

证券研究报告—动态报告

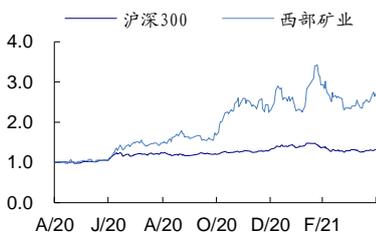
有色金属

有色金属采选

西部矿业(601168)
买入
2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 07 月 18 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: yangyao hong@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
铜矿量价齐增,公司业绩好于市场预期
● 公司 2021 上半年业绩好于市场预期

西部矿业发布 2021 年半年报,报告期内公司实现营业收入 191.19 亿元,同比增长 41.81%;归属于上市公司股东的净利润 14.11 亿元,同比增长 336.41%;经营活动产生的现金流量净额 45.37 亿元,同比增长 109.03%。

上半年业绩大增的主要原因是控股子公司玉龙铜业改扩建项目投产以来铜精矿产量大增,上半年公司铜精矿产量 5.6 万吨,同比增长 140.1%。且有色金属市场价格持续向好,今年上半年国内现货铜价 66693 元/吨,同比上涨 50.1%,现货锌价 21647 元/吨,同比上涨 30.3%。

● 金属资源储量丰富,拓展盐湖资源开发

截至 2021 年 6 月末,公司拥有铜、铅、锌金属储量分别为 663.8 万吨、200.38 万吨、396.77 万吨。报告期内,公司收购了控股股东持有的西部镁业 91.40% 股权。西部镁业拥有察尔汗团结湖镁盐矿,液体氯化镁资源储量 2300 万吨,固体氯化镁资源储量 5284 万吨,盐湖尾矿水氯镁石提取氢氧化镁及下游深加工技术工艺成熟,产品市场空间广阔。

● 投资建议: 维持“买入”评级

预计公司 2021-2023 年营收分别为 407.00/408.24/408.24 亿元,同比增速 42.6/0.3/0.0%,归母净利润分别为 29.24/31.15/32.31 亿元,同比增速 222.1/6.5/3.7%;摊薄 EPS= 1.23/1.31/1.36 元,当前股价对应 PE=11.6/10.9/10.5X。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	40,700	40,824	40,824
(+/-%)	6.5%	-6.6%	42.6%	0.3%	0.0%
净利润(百万元)	1007	908	2924	3115	3231
(+/-%)	-148.8%	-9.8%	222.1%	6.5%	3.7%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.38	1.23	1.31	1.36
EBIT Margin	8.1%	8.6%	15.1%	15.4%	15.4%
净资产收益率(ROE)	10.0%	8.3%	22.6%	20.7%	18.7%
市盈率(PE)	33.7	37.4	11.6	10.9	10.5
EV/EBITDA	17.4	18.0	7.9	7.6	7.5
市净率(PB)	3.39	3.11	2.63	2.26	1.97

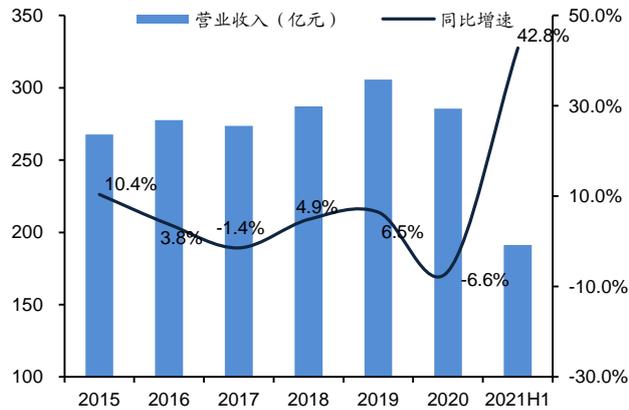
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2021 年上半年公司业绩好于市场预期

