证券整理

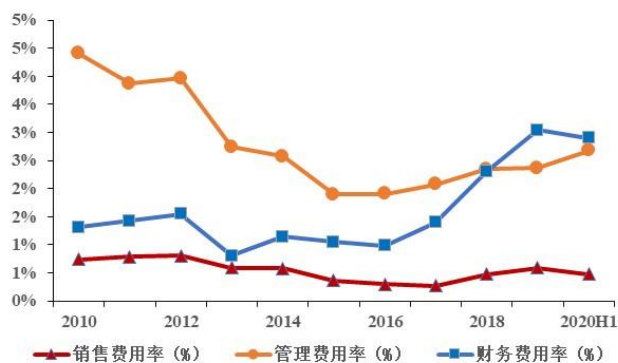
图 13: 公司 2015-2019 年分业务毛利率情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

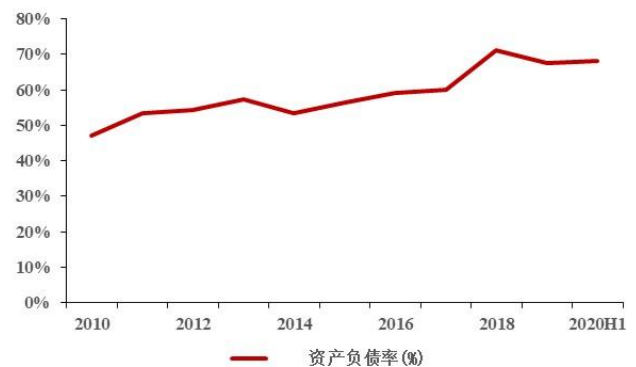
公司期间费用率与资产负债情况: 2019 年公司期间费用率为 6%，其中财务费用率自 2016 年的 0.98% 上升至 2019 年的 3.04%，上升幅度明显，主要由于公司带息负债增加。公司资产负债率总体呈现上升趋势，由 2010 年的 47.09% 上升至 2019 年的 67.63%，主要系公司玉龙铜矿、青海铜业等新项目投资巨大，未来公司将进一步通过压缩投资等方式，降低金融负债规模，优化公司资产负债结构。

图 14: 公司 2019 年期间费用率为 6.00%



数据来源: Wind, 西南证券整理 (管理费用包含研发费用)

图 15: 公司 2019 年资产负债率为 67.63%



数据来源: Wind, 西南证券整理

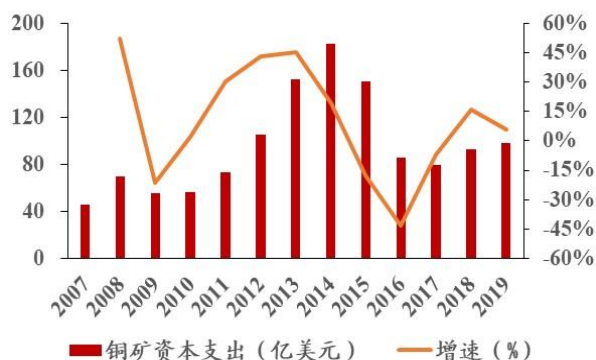
2 行业分析：我国有色资源禀赋一般，看好铜价趋势

2.1 行业概况：全球矿企资本开支处于低位

全球铜矿资本支出进入“防御性企稳”阶段。一般而言，铜矿资本开支预示未来铜产能增速情况。2016 年全球铜矿资本支出明显下降，随后企稳于低位，资本开支的企稳主要由环保等“防御性”投入增加导致。国内有色板块资产负债表虽然经历短暂修复，但行业负债率仍处 64% 以上高位，行业高负债压制资本开支扩张，有色行业上市公司的发展思路已从无序扩张切换到降本增效和行业集中度提升阶段。

全球有色金属勘探投资处于较低位置。矿山从勘探到矿石产出一般需要五年时间。2012 年，全球有色金属勘探投资额达 207 亿美元。随后自 2012-2016 年连续下降，2017 年起略有回升但仍处于底部，2019 年为 98 亿美元。根据标普预测，2020 年受疫情影响，全球有色金属勘探投资额将下降至 87 亿元。全球有色金属勘探投资额持续处于低位，反应出有色金属行业供给端的紧缩趋势。

图 16：全球铜矿资本开支进入“防御性企稳”阶段



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

图 17：2019 年全球有色金属勘探投资为 87 亿美元



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

铜产业链主要分为采选、冶炼、加工和终端应用。采选环节主要包括勘探、采矿与选矿，通过选矿可以将原矿石提炼为含铜量 20%-30% 的铜精矿。冶炼环节可生产出含铜量 99.9% 的阴极铜，方法主要分为火法炼铜与湿法炼铜。火法炼铜相比湿法炼铜成本更高，但是所得产品的纯度更高；湿法炼铜更多适用于低品位及氧化铜矿冶炼。在加工环节，电解铜可被进一步加工为铜管、铜棒、铜线、铜板、铜箔等，广泛运用于电子、建筑、家电、交通与电力等行业。

图 18: 有色金属产业链: 多环节—产业链 (以铜为例)



数据来源: 网络资料, 西南证券整理

2.1.1 铜: 我国铜矿储量占比 3%, 产量占比 8.2%, 需求占比 35%

全球铜矿储量分布情况:截至 2019 年,全球铜矿储量为 87000 万吨,我国铜矿储量 2600 万吨,占比 3.0%,位居全球第八。智利 (23%)、澳大利亚 (10%) 与秘鲁 (10%) 分居前三。

全球铜精矿产量分布情况:截至 2019 年,全球铜精矿产量 2055 万吨,我国铜精矿产量 168 万吨,占比 8.2%,位居全球第三。智利 (28.2%)、秘鲁 (11.9%) 位居前二。

我国铜精矿进口量达 550 万吨,铜需求位居全球第一,占比 35%。2019 年我国共消费铜精矿 718 万吨,占全球铜精矿总产量的 35%,位居全球第一,其中进口 550 万吨,进口率达 77%,进口量占全球铜精矿产量的 27%。从下游阴极铜产量看,2019 年我国共生产阴极铜 945 万吨,产量占比高达 40%。

图 19: 截至 2019 年我国铜矿储量占比为 3.0%



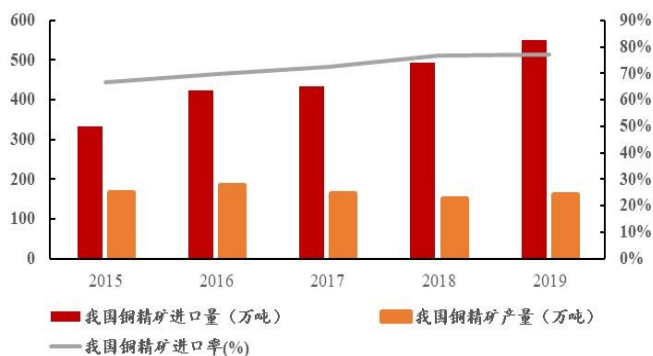
数据来源: USGS, Wind, 西南证券整理

图 20: 2019 年我国铜矿产量占比为 8.2%



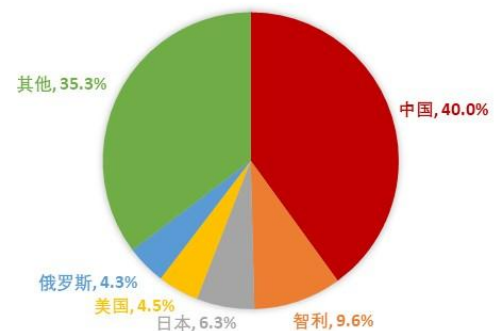
数据来源: USGS, Wind, 西南证券整理

图 21: 2019 年我国铜精矿进口量达 550 万吨



数据来源: Wind, SMM, 西南证券整理

图 22: 2019 年我国阴极铜产量占比达 40%



数据来源: Wind, 西南证券整理

2019 年全球主要铜精矿企业产量情况: 全球前八大铜企 2019 年共生产铜精矿 942 万吨, 占全球铜精矿总产量的 45.85%。我国铜企中 2019 年产量最高的是五矿资源 (37.97 万吨) 与紫金矿业 (27.73 万吨), 西部矿业 2019 年产量为 4.91 万吨。

