

证券研究报告—动态报告

有色金属

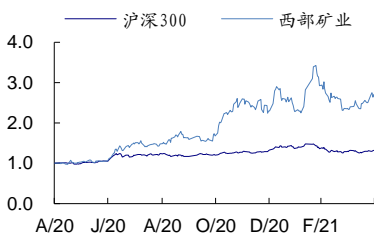
有色金属采选

西部矿业(601168)
买入

2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 30 日

一年该股与沪深 300 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)	34,720/34,720
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12 个月最高/最低(元)	19.86/5.27

相关研究报告:

《西部矿业-601168-2020 年三季度报告点评: 三季度利润大幅增长, 铜矿即将大幅放量》——2020-10-30

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040005

联系人: 焦方冉

电话: 18560060679

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
铜矿产量即将大幅增长, 对铜价具有高业绩弹性
● 公司 2020 年业绩基本符合市场预期

2020 年公司实现营业收入 285.50 亿元, 同比下降 6.60%, 原因是公司有色金属贸易业务同比下降 19.70%; 实现归母净利润 9.08 亿元, 同比下降 9.86%; 实现扣非归母净利润 11.66 亿元, 同比增长 30.06%; 2020 年经营活动产生的现金流量净额 32.80 亿元, 同比下降 15.35%。受益于铜产品量价齐升, 2021 年一季度公司实现归母净利润 4.75 亿元, 同比增长 869%, 扣非归母净利润 4.77 亿元, 同比增长 1820%, 经营活动产生的现金流量净额 20.9 亿元, 同比增长 109%。

● 金属资源储量丰富, 玉龙铜矿改扩建工程顺利投产

2020 年四季度公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程竣工并顺利投产。公司玉龙铜矿是我国第二大单体铜矿, 玉龙铜矿一期具有 230 万吨年矿石处理能力, 具有 3 万吨/年铜金属产能。玉龙铜矿改扩建工程增加 1989 万吨矿石年处理能力, 年产铜金属量达到 11 万吨。公司计划 2021 年生产铜精矿 11.63 万金属吨, 比 2020 年产量增加 6.88 万吨, 受益于铜价上涨周期, 公司铜产品将迎来量价齐升。

● 投资建议: 维持“买入”评级

假设 2021-2023 年国内阴极铜现货均价均为 69800 元/吨, 锌锭现货均价均为 21850 元/吨, 铅锭现货均价均为 15050 元/吨, 铅精矿加工费 2000 元/吨, 锌精矿加工费 4000 元/吨, 铜精矿计价系数 89%, 预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 399.48/416.65/416.65 亿元, 同比增速 39.9/4.3/0.0%, 归母净利润分别为 24.93/28.36/28.36 亿元, 同比增速 174.6/13.7/0.0%; 摊薄 EPS= 1.05/1.19/1.19 元, 当前股价对应 PE=14/12/12X。考虑到公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业, 且公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利投产, 自 2021 年开始公司铜精矿产量大幅增长, 受益于铜价上行周期, 公司利润将显著增厚, 维持“买入”评级。

● 风险提示

新投资项目产量释放不达预期, 金属价格下跌风险。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	30,567	28,550	39,948	41,665	41,665
(+/-%)	6.5%	-6.6%	39.9%	4.3%	0.0%
净利润(百万元)	1007	908	2493	2836	2836
(+/-%)	-148.8%	-9.8%	174.6%	13.7%	0.0%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.38	1.05	1.19	1.19
EBIT Margin	8.1%	8.6%	13.4%	14.8%	14.8%
净资产收益率(ROE)	10.0%	8.3%	19.8%	19.5%	17.2%
市盈率(PE)	34.5	38.3	13.9	12.3	12.3
EV/EBITDA	17.6	18.3	8.8	7.9	7.7
市净率(PB)	3.47	3.19	2.76	2.39	2.11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

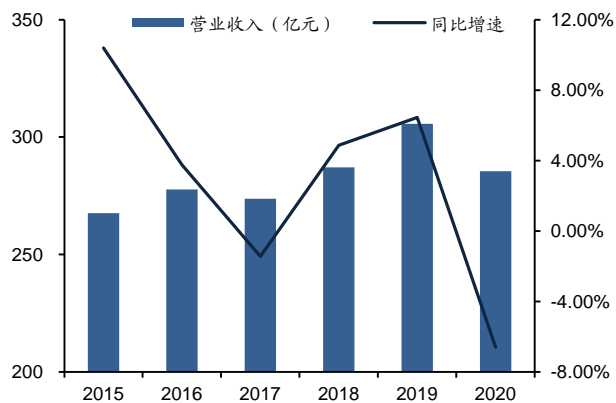
2020 年公司业绩基本符合市场预期

西部矿业发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 285.50 亿元，同比下降 6.60%，原因是公司有色金属贸易业务同比下降 19.70%；实现归母净利润 9.08 亿元，同比下降 9.86%；实现扣非归母净利润 11.66 亿元，同比增长 30.06%；2020 年经营活动产生的现金流量净额 32.80 亿元，同比下降 15.35%。