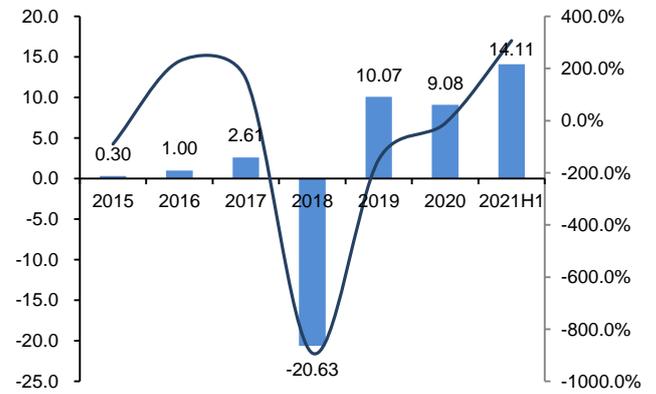
西部矿业发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营业收入 191.19 亿元，同比增长 41.81%；归属于上市公司股东的净利润 14.11 亿元，同比增长 336.41%；经营活动产生的现金流量净额 45.37 亿元，同比增长 109.03%。

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

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，上半年业绩大增的主要原因是控股子公司玉龙铜业改扩建项目投产，铜精矿产量较上年同期增加，上半年公司铜精矿产量 5.6 万吨，同比增长 140.1%。且有色金属市场价格持续向好，今年上半年国内现货铜价 66693 元/吨，同比上涨 50.1%；今年上半年国内现货锌价 21647 元/吨，同比上涨 30.3%，另外铜精矿和锌精矿加工费均处于偏低水平，公司主要产品铜精矿和锌精矿销售均价较上年同期大幅上涨。

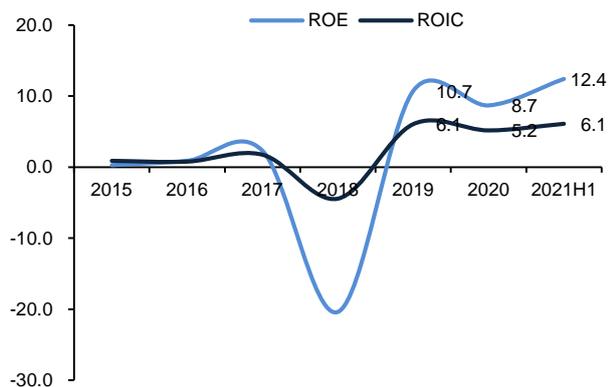
表 1: 公司主要产品产量及变化

产品名称	单位	2020 年上半年产量	2021 年上半年产量	变动幅度
铅精矿	金属吨	33765	29137	-13.7%
锌精矿	金属吨	78659	67931	-13.6%
铜精矿	金属吨	23346	56043	140.1%
铁精粉	吨	783528	857186	9.4%
球团	吨	252849	260007	2.8%
精矿含金	千克	125	148	18.4%
精矿含银	千克	59306	57620	-2.8%
锌锭	吨	45698	52800	15.5%
电铅	吨	40989	31109	-24.1%
电解铜	吨	54868	79977	45.8%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

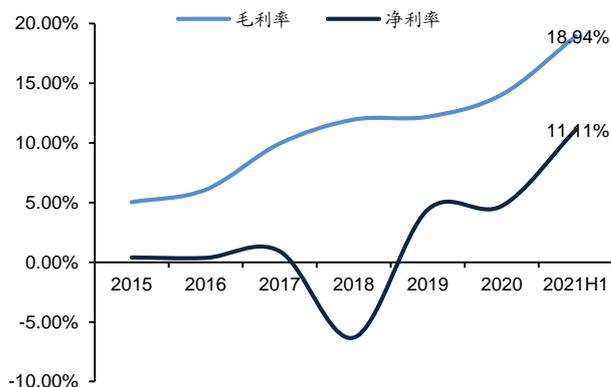
有色金属和铁矿价格同比大涨带动公司盈利能力显著增强，今年上半年公司加权净资产收益率 12.4%，毛利率 18.94%，净利率 11.11%。