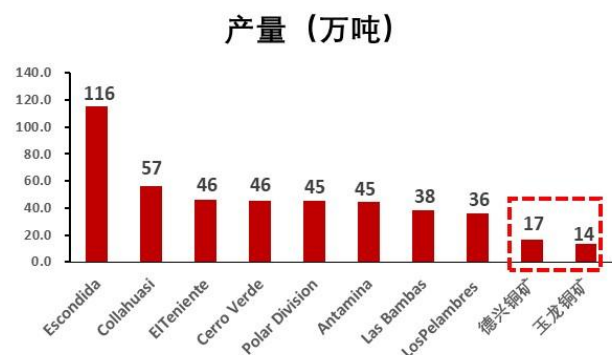
2019 年全球主要铜矿产量情况: 全球前八大铜企 2019 年共生产铜精矿 462 万吨, 占全球铜精矿总产量的 22.48%。德兴铜矿为我国产能最大的矿山, 2019 年产量为 16.5 万吨, 玉龙铜矿满产后产能将达 13.6 万吨。

图 23: 2019 年全球前八大铜企共生产 942 万吨铜精矿



数据来源: Wind, SMM, 西南证券整理

图 24: 2019 年全球前八大铜矿铜产量达 462 万吨



数据来源: Wind, 西南证券整理 (玉龙铜矿为二期项目满产后产能)

2.1.2 铅锌: 我国铅锌储量位居全球第二, 产量与需求位居全球第一

全球锌矿储量分布情况: 截至 2019 年, 全球锌矿储量为 25000 万吨, 我国锌矿储量 2600 万吨, 占比 18%, 位居全球第二。澳大利亚锌矿储量为 6800 万吨, 占比 27%, 位居全球第一。

全球锌精矿产量分布情况: 截至 2019 年, 全球锌精矿产量 1290 万吨, 我国锌精矿产量 437 万吨, 占比 34%, 位居全球第一。

我国锌精矿进口量达 159 万吨，锌需求位居全球第一。2019 年我国共消费锌精矿 596 万吨，占全球锌精矿总产量的 46%，位居全球第一，其中进口 159 万吨，进口率为 27%。从下游锌锭产量看，2019 年我国共生产锌锭 624 万吨，产量占比高达 45%。

图 25：截至 2019 年我国锌矿储量占比为 18%



数据来源：USGS, Wind, 西南证券整理

图 26：2019 年我国锌矿产量占比 34%



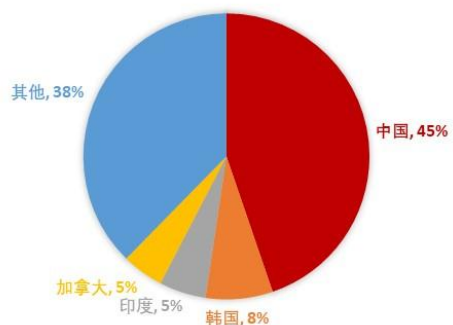
数据来源：USGS, Wind, 西南证券整理

图 27：2019 年我国锌精矿进口量达 159 万吨



数据来源：Wind, SMM, 西南证券整理

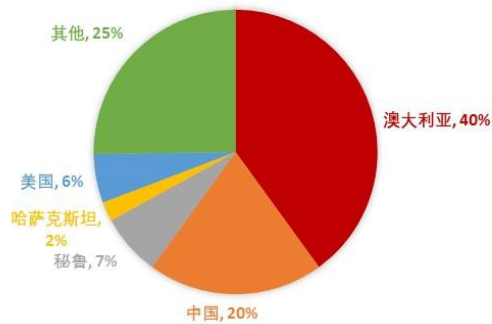
图 28：2019 年我国锌锭产量占比达 45%



数据来源：Wind, 西南证券整理

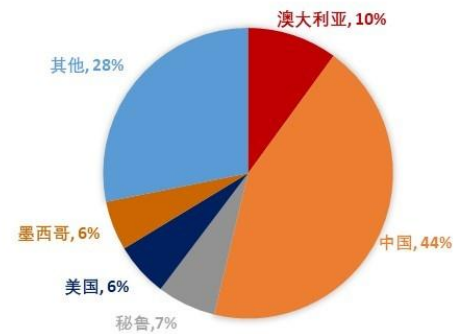
全球铅矿储量分布情况：截至 2019 年，全球铅矿储量为 9000 万吨，我国铅矿储量 1800 万吨，占比 20%，位居全球第二。澳大利亚铅矿储量为 3600 万吨，占比 40%，位居全球第一。**全球铅精矿储量分布情况：**截至 2019 年，全球铅精矿产量 471 万吨，我国铅精矿产量 206 万吨，占比 44%，位居全球第一。我国铅精矿进口量达 81 万吨，铅需求位居全球第一。2019 年我国共消费铅精矿 287 万吨，占全球铅精矿总产量的 61%，位居全球第一，其中进口 81 万吨，进口率为 28%。从下游精炼铅产量看，2019 年我国共生产精炼铅 580 万吨，产量占比高达 46%。

图 29: 截至 2019 年我国铅矿储量占比为 20%



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 30: 2019 年我国铅矿产量占比 44%



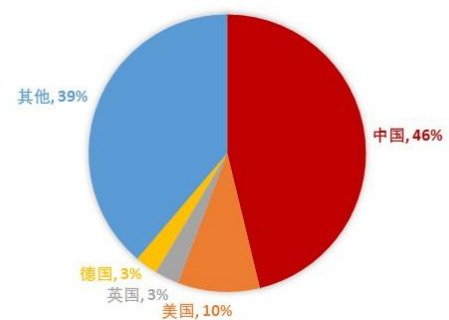
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 31: 2019 年我国铅精矿进口量达 81 万吨



数据来源: Wind, SMM, 西南证券整理

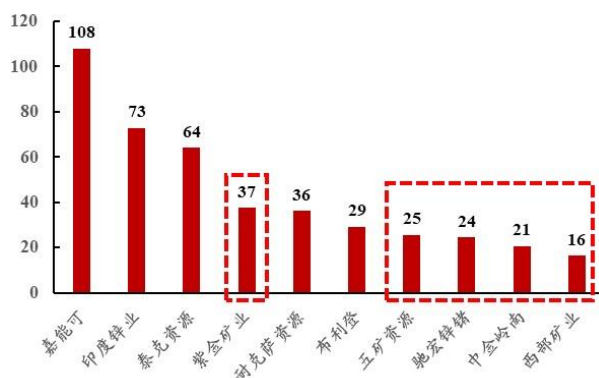
图 32: 2019 年我国精炼铅产量占比达 46%



数据来源: Wind, 产业信息网, 西南证券整理

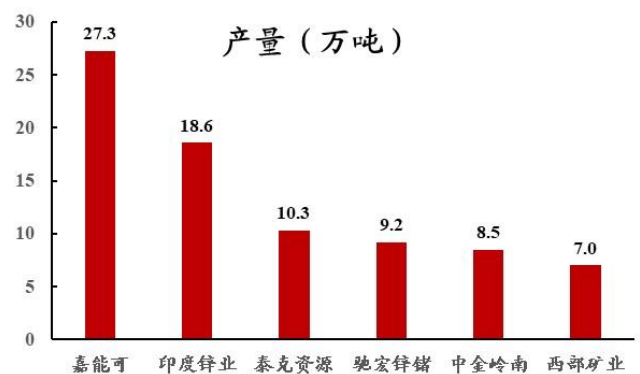
2019 年全球主要铅锌矿企产量情况: 嘉能可为全球铅锌矿生产龙头企业, 2019 年共生铅精矿 108 万吨、占全球总产量比例达 8.4%; 生产铅精矿 27.3 万吨, 占全球总产量比例达 5.8%。我国企业中, 紫金矿业 2019 年生产铅精矿 37 万吨, 为我国最大铅精矿生产商; 驰宏锌锗生产铅精矿 9.2 万吨, 为我国最大铅精矿生产商。

