

玉龙二期投产在即，处于量价向上通道

——西部矿业（601168）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年12月02日

报告关键要素：

西部矿业拥有矿产开发、冶炼和贸易、金融服务完整产业链，当前铜、铅、锌矿开发三足鼎立。玉龙二期铜矿投产在即，预计2021年半产、2022年满产，受益于矿产铜量价向上，主业将逐步转变为以铜为主，矿铜毛利占比有望从2019年29.6%提高至2022年56.9%，业绩驱动更清晰强劲。

投资要点：

- **西部地区大型铜铅锌资源国企：**西部地区大型铜铅锌资源国企：西部矿业拥有矿产开发、冶炼和贸易、金融服务完整产业链，业务规模稳步提升，铜、铅、锌矿开发三足鼎立，是公司盈利最重要支撑。
- **资源底蕴深厚，具备持续获取优势矿山能力：**公司产业地域布局优良，现有项目底蕴深厚，全资持有或控股9座在产矿山和3座储备铁矿，主要分布于青海、西藏、四川、新疆、内蒙古、甘肃。20年6月末矿产保有储量金属量为铜609万吨、铅183万吨、锌323万吨、铁3万吨等，当前条件下可采年限至少为10年；优秀团队长期在高海拔环境下进行矿山开发；具备发现和优先获得西部地区优质资源的优势，作为西矿集团大有色板块战略执行和运营平台，拥有购买西矿集团资源的优先选择权，具有持续获取优势矿山能力。
- **玉龙二期投产在即，矿铜量价向上：**玉龙二期预计2021年半产、2022年满产，项目铜产量有望从3万吨增至13万吨，公司到2022年权益矿铜产量有望到10万吨，按年增37%；全球16年以来铜矿资本开支持续处于低位，未来2年产能增速约2%大致为经济增长中枢，当前库存位于低位、疫后超中枢经济增长将显著抬升铜价。公司矿铜毛利占比有望从2019年29.6%提高至2022年56.9%，主业将逐步转变为以铜为主，驱动力更加清晰和强劲。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2020-2022年归母净利润分别为11.7/18.0/24.1亿元，对应PE为28.4/18.4/13.8倍，受益于玉龙二期投产和金属价格向上，主业逐步以铜为主，驱动力更清晰强劲，给与22年20倍PE，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**金属价格表现不及预期；项目投产进度不及预期；冶炼资产计提减值。

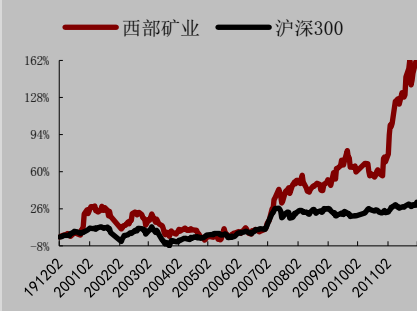
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	305.7	303.0	339.6	370.5
增长比率	6.2%	-0.9%	12.1%	9.1%
净利润(亿元)	10.1	11.7	18.0	24.1
增长比率	148.9%	15.9%	54.5%	33.6%
每股收益(元)	0.42	0.49	0.76	1.01
市盈率(倍)	32.9	28.4	18.4	13.8

来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	西部矿业集团有限公司/28.21%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,383.00
流通A股(百万股)	2,383.00
收盘价(元)	13.91
总市值(亿元)	331.48
流通A股市值(亿元)	331.48

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年12月01日

相关研究

分析师：	夏振荣
执业证书编号：	S0270520090002
电话：	01056508505
邮箱：	xiazr@wlzq.com.cn
研究助理：	阮鹏
电话：	18275035519
邮箱：	ruanpeng@wlzq.com.cn

投资核心观点

● 公司整体判断

西部矿业拥有矿产开发、冶炼和贸易、金融服务完整产业链，当前铜、铅、锌矿开发三足鼎立。玉龙二期铜矿投产在即，预计 2021 年半产、2022 年满产，受益于矿产铜量价向上，主业将逐步转变为以铜为主，矿铜毛利占比有望从 2019 年 29.6% 提高至 2022 年 56.9%，业绩驱动更清晰强劲。

● 差异化观点

- 1、报告对公司业务进行深入和细致拆分，从而有可能更深刻理解和把握公司价值；
- 2、公司当前盈利结构铜、铅、锌矿产三足鼎立，但是增量在矿产铜，预计 22 年矿产铜盈利贡献将过半，业绩驱动因素清晰强劲。

● 估值和评级

我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 11.7/18.0/24.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.49/0.76/1.01 元，收盘价 13.91 元对应的 PE 分别为 28.4/18.4/13.8 倍，受益于玉龙二期投产和金属价格向上，公司矿铜毛利占比有望从 2019 年 29.6% 提高至 2022 年 56.9%，主业将逐步由铅锌转变为以铜为主，而矿铜具备更好的供需格局，盈利能力和稳定性提升，公司驱动力更加清晰和强劲，估值中枢有望系统性抬升，给与 2022 年 20 倍 PE 估值，首次覆盖给予“增持”评级。

● 股价触发因素

玉龙二期投产；金属价格上行；市场加大顺周期板块配置力度提升估值。

● 风险提示

风险提示：金属价格表现不及预期；项目投产进度不及预期；冶炼资产计提减值。

目录

1、西部地区大型铜铅锌资源国企	5
1.1 拥有矿产开发、冶炼和贸易、金融服务完整产业链	5
1.2 业务规模稳步提升，铜、铅、锌矿开发三足鼎立	7
2、资源底蕴深厚，具备持续获取优势矿山能力	10
2.1 玉龙、获各琦为全国第二、第六大铜矿	11
2.2 铅锌资源禀赋优越	12
2.3 积极开拓镍矿资源储备	14
2.4 储备铁矿项目贡献长期发展增量	14
3、冶炼板块近期减亏、中期或盈亏平衡	16
4、玉龙铜矿投产在即，22 年前权益矿产铜量预计按年增 37%	19
5、供给有序、疫后复苏，库存低位，工业金属价格看涨	20
6、盈利预测与投资建议	20
6.1 以铜、铅、锌矿产开发为核心拆解公司业务	20
6.2 核心假设	21
6.3 盈利预测及投资建议	21
7、风险提示	22
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构	5
图表 3：公司前 10 大股东明细	6
图表 4：公司产业链	6
图表 5：公司 2015 年以来营收及增速	7
图表 6：公司 2015 年以来归母净利润及增速	7
图表 7：公司 2015 年以来分业务营收结构	7
图表 8：公司 2015 年以来分业务毛利结构	7
图表 9：公司 2015 年以来分产品营收变动（亿元）	8
图表 10：公司 2019 年分产品营收构成	8
图表 11：公司 2015 年以来分产品毛利变动（亿元）	8
图表 12：公司 2019 年分产品毛利构成	8
图表 13：公司 2015 年以来分产品毛利率	9
图表 14：公司 2015 年以来费率变动	9
图表 15：公司主要矿山分布	10
图表 16：公司上市以来新增矿山投资除玉龙少数股权外均来自关联交易	10
图表 17：公司主要矿山资源概况	11
图表 18：公司主要铜矿及储量总览	12
图表 19：公司 2015 年以来铜精矿产量	12
图表 20：公司主要铅锌矿及储量总览	13
图表 21：公司 2015 年以来铅精矿产量	13
图表 22：公司 2015 年以来锌精矿产量	13
图表 23：公司铜镍矿及储量总览	14
图表 24：公司主要铁钒矿及储量总览	14
图表 25：公司铁精矿和球团 2019 年产量及 2020 年计划	15
图表 26：公司有色金属冶炼项目总览	16
图表 27：公司冶炼项目 2015 年以来营收及净利率	16

图表 28: 2020 年以来铜铅锌冶炼费变化	17
图表 29: 公司 2015 年以来电解铜产量	17
图表 30: 公司 2015 年以来电铅产量	18
图表 31: 公司 2015 年以来锌锭产量	19
图表 32: 公司 2020-2022 年矿产铜预计产量 (吨)	19
图表 33: 公司 2020-2022 年矿产铜预计权益产量 (吨)	19
图表 34: 有色工业金属价格持续上涨	20
图表 35: 公司 2019 年营收结构拆解	21
图表 36: 公司 2019 年毛利结构拆解	21
图表 37: 公司 2019-2022 年分产品毛利构成	22

万联证券

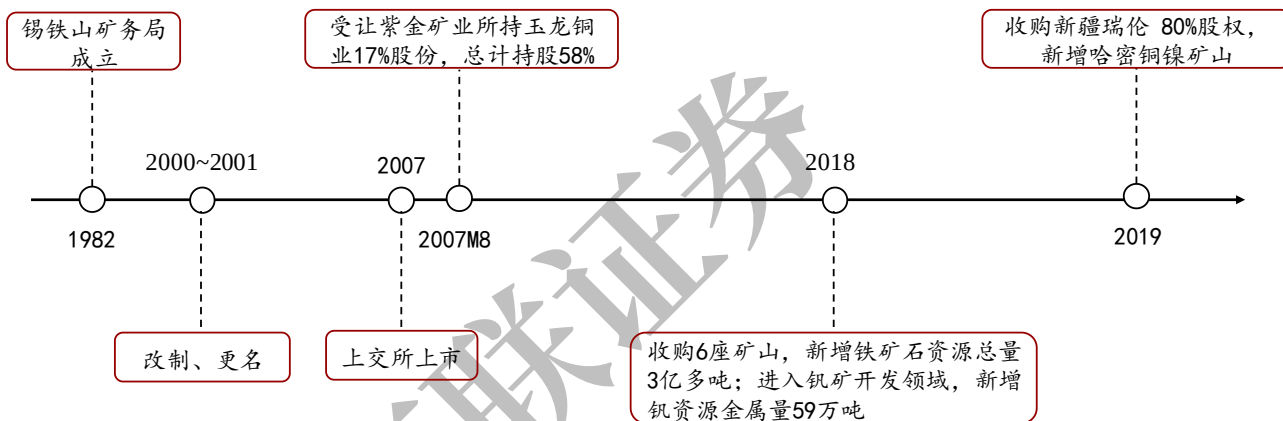
1、西部地区大型铜铅锌资源国企

1.1 拥有矿产开发、冶炼和贸易、金融服务完整产业链

铜、铅、锌矿产资源综合开发企业。西部矿业总部位于青海，起源于锡铁山矿务局，于2000年正式成立，2007年挂牌上市。

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，其中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、电铅、电解铜等。

