

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

西部矿业(601168.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜永刚

执业编号: S1500520010002

联系电话: 010-83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

黄礼恒

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

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)西部矿业点评: 精进不休, 众望不负  
(2020.10.30)

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: 玉龙投产, 业绩腾飞

2021年04月30日

**事件:** 公司发布 2020 年报及 2021 一季报, 2020 年实现营业收入 286 亿元, 同比下降 6.6%; 归母净利 9.08 亿元, 同比下滑 9.9%; 归母扣非净利 11.66 亿元, 同比增长 30%。2021 年 Q1 实现营收 84 亿元, 同比增长 38%; 归母扣非净利 4.77 亿元, 同比增长 1820%; EPS 为 0.2 元/股, 同比增长 900%。

**点评:**

- **金属价格上涨, 业绩逐季提升。** 2020 年公司营业收入同比下降 6.6%, 主要是有色金属贸易量减少所致; 归母净利下滑 9.9%, 主要因投资收益损失 2.96 亿元所致, 其中主要由于青投集团进入破产重整程序, 公司终止对其采用权益法进行核算, 产生投资损失 2.43 亿元。公司 2020 年 Q1-2021 年 Q1 归母扣非净利分别为 0.47、2.77、4.78、3.64、4.77 亿元, 剔除 2020Q3 部分产品库存销售影响外, 业绩呈现逐季提升趋势, 同期公司销售毛利率分别为 11.5%、13.4%、15.3%、15.5%、17.3%。公司业绩和盈利能力逐季提升, 主要受铜锌价格上涨驱动 (2020Q1-2021Q1 铜现货均价分别为 4.48、4.38、5.12、5.38、6.18 万元/吨, Q1 铜均价环比去年 Q4 上涨 15%)。由于金属价格上涨, 导致公司套期保值业务平仓亏损增加, Q1 公司投资收益亏损 1.26 亿元。因此公司 Q1 实际经营性业绩超过 6 亿元, 随着玉龙铜矿二期产能逐步释放, 公司业绩有望继续逐季增长。
- **玉龙铜矿二期投产, 铜矿产能逐步释放。** 2020 年公司生产铜精矿含铜 4.75 万吨、锌精矿含锌 14.72 万吨、铅精矿含铅 6.75 万吨、精矿含金 288 千克、精矿含银 115.75 吨、铁精粉含铁 170 万吨。部分矿山原矿品位及处理量下滑导致铜锌铅精矿产量有所下滑。2021 年公司计划生产铜精矿含铜 11.63 万吨、锌精矿含锌 14.47 万吨、铅精矿含铅 5.95 万吨、铁精粉 169.7 万吨、精矿含金 212 千克、精矿含银 134.38 吨。公司未来增量主要在铜矿。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 万吨已于 2020 年 12 月 18 日正式启动生产, 达产后公司铜矿金属年产能将达到 16 万吨, 权益产能 10.54 万吨。达产后铜矿权益产量至少翻倍, 推动公司业绩继续大幅增长。
- **全球经济复苏叠加碳资产扩张开启, 铜价有望创新高。** 2021 年全球经济复苏加速将有望支撑铜价创新高。欧美等国家消费在疫苗投入使用之后将进一步恢复, 而生产活动也将快速恢复, 铜的需求将从中国一枝独秀向全球范围内共同增长转变。铜价在需求增速提升的情况下保持向上趋势将较为确定; 铜供给虽也将恢复到正常水平, 但并不影响铜价向上弹性。同时, 2021 年是中国碳资产扩张开启元年, 我们认为碳资产的扩张将会推动新能源汽车和风电光伏等清洁能源的发展, 重构电力系统, 扩大电力系统的投资, 带动铜需求增长, 推动铜价创新高。
- **盈利预测与投资评级:** 结合公司金属产能及价格判断, 我们预计公司

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

2021-2023 年归母净利分别为 23.86、28.25、28.90 亿元，EPS 为 1.00、1.19、1.21 元/股，当前股价对应的 PE 为 15x、12x、12x。考虑铜价有望创历史新高，以及公司玉龙铜矿二期产能逐步释放，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**铜铅锌等金属价格下跌；公司玉龙铜矿二期产能释放进度低预期；铜铅锌冶炼亏损。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	30,567	28,550	37,219	38,894	39,185
增长率 YoY %	6.2%	-6.6%	30.4%	4.5%	0.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,007	908	2,386	2,825	2,890
增长率 YoY%	148.9%	-9.9%	162.9%	18.4%	2.3%
毛利率%	12.2%	14.0%	18.0%	19.3%	19.6%
净资产收益率ROE%	10.0%	8.3%	17.9%	17.4%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.38	1.00	1.19	1.21
市盈率 P/E(倍)	15.66	32.50	14.55	12.29	12.01
市净率 P/B(倍)	1.57	2.70	2.61	2.14	1.81