图 33: 2019 年全球主要铅企铅精矿产量



数据来源: Wind, 网络资料, 西南证券整理

图 34: 2019 年全球主要铅企铅精矿产量



数据来源: Wind, 网络资料, 西南证券整理

2.2 我们看好铜价趋势，2021 年或达到 6-6.5 万元/吨

2.2.1 供给端：加工费趋势降低验证铜矿紧缺

TC 与 RC 自 2019 年以来持续走低，验证铜资源紧缺逻辑。TC 为铜粗炼费，代表铜精矿加工形成阳极铜的加工费；RC 为铜精炼费，代表阳极铜进一步精炼出阴极铜的费用。两者直观反应了铜精矿的供需情况，当铜精矿供应紧张时，冶炼厂不得不接受较低的加工费以获得原材料。自 2019 年至今，TC 由 88.5 万元/吨下降至 48.0 万元/吨，RC 由 8.85 万元/吨下降至 4.80 万元/吨，降幅均达 84%，均已达到 10 年来的最低点，铜加工费的持续下降侧面验证了铜精矿供应收紧的趋势。

图 35：铜粗炼费 TC 现价为 48 美元/吨



数据来源：Bloomberg, CRU, 西南证券整理

图 36：铜精炼费 RC 现价为 4.8 美元/吨



数据来源：Wind, 西南证券整理

疫情进一步放大铜精矿供给紧缺的局面。智利、秘鲁共占据全球铜精矿产量的 39.5%，而两国受疫情影响十分严重，截至 10 月 13 日两国分别确诊病例达 48.5 万例与 85.7 万例，矿山也因此受到了停工、罢工等的影响，铜矿发运不确定性增加。自由港、嘉能可、第一量子等铜精矿企业纷纷下调了全面产量预期，现受影响的铜矿产量已超 40 万吨。同时，部分在建产能也受到了疫情影响，均有不同程度的推迟。铜精矿供给端的紧缺局面进一步放大。

表 2：疫情影响下部分铜精矿产量情况

铜精矿生产企业	原计划产量 (万吨)	现计划产量 (万吨)
自由港	157.9	140.6
嘉能可	130	125.5
第一量子	83-88	75.5-80.5
力拓	53-57	47.5-52
中国五矿	43.3	41.5
淡水河谷	40	36-38
总计	507.2-516.2	466.6-476.1

数据来源：SMM, 西南证券整理

表 3：2020-2022 年各矿山产能扩产计划

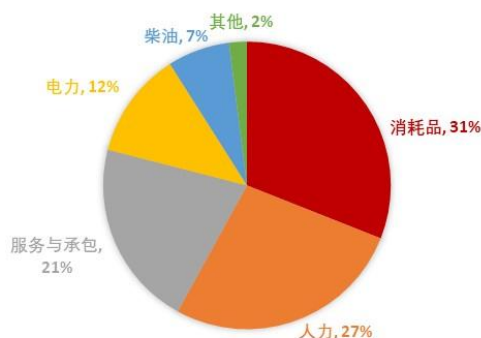
矿山	所在国	公司	扩增产能 (万吨)	原计划投产时间	现计划投产时间
MineJusta	秘鲁	智利国家铜业	10.2	2020 年底	2021 年初
Spence	智利	必和必拓	18.5	2020 年	2021 年初
Quebrada Blanca	智利	泰克资源	27.5	2021 年下半年	2022 年上半年
Centinela	智利	安托法加斯塔	18	2023	2024
Michiquillay	刚果	南方铜业	22.5	2023	2024

数据来源：公司官网，网络资料参考，西南证券整理

2.2.2 成本端：铜价在 90 分位线具有明显的成本支撑

全球铜矿现金成本支出构成：矿山的现金成本一般是指与现场生产直接相关的现金支出成本，包括现场运输、采矿、冶炼、税（非所得税，如资源税）以及现场管理成本。一般不包括非现金支出成本，比如折旧摊销，也不包括现场之外的成本，如总部管理费用等。根据 Bloomberg、CRU 相关数据，铜的现金成本的构成为：消耗品占比 31%、人力占比 27%、服务与承包占比 21%、电力占比 12%、柴油占比 7%。

图 37：2019 年全球铜矿现金成本支出构成

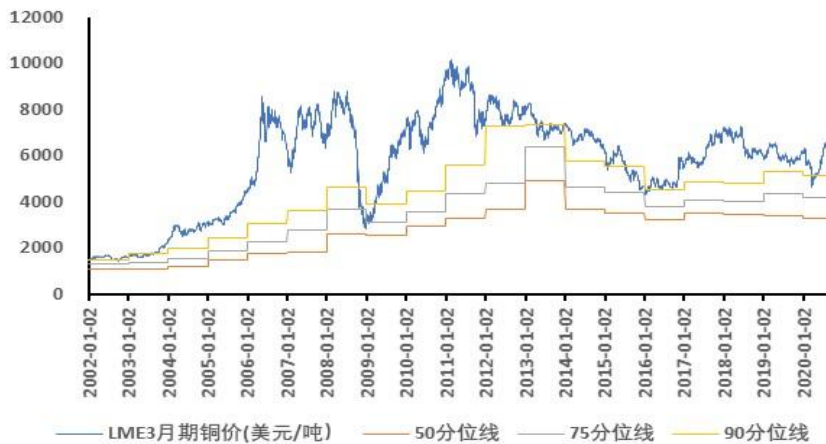


数据来源：Wind, Morgan Stanley research, 西南证券整理

铜价跌破或触及 90 分位成本线的情形十分少见。铜矿现金成本的 90 分位线是铜的长期供需均衡点，具有一定的价格支撑作用。只有在全球宏观经济遭受重大冲击时，铜价才会跌破 90 分位线。2003 年后，铜价仅在 2008 年、2015 年以及 2020H1 跌破或触及 90 分位成本线。2008 年主要是受到了全球金融危机的影响致使铜价跌破 90 分位成本线；2015 年由于发达经济体的长期低迷不振，中国的经济结构调整和经济增长减速，导致全球大宗商品的需求下降，铜价触及 90 分位成本线。

2020H1 铜价已完成价格修复。2020 年铜价的 90 分位成本线约为 5200 美元/吨，2020H1 受新冠疫情在全球肆虐，铜需求端受到严重影响，致使铜价一度下降至 90 分位成本线以下。而伴随我国疫情得到良好的控制以及整体需求端的复苏，铜价走出 V 型反弹的趋势，完成价格修复。

图 38：全球 LME 铜价已重回 90 分位成本线上方

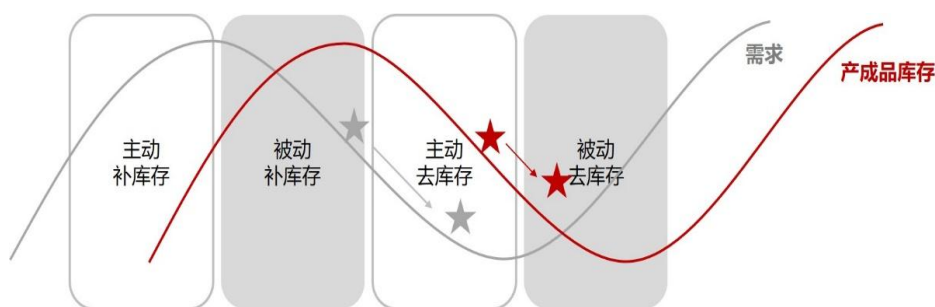


数据来源：Wind, Morgan Stanley research, 西南证券整理

2.2.3 库存：中美两大经济体即将迎来“主动补库周期”

库存周期影响经济短周期波动，而存货调整相对下游需求滞后。一个完整的库存周期包括四个阶段：（1）被动去库存——需求上升、库存下降；（2）主动补库存——需求上升、库存上升；（3）被动补库存——需求下降、库存上升；（4）主动去库存——需求下降，库存下降。通过选择中美两大经济体的需求和库存观测指标。**需求观测指标**：工业企业利润同比增速、PPI 同比、PMI 甚至销售同比增速。**库存观测指标**：中国库存端指标：工业企业产成品库存（累计）同比；美国库存端指标：美国全社会库存（制造商、批发商及零售商）同比增速。