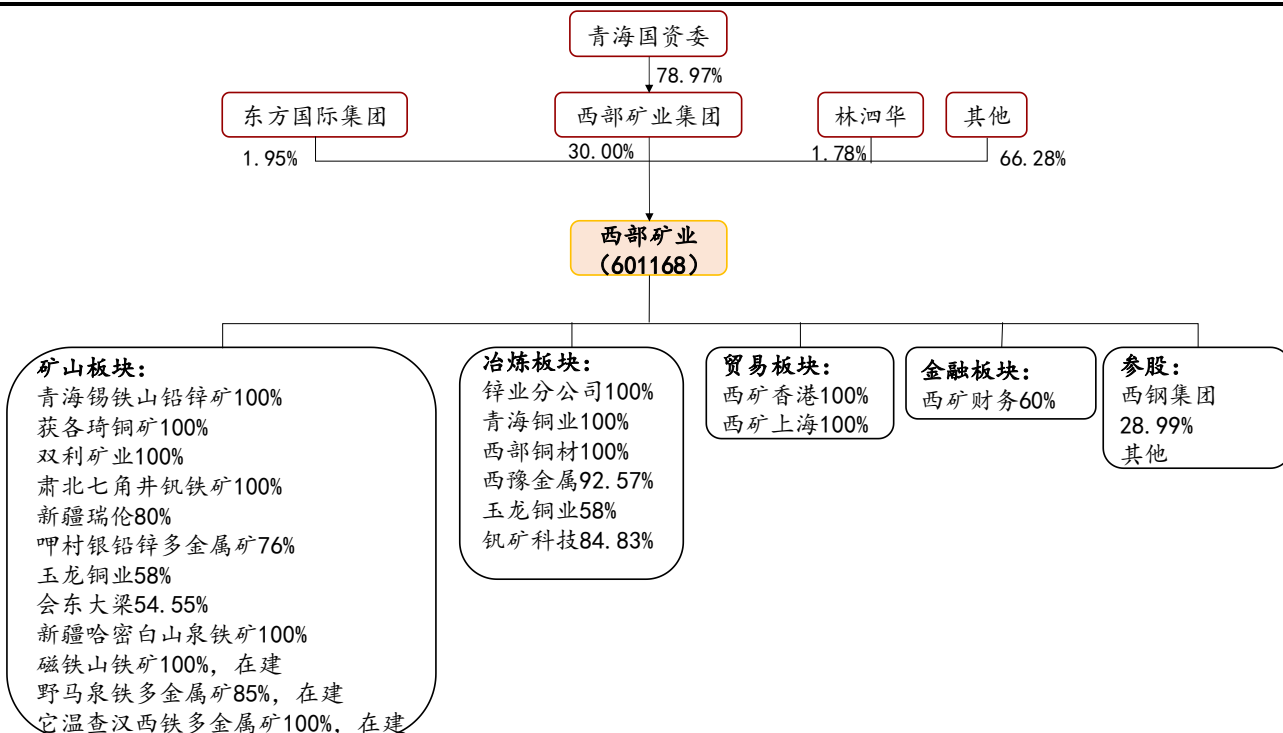
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告、万联证券

大股东西部矿业集团，实际控制人青海省国资委。西部矿业当前总股本23.83亿股，流通股本23.83亿股，占比100%。西部矿业集团持有公司7.15亿股，占公司总股本的30%，为公司的第一大股东；实际控制人为青海省政府国有资产监督管理委员会。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告、万联证券

图表3: 公司前10大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
1	西部矿业集团有限公司	714,899,898	30.00%
2	东方国际(集团)有限公司	46,350,000	1.95%
3	林泗华	42,395,400	1.78%
4	中央汇金资产管理有限责任公司	35,284,700	1.48%
5	新疆塔城国际资源有限公司	30,000,000	1.26%
6	张武	28,400,000	1.19%
7	新疆同裕股权投资有限公司	26,435,000	1.11%
8	海通资管-民生-海通海汇系列-星石1号集合资产管理计划	19,417,366	0.81%
9	中国对外经济贸易信托有限公司-新股C1	12,168,800	0.51%
10	中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	11,513,088	0.48%
	合计	2,383,000,000	100.00%

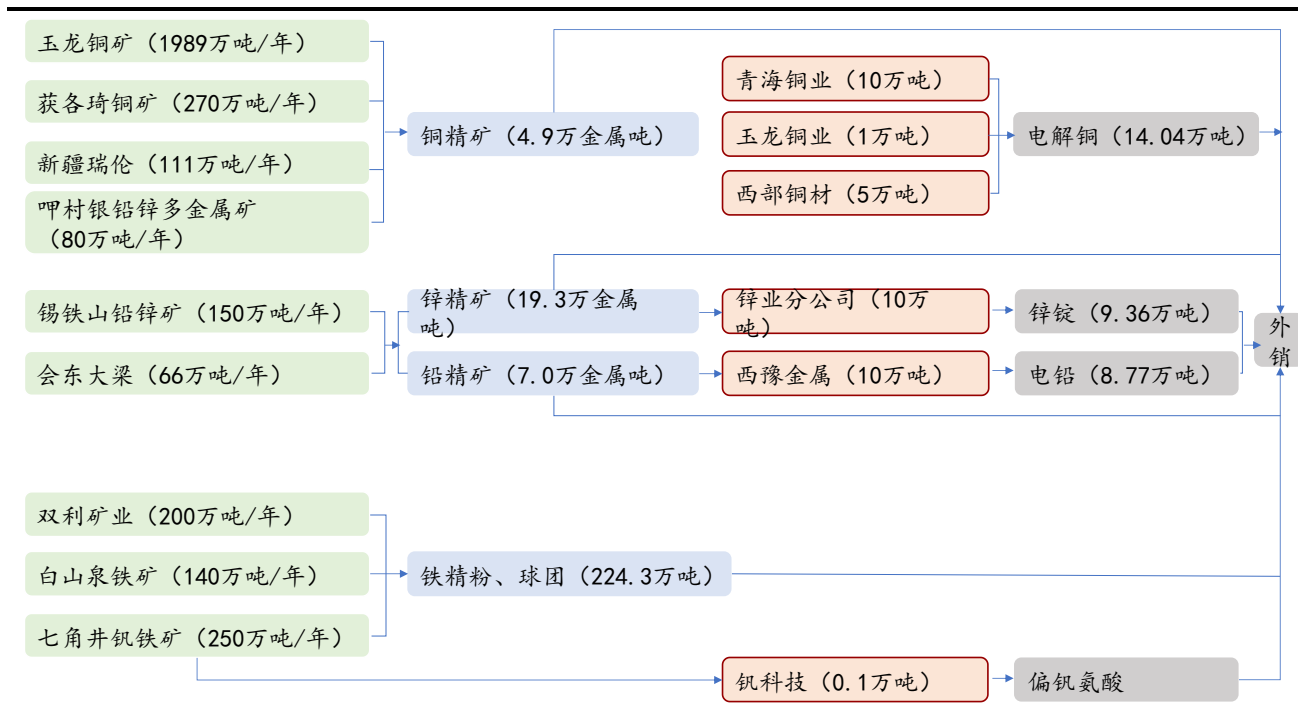
资料来源: Wind、万联证券

公司目前拥有九座运营矿山,掌握西部地区优质资源。公司旗下的青海锡铁山矿山是国内年选矿量最大的铅锌矿之一;内蒙古获各琦铜矿是国内储量第六大的铜矿;四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称;玉龙铜矿是国内第二大的单体铜矿。公司目前拥有处理矿石1,497万吨/年能力,玉龙二期工程投产后,公司将达到处理矿石3,256万吨/年能力。此外,公司还有青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木它温查汉西铁多金属矿三处普查阶段铁矿。

公司具备冶炼电铅10万吨/年,电锌10万吨/年,阴极铜16万吨/年产能。公司在电铅冶炼方面采用先进的侧吹冶炼工艺;电锌方面采用国际先进的氧压浸出技术;阴极铜方面采用富氧底吹熔炼-底吹吹炼炼铜工艺。此外公司还具备冶炼金锭2万吨/年、银锭200万吨/年及钒1,000吨/年的能力。

金融板块经营稳健。西矿财务是青海唯一财务公司,连续被评为A级创新型财务公司。

图表4: 公司产业链

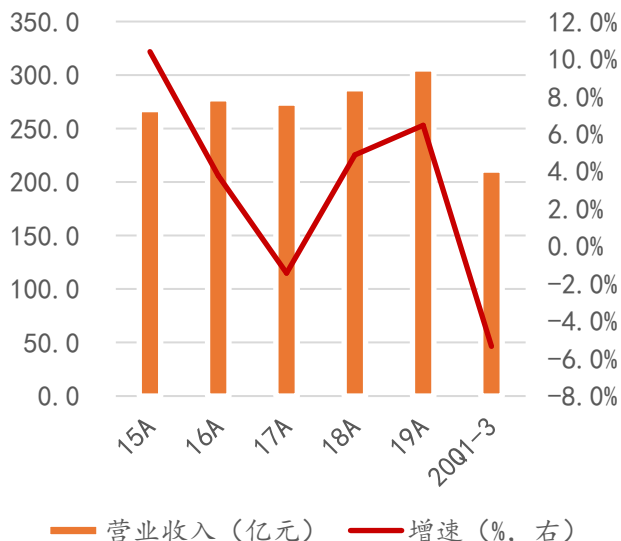


资料来源: 公司公告、万联证券

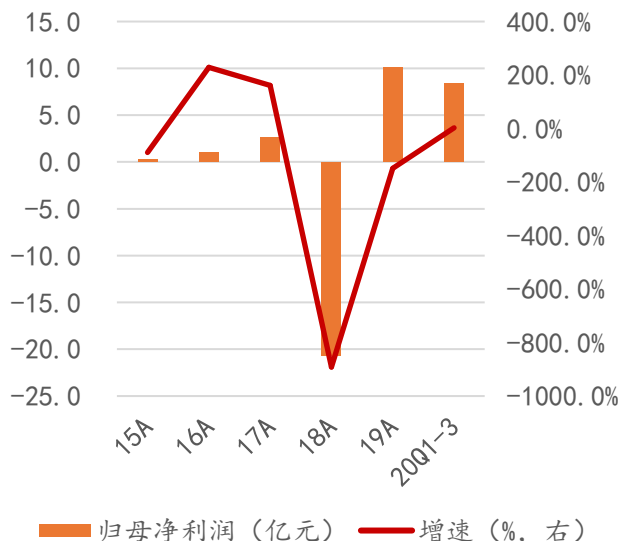
1.2 业务规模稳步提升，铜、铅、锌矿开发三足鼎立

营收及利润规模稳步提升。由于业务规模扩大，公司2015年以来营收增速稳步提升，剔除18年参股资产减值影响归母净利润亦是稳步增长。2020年前三季度，受益于主要产品铅精矿、锌精矿及铜精矿的销售价格回升，实现营业收入211.2亿元、同比下降5.3%，归母净利润8.3亿元、同比增加2.7%。