图 3: 公司 ROE 和 ROIC (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

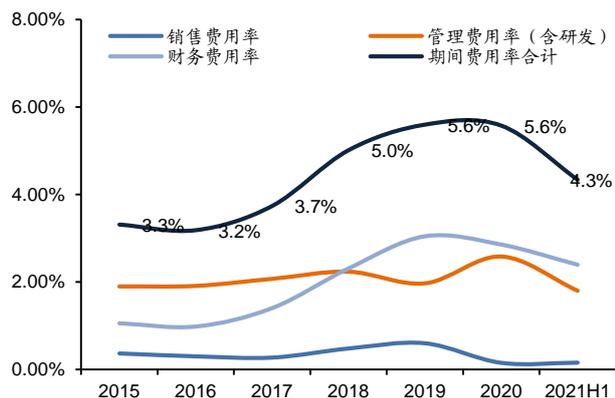
图 4: 公司毛利率与净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

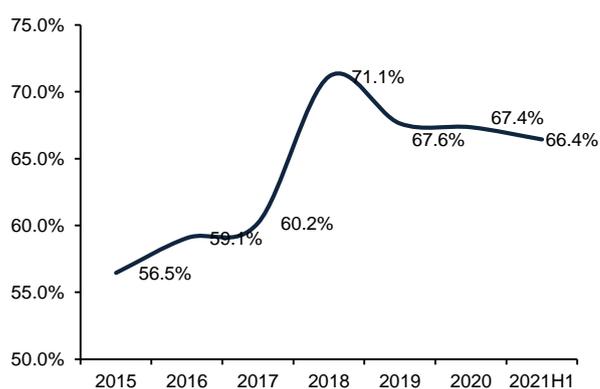
期间费用率方面, 2021 年上半年公司销售费用同比下降 59%, 主因根据新收入准则要求将销售商品产生的运费计入营业成本; 财务费用较去年同期增加 14%。上半年公司期间费用率 4.3%, 财务费用率 2.4%, 均有所下降。截至 2021 年 6 月末, 公司资产负债率 66.4%, 较一季度末下降 1.5 个百分点。

图 5: 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 6: 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, 上半年铜矿产量超计划完成

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, 截至 2021 年 6 月末, 公司拥有铜、铅、锌金属储量分别为 663.8 万吨、200.38 万吨、396.77 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。2021 年上半年公司生产铅精矿、锌精矿、铜精矿含金属分别为 2.9 万吨、6.8 万吨、5.6 万吨, 其中铜精矿产量达到计划完成率 127%。冶炼板块生产锌锭、电铅、电铜分别为 5.3 万吨、3.1 万吨、8.0 万吨。生产铁精粉 85.7 万吨。

报告期内, 公司由金属矿产向盐湖资源开发领域拓展, 收购了控股股东西矿集团持有的西部镁业 91.40% 股权。西部镁业拥有察尔汗团结湖镁盐矿, 液体氯化镁资源储量 2300 万吨, 固体氯化镁资源储量 5284 万吨。经多年的技术开发和升级, 在利用盐湖尾矿水氯镁石提取氢氧化镁及下游深加工方面形成了较为成熟的技术工艺。目前西部镁业 15.5 万吨/年高纯氢氧化镁、13 万吨/年高纯氧化镁、2 万吨/年高纯超细氢氧化镁、4 万吨/年高纯电熔镁砂、5 万吨/年高纯烧结镁砂生产线已建成投运。

表 2: 公司矿产保有资源量 (金属量, 非权益储量, 万吨)

	2020 年末	2021 年 6 月末	变动
铜金属	655.83	663.8	+8
铅金属	160.69	200.38	+40
锌金属	311.6	396.77	+85
钼金属	35.73	38.7	+3
五氧化二钒	58.81	58.78	-
铁 (矿石量)	31098.79	30779.18	-320
镍	25.24	27.44	+2
金 (吨)	13.54	16.6	+3
银 (吨)	2315.45	2518.66	+203