图 39：全球疫情冲击，改变库存周期运行节奏

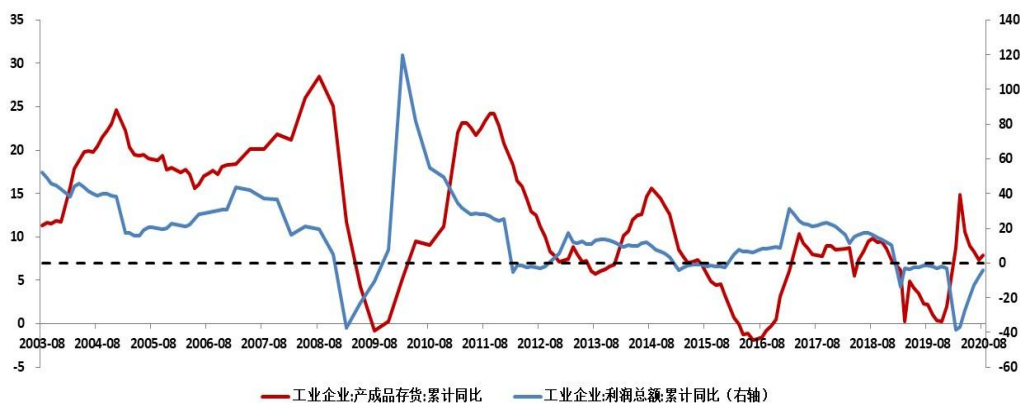


数据来源：wind, 西南证券整理

中美两大经济体“主动补库”共振预计将在 2021Q1-Q2 出现。根据历史经验，库存周期景气向上背景下，有色商品价格大概率将趋势上行。中国：在 2017 年 2 月工业企业利润累计同比见顶，进入被动补库阶段；2018 年 9 月工业企业产成品库存累计同比回落，进入主动去库阶段；理论上 2019.12 进入被动去库阶段，全球疫情放缓需求恢复节奏，中国实质是在 2020.3 进入被动去库，大概率是在 2021Q1-Q2 进入“主动补库”阶段。美国：2016 年 11 月库存总额与销售同步上升，进入主动补库阶段；2018 年 5 月销售总额同比增速见顶，6 月进入被动补库阶段；2019.6-2019.12 进入主动去库阶段；理论上 2020.1 将进入被动补

库阶段, 受到全球疫情影响放缓库存周期运行节奏, 大概率 2021Q2 进入“主动补库”阶段。若 2021Q1-Q2 中美进入主动补库共振阶段, 有色商品(铜、铝、锌等)大概率将趋势上行。

图 40: 中国库存周期进入被动去库阶段: 需求抬头、库存下降



数据来源: wind, 西南证券整理

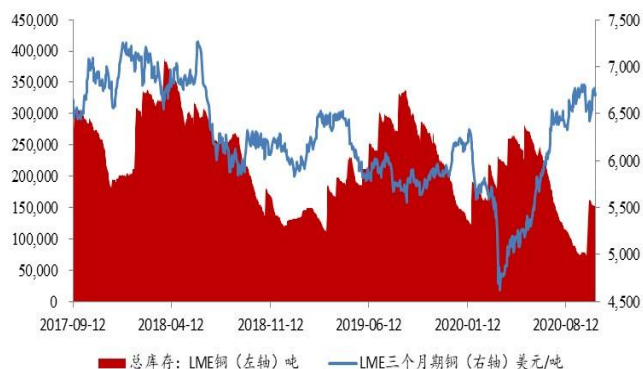
图 41: 美国库存周期处于主动去库存阶段: 库存、需求同降



数据来源: wind, 西南证券整理

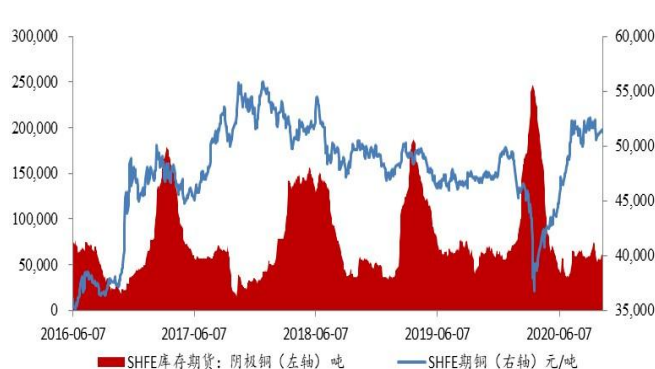
铜库存持续下降, 价格或将突破 6.0-6.5 万元/吨。LME3 月期铜 10 月 15 日报价 6998 美元/吨, 较 3 月 23 日低点的 4627 美元/吨上升 51%; 库存由 5 月 14 日最高的 28.3 万吨下降至 9 月 25 日的 7.4 万吨。上期所 3 月期铜报价 5.1 万元/吨, 较 3 月 23 日低点的 3.7 万元/吨上升 37.84%; 库存由 3 月 17 日最高的 24.7 万吨下降至 9 月 30 日的 5.6 万吨。铜库存已近见底, 叠加供需错配缺口放大, 伴随中美两大经济体主动补库周期的到来, 我们预计铜商品价格或将于 2021 年突破 6.0-6.5 万元/吨。

图 42: LME3 月期铜报价 6998.0 美元/吨, 库存 16.89 万吨



数据来源: Wind, 西南证券整理 (10 月 15 日更新)

图 43: SHFE3 月期铜报价 5.1 万元/吨, 库存 6.76 万吨



数据来源: Wind, 西南证券整理 (10 月 15 日更新)

3 公司分析: 铅锌储量竞争力强, 铜精矿产能大增

3.1 铅锌资源储量达 512 万吨, 2019 年产量达 22.5 万吨

公司主要有 4 座矿山出产铅锌。公司铅锌矿在产矿山主要有 4 座, 分别为青海锡铁山铅锌矿、内蒙古获各琦铜矿、四川呷村银多金属矿与四川会东大梁铅锌矿, 其中青海锡铁山铅锌矿为公司核心矿山, 铅锌产能可达 15.09 万吨。

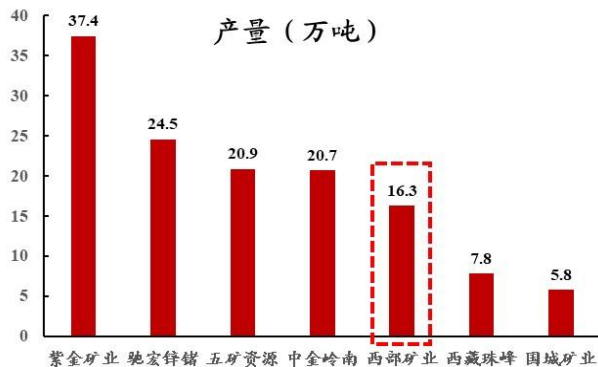
表 4: 公司铅锌业务矿山情况

矿山名称	权益	保有储量 (万吨)	铅锌品位	年处理量 (万吨)	铅锌产能 (万吨)
青海锡铁山铅锌矿	100%	1362	10.06%	150	15.09
内蒙古获各琦铜矿	100%	5094	2.82%	270	7.61
四川呷村银多金属矿	76%	964	10.36%	80	8.29
四川会东大梁铅锌矿	54.55%	659	9.78%	66	6.45

数据来源: 公司公告, 西南证券整理 (根据公司公告信息, 我们将矿山年处理量*铅锌品位得到粗算产能)

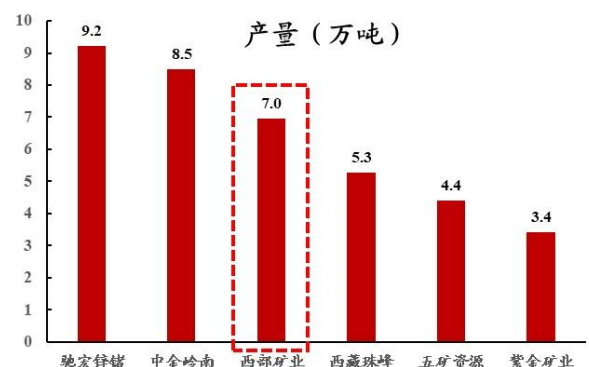
2019 年公司铅精矿产量位居我国第三、锌精矿产量位居我国第五。2019 年公司共生产铅精矿 6.96 万吨, 约占我国铅精矿总产量的 5.65%; 生产锌精矿 16.3 万吨, 约占我国锌精矿总产量的 5.81%。驰宏锌锗为我国最大铅精矿生产商, 产量 9.23 万吨; 紫金矿业、驰宏锌锗、五矿资源位居我国企业锌精矿产量前三, 产量分别为 37.41 万吨、24.54 万吨与 20.85 万吨。储量方面, 截至 2019 年公司锌资源储量 329 万吨, 位居全国第六; 铅资源储量 183 万吨, 位居全国第四。