图表5：公司2015年以来营收及增速



图表6：公司2015年以来归母净利润及增速

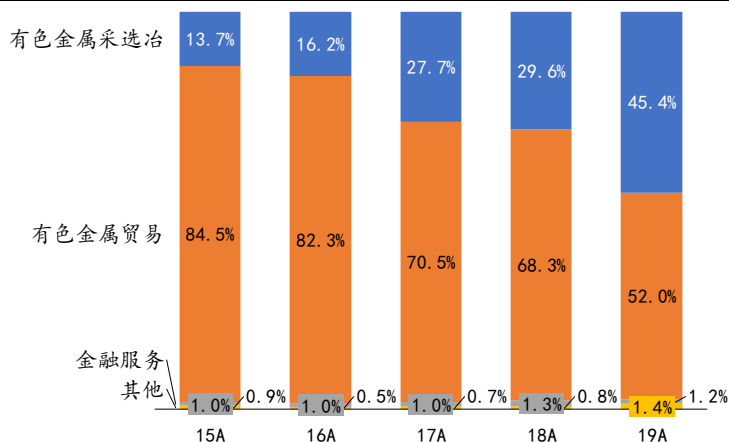


资料来源：Wind、万联证券

资料来源：Wind、万联证券

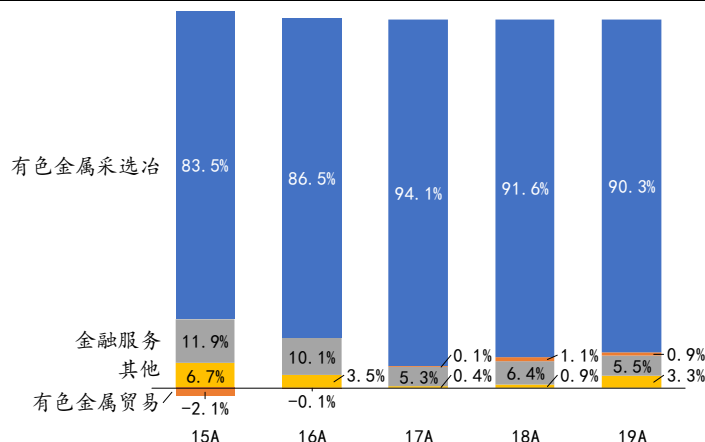
分业务看，盈利主体及增量主体均来自矿山开发。分业务看，公司营收来源主要为有色金属采选冶和贸易，其中采选冶贡献由2015年13.7%提高至2019年45.4%，贸易贡献则由2015年84.5%降至2019年52.0%；公司毛利来源则主要为有色金属采选冶和金融服务，其中采选冶贡献由2015年83.5%提高至2019年90.3%、主要来自矿山开发，是盈利增量的最主要来源，贸易业务处于微利状态，金融服务贡献则由2015年11.9%降至2019年5.5%、主要来自财务公司净利息收入。

图表7：公司2015年以来分业务营收结构



资料来源：Wind、万联证券

图表8：公司2015年以来分业务毛利结构



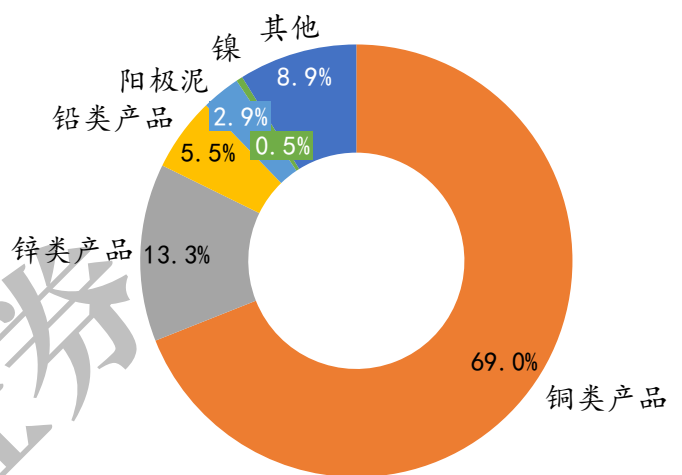
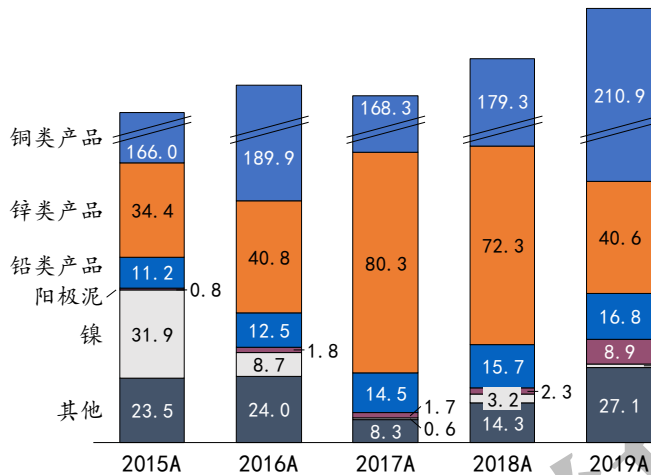
资料来源：Wind、万联证券

分产品看，铜、铅、锌三足鼎立。分产品来看，公司2019年营业收入主要来源于铜、铅、锌三类产品，合计占比88%，其中铜类产品近五年占比在60%以上，占绝对主要地

位。2019年铜类产品、锌类产品、铅类产品营业收入分别为210.9亿元、40.6亿元、16.8亿元，分别占比69.0%、13.3%、5.5%。2019年公司铜类产品、锌类产品、铅类产品分别实现毛利9.6亿元、10.5亿元、7.4亿元，分别占比25.6%、28.2%、19.8%，合计占比73.6%。

图表9：公司2015年以来分产品营收变动（亿元）

图表10：公司2019年分产品营收构成

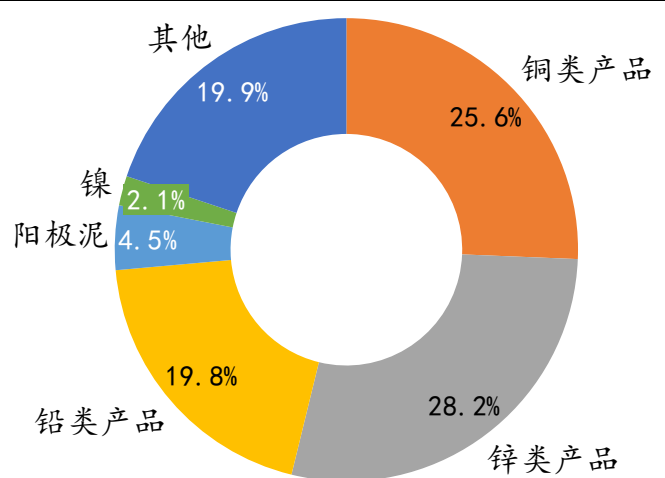
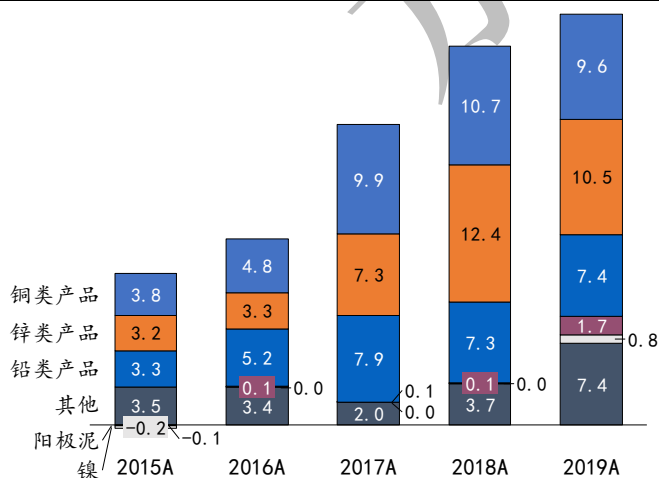


资料来源：Wind、万联证券

资料来源：Wind、万联证券

图表11：公司2015年以来分产品毛利变动（亿元）

图表12：公司2019年分产品毛利构成

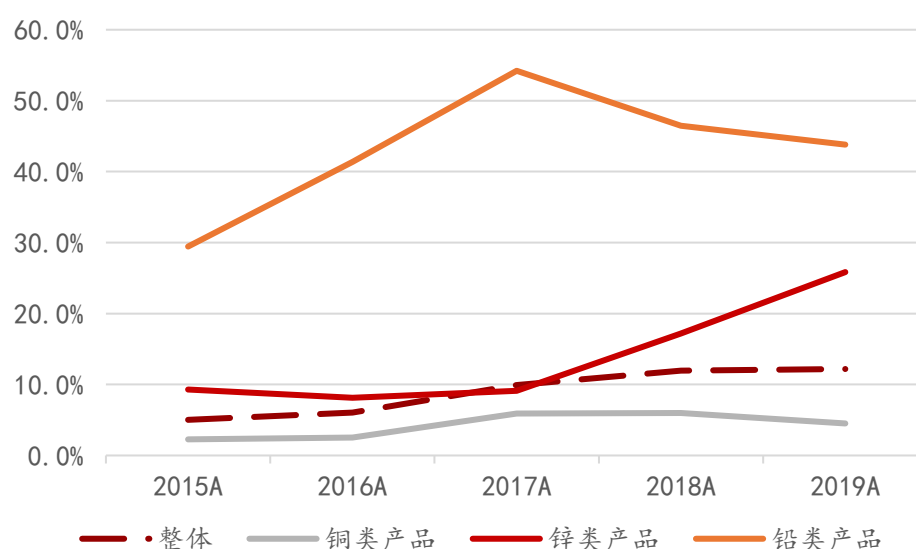


资料来源：Wind、万联证券

资料来源：Wind、万联证券

公司2020年前三季度销售毛利率为13.5%，铅、锌类产品毛利率较高，铜类产品毛利率较低。铅类产品毛利率一直维持在较高水平，2019铅类产品毛利率达到43.8%，以6%的营业收入贡献了公司20%的毛利润，是公司毛利润的重要支撑点；2019年锌类产品毛利率为25.8%，毛利润占比28%；铜类产品毛利率一致处在较低水准，主要受低毛利冶炼铜业务拖累，2019年铜类产品毛利率达到4.15%，毛利润占比26%。需要指出的是，公司各项产品涉及矿业开发、冶炼和贸易等各个环节，在各环节比重不同，且各环节盈利能力悬殊，因此单独看分产品毛利率经济意义并不明显。