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 公司矿石处理能力 (万吨/年)

矿山名称	2020 年末	2021 年 6 月末	变化
铜:			
西藏玉龙铜矿	1989	1989	-
内蒙古获各琦铜矿	270	270	-
新疆哈密黄山东铜镍矿	111	111	-
铅锌:			
青海锡铁山铅锌矿、中间沟-断层沟	170	170	-
四川呷村银多金属矿	80	30	-50
四川会东大梁铅锌矿	66	66	-
铁:			
肃北七角井钒及铁矿	250	250	-
内蒙古双利铁矿	200	100	-100
新疆哈密白山泉铁矿	140	140	-
格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	75	75	-

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级

假设铜、铅、锌等有色金属价格到年底前维持当前水平, 进而假定 2021-2023 年国内阴极铜现货均价均为 68240 元/吨, 锌锭现货均价均为 22100 元/吨, 铅锭现货均价均为 15400 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 88%, 预计公司 2021-2023 年营收分别为 407.00/408.24/408.24 亿元, 同比增速 42.6/0.3/0.0%, 归母净利润分别为 29.24/31.15/32.31 亿元, 同比增速 222.1/6.5/3.7%; 摊薄 EPS= 1.23/1.31/1.36 元, 当前股价对应 PE=11.6/10.9/10.5X。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	8926	12044	15992	营业收入	28550	40700	40824	40824
应收款项	632	901	904	904	营业成本	24542	32876	32946	32946
存货净额	3143	4101	4084	4063	营业税金及附加	389	641	641	641
其他流动资产	3200	4561	4575	4575	销售费用	41	57	57	57
流动资产合计	14087	19295	22414	26341	管理费用	634	816	816	816
固定资产	22499	22764	22837	22749	财务费用	814	914	816	612
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)	(76)	(76)
资产总计	47904	53149	56113	59723	营业利润	1716	5245	5470	5675
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	3281	3268	3251	利润总额	1651	5245	5470	5675
其他流动负债	5148	6738	6711	6677	所得税费用	305	678	687	712
流动负债合计	19018	21135	20821	21032	少数股东损益	438	1643	1669	1732
长期借款及应付债券	10771	10771	10771	10771	归属于母公司净利润	908	2924	3115	3231
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	34381	34067	34278					
少数股东权益	4729	5855	6998	8184					
股东权益	10910	12913	15047	17260					
负债和股东权益总计	47904	53149	56113	59723					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	908	2924	3115	3231
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	914	816	612
营运资本变动	(1422)	(229)	(40)	(30)
其它	(82)	1122	1144	1186
经营活动现金流	441	6280	6873	7204
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)	(921)	(981)	(1018)
其它融资现金流	(671)	(239)	(273)	262
融资活动现金流	2480	(1160)	(1255)	(756)
现金净变动	(914)	2620	3119	3948
货币资金的期初余额	7219	6305	8926	12044
货币资金的期末余额	6305	8926	12044	15992
企业自由现金流	(3101)	5117	5613	5785
权益自由现金流	(870)	4878	5340	6046

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.38	1.23	1.31	1.36
每股红利	0.56	0.39	0.41	0.43
每股净资产	4.58	5.42	6.31	7.24
ROIC	8%	16%	16%	16%
ROE	8%	23%	21%	19%
毛利率	14%	19%	19%	19%
EBIT Margin	9%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	13%	21%	22%	22%
收入增长	-7%	43%	0%	0%
净利润增长率	-10%	222%	7%	4%
资产负债率	77%	76%	73%	71%
息率	3.9%	2.7%	2.9%	3.0%
P/E	37.4	11.6	10.9	10.5
P/B	3.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	18.0	7.9	7.6	7.5

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。

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