图 44: 2019 年公司生产锌精矿 16.3 万吨, 位居全国第五



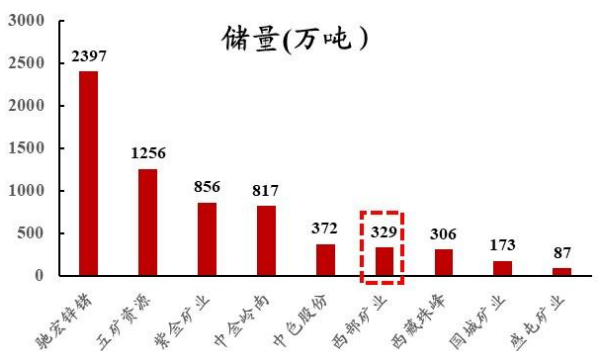
数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 45: 2019 年公司生产铅精矿 7.0 万吨, 位居全国第三



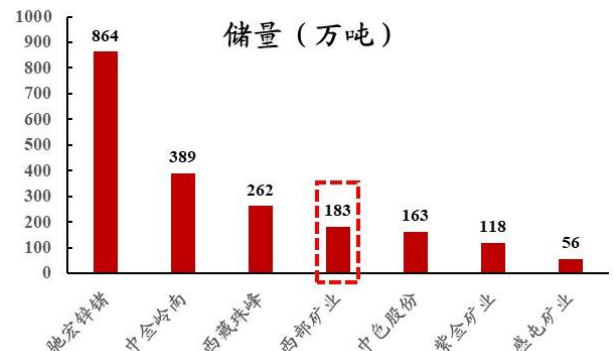
数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 46: 截至 2019 年公司锌储量 329 万吨, 位居全国第五



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 47: 截至 2019 年公司铅储量 183 万吨, 位居全国第四



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

公司铅锌产量持续爬坡, 仍有提升空间。2016-2019 年公司铅锌产量自 11.7 万吨上升至 23.3 万吨, 产量提升主要原因为: 1) 2018 年公司纳入会东大梁铅锌矿, 我们测算约提升产能 6.45 万吨/年。2) 公司矿山采选经营能力以及回收率提升, 2016 年起约增加产能 2 万吨/年。预计 2020 年公司铅锌产量约为 22.5 万吨, 较 2019 年略有下降, 主要系年初受到疫情影响停工减产所致。现阶段, 公司铅锌业务虽无扩产计划, 但产量较理论产能仍有较大提升空间。

图 48: 2013-2020 年公司铅锌产量持续爬坡



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 49: 2018 年纳入会东大梁铅锌矿, 提升铅锌储量约 92 万吨



数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

锡铁山铅锌矿为公司核心铅锌矿山。锡铁山铅锌矿为我国年选矿量最大的铅锌矿之一，保有铅锌储量 137 万吨，年采选量 150 万吨，我们测算铅锌产能约为 15.09 万吨。矿山于 1988 年投产，公司于 2001 年获得矿山采矿权。近年来，公司持续推进工艺创新及技术升级等项目提升矿山运营效率。2017 年技术升级改造项目完成，铅锌综合回收率达 188% 以上，矿山设计损失率和贫化率均控制在 10% 以内。2018 年启动智慧矿山项目，现选矿设备自动化率已由 9% 上升至 92%，选矿车间用电单耗已由 23.28kwh/吨下降至 18.48kwh/吨，矿山自动化水平显著提升，成本显著降低。

图 50：锡铁山铅锌矿实景图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 51：锡铁山铅锌矿历史变革



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018 年公司纳入会东大梁铅锌矿。四川会东大梁矿业有限公司成立于 2011 年，2018 年公司收购会东大梁 100% 股权并纳入会东大梁铅锌矿。2019 年，会东大梁引入战略投资者（工银投资与农银投资），公司股权比例下降至 54.55%。会东大梁铅锌矿保有铅锌储量 659 万吨，年采选量 66 万吨，铅锌产能 6.45 万吨。

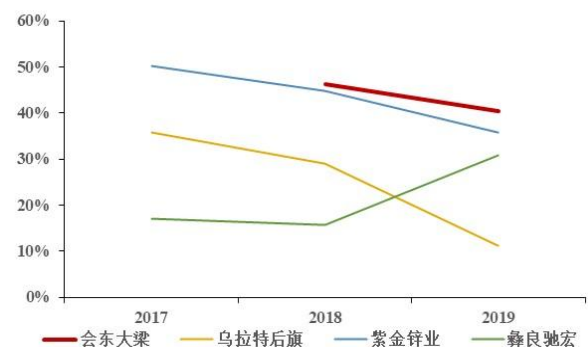
2019 年会东大梁净利率达 40.38%。2018、2019 年会东大梁净利率分别为 46.27% 与 40.38%，高于同样生产铅锌矿的乌拉特后旗（紫金矿业分公司）、紫金锌业（紫金矿业分公司）、彝良驰宏（驰宏锌锗分公司）等公司，盈利能力较强。

图 52：会东大梁铅锌矿实景图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 53：2019 年会东大梁净利率达 40.38%



数据来源：Wind，西南证券整理

公司铅锌业务市值产量比具有优势。选取铅锌行业主要上市公司，以铅锌业务毛利在整体毛利中占比为比重，计算出各公司铅锌板块对应市值，结合公司铅锌矿产量，得到市值产量比。在 6 家选择的上市公司中，平均市值产量比为 5.44，而公司市值产量比为 4.15，为 6 家公司中最低。公司在铅锌业务板块略被低估，具有市值上升的潜力与空间。

表 5：公司铅锌板块市值产量比仅为 4.15，低于同行业其他重点公司

	总市值 (亿元)	铅锌板块毛利占比	铅锌板块市值 (亿元)	铅锌产量	市值产量比
西部矿业	201.13	47.94%	96.42	23.26	4.15
紫金矿业	1672.36	11.90%	199.01	40.84	4.87
驰宏锌锗	196.01	94.01%	184.27	33.77	5.46
西藏珠峰	82.46	91.01%	75.05	13.08	5.74
中色股份	92.17	70.73%	65.19	8.70	7.49
中金岭南	153.50	94.01%	144.31	29.20	4.94
平均值					5.44

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理（总市值为 2020.10.16 最新收盘日数据）

3.2 玉龙铜业二期：项目投产在即，铜精矿产能将增加约 10 万吨

公司主要有 4 座矿山生产铜精矿，我们测算现产能为 4.8 万吨。公司铜矿在产矿山主要有 4 座，分别为内蒙古获各琦铜矿、新疆瑞伦铜镍矿、四川呷村银多金属矿与西藏玉龙铜矿。其中内蒙古获各琦铜矿产能达 2.57 万吨，为目前主力矿山；西藏玉龙铜矿二期项目已于 2020 年 11 月开始调试，预期 2022 年实现满产。满产后年处理量将达 1989 万吨，根据我们的测算，届时玉龙铜矿总产能将达 13.53 万吨。

表 6：公司共有 4 座矿山生产铜精矿，现产能为 4.8 万吨

矿山名称	权益	铜品位	保有储量 (万吨)	年处理量 (万吨)	铜精矿产能 (万吨)
内蒙古获各琦铜矿	100%	0.95%	12.94	270	2.57
新疆瑞伦铜镍矿	80%	0.32%	27.44	111	0.36
四川呷村银多金属矿	76%	0.39%	3.76	80	0.31
西藏玉龙铜矿	58%	0.68%	572.19	一期：230 二期完成后：1989	一期：1.56 二期完成后：13.53
总计			616.33		4.8 (二期完成后：16.77)

数据来源：公司公告，西南证券整理（根据公司披露的信息，我们将矿山保有储量*铜品位测算得到铜精矿产能）

玉龙铜矿基本情况：玉龙铜矿位于西藏自治区昌都地区，为我国最大的单体铜矿之一，品位达 0.68%。铜金属储量达 572.19 万吨，位居全国第三，远景预测储量达到 1000 万吨以上。玉龙铜矿具有矿体埋藏浅，资源量大，品位较高的特点，矿体赋存条件和水文地质条件简单，适合露天开采。