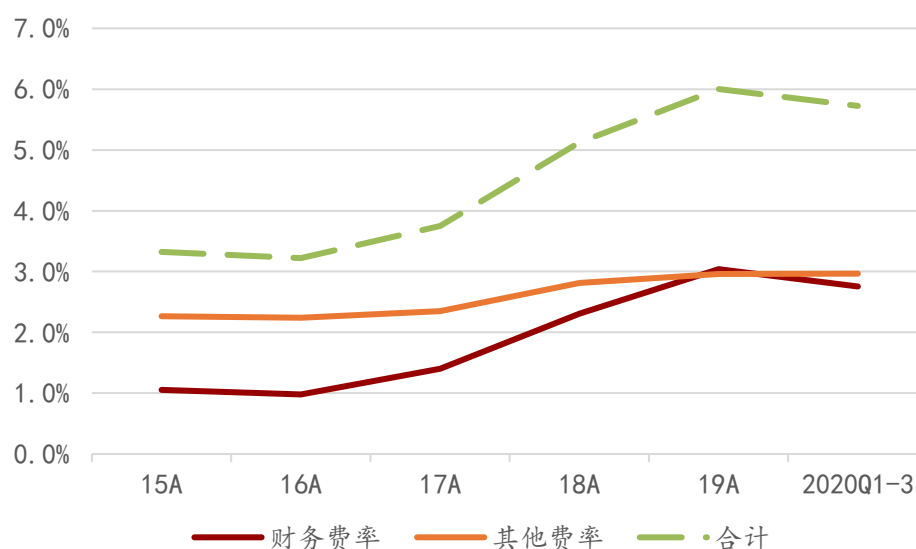
图表13：公司2015年以来分产品毛利率



资料来源：Wind、万联证券

期间费率预计进入下降通道。公司期间费用率整体呈上升趋势，由2015年3.3%增至当前5.7%。期间费率的增加主要由于公司财务费用的增长，2015年以来，公司财务费率由1.1%增至当前2.8%，主要受资本开支和项目收购需求影响，债务余额有所上升；其他费率基本维持稳定。随着主力在建项目玉龙二期进入尾声，2020年财务费率已出现下降趋势，后续随着玉龙二期投产贡献收入和现金流，有息负债和财务费用减少，公司期间费率有望延续下降态势。

图表14：公司2015年以来费率变动



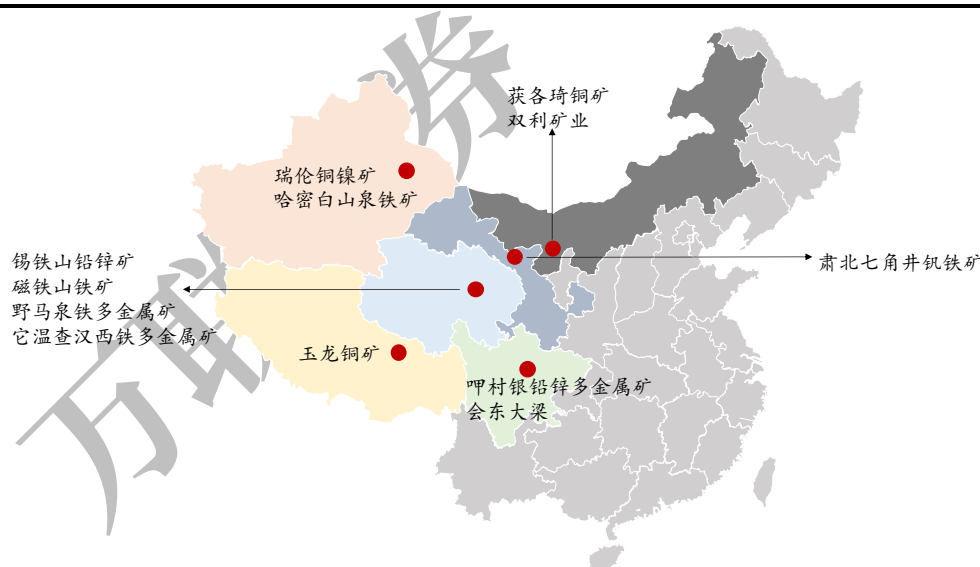
资料来源：Wind、万联证券

2、资源底蕴深厚，具备持续获取优势矿山能力

具备发现和优先获得西部地区优质资源的优势。根据自然资源部的估计，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，已经树立了在西部有色金属行业中的领先地位和良好的市场声誉，有利于公司优先发现和获得西部优质矿产资源。

产业地域布局优良，具备资源储备持续增长的机会。公司全资持有或控股并经营12座矿山，主要分布于青海、西藏、四川、新疆、内蒙古、甘肃，不仅现有矿山资源储量丰富且有进一步找矿潜力，而且这些矿山的分布以及对周边地区矿产资源的辐射影响将不断构建和完善本公司在西部的产业地域布局，资源储备持续增长的机会。

图表15：公司主要矿山分布



资料来源：公司公告、万联证券

截至2020年6月30日，公司总计拥有的有色金属及黑色金属矿产保有及查明资源储量（金属量，非权益储量）为铜623.2万吨，铅182.8万吨，锌329.5万吨，铁29,851.6万吨，金12.7吨，银2,509.8吨，五氧化二钒58.9万吨，钼35.8万吨，镍27.0万吨，硫398.1万吨。

目前公司矿石年总处理能力为1,497万吨/年，玉龙二期2020年末投产后将提升至3,256万吨/年。

作为西矿集团大金属板块战略执行和运营平台，拥有购买西矿集团资源的优先选择权。根据与西矿集团签订的《避免同业竞争协议》，公司拥有购买西矿集团未来在锌、铅、铜业务和资源方面股权的优先选择权。这些都使公司拥有显著资源储备的持续性增长机会。

图表16：公司上市以来新增矿山投资除玉龙少数股权外均来自关联交易

项目	权益	位置	项目获取简介	关联交易
双利矿业	100%	内蒙古	2018年10月1.2亿元收购50%股权，持股至100%	是
肃北七角井钒铁矿	100%	甘肃	2018年8亿元收购70%股权+2019年3.4亿元收购30%股权	是
新疆瑞伦	80%	新疆	2019年，2.3亿元收购80%股权	是

玉龙铜业	58%	西藏	2007 年, 1.1 亿元收购 17% 股份, 持股至 58%	否
会东大梁	54.55%	四川	2018 年起作价 15.2 亿元收购 100% 股权, 2019 年引入第三方增资, 股比降至 54.55%	是
新疆哈密白山泉铁矿	100%	新疆	2018 年, 4.5 亿元收购 100% 股权	是
西部镁业	91.4%	青海	2019 年 10 月, 拟 3.9 亿元收购 91.4% 股权	是

资料来源: 公司公告、万联证券

拥有高海拔环境下开发矿山的优秀团队。锡铁山矿作为本公司的核心矿山之一, 自 1986 年开始建设生产, 三十年来为公司培养了一批能够在高海拔环境下持续生产经营的生产管理队伍和科研队伍, 积累了丰富的高海拔环境下的矿山采选技术和生产管理经验, 成为公司在西部高海拔地区获取和开采优质矿产资源的中坚力量, 并推动公司目前在高海拔地区的其它矿山和选矿厂不断培养出新的队伍。

图表 17: 公司主要矿山资源概况

项目	产品	权益	位置	矿山保有储量 (万吨)	品位	矿石处理能力 (万吨/年)	可采 年限
锡铁山铅锌矿	铅、锌	100%	青海	1362	10.1%	150	10
获各琦铜矿	铜 铅 锌	100%	内蒙古	铜: 3,897 铅锌: 5,094	铜: 0.95% 铅锌: 2.82%	270	>30
双利矿业	铁	100%	内蒙古	8110	23.9%	200	>40
肃北七角井钒铁矿	钒、铁	100%	甘肃	铁: 8,864 钒: 6,473	铁: 31.76% 钒: 0.91%	250	铁>30 钒>50
新疆瑞伦	镍、铜	80%	新疆	8574	0.3%	111	>50
呷村银铅锌多金属矿	铜 铅、锌 金、银	76%	四川	964	铜: 0.39% 铅锌: 10.36% 金: 0.38g/t 银: 82.45g/t	80	>20
玉龙铜业	铜	58%	西藏	84,145	0.7%	1,989	>40
会东大梁	铅、锌	55%	四川	659	9.8%	66	10
新疆哈密白山泉铁矿	铁	100%	新疆	2,710	34.8%	140	20
磁铁山铁矿	铁	100%	青海			普查阶段	
野马泉铁多金属矿	铁	85%	青海			普查阶段	
它温查汉西铁多金属矿	铁	100%	青海			普查阶段	
合计						3,256	

资料来源: 公司公告、万联证券

2.1 玉龙、获各琦为全国第二、第六大铜矿

公司目前拥有保有资源储量为铜金属量 623.18 万吨, 主力矿山为西藏玉龙铜矿以及内蒙古获各琦铜矿。

西藏玉龙铜矿是国内第二大的单体铜矿。矿山位于青藏高原东部山区的昌都地区, 由公司控股 58% 的西藏玉龙铜业股份有限公司负责运营。玉龙铜矿矿石保有储量为 84,145 万吨矿石量, 铜平均品位为 0.68%。玉龙二期目前处于建设阶段, 2020 年四季度达到试车条件, 2022 年二期工程有望完全达产。

内蒙古获各琦铜矿是中国铜储量排名第六大的铜矿。矿山位于内蒙古自治区乌拉特后旗东升庙镇西北约80 公里的狼山，由公司全资子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司负责运营。该矿采选铜矿石并生产铜精矿，并由运营公司直接负责运输销售至国内多家冶炼厂。获各琦铜矿铜矿石保有储量为3,897 万吨，铜平均品位为0.95%。获各琦铜矿项目目前拥有270 万吨/年的采选能力，年产铜金属量产能3 万吨。

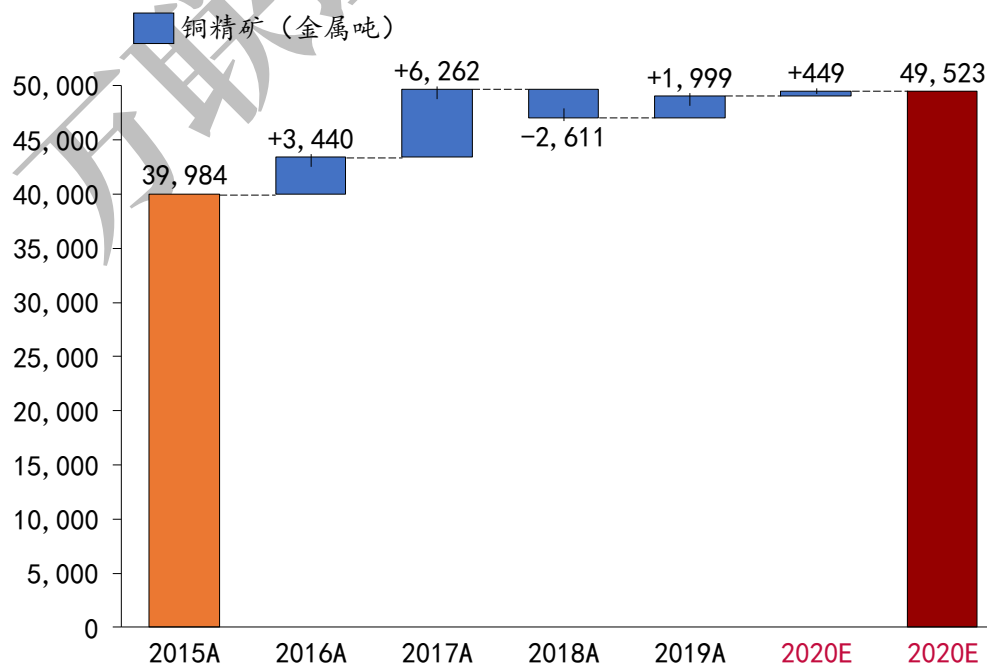
图表18：公司主要铜矿及储量总览

项目	权益	位置	矿石保有储量 (万吨)	品位	金属保有储量 (万吨)	矿石处理能力 (万吨/年)	可采年限
获各琦铜矿	100%	内蒙古	3,897	0.95%	37	270	>30
玉龙铜业	58%	西藏	84,145	0.68%	572	1,989	>40
合计			88,042		609	2,259	

