

西部矿业 (601168.SH)

2021 年前三季度业绩符合预期

核心观点:

- **事件:** 据公司业绩预告, 预计 2021 年前三季度实现归母净利润同比增加 14.2 亿元左右, 上年同期归母净利润 8.33 亿元, 同比增加 170% 左右。
- **公司 2021Q1-3 业绩符合预期。** 2021H1 公司实现归母净利润 14.11 亿元, 2021Q2 实现归母净利润 9.36 亿元, 计算可得公司 2021Q3 归母净利润约为 8.42 亿元左右。据 Wind, 长江有色铜价 2021Q3 均价为 69742.88 元/吨, 环比下跌 1.18%; 长江有色 0# 锌价 2021Q3 均价为 23145.63 元/吨, 环比上涨 1.92%; 长江有色铅价 2021Q3 均价为 15395.31 元/吨, 环比上涨 0.28%。公司主要产品电解铜价格环比下跌导致公司 Q3 业绩环比略降, Q1-3 业绩符合预期。
- **玉龙铜业持续爬产, 公司铜精矿产量稳步提升, 助力公司业绩同比大幅提升。** 玉龙铜业改扩建项目投产, 2021Q1-3 铜精矿产量较上年同期增长, 且有色金属市场价格持续向好, 公司主要产品铜精矿、锌精矿价格较上年同期大幅上涨。
- **盈利预测及投资建议:** 基于 21-23 年长江有色铜均价分别为 6.84 万元/吨、7 万元/吨以及 7 万元/吨的核心价格假设, 预计 21-23 年公司营业收入分别为 385.81 亿元、407.80 亿元以及 406.88 亿元, 对应归母净利润分别为 31.17 亿元、38.08 亿元以及 37.46 亿元, 对应 EPS 分别为 1.31 元/股、1.60 元/股以及 1.57 元/股。基于公司历史估值及可比公司估值, 给予公司 2021 年合理估值 20 倍 PE, 对应合理价值 26.2 元/股, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 玉龙二期工程达产不及预期, 冶炼加工费下滑致使冶炼产能持续亏损, 铜铅锌等基本金属价格大幅下跌。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	30,567	28,550	38,581	40,780	40,688
增长率 (%)	6.2	-6.6	35.1	5.7	-0.2
EBITDA (百万元)	3,713	4,058	8,612	9,612	9,625
归母净利润 (百万元)	1,007	908	3,117	3,808	3,746
增长率 (%)	148.9	-9.9	243.3	22.2	-1.6
EPS (元/股)	0.42	0.38	1.31	1.60	1.57
市盈率 (P/E)	15.66	32.50	10.80	8.84	8.98
ROE (%)	10.0	8.3	21.4	20.1	15.9
EV/EBITDA	7.65	11.17	6.04	5.48	5.62

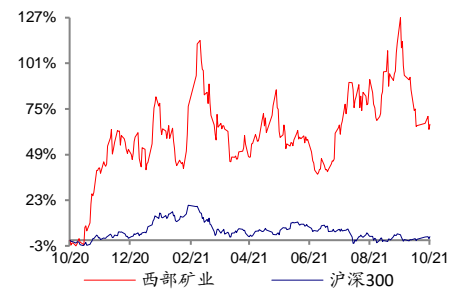
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.12 元
合理价值	26.2 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-14

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoxian@gf.com.cn

分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 西部矿业 (601168.SH): 业绩超预期, 玉龙铜业快速爬产 2021-07-19
- 西部矿业 (601168.SH): 玉龙铜业业绩大增, 青海铜业扭亏为盈 2021-05-06
- 西部矿业 (601168.SH): 拟收购西部镁业, 集团业绩承诺彰显信心 2021-02-07