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	16,684	14,087	12,538	12,864	12,921
货币资金	7,219	6,305	3,722	3,889	3,919
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	266	325	424	443	446
预付账款	521	323	401	412	414
存货	3,572	3,143	3,908	4,018	4,037
其他	5,107	3,991	4,084	4,102	4,105
<b>非流动资产</b>	27,834	33,817	34,893	41,969	43,895
长期股权投资	1,257	1,220	1,220	1,220	1,220
固定资产(合)	13,214	21,087	22,991	28,894	29,647
无形资产	5,539	5,711	5,884	6,056	6,229
其他	7,825	5,799	4,799	5,799	6,799
<b>资产总计</b>	44,517	47,904	47,432	54,834	56,816
<b>流动负债</b>	18,064	19,018	14,987	18,128	15,705
短期借款	8,671	6,611	1,278	4,229	1,773
应付票据	1,203	1,572	1,954	2,010	2,019
应付账款	1,116	943	1,172	1,205	1,211
其他	7,074	9,893	10,582	10,684	10,702
<b>非流动负债</b>	12,044	13,246	13,246	13,246	13,246
长期借款	5,853	8,755	8,755	8,755	8,755
其他	6,191	4,491	4,491	4,491	4,491
<b>负债合计</b>	30,108	32,264	28,233	31,374	28,951
少数股东权益	4,376	4,729	5,882	7,246	8,642
归属母公司	10,034	10,910	13,317	16,213	19,223
<b>负债和股东权益</b>	44,517	47,904	47,432	54,834	56,816

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	30,567	28,550	37,219	38,894	39,185
同比(%)	6.2%	-6.6%	30.4%	4.5%	0.7%
归属母公司净利润	1,007	908	2,386	2,825	2,890
同比(%)	148.9	-9.9%	162.9%	18.4%	2.3%
毛利率(%)	12.2%	14.0%	18.0%	19.3%	19.6%
ROE%	10.0%	8.3%	17.9%	17.4%	15.0%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.38	1.00	1.19	1.21
P/E	15.66	32.50	14.55	12.29	12.01
P/B	1.57	2.70	2.61	2.14	1.81
EV/EBITDA	7.65	11.17	7.64	7.23	6.75

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	30,567	28,550	37,219	38,894	39,185
营业成本	26,84	24,542	30,508	31,370	31,520
营业税金及	371	389	508	531	535
销售费用	181	41	54	56	57
管理费用	601	634	827	864	870
研发费用	123	150	195	204	205
财务费用	929	814	813	760	772
减值损失合	-132	-11	3	3	3
投资净收益	30	-296	0	0	0
其他	-13	43	72	76	76
<b>营业利润</b>	1,404	1,716	4,390	5,189	5,306
营业外收支	140	-65	-50	-50	-50
<b>利润总额</b>	1,544	1,651	4,340	5,139	5,256
所得税	197	305	801	949	970
<b>净利润</b>	1,347	1,346	3,539	4,190	4,285
少数股东损	339	438	1,152	1,364	1,396
<b>归属母公司</b>	1,007	908	2,386	2,825	2,890
EBITDA	3,713	4,058	6,257	6,999	7,128
EPS(当	0.42	0.38	1.00	1.19	1.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3,875	3,280	5,830	6,181	6,264
净利润	1,347	1,346	3,539	4,190	4,285
折旧摊销	1,265	1,264	1,129	1,129	1,129
财务费用	788	696	863	798	811
投资损失	-30	296	0	0	0
营运资金变	380	-477	266	32	6
其它	126	155	33	32	32
<b>投资活动现金流</b>	-3,423	-5,399	-2,218	-8,167	-2,967
资本支出	-2,767	-4,509	-2,218	-8,167	-2,967
长期投资	-294	-180	0	0	0
其他	-362	-710	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1,061	993	-6,195	2,153	-3,268
吸收投资	2,000	0	0	0	0
借款	669	2,320	-5,332	2,951	-2,457
支付利息或	-1,034	-1,326	-863	-798	-811
<b>现金流净增加额</b>	1,514	-1,131	-2,583	167	29

## 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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 评级说明

## 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。