公司业绩主要受有色金属、铁矿石等大宗商品价格波动影响，2020 年国内阴极铜现货均价 48752 元/吨，同比 2019 年增长 2.1%；2020 年锌锭现货均价 18496 元/吨，同比下跌 9.7%；2020 年铅锭现货均价 14770 元/吨，同比下跌 11.3%。导致公司 2020 年铜、锌、铅类产品毛利润同比 2019 年变动分别为 2.80 亿元、-0.69 亿元、-0.70 亿元。同时公司在报告期内确认了 2.96 亿元的投资损失，导致 2020 年公司业绩略低于 2019 年。

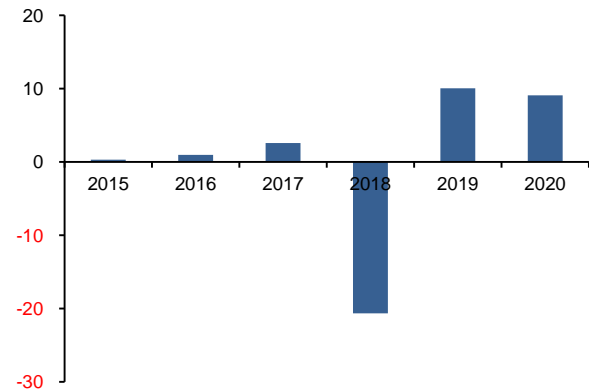
受益于铜产品量价齐升，2021 年一季度公司实现归母净利润 4.75 亿元，同比增长 869%，扣非归母净利润 4.77 亿元，同比增长 1820%，经营活动产生的现金流量净额 20.9 亿元，同比增长 109%。

图 1：西部矿业营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

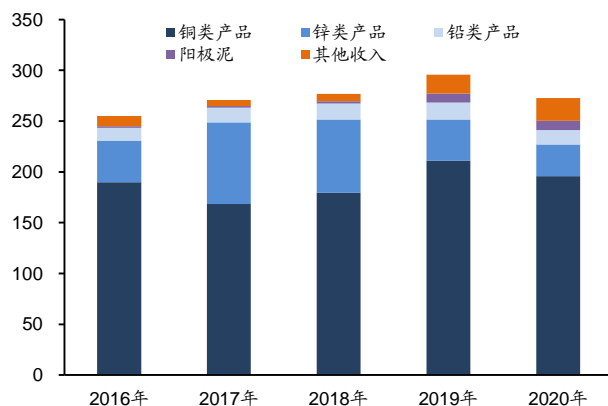
图 2：西部矿业归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

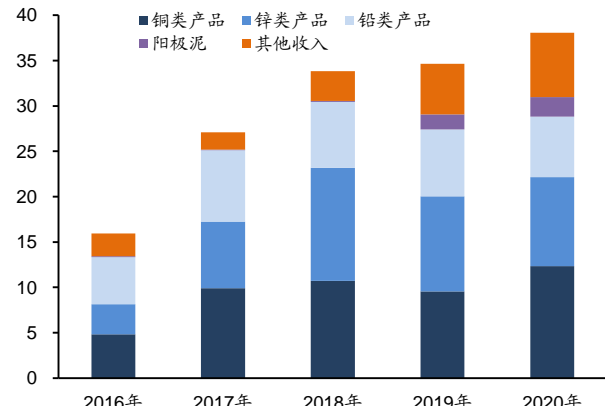
从营收构成来看，公司 2020 年营业收入主要来自有色金属铜、锌、铅以及铁矿石等产品的采选冶和贸易，其中铜类产品的营业收入占总营业收入 68.59%。从利润构成来看，公司毛利润主要来自铜、锌、铅、铁矿石等产品的销售和贸易。

图 3：西部矿业营业收入构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

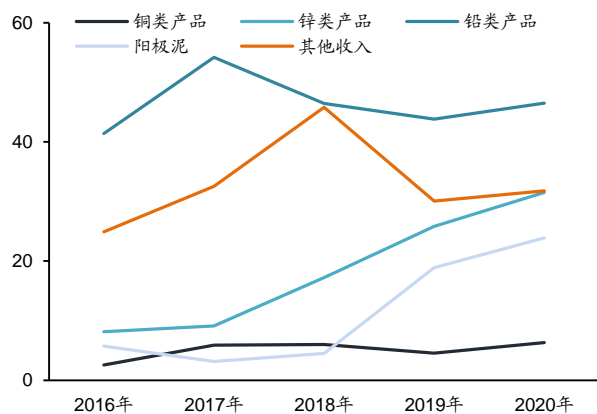
图 4：西部矿业毛利润构成（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