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16,684	14,087	12,832	13,191	13,140
货币资金	7,219	6,305	3,858	4,078	4,069
应收及预付	786	648	790	884	846
存货	3,572	3,143	4,085	4,103	4,102
其他流动资产	5,107	3,991	4,099	4,126	4,123
非流动资产	27,834	33,817	41,117	48,165	55,966
长期股权投资	1,257	1,220	1,220	1,220	1,220
固定资产	13,214	21,087	27,866	34,310	41,400
在建工程	5,268	1,412	1,712	2,112	2,612
无形资产	5,539	5,711	5,932	6,137	6,347
其他长期资产	2,556	4,387	4,387	4,387	4,387
资产总计	44,517	47,904	53,949	61,356	69,105
流动负债	18,064	19,018	19,928	21,055	22,466
短期借款	8,671	6,611	6,747	7,600	8,997
应付及预收	2,600	2,515	2,801	2,939	2,951
其他流动负债	6,792	9,893	10,379	10,516	10,518
非流动负债	12,044	13,246	13,246	13,246	13,246
长期借款	5,853	8,755	8,755	8,755	8,755
应付债券	3,930	2,016	2,016	2,016	2,016
其他非流动负债	2,261	2,475	2,475	2,475	2,475
负债合计	30,108	32,264	33,174	34,301	35,712
股本	2,383	2,383	2,383	2,383	2,383
资本公积	5,411	5,664	5,664	5,664	5,664
留存收益	2,170	2,833	6,463	10,904	15,433
归属母公司股东权益	10,034	10,910	14,540	18,982	23,511
少数股东权益	4,376	4,729	6,234	8,073	9,882
负债和股东权益	44,517	47,904	53,949	61,356	69,105

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,875	3,280	7,271	8,580	8,538
净利润	1,347	1,346	4,622	5,647	5,555
折旧摊销	1,265	1,264	1,654	1,409	1,446
营运资金变动	380	-477	-418	135	56
其它	884	1,147	1,414	1,389	1,482
投资活动现金流	-3,423	-5,399	-8,874	-8,208	-8,883
资本支出	-2,767	-4,509	-8,479	-7,865	-8,503
投资变动	-294	-180	0	0	0
其他	-362	-710	-395	-343	-380
筹资活动现金流	1,061	993	-844	-152	336
银行借款	15,622	10,893	136	853	1,397
股权融资	2,000	0	0	0	0
其他	-16,561	-9,900	-980	-1,005	-1,061
现金净增加额	1,514	-1,131	-2,447	220	-9
期初现金余额	3,282	4,796	6,305	3,858	4,078
期末现金余额	4,796	3,665	3,858	4,078	4,069

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	6.2%	-6.6%	35.1%	5.7%	-0.2%
营业利润增长	170.0%	22.2%	234.2%	21.9%	-1.6%
归母净利润增长	148.9%	-9.9%	243.3%	22.2%	-1.6%
获利能力					
毛利率	12.2%	14.0%	22.2%	24.3%	24.3%
净利率	4.4%	4.7%	12.0%	13.8%	13.7%
ROE	10.0%	8.3%	21.4%	20.1%	15.9%
ROIC	6.2%	6.0%	13.2%	13.3%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	67.6%	67.4%	61.5%	55.9%	51.7%
净负债比率	208.9%	206.3%	159.7%	126.8%	106.9%
流动比率	0.92	0.74	0.64	0.63	0.58
速动比率	0.70	0.56	0.42	0.41	0.38
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.60	0.72	0.66	0.59
应收账款周转率	115.12	87.78	110.95	102.54	102.26
存货周转率	8.56	9.08	9.44	9.94	9.92
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.38	1.31	1.60	1.57
每股经营现金流	1.63	1.38	3.05	3.60	3.58
每股净资产	4.21	4.58	6.10	7.97	9.87
估值比率					
P/E	15.66	32.50	10.80	8.84	8.98
P/B	1.57	2.70	2.31	1.77	1.43
EV/EBITDA	7.65	11.17	6.04	5.48	5.62

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	30,567	28,550	38,581	40,780	40,688
营业成本	26,843	24,542	30,000	30,858	30,791
营业税金及附加	371	389	500	532	534
销售费用	181	41	136	132	123
管理费用	601	634	828	873	877
研发费用	123	150	160	183	183
财务费用	929	814	904	945	1,000
资产减值损失	-132	-11	7	5	6
公允价值变动收益	0	39	0	0	0
投资净收益	30	-296	-395	-343	-380
营业利润	1,404	1,716	5,733	6,990	6,877
营业外收支	140	-65	-65	-65	-65
利润总额	1,544	1,651	5,668	6,925	6,812
所得税	197	305	1,047	1,279	1,258
净利润	1,347	1,346	4,622	5,647	5,555
少数股东损益	339	438	1,505	1,839	1,809
归属母公司净利润	1,007	908	3,117	3,808	3,746
EBITDA	3,713	4,058	8,612	9,612	9,625
EPS (元)	0.42	0.38	1.31	1.60	1.57

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

李超：高级分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士，5年有色金属行业研究经验，2020年加入广发证券发展研究中心。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。