资料来源：公司公告、万联证券

近年矿产铜产量保持稳定。公司2017年以来矿产铜产量均接近5万吨，2020年上半年生产铜精矿23,346金属吨，基本完成原定23,397金属吨的计划。

图表19：公司2015年以来铜精矿产量



资料来源：公司公告、万联证券

2.2 铅锌资源禀赋优越

公司拥有的资源保有储量为铅金属量182.8万吨，锌金属量329.5万吨，公司铅锌产品主要来自于锡铁山铅锌矿。锡铁山铅锌矿位于青海省海西州，是我国年采选量最大的铅锌矿之一，公司拥有矿山100%权益，矿山由西部矿业锡铁山分公司负责运营。锡铁山铅锌矿矿石保有储量为1,362万吨，铅锌平均品位为10.06%。锡铁山矿项目目前拥有150万吨/年的采选能力。锡铁山矿生产的铅精矿品位保持在73%以上，且含杂少，属于铅精矿中的一级品；锌精矿品位在48%以上。锡铁山生产的精矿销往全国多家冶炼厂，部分铅精矿和锌精矿也用作本公司自身冶炼业务的原料，作为公司选矿业务副

产品的硫精矿则销往当地一家硫酸厂。

四川呷村银多金属矿为四川省储量最大的银多金属矿之一，由公司持有76%股权的鑫源矿业经营。四川呷村银多金属矿采选多金属矿石并生产含银铜精矿、含银铅精矿和锌精矿。该矿目前的矿石保有储量为964万吨，公司权益储量为733万吨，铜平均品位0.39%、铅锌平均品位10.36%、金平均品位0.38g/t、银平均品位82.45g/。呷村银多金属矿项目拥有80万吨/年的采选能力。

会东大梁铅锌矿为四川省储量最大的铅锌矿之一，由公司持有54.55%股权的会东大梁经营。会东大梁铅锌矿采选铅精矿和锌精矿，拥有659万吨矿石保有储量，公司权益储量359万吨，铅锌平均品位9.78%。会东大梁铅锌矿项目目前已形成66万吨/年的采选能力。

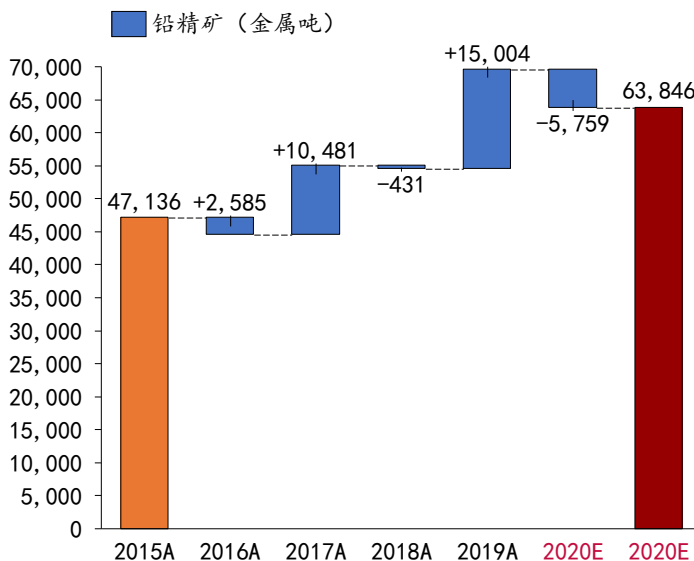
图表20：公司主要铅锌矿及储量总览

项目	权益	位置	矿石保有储量 (万吨)	品位	金属保有储量 (万吨)	矿石处理能力 (万吨/年)	可采年限
锡铁山铅锌矿	100%	青海	1362	10.06%	137	150	10
呷村银铅锌多金属矿	76%	四川	964	10.36%	100	80	>20
会东大梁	54.55%	四川	659	9.78%	64	66	10
合计			2,985		301	296	

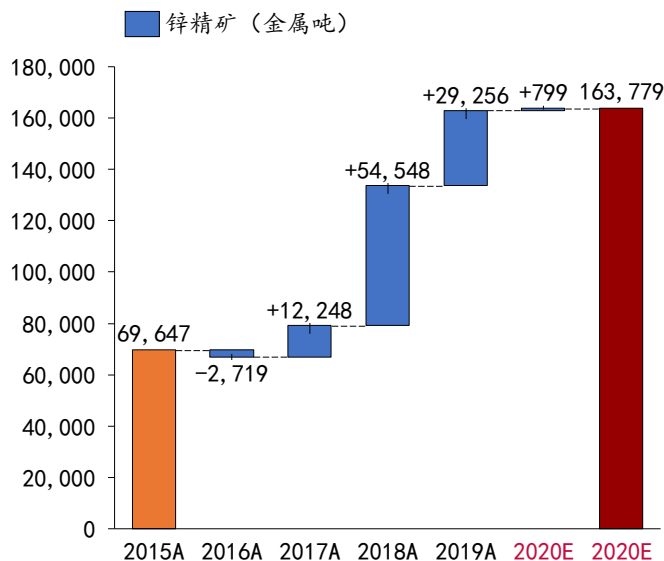
资料来源：公司公告、万联证券

铅锌矿产进入稳定阶段。由于暂无新增开发，公司2020年起矿产铅锌产量进入稳定阶段。公司2020年上半年生产锌精矿78,659金属吨，同比下降2.9%；生产铅精矿33,765，同比下降3.77%。公司上半年生产锌精矿78,659金属吨，略低于计划产量，完成公司上半年计划产量的98%，主要由于原矿品位略低于预算；上半年生产铅精矿33,765金属吨，完成计划量的108%。

图表21：公司2015年以来铅精矿产量



图表22：公司2015年以来锌精矿产量



资料来源：公司公告、万联证券

资料来源：公司公告、万联证券

2.3 积极开拓镍矿资源储备

公司拥有资源保有储量为镍金属量27.0万吨，镍产品主要来自于哈密黄山南铜镍矿。该矿由公司控股子公司新疆瑞伦矿业负责运营。公司于2019年收购了新疆瑞伦矿业80%的股权，成为新疆瑞伦的控股股东，开拓了镍矿新资源品种。截至2018年12月底，公司黄山南铜镍矿采矿权范围内矿石保有资源储量8,574万吨，镍金属量73,918.5吨，伴生铜7,508.7吨。黄山南铜镍矿项目目前已形成111万吨/年的采选能力。

图表23：公司铜镍矿及储量总览

项目	权益	位置	矿石保有储量 (万吨)	品位	金属保有储量 (万吨)	矿石处理能力 (万吨/年)	可采年限
新疆瑞伦	80%	新疆	8,574	0.32%	27	111	>50

资料来源：公司公告、万联证券

2.4 储备铁矿项目贡献长期发展增量

公司拥有铁资源保有储量5,669万吨，五氧化二钒59万吨。公司目前有三座主要运营的矿山，哈密白山泉铁矿、内蒙古双利铁矿以及肃北博伦七角井钒铁矿。钒资源全部来自于肃北七角井钒铁矿。

哈密白山泉铁矿由公司全资子公司哈密博伦矿业有限公司负责运营，矿石保有储量2,710万吨，铁平均品位34.81%，该项目目前拥有140万吨/年的产能。内蒙古双利铁矿由全资子公司双利矿业负责运营，矿石保有储量为8,110万吨，铁平均品位23.93%，该项目目前拥有200吨/年的产能。

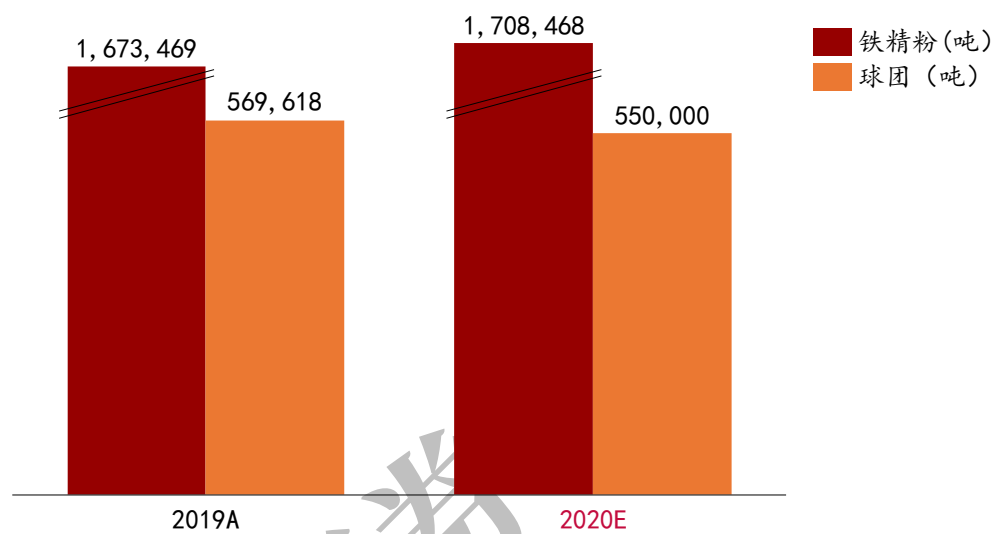
图表24：公司主要铁钒矿及储量总览

项目	权益	位置	矿石保有储量 (万吨)	品位	金属保有储量 (万吨)	矿石处理能力 (万吨/年)	可采 年限
双利矿业	100%	内蒙	8110	23.9%	1,941	200	>40
七角井钒铁矿	100%	甘肃	铁：8,864 钒：6,473	铁：31.76% 钒：0.91%	铁：2,815 钒：59	250	铁>30 钒>50
哈密白山泉铁矿	100%	新疆	2710	34.8%	943	140	20
合计			铁：19,684 钒：6,473		铁：5,669 钒：59	590	

资料来源：公司公告、万联证券

储备铁矿项目贡献长期发展增量。公司当前铁精粉和球团产量已进入稳定期，除三座运营矿山外，公司还拥有青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木它温查汉西铁多金属矿等储备矿山，长期贡献发展增量。

