

## 信达证券研究报告

## 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)西部矿业点评: 玉龙投产, 业绩腾飞  
(2021.04.30)

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: 上半年业绩超预期增长

2021年07月18日

**事件:** 公司发布 2021 年中报, 2021 年 H1 实现营业收入 191 亿, 同比增长 42%; 归母净利 14.1 亿, 同比增长 336%; 归母扣非净利 13.6 亿, 同比增长 359%。其中, 公司 2021 年 Q2 实现归母扣非净利 8.86 亿元, 环比 Q1 增长 85.94%。EPS 为 0.59 元/股, 同比增长 321%。

## 点评:

- **铜精矿量价齐升推动公司业绩超预期增长。** 玉龙铜业二期 10 万吨改扩建项目 2020 年 12 月投产, 使 2021 年上半年铜精矿产量提升至 5.6 万吨, 同比增长 140%; 同时铜精矿价格大幅上涨 (2021 年 Q1 和 Q2, 长江有色铜市场均价分别为 6.29、7.06 万元/吨, Q2 铜价同比上涨 60.45%, 环比上涨 12.24%), 量价齐升推动公司业绩超预期增长, 其中玉龙铜业上半年净利润为 12.64 亿元, 同比增长 682%。公司另外两个主营产品铅精矿与锌精矿受生产计划下调影响, 2021H1 产量分别同比下降 13.71%、13.64%, 但铅锌价格上涨使公司铅锌板块盈利水平持稳。另外, 公司在冶炼板块持续推进降本增效举措, 冶炼板块扭亏为盈。公司铜冶炼板块全资子公司西部铜材与青海铜业 2020H1 分别亏损 1062 万元和 14061 万元, 2021 年上半年扭亏为盈, 净利润分别为 419 万元和 3239 万元; 铅冶炼板块控股子公司西豫金属 2021 年上半年净利润 2394 万元, 同比增长 60.67%, 盈利能力大幅提升。
- **玉龙铜矿二期爬坡顺利, 继续支撑公司业绩增长。** 公司目前拥有 16 万吨的铜矿金属产能 (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、玉龙二期 10 万吨), 权益产能 10.54 万吨。公司计划 2021 年上半年生产铜精矿 4.42 万吨, 全年生产铜精矿 11.63 万吨, 目前上半年的生产计划完成率达 127%, 实际生产占全年生产计划的 48%。经营数据表明玉龙矿山产能释放进度良好, 我们预期公司 2021 年全年铜精矿生产计划将超额完成, 继续支撑公司业绩增长。公司其他产品产能无明显变化, 2021 年上半年生产铅精矿含锌 2.91 万吨、锌精矿含锌 6.79 万吨, 铁精粉 85.72 万吨、球团 26 万吨、精矿含金 148 千克、精矿含银 5.76 吨, 均超额完成计划生产量, 其中球团与精矿含金计划完成率超 130%。唯一未达生产预期的是电铅项目, 主要是受西豫金属计划性停产检修影响 (电铅上半年生产 3.11 万吨, 仅为生产计划的 58%), 预计未来产线正常运转后, 产量或将追平年度计划。
- **铜价在全球经济复苏和“双碳”政策推动下有望创新高。** 三季度来临铜需求转淡, 下游消费以刚需为主, 短期铜价或维持震荡趋势但不改长期上行逻辑。中期看, 伴随着海外疫苗普及, 欧美等国家生产活动和消费水平加快恢复, 铜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:** 结合玉龙铜矿二期产能投放进度以及金属价格判断，我们预计公司 2021-2023 年归母净利分别为 28.33、37.61、38.79 亿元，EPS 为 1.19、1.58、1.63 元/股，当前股价对应的 PE 为 12x、9x、8.7x。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；铜铅锌冶炼加工费下滑。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	30,567	28,550	36,799	38,894	39,185
增长率 YoY %	6.2%	-6.6%	28.9%	5.7%	0.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,007	908	2,833	3,761	3,879
增长率 YoY%	148.9%	-9.9%	212.1%	32.7%	3.1%
毛利率%	12.2%	14.0%	19.4%	22.5%	22.8%
净资产收益率ROE%	10.0%	8.3%	20.6%	21.4%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.38	1.19	1.58	1.63
市盈率 P/E(倍)	15.66	32.50	11.99	9.04	8.76
市净率 P/B(倍)	1.57	2.70	2.47	1.93	1.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 07 月 16 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	12,367	12,693	14,404	
货币资金	7,219	6,305	3,680	3,889	5,579	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	266	325	419	443	446	
预付账款	521	323	390	396	398	
存货	3,572	3,143	3,799	3,863	3,876	
其他	5,107	3,991	4,079	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	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	47,260	54,663	58,299	
<b>流动负债</b>	18,064	19,018	14,152	15,907	13,670	
短期借款	8,671	6,611	624	2,260	0	
应付票据	1,203	1,572	1,900	1,932	1,938	
应付账款	1,116	943	1,139	1,159	1,162	
其他	7,074	9,893	10,490	10,557	10,569	
<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	27,398	29,153	26,916	
少数股东权益	4,376	4,729	6,098	7,914	9,787	
归属母公司	10,034	10,910	13,764	17,596	21,595	
<b>负债和股东权益</b>	44,517	47,904	47,260	54,663	58,299	