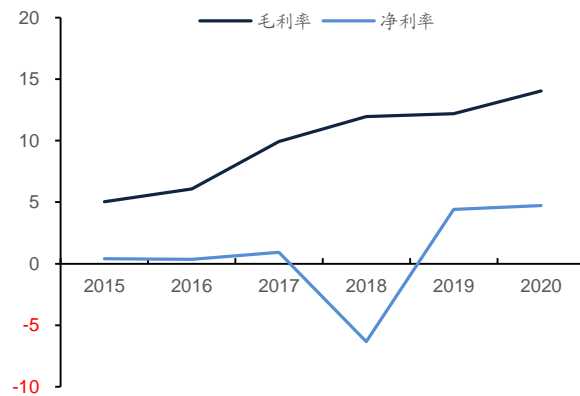
由于公司公告将各金属品种的采选冶和贸易合并在一起，分产品毛利率代表的是各金属品种从采选冶到贸易的综合毛利率。其中铜类产品毛利率较低，铅类产品毛利率较高。近年来公司整体毛利率趋势逐年上升，净利润在近两年维持在 4%-5% 区间。

图 5：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

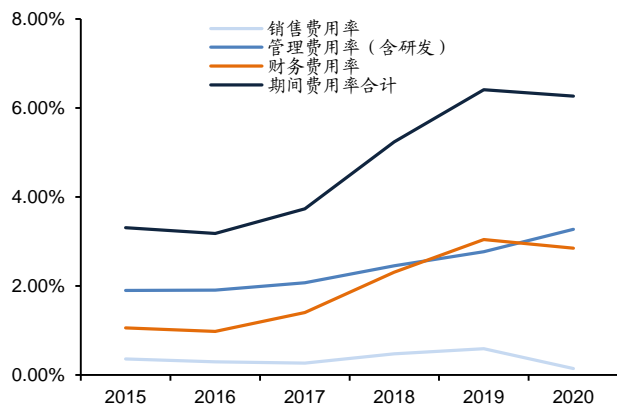
图 6：公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

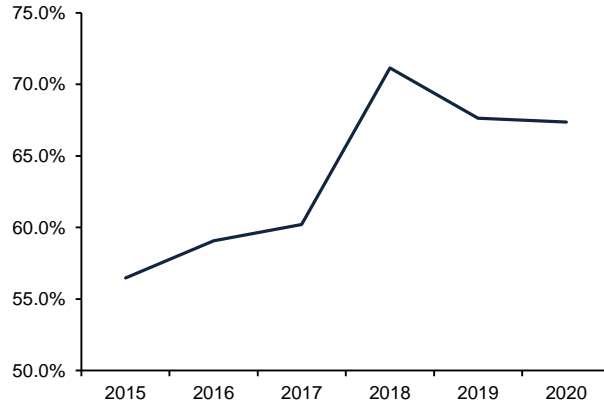
期间费用率方面，2020 年公司销售费用较 2019 年减少 77.1%，主因根据新收入准则要求将销售商品产生的运费计入营业成本；财务费用较 2019 年下降 12.4%。2020 年公司期间费用率 6.3%，较 2019 年 6.4% 的水平小幅下降。截至 2020 年末，公司资产负债率 67.4%，与 2019 年末 67.6% 的水平基本相当。

图 7：西部矿业期间费用率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：西部矿业资产负债率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司矿石储量丰富，重点工程玉龙铜矿二期增量可观

公司是西部地区大型铜铅锌资源国企，拥有铜、铅、锌矿产开发、冶炼、贸易和金融的完整产业链，是我国第二大铅精矿生产商、第四大锌精矿生产商和第八大铜精矿生产商，截至 2020 年末，公司拥有铜、铅、锌金属储量分别为 655.83 万吨、160.69 万吨、311.60 万吨。冶炼板块拥有电铅 10 万吨/年、电解铜 16 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、锌粉 1 万吨/年、偏钒酸铵 1000 吨/年。2020 年公司生产铅精矿、锌精矿、铜精矿含金属分别为 6.75 万吨、14.72 万吨、4.75 万吨，冶炼板块生产锌锭、电铅、电铜分别为 10.91 万吨、8.67 万吨、14.60 万吨。生产铁精粉 170 万吨。

报告期内，公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程竣工并顺利投产。公司玉龙铜矿

是我国第二大单体铜矿，玉龙铜矿一期具有 230 万吨年矿石处理能力，具有 3 万吨/年铜金属产能。玉龙铜矿改扩建工程增加 1989 万吨矿石年处理能力，年产铜金属量达到 11 万吨。