图表25：公司铁精矿和球团2019年产量及2020年计划



资料来源：Wind、万联证券

3、冶炼板块近期减亏、中期或盈亏平衡

公司有色金属冶炼业务主要集中于锌、铅、铜等领域，铅锌自给率大于50%，铜矿和冶炼厂距离远自给率低。目前公司拥有冶炼电铅10万吨/年，电锌10万吨/年，阴极铜16万吨/年及1千吨钒/年的冶炼能力。原材料方面，公司铅锌冶炼业务所采用的铅精矿和锌精矿自给率均大于50%，2019年公司电锌、电铅冶炼自给率分别为174%和79%，冶炼自给率较高，其中锌精矿在满足自身10万吨/年冶炼产能需求外，还约有6.9万吨锌精矿用于出售；铜冶炼方面，公司自有铜矿山位于西藏和内蒙古，但产能较大的冶炼厂位于青海，受运输成本较高影响，公司原材料主要依赖外购，铜冶炼自给率不高。

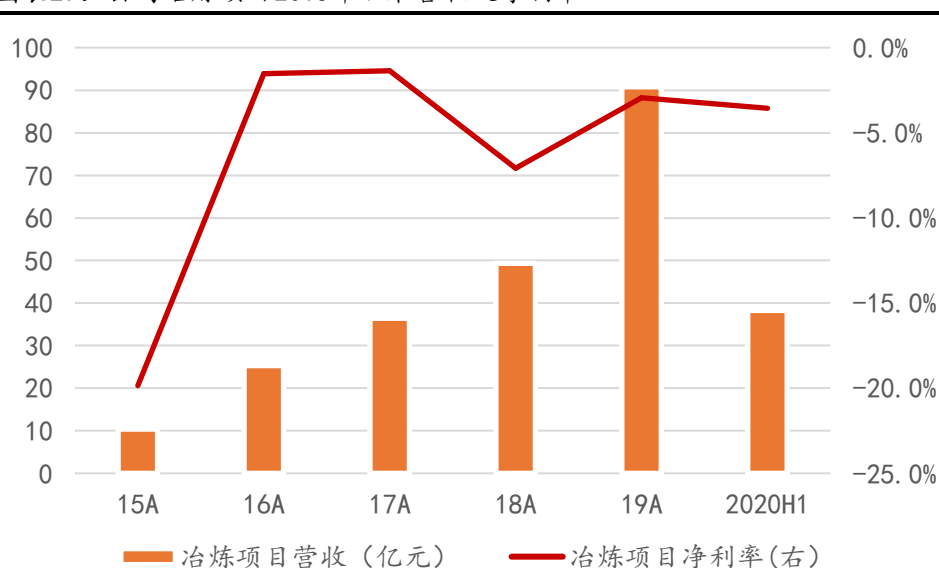
图表26：公司有色金属冶炼项目总览

公司	业务	权益	位置	冶炼产能（万吨）
青海铜业	铜冶炼	100.00%	青海	10
西部铜材	铜冶炼	100.00%	内蒙古	5
玉龙铜业	铜冶炼	58.00%	西藏	1
西豫金属	铅冶炼	92.57%	青海	10
锌业分公司	锌冶炼	100.00%	青海	10
西矿钒科技	钒加工	84.83%	甘肃	0.1
合计				36.1

资料来源：公司公告、万联证券

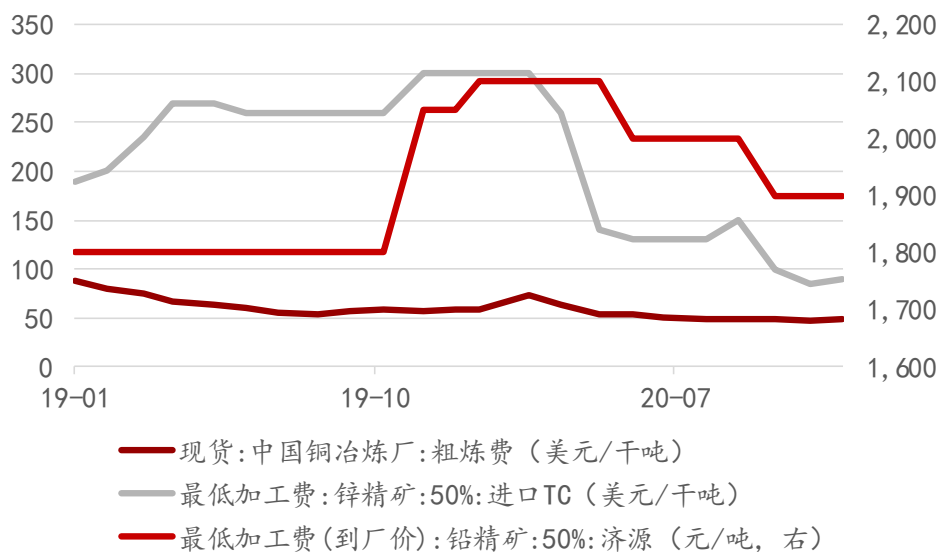
冶炼业务预计中期常态化亏损。公司冶炼板块2019年净利润-2.7亿元，同比减亏0.8亿元，2020年上半年净利润-1.4亿元，2019年以来净利率-3%左右。随着疫后冶炼生产恢复正常，冶炼板块单位成本分摊减少，同时考虑到冶炼工艺持续升级，降本增效，冶炼板块有望适当减亏。但就中期而言，由于近年全球铜资本开支持续处于低位，当前库存位于多年低点，供给有序叠加疫后复苏预期，铜供给边际趋紧态势维持，冶炼端溢价能力不足，铜冶炼费缺乏上涨动力；铅锌冶炼费处于下降通道，在“矿山厂多”背景下以缺上涨基础。整体而言，公司冶炼费中期维持盈亏平衡，但近期受益于低价库存和走高金属价格盈利将有所恢复。

图表27：公司冶炼项目2015年以来营收及净利率



资料来源：公司公告（为青海铜业、西部铜材、西豫金属三家子公司数据汇总）、万联证券

图表28：2020年以来铜铅锌冶炼费变化

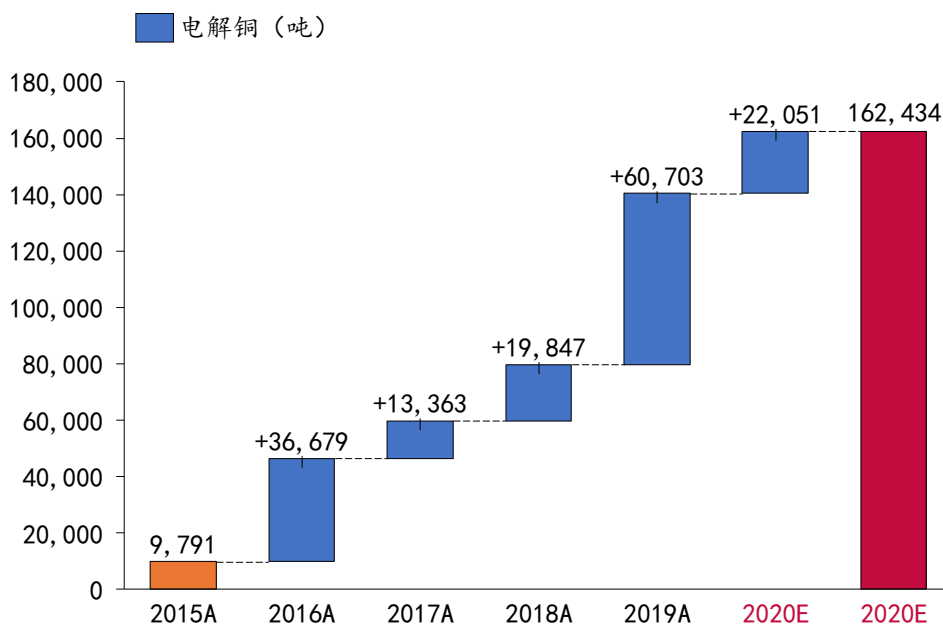


资料来源: Wind、万联证券

公司铜冶炼业务由三家子公司构成, 巴彦淖尔西部铜材、青海铜业以及玉龙铜业。一是巴彦淖尔西部铜材有限公司成立于2008年8月, 集, 冶炼、铜材加工于一体, 具有年产5万吨精炼铜能力。二是青海铜业是公司的全资子公司, 主要建设和运营10万吨阴极铜项目, 该项目于2016年3月全面开工建设, 建设规模为年产阴极铜10万吨、硫酸44万吨及金、银、铂、钯、硒等贵金属。项目采用了我国自主研发的富氧底吹熔炼-底吹吹炼连吹工艺技术, 该工艺具有投资省、操作维护简便、运营成本低、环境好等优点。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。三是公司控股58%的玉龙铜业还拥有一万吨铜冶炼的产能。

公司2020年计划生产电解铜162,434吨。2020年上半年电解铜生产计划为72,988吨, 计划完成率75%, 主要由于上半年电解铜市场价格下跌, 调整生产计划。

图表29：公司2015年以来电解铜产量

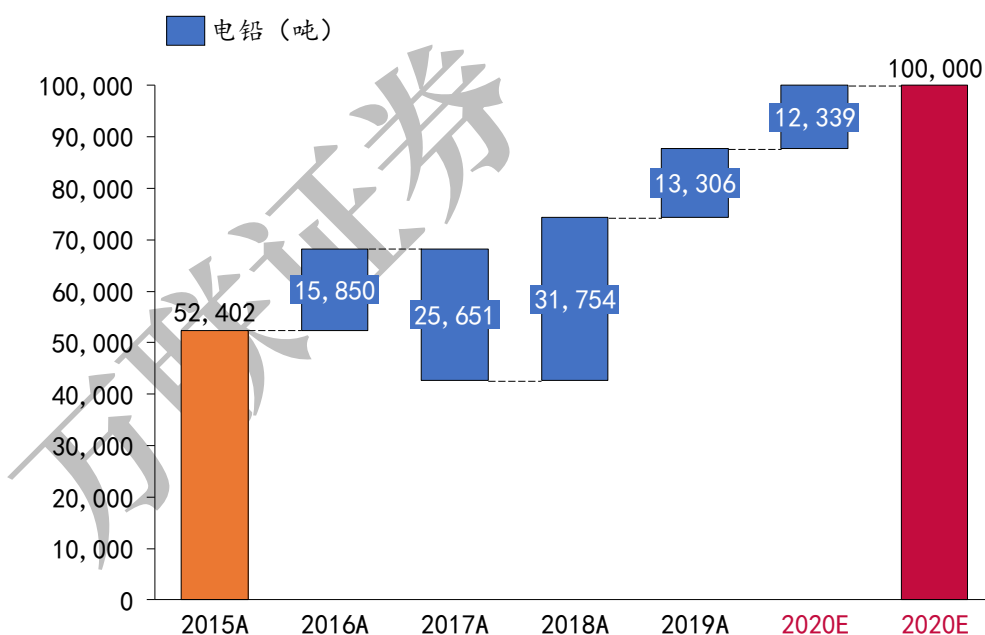


资料来源: 公司公告、万联证券

公司拥有电铅产能10万吨/年，由公司控股92.57%的青海西豫金属负责运营。2016年公司关停了5.5万吨电铅产能，并对原有的10万吨粗铅产能进行了升级改造，通过采用先进工艺，将传统底吹冶炼改造为先进的侧吹工艺，提高技术指标的同时，实现各种金属资源的综合回收利用，改造工程已经于2016年底完成，改造完成后公司形成10万吨电解铅生产能力。