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	36,799	38,894	39,185	
同比	6.2%	-6.6%	28.9%	5.7%	0.7%	
归属母公司净利润	1,007	908	2,833	3,761	3,879	
同比	148.9%	-9.9%	212.1%	32.7%	3.1%	
毛利率(%)	12.2%	14.0%	19.4%	22.5%	22.8%	
ROE%	10.0%	8.3%	20.6%	21.4%	18.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.38	1.19	1.58	1.63	
P/E	15.66	32.50	11.99	9.04	8.76	
P/B	1.57	2.70	2.47	1.93	1.57	
EV/EBITDA	7.65	11.17	6.93	5.83	5.24	

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	36,799	38,894	39,185	
营业成本	26,843	24,542	29,659	30,159	30,259	
营业税金及	371	389	502	531	535	
销售费用	181	41	53	56	57	
管理费用	601	634	817	864	870	
研发费用	123	150	193	204	205	
财务费用	929	814	795	688	661	
减值损失合	-132	-11	3	3	3	
投资净收益	30	-296	0	0	0	
其他	-13	43	71	76	76	
<b>营业利润</b>	1,404	1,716	4,853	6,471	6,677	
营业外收支	140	-65	90	90	90	
<b>利润总额</b>	1,544	1,651	4,943	6,561	6,767	
所得税	197	305	741	984	1,015	
<b>净利润</b>	1,347	1,346	4,202	5,577	5,752	
少数股东损	339	438	1,368	1,816	1,873	
<b>归属母公司</b>	1,007	908	2,833	3,761	3,879	
EBITDA	3,713	4,058	6,703	8,209	8,388	
EPS(当	0.42	0.38	1.19	1.58	1.63	

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	6,285	7,326	7,484	
净利润	1,347	1,346	4,202	5,577	5,752	
折旧摊销	1,265	1,264	1,129	1,129	1,129	
财务费用	788	696	845	726	708	
投资损失	-30	296	0	0	0	
营运资金变	380	-477	216	2	2	
其它	126	155	-107	-108	-108	
<b>投资活动现金流</b>	-3,423	-5,399	-2,078	-8,027	-2,827	
资本支出	-2,767	-4,509	-2,078	-8,027	-2,827	
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	-6,832	911	-2,968	
吸收投资	2,000	0	0	0	0	
借款	669	2,320	-5,987	1,636	-2,260	
支付利息或	-1,034	-1,326	-845	-726	-708	
<b>现金流净增加额</b>	1,514	-1,131	-2,625	209	1,690	

## 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，从事铜、镍、新材料、稀土磁材及钢铁等研究。

**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开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

**白紫薇，**吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

## 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	hanqiyue@cindasc.com
华北副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区副总监(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	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南区总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。

## 评级说明

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。	

## 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。