公司在年报中披露 2021 年生产经营计划：采选板块铅精矿 59,496 金属吨、锌精矿 144,733 金属吨、**铜精矿 116,280 金属吨**、铁精粉 1,697,255 吨、球团 450,000 吨、精矿含金 212 千克、精矿含银 134.38 吨。冶炼板块电铅 105,000 吨、锌锭 113,560 吨、电解铜 167,283 吨。

投资建议：维持“买入”评级

假设 2021-2023 年国内阴极铜现货年均价均为 69800 元/吨，锌锭现货年均价均为 21850 元/吨，铅锭现货年均价均为 15050 元/吨，铅精矿加工费 2000 元/吨，锌精矿加工费 4000 元/吨，铜精矿计价系数 89%，预计公司 2021-2023 年营收分别为 399.48/416.65/416.65 亿元，同比增速 39.9/4.3/0.0%，归母净利润分别为 24.93/28.36/28.36 亿元，同比增速 174.6/13.7/0.0%；摊薄 EPS=1.05/1.19/1.19 元，当前股价对应 PE=14/12/12X。考虑到公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，且公司重点项目玉龙铜矿改扩建工程顺利投产，自 2021 年开始公司铜精矿产量大幅增长，受益于铜价上行周期，公司利润将显著增厚，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6305	8443	11209	14735	营业收入	28550	39948	41665	41665
应收款项	632	884	922	922	营业成本	24542	33368	34304	34304
存货净额	3143	4132	4229	4208	营业税金及附加	389	389	389	389
其他流动资产	3200	4477	4669	4669	销售费用	41	41	41	41
流动资产合计	14087	18743	21837	25342	管理费用	634	634	634	634
固定资产	22499	22764	22837	22749	财务费用	814	814	814	814
无形资产及其他	5711	5483	5254	5026	投资收益	(296)	0	0	0
投资性房地产	4387	4387	4387	4387	资产减值及公允价值变动	50	0	0	0
长期股权投资	1220	1220	1220	1220	其他收入	(168)	(150)	(150)	(150)
资产总计	47904	52597	55535	58724	营业利润	1716	4552	5332	5332
短期借款及交易性金融负债	11355	11116	10843	11105	营业外净收支	(65)	0	0	0
应付款项	2515	3306	3384	3367	利润总额	1651	4552	5332	5332
其他流动负债	5148	6746	6903	6869	所得税费用	305	840	984	984
流动负债合计	19018	21169	21129	21340	少数股东损益	438	1219	1512	1512
长期借款及应付债券	10771	10771	10771	10771	归属于母公司净利润	908	2493	2836	2836
其他长期负债	2475	2475	2475	2475					
长期负债合计	13246	13246	13246	13246					
负债合计	32264	34415	34375	34586					
少数股东权益	4729	5564	6600	7635					
股东权益	10910	12618	14560	16503					
负债和股东权益总计	47904	52597	55535	58724					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	908	2493	2836	2836
资产减值准备	(120)	4	(0)	(0)
折旧摊销	1207	2460	2655	2817
公允价值变动损失	(50)	0	0	0
财务费用	814	814	814	814
营运资本变动	(1422)	(126)	(94)	(30)
其它	(82)	831	1036	1036
经营活动现金流	441	5662	6433	6658
资本开支	(4896)	(2500)	(2500)	(2500)
其它投资现金流	1024	0	0	0
投资活动现金流	(3835)	(2500)	(2500)	(2500)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	2902	0	0	0
支付股利、利息	(1326)	(785)	(893)	(893)
其它融资现金流	(671)	(239)	(273)	262
融资活动现金流	2480	(1024)	(1167)	(631)
现金净变动	(914)	2138	2766	3526
货币资金的期初余额	7219	6305	8443	11209
货币资金的期末余额	6305	8443	11209	14735
企业自由现金流	(3101)	4209	5073	5298
权益自由现金流	(870)	3970	4799	5560

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.38	1.05	1.19	1.19
每股红利	0.56	0.33	0.37	0.37
每股净资产	4.58	5.29	6.11	6.93
ROIC	8%	13%	15%	15%
ROE	8%	20%	19%	17%
毛利率	14%	16%	18%	18%
EBIT Margin	9%	13%	15%	15%
EBITDA Margin	13%	20%	21%	22%
收入增长	-7%	40%	4%	0%
净利润增长率	-10%	175%	14%	0%
资产负债率	77%	76%	74%	72%
息率	3.8%	2.3%	2.6%	2.6%
P/E	38.3	13.9	12.3	12.3
P/B	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	18.3	8.8	7.9	7.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032