公司2020年计划生产电铅10万吨。2020年上半年电铅生产计划为48,607吨，实际生产40,989吨，完成计划产量的84%，原因与电解铜产品相同，由于上半年电铅市场价格低迷，公司调整了生产计划。

图表30：公司2015年以来电铅产量



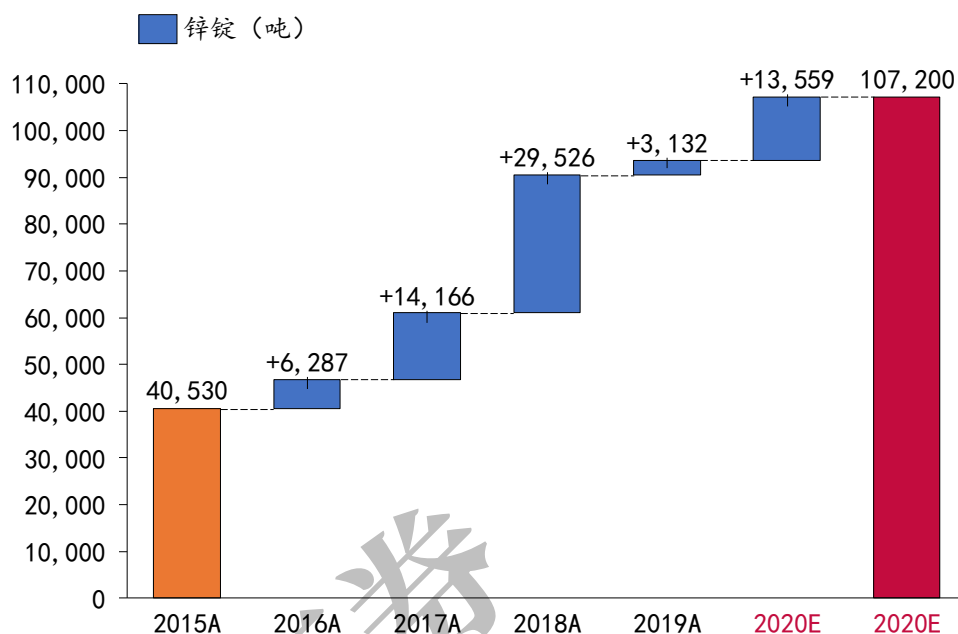
资料来源：公司公告、万联证券

公司目前主要的锌冶炼设施位于青海省甘河工业区，由锌业分公司实施，产能为10万吨/年。项目建设地位于甘河工业园区，项目总投资为13.70亿元，设计产能为年产锌锭10万吨，硫磺4.75万吨，并综合回收镉、铬、铜等伴生有价金属。

该项目引进国际上最先进的“氧压浸出全湿法炼锌工艺”，与国内目前大多数企业采用的常规湿法工艺流程相比，属低污染、低排放的先进冶炼技术，具有十分突出的社会效益和经济效益，对于提高企业节能减排水平，提升市场竞争力具有积极促进作用。

公司2020年计划生产锌锭107,200吨。公司2020年上半年锌锭生产计划为48,640吨，实际生产45,698吨，完成计划产量的94%，原因与电解铜、电铅产品相同，由于上半年锌锭市场价格低迷，公司调整了生产计划。

图表31：公司2015年以来锌锭产量



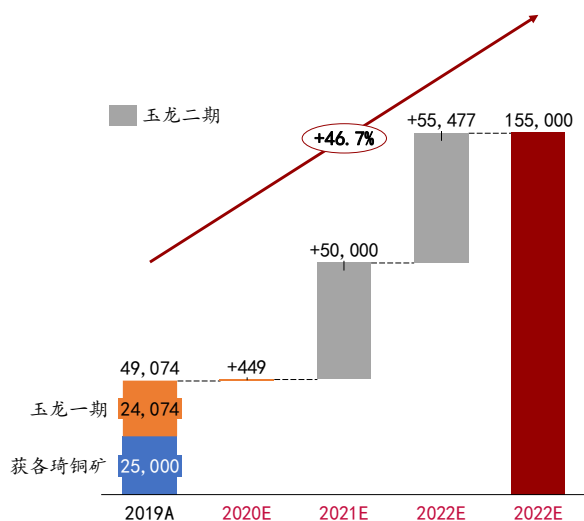
资料来源：公司公告、万联证券

4、玉龙铜矿投产在即，22年前权益矿产铜量预计按年增37%

玉龙二期达产后铜精矿金属产量可达10万吨，公司到2022年权益矿产铜产量按年增37.1%。玉龙铜矿项目是我国即将开发最大的铜矿项目之一，项目共分两期，第一期于2016年9月完工，已实现湿法及浮选采选能力230万吨/年，铜金属产能约3万吨；据公司公开资料，第二期将于2020年四季度达到试车条件，2022年二期工程有望完全达产，届时可实现采选能1989万吨/年，年产铜金属量10万吨。

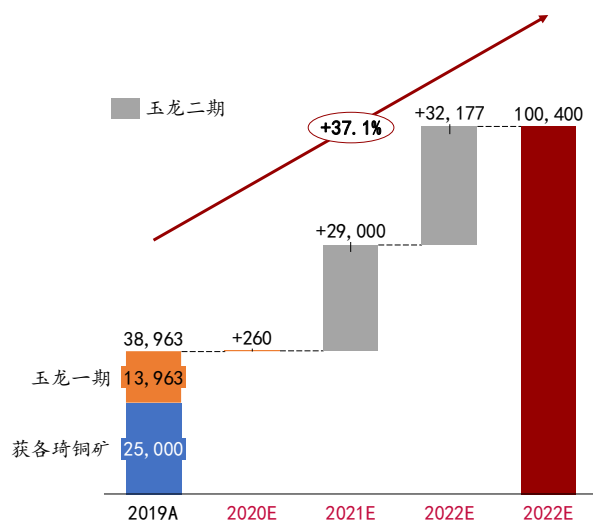
目前公司持玉龙铜矿58%权益，据测算，2020年达产后公司矿产铜产量有望从当前5万吨左右增至15.5万吨，年化增速46.7%；权益矿产铜产量有望从当前3.9万吨左右增至10万吨，年化增速37.1%。

图表32：公司2020-2022年矿产铜预计产量（吨）



资料来源：Wind、万联证券

图表33：公司2020-2022年矿产铜预计权益产量（吨）

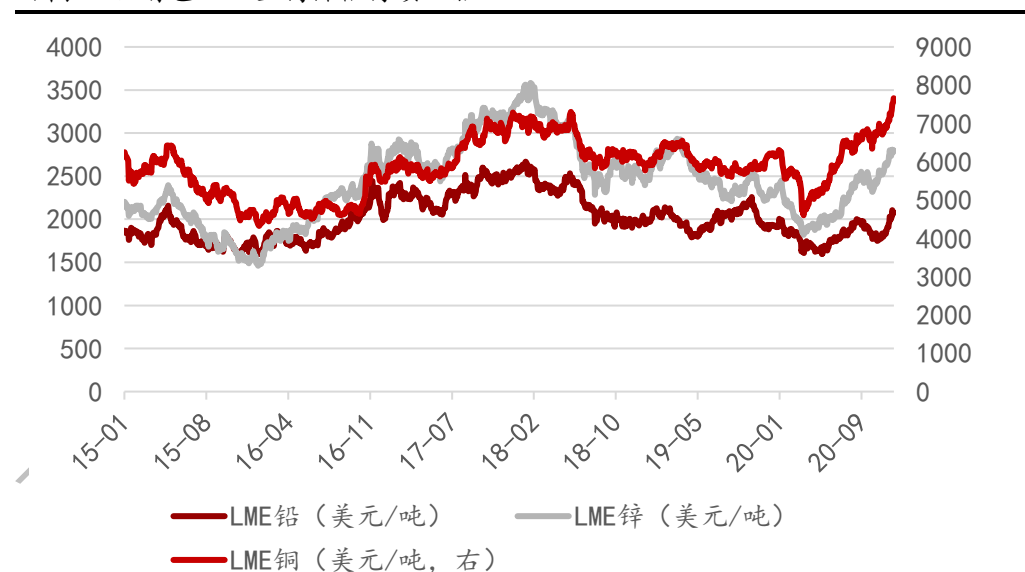


资料来源：Wind、万联证券

5、供给有序、疫后复苏，库存低位，工业金属价格看涨

金属价格持续上涨，铜价创2014年以来高点。近年全球铜资本开支持续处于低位，全球主要铜企资本开支在2012-2013年达到顶峰后一路下滑，2016年以来资本开支持续处于较低位置。展望未来，我们认为由于近年全球铜资本开支持续处于低位，未来几年铜矿产能释放相对平稳，2020-2022年除Kamoa、Udokan、Tia Maria、Timok上带矿等鲜有大矿投产，考虑产能爬坡因素，预计2021年矿产铜新增产能增速约2%，低于全球经济增长中枢，2022年超约3%，与全球经济增长中枢一致，产能释放节奏温和，铜供给边际趋紧态势维持，当前库存位于多年低点，疫后经济复苏将进一步刺激铜价上涨；铅锌作为仅次于铝铜重要工业金属，其价格大概率也将跟随经济复苏上行。

图表34：有色工业金属价格持续上涨



资料来源：Wind、万联证券

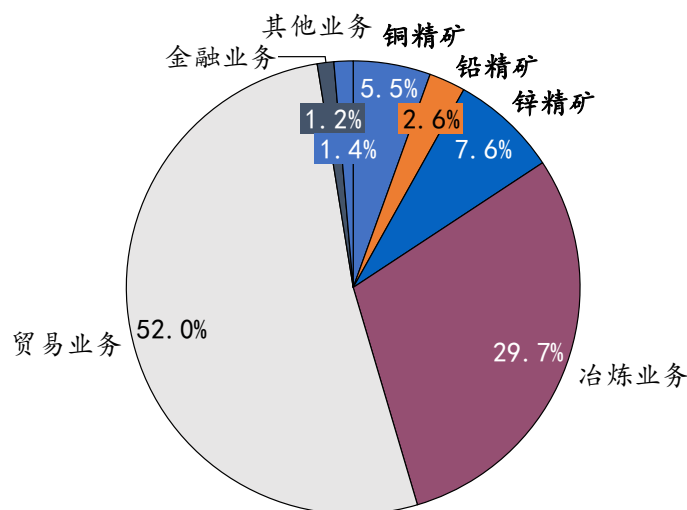
6、盈利预测与投资建议

6.1 以铜、铅、锌矿产开发为核心拆解公司业务

按公司披露口径难以把握影响公司盈利核心变量。公司财报披露，按业务分为有色金属采选冶、有色金属贸易、金融服务、管理及其他4类型，按产品包括铜类产品、锌类产品、铅类产品、阳极泥、镍等种类，由于业务包括包含各项产品，产品覆盖各个业务环节，有色金属采选冶分为有色矿产和冶炼两个环节，各项业务和各类产品产业链地位、盈利模式和盈利分配悬殊，按公司披露口径难以把握影响公司盈利核心变量。