图 54: 玉龙铜矿全景图

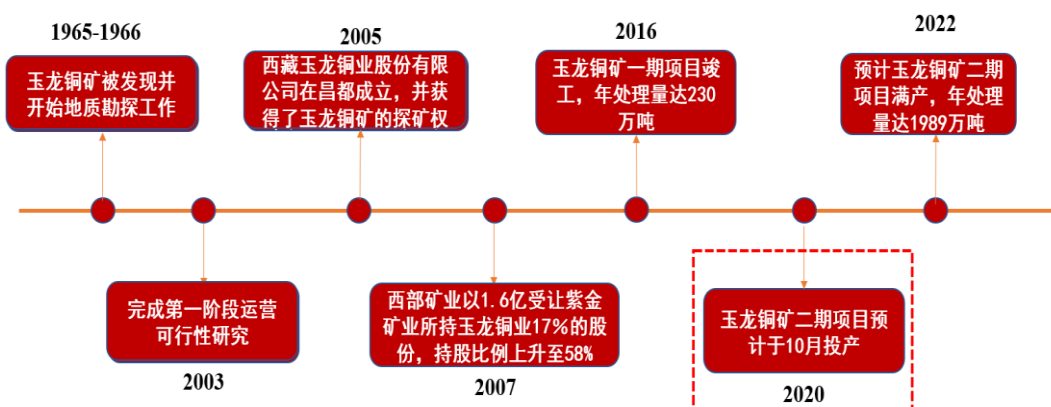


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

玉龙铜矿发展历程: 玉龙铜矿最早于 1965 年被发现并于 1966 年开始地质勘探工作。2005 年 5 月西藏玉龙铜业股份有限公司在昌都成立, 并获得了玉龙铜矿的探矿权, 股东包括了西部矿业、紫金矿业等。2007 年西部矿业以 1 亿元受让紫金矿业所持玉龙铜业 17% 的股份, 西部矿业持股玉龙铜业比例上升至 58%。

玉龙铜矿一期项目建设历程: 玉龙铜矿位于海拔 4569—5118 米的高原, 自然环境恶劣, 基础设施落后。一期项目 2006 年开工建设, 历经 10 年的孕育, 基础设施逐步建成, 技术逐步成熟, 电力等配套设施逐步完善, 环保问题得到充分解决, **2016 年顺利实现竣工**。玉龙一期项目年处理量达 230 万吨, 我们测算铜产能约为 1.56 万吨, 近年来产能投放稳定。

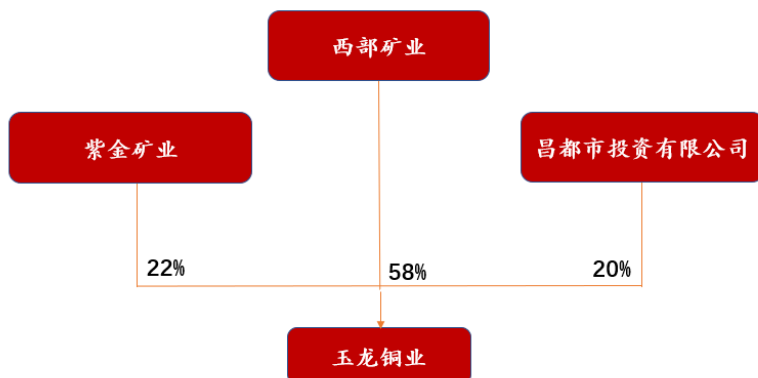
图 55: 公司拥有玉龙铜业 58% 股权



数据来源: 公司资料, 西南证券整理

玉龙铜业股权结构: 公司最新公告显示, 玉龙铜业三大股东西部矿业、紫金矿业、昌都市投资有限公司分别持有玉龙铜业 58%、22%、20% 的股权。

图 56：公司拥有玉龙铜业 58% 股权



数据来源：公司资料，西南证券整理

玉龙铜矿储量位居全国第三，产能将大幅上升。西藏玉龙铜矿铜保有储量为 572 万吨，位居全国第三，仅次于同样位于西藏的多龙铜矿与巨龙铜矿；品位达 0.68%，位居我国主要铜矿之首。玉龙铜矿现产能仅为 1.6 万吨，产能规模较小。我们测算在二期项目投产后，玉龙铜矿产能将增加至约 13.6 万吨，届时将跃升至全国第三，仅次于巨龙铜矿与德兴铜矿的 16.5 万吨。

表 7：我国主要铜矿储量与品位情况：

矿山名称	所属公司	保有储量（万吨）	铜品位	矿山名称	所属公司	保有储量（万吨）	铜品位
西藏多龙铜矿	中铝集团	>2000	约 0.60%	云南普朗铜矿	云南铜业	311	0.34%
西藏巨龙铜矿	紫金矿业	795.76	0.41%	黑龙江多宝山铜矿	紫金矿业	252	0.40%
西藏玉龙铜矿	西部矿业	572	0.68%	西藏甲玛铜矿	中国黄金国际	245	0.60%
江西德兴铜矿	江西铜业	524	0.47%	福建紫金山金铜矿	紫金矿业	161	0.51%
甘肃金川铜镍矿	金川国际	343	0.66%	江西城门山铜矿	江西铜业	155	0.30%

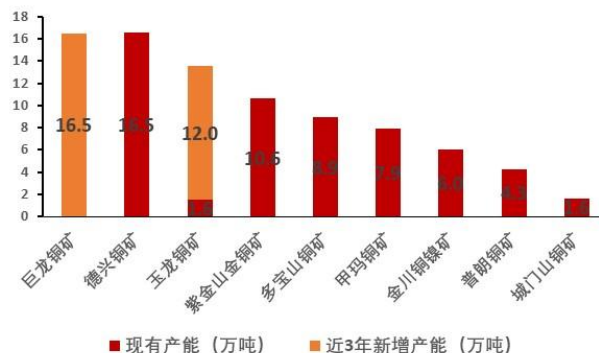
数据来源：公司公告，网络资料，西南证券整理

图 57：玉龙铜矿铜保有储量 572 万吨



数据来源：公司公告，西南证券整理（多龙铜矿尚处勘探阶段）

图 58：2022 年玉龙铜矿产能将达 13.6 万吨，位居全国第三



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

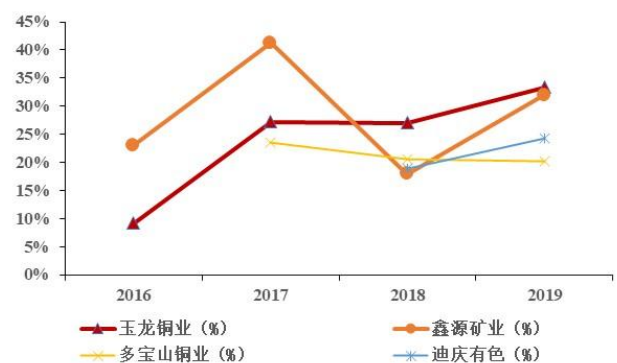
玉龙铜业 2019 年营收达 11.1 亿元，净利润为 33.3%。2015-2019 年，玉龙铜业营业收入由 3.8 亿元上升至 11.1 亿元。其中 2016、2017 年营收增速分别为 90%、50%，主要系玉龙铜矿一期项目的投产。净利率方面，玉龙铜业在 2017-2020H1 净利率稳定在 27% 以上，其中 2019 年达 33.3%，高于同样生产铜精矿的鑫源矿业、多宝山铜业（紫金矿业）、迪庆有色（云南铜业）等分公司。考虑玉龙铜业另有产能 1 万吨/年的阴极铜冶炼业务对整体净利率有一定拉低作用，玉龙铜业铜精矿业务的盈利能力非常可观。

图 59：玉龙铜业 2019 年营业收入达 11.1 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

图 60：2019 年玉龙铜业净利率达 33%



数据来源：Wind，西南证券整理

公司铜精矿产量将进入高速爬坡期。2008-2019 年，公司铜精矿产量由 2.8 万吨上升至 4.9 万吨。2009 年获各琦铜矿技术改造以及 2018 年赛什塘铜矿永久停产造成公司铜精矿产量在当年出现下降。但整体而言，随着玉龙铜矿一期项目的稳步推进以及各矿山采选能力与回收率的提升，公司铜精矿业务总体处于爬坡阶段。2020-2022 年，随着玉龙铜矿二期项目的投产，公司铜精矿产量将进入高速爬坡期。我们假设 2020-2022 年玉龙二期投产节奏为 5%/45%/100%，测算 2020-2022 年公司铜精矿产量分别为 5.8/10.5/16.3 万吨。

图 61：公司 2008-2022E 铜精矿产量情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 62：公司 2013-2020E 铜精矿储量情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司铜业务市值产量比与市值储量比明显偏低。选取铜行业主要上市公司，以铜业务毛利在整体毛利中占比为比重，计算出各公司铜板块对应市值，结合各公司铜精矿产量与铜矿储量，得到市值产量比与市值储量比。在 5 家选择的上市公司中，平均市值产量比为 21.24，

平均市值储量比为 0.35。而公司市值产量比仅为 10.51，市值储量比仅为 0.08，显著低于其他公司。公司在铜板块的市值被明显低估，具有明显的上升空间。

表 8：公司铜板块市值产量比为 11.14，市值储量比为 0.09

	总市值（亿元）	铜板块毛利占比	铜板块市值（亿元）	铜产量	市值产量比	铜储量	市值储量比
西部矿业	201.13	25.65%	51.59	4.91	10.51	621.18	0.08
紫金矿业	1672.36	39.43%	659.41	27.73	23.78	5725.00	0.12
江西铜业	507.64	78.11%	396.52	20.92	18.95	915.4	0.43
云南铜业	238.80	59.18%	141.32	6.68	21.16	481.00	0.29
铜陵有色	236.85	74.17%	175.67	5.52	31.82	211.09	0.83
平均值					21.24		0.35

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理（总市值为 2020.10.17 最新收盘日数据）

测算玉龙铜矿二期全部投产后将为公司带来约 10 亿净利润增量。我们预计 2020-2022 年玉龙铜矿投产节奏分别为 5%、45%、100%，增加的铜精矿产量分别为 0.6 万吨、5.4 万吨与 12.0 万吨。结合我们对铜价上升的预期，假设 2020-2022 年公司铜精矿税后单价为 3.7/4.1/3.9 万元/吨，铜精矿单位成本为 2.2 万元/吨，测算得到 2020-2022 年收入增量为 2.24/22.14/46.26 亿元，净利润增量为 0.67/8.86/17.11 亿元。公司拥有玉龙铜业 58% 的股权，考虑权益后测算得到 2022 年玉龙铜矿二期的投产将为公司带来 9.93 亿净利润增量。

表 9：玉龙铜矿二期投产后西部矿业净利润增量测算

	2020E	2021E	2022E
二期满产后新增的铜精矿年处理量（万吨）	1759	1759	1759
投产节奏	5%	45%	100%
增加的铜精矿年处理量（万吨）	87.95	791.55	1759
品位	0.68%	0.68%	0.68%
增加的铜精矿产量（万吨）	0.60	5.38	11.96
铜精矿税后单价（万元/吨）	3.74	4.11	3.87
铜精矿单位成本（万元/吨）	22000	22000	22000
收入增量（亿元）	2.24	22.14	46.26
毛利率	37.00%	47.00%	44.00%
毛利增量（亿元）	0.83	10.41	20.35
净利率	30.00%	40.00%	37.00%
净利润增量（亿元）	0.67	8.86	17.11
考虑权益后公司净利润增量（亿元）	0.39	5.14	9.93

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 青海铜业：2019 年投产，经营情况或将改善

公司冶炼业务总产能为 36 万吨/年。公司冶炼业务主要分布于五家分公司，其中青海铜业、西部铜材与玉龙铜业分别拥有 10、5、1 万吨电解铜产能，电解铜产能共计 16 万吨/年；锌业分公司共拥有 10 万吨/年锌锭产能；西豫金属共拥有 10 万吨电铅产能。

表 10: 公司冶炼业务产能布局情况:

	公司名称	权益	产能 (万吨/年)
电解铜	青海铜业	100%	10
	西部铜材	100%	5
	玉龙铜业	58%	1
锌锭	锌业分公司	100%	10
电铅	西豫金属	92.57%	10

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司冶炼业务历史业绩情况: 公司冶炼业务总体处于亏损状态。1) **青海铜业:** 10 万吨电解铜项目于 2019 年投产, 2019 与 2020H1 分别亏损 1.76 亿元、1.41 亿元。2) **西豫金属:** 2018 年亏损达 3.18 亿元, 主要原因系生产工艺更新而计提的资产减值损失 1.60 亿元。2020H1 实现盈利 0.15 亿元。3) **西部铜材:** 2015 年亏损达 1.05 亿元, 随后几年亏损明显收窄, 2020H1 亏损为 0.11 亿元。

图 63: 2019 年青海铜业亏损达 1.76 亿元



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 64: 青海铜业全景图



数据来源: Wind, 西南证券整理

青海铜业发展历程: 公司全资子公司青海铜业于 2011 年成立, 承建 10 万吨铜冶炼项目。该项目于 2018 年 5 月建设完成, 9 月 6 日投料试生产, 并于 2019 年正式投产。

青海铜业亏损原因: 1) 冶炼行业盈利空间压缩。我国电解铜市场竞争十分激烈, 整体产能过剩, 铜加工费持续下降。2) 青海铜业项目尚未完全达产, 单位成本较高。3) 资产负债率与财务费用率较高。2020 年 3 月 31 日财务报告显示, 青海铜业资产负债率达 80%, 2020Q1 财务费用达 3264 万元, 财务费用率达 3.6%。4) 2020H1 业绩受疫情拖累。进口铜精矿原料被滞留港口, 物流成本大幅上升。

青海铜业经营情况或将改善, 主要原因为: 1) 公司近年来在冶炼端通过技术升级、优化工艺等方法积极提升综合回收率, 推动降本增效。2) 在项目达产后, 单位成本将被摊薄。3) 通过增资优化资产负债结构, 减少财务支出。4) 受益于玉龙二期项目投产, 铜精矿自给率提升, 铜产业链一体化进程加速, 有助于降低生产成本。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：玉龙铜矿二期项目稳步推进。假设 2020-2022 年玉龙铜矿二期项目投产节奏为 5%/45%/100%，2020-2022 年公司铜精矿产量分别为 5.8/10.5/16.3 万吨。

假设 2：随着公司工艺提升，经营逐步完善，预计公司铅精矿、锌精矿产量将持续爬坡。2020-2022 年铅精矿产量分别为 6.5/6.7/6.9 万吨；锌精矿产量分别为 16/16.5/17 万吨。

假设 3：我们预计中美两大经济体主动补库共振周期将在出现在 2021Q1-Q2，铜、铅、锌价格预计于 2021 年达到高位。综合考虑，我们假设 2020-2022 年公司铜精矿税后单价分别为 3.74/4.11/3.87 万元/吨；铅精矿税后单价分别为 1.00/1.05/1.03 万元/吨；锌精矿税后单价分别为 1.10/1.19/1.13 万元/吨。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入毛利率如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
铜类产品	营业收入	21086.57	20565.13	25263.54	26832.19
	yoy		-2.47%	22.85%	6.21%
	营业成本	20131.53	19370.84	22884.63	23765.00
	毛利	955.04	1194.29	2378.91	3067.19
	毛利率	4.53%	5.81%	9.42%	11.43%
锌类产品	营业收入	4058.56	3947.70	4309.74	4181.87
	yoy		-2.73%	9.17%	-2.97%
	营业成本	3009.75	2918.83	3132.59	3083.92
	毛利	1048.81	1028.87	1177.16	1097.95
	毛利率	25.84%	26.06%	27.31%	26.25%
铅类产品	营业收入	1680.42	1648.4	1801.8	1786.3
	yoy		-1.90%	9.30%	-0.86%
	营业成本	943.96	928.0	998.4	995.1
	毛利	736.46	720.4	803.4	791.2
	毛利率	43.83%	43.70%	44.59%	44.29%
阳极泥	营业收入	885.82	974.4	1071.8	1179.0
	yoy		10.0%	10.0%	10.0%
	营业成本	718.58	779.5	857.5	943.2
	毛利	167.24	194.9	214.4	235.8
	毛利率	18.88%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	营业收入	30566.84	29492.63	35039.56	36831.34
	yoy		-3.51%	18.81%	5.11%
	营业成本	26842.9	25647.1	29687.9	30783.6
	毛利率	12.2%	13.0%	15.3%	16.4%