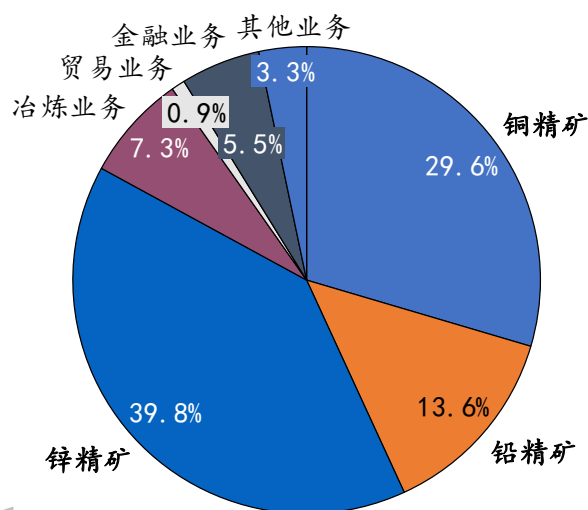
以铜、铅、锌矿产开发为核心，拆解公司业务数据。鉴于铜、铅、锌矿开发是公司盈利核心，冶炼板块预计常态化利润亏损但有正现金流贡献，贸易业务低门槛微利，财务公司稳定，我们将公司业务类型分为铜精矿、铅精矿、锌精矿、冶炼、贸易和金融服务板块，并根据公司主要控股公司部分财务数据推测各板块营收和成本。可以看到，公司铜、铅、锌矿产开发业务以15.7%营收占比贡献了82.9%毛利。

图表35: 公司2019年营收结构拆解



资料来源: 公司公告、万联证券

图表36: 公司2019年毛利结构拆解



资料来源: 公司公告、万联证券

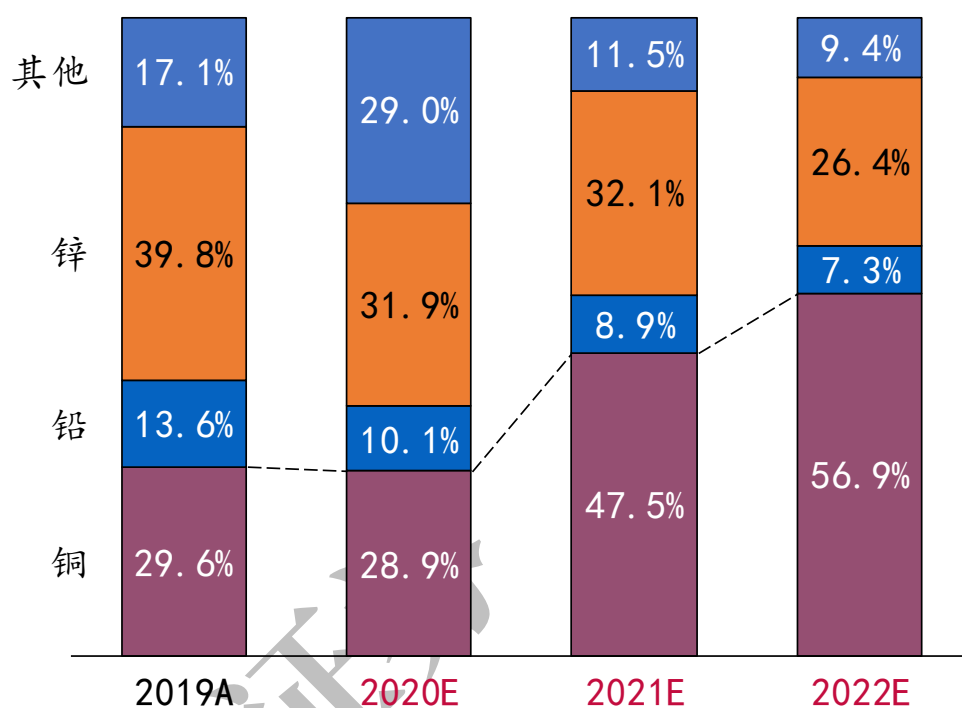
6.2 核心假设

- **矿产铜产量:** 玉龙二期投产在即, 考虑产能爬坡2021年半产, 当年生产矿产铜5万吨; 2022年满产, 生产10.5万吨
- **金属价格:** 供给有序、疫后复苏, 库存低位, 工业金属价格看涨, 但保守考虑, 假设铜、铅、锌价格维持当前水平, 预计2020-2022年, 铜、铅、锌价格同比分别变动2.5%/19.9%/0.0%、-8.1%/11.0%/0.0%、-9.1%/21.1%/0.0%
- **冶炼板块:** 预计中期常态化利润亏损, 但2020年国内复工复产后, 金属价格见底V型反转, 受益于低价库存和金属价格走高, 2020年冶炼盈利能力确有可能增强
- 其他业务维持平稳

6.3 盈利预测及投资建议

我们预计公司20-22年归母净利润分别为11.7/18.0/24.1亿元, 对应EPS分别为0.49/0.76/1.01元, 收盘价13.91元对应的PE分别为28.4/18.4/13.8倍, 受益于玉龙二期投产和金属价格向上, 公司矿铜毛利占比有望从2019年29.6%提高至2022年56.9%, 主业将逐步转变为以铜为主, 而矿铜具备更好的供需格局, 盈利能力和稳定性提升, 公司驱动力更加清晰和强劲, 估值中枢有望系统性抬升, 给与2022年20倍PE估值, 目标价20元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表37：公司2019-2022年分产品毛利构成



资料来源：公司公告、万联证券

7、风险提示

风险提示：金属价格表现不及预期；项目投产进度不及预期；冶炼资产计提减值

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,684	15,448	16,508	17,579
货币资金	7,219	6,060	6,791	7,410
应收票据及应收账款	266	356	260	347
其他应收款	346	333	369	407
预付账款	521	408	462	503
存货	3,572	3,500	3,804	4,061
其他流动资产	4,761	4,791	4,821	4,851
非流动资产	27,834	29,795	30,489	30,632
长期股权投资	1,257	1,257	1,257	1,257
固定资产	13,214	13,241	13,009	12,482
在建工程	5,268	7,268	8,268	9,018
无形资产	5,539	5,471	5,396	5,315
其他长期资产	2,556	2,557	2,558	2,559
资产总计	44,517	45,242	46,997	48,211
流动负债	18,064	17,635	16,682	14,177
短期借款	8,671	6,397	4,992	2,093
应付票据及应付账款	2,319	2,253	2,429	2,607
预收账款	281	288	303	340
其他流动负债	6,792	8,696	8,959	9,137
非流动负债	12,044	11,528	11,528	11,528
长期借款	5,853	7,333	7,333	7,333
应付债券	3,930	1,933	1,933	1,933
其他非流动负债	2,261	2,261	2,261	2,261
负债合计	30,108	29,162	28,210	25,704
股本	2,383	2,383	2,383	2,383
资本公积	5,411	5,411	5,411	5,411
留存收益	2,170	3,342	5,146	7,555
归属母公司股东权益	10,034	11,204	13,007	15,417
少数股东权益	4,376	4,877	5,780	7,090
负债和股东权益	44,517	45,242	46,997	48,211

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,875	3,561	4,951	5,717
净利润	1,347	1,668	2,707	3,719
折旧摊销	1,265	1,260	1,327	1,379
营运资金变动	380	-183	125	-59
其它	884	816	793	679
投资活动现金流	-3,423	-3,181	-2,021	-1,521
资本支出	-2,767	-3,195	-2,020	-1,520
投资变动	-294	0	0	0
其他	-362	13	-1	-1
筹资活动现金流	1,061	-1,539	-2,199	-3,577
银行借款	15,622	-794	-1,406	-2,899
债券融资	1,287	-1,996	0	0
股权融资	2,000	0	0	0
其他	-17,848	1,251	-793	-679
现金净增加额	1,514	-1,159	732	619
期初现金余额	3,282	7,219	6,060	6,791
期末现金余额	4,796	6,060	6,791	7,410

利润表单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30,567	30,299	33,957	37,051
营业成本	26,843	26,303	28,587	30,517
营业税金及附加	371	367	416	451
销售费用	181	164	193	205
管理费用	601	656	727	774
研发费用	123	78	112	109
财务费用	929	815	758	639
资产减值损失	-132	-5	0	0
公允价值变动收益	0	46	0	0
投资净收益	30	-32	0	0
资产处置收益	13	10	0	0
营业利润	1,404	1,946	3,184	4,376
营业外收入	151	26	0	0
营业外支出	11	10	0	0
利润总额	1,544	1,962	3,184	4,376
所得税	197	294	478	656
净利润	1,347	1,668	2,707	3,719
少数股东损益	339	500	903	1,310
归属母公司净利润	1,007	1,168	1,804	2,409
EBITDA	3,713	3,991	5,249	6,373
EPS (元)	0.42	0.49	0.76	1.01

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	6.2%	-0.9%	12.1%	9.1%
营业利润	170.0%	38.6%	63.6%	37.4%
归属于母公司净利润	148.9%	15.9%	54.5%	33.6%
获利能力				
毛利率	12.2%	13.2%	15.8%	17.6%
净利率	4.4%	5.5%	8.0%	10.0%
ROE	10.0%	10.4%	13.9%	15.6%
ROIC	6.2%	6.6%	9.1%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	67.6%	64.5%	60.0%	53.3%
净负债比率	87.6%	81.4%	58.3%	33.1%
流动比率	0.92	0.88	0.99	1.24
速动比率	0.70	0.65	0.73	0.92
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.67	0.72	0.77
应收账款周转率	115.12	85.21	130.72	106.87
存货周转率	7.52	7.52	7.52	7.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.49	0.76	1.01
每股经营现金流	1.63	1.49	2.08	2.40
每股净资产	4.21	4.70	5.46	6.47
估值比率				
P/E	32.91	28.39	18.38	13.76
P/B	3.30	2.96	2.55	2.15
EV/EBITDA	7.65	11.61	8.42	6.38

资料来源：Wind，万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场