数据来源：Wind，西南证券

价格弹性测算

考虑到金属价格存在波动风险，我们对公司业绩进行弹性测算。假设铜精矿税后单价在 3.5-4.3 万元/吨范围；锌精矿税后单价在 0.9-1.3 万元/吨范围，其余估值条件不变，利润弹性测算表格如下所示：

表 12：公司 2022 年归母净利润弹性测算（亿元）

公司锌精矿税后单价 (万元/吨)	公司铜精矿税后单价（万元/吨）					
		3.5	3.7	3.9	4.1	4.3
	0.9	13.8	15.6	17.4	19.2	21.0
	1	14.8	16.6	18.4	20.2	22.0
	1.1	15.8	17.6	19.4	21.2	23.0
	1.2	16.7	18.6	20.4	22.2	24.0
	1.3	17.7	19.6	21.4	23.2	25.0

数据来源：Wind，公司公告，西南证券

4.2 相对估值

西部矿业坐拥我国最大储量第三大的高品位铜矿——玉龙铜矿，在铜资源储备上具有竞争力。公司玉龙铜矿二期项目未来逐步调试投产，预期 2022 年实现满产，将大幅提升铜精矿产能，增厚公司业绩。综合考虑，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.00、17.15、19.59 亿元；EPS 分别为 0.46、0.72、0.82 元，以 2020 年 10 月 30 日股价对应 P/E 为 20X、13X、11X，看好公司铜精矿扩产带来业绩大幅度提升，维持“买入”评级。

表 13：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
601168.SH	西部矿业	9.03	0.42	0.44	0.69	0.82	21	20	13	11
铜行业										
601899.SH	紫金矿业	6.99	0.17	0.21	0.30	0.41	27	34	24	17
600362.SH	江西铜业	14.62	0.71	0.53	0.71	0.88	24	28	21	17
000878.SZ	云南铜业	12.39	0.39	0.40	0.54	0.65	35	33	24	20
000630.SZ	铜陵有色	2.17	0.08	0.07	0.09	0.10	29	32	25	22
平均值							28.8	31.8	23.5	19.0
铅锌行业										
000060.SZ	中金岭南	4.06	0.24	0.21	0.21	0.26	18	20	20	16
600497.SH	驰宏锌锗	3.79	0.15	0.11	0.13	0.17	29	35	30	23
601899.SH	紫金矿业	6.99	0.17	0.21	0.30	0.41	27	34	24	17
000752.SZ	锌业股份	2.74	0.14	0.11	0.11	0.12	22	25	25	23
平均值							24.0	28.5	24.8	19.8

数据来源：Wind，西南证券整理（注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.10.30 日收盘价）

5 风险提示

新项目投产进度不及预期，金属价格剧烈波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30566.84	29492.63	35039.56	36831.34	净利润	1346.52	1466.20	2449.81	3014.49
营业成本	26842.85	25647.12	29687.91	30783.59	折旧与摊销	1265.16	1169.12	1320.23	1361.91
营业税金及附加	370.75	352.82	424.13	444.24	财务费用	929.22	1233.58	1319.29	1318.12
销售费用	181.19	147.46	192.72	202.57	资产减值损失	-131.72	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	600.80	589.85	770.87	810.29	经营营运资本变动	2534.87	245.98	-56.00	-19.81
财务费用	929.22	1233.58	1319.29	1318.12	其他	-2069.08	57.17	-66.07	17.99
资产减值损失	-131.72	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	3874.96	4157.06	4952.25	5677.69
投资收益	30.16	44.00	44.00	44.00	资本支出	-5997.79	-2000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.10	-20.00	-20.00	-20.00	其他	2574.85	-873.14	-76.00	-76.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3422.94	-2873.14	-1076.00	-1076.00
营业利润	1404.31	1560.79	2683.64	3311.53	短期借款	-37.96	-671.27	0.00	0.00
其他非经营损益	139.61	80.00	80.00	80.00	长期借款	1373.07	1500.00	0.00	0.00
利润总额	1543.92	1640.79	2763.64	3391.53	股权融资	247.13	0.00	0.00	0.00
所得税	197.41	174.59	313.83	377.04	支付股利	0.00	-201.43	-219.93	-342.97
净利润	1346.52	1466.20	2449.81	3014.49	其他	-521.17	-179.75	-1986.29	-1818.12
少数股东损益	339.38	366.55	734.94	1055.07	筹资活动现金流净额	1061.06	447.56	-2206.22	-2161.09
归属母公司股东净利润	1007.13	1099.65	1714.87	1959.42	现金流量净额	1514.20	1731.48	1670.03	2440.60
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7218.82	8950.30	10620.33	13060.93	成长能力				
应收和预付款项	1106.84	890.26	1085.51	1138.02	销售收入增长率	6.46%	-3.51%	18.81%	5.11%
存货	3571.77	3434.19	4041.66	4158.14	营业利润增长率	169.86%	11.14%	71.94%	23.40%
其他流动资产	4786.33	4536.63	5046.05	5210.60	净利润增长率	174.24%	8.89%	67.09%	23.05%
长期股权投资	1256.82	1256.82	1256.82	1256.82	EBITDA 增长率	736.09%	10.14%	34.30%	12.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	18481.82	19489.75	19346.58	19161.73	毛利率	12.18%	13.04%	15.27%	16.42%
无形资产和开发支出	5554.34	5377.28	5200.23	5023.18	三费率	5.60%	6.68%	6.52%	6.33%
其他非流动资产	2540.73	3440.73	3540.73	3640.73	净利率	4.41%	4.97%	6.99%	8.18%
资产总计	44517.47	47375.97	50137.91	52650.15	ROE	9.34%	9.49%	13.86%	14.81%
短期借款	8671.27	8000.00	8000.00	8000.00	ROA	3.02%	3.09%	4.89%	5.73%
应付和预收款项	2843.64	2784.79	3206.65	3336.63	ROIC	7.85%	9.54%	13.31%	15.29%
长期借款	5853.07	7353.07	7353.07	7353.07	EBITDA/销售收入	11.77%	13.44%	15.19%	16.27%
其他负债	12739.74	13790.80	13901.00	13611.74	营运能力				
负债合计	30107.72	31928.66	32460.72	32301.44	总资产周转率	0.73	0.64	0.72	0.72
股本	2383.00	2383.00	2383.00	2383.00	固定资产周转率	2.34	1.91	2.00	2.14
资本公积	5411.40	5411.40	5411.40	5411.40	应收账款周转率	180.79	136.04	182.45	162.65
留存收益	2011.90	2910.12	4405.06	6021.50	存货周转率	6.79	7.17	7.88	7.47
归属母公司股东权益	10033.51	10704.53	12199.46	13815.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.81%	—	—	—
少数股东权益	4376.24	4742.79	5477.73	6532.80	资本结构				
股东权益合计	14409.75	15447.31	17677.19	20348.70	资产负债率	67.63%	67.39%	64.74%	61.35%
负债和股东权益合计	44517.47	47375.97	50137.91	52650.15	带息债务/总负债	61.29%	60.39%	59.40%	59.70%
					流动比率	0.92	0.97	1.10	1.26
					速动比率	0.73	0.78	0.89	1.03
					股利支付率	0.00%	18.32%	12.82%	17.50%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	3598.69	3963.49	5323.15	5991.55	每股收益	0.42	0.46	0.72	0.82
PE	21.37	19.57	12.55	10.98	每股净资产	4.21	4.49	5.12	5.80
PB	2.14	2.01	1.76	1.56	每股经营现金	1.63	1.74	2.08	2.38
PS	0.70	0.73	0.61	0.58	每股股利	0.00	0.08	0.09	0.14
EV/EBITDA	8.65	7.74	5.30	4.20					
股息率	0.00%	0.94%	1.02%	1.59%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn