

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)

西部矿业点评: 上半年业绩超预期增长
(2021.07.18)

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: Q3 业绩符合预期

2021年10月23日

事件: 公司发布三季报, 2021年前三季度营业收入和归母净利分别为 291 亿元、22.6 亿元, 分别同比增长 37%、172%; 其中 Q3 营业收入和归母净利分别为 99.4 亿元、8.5 亿元, 分别同比增长 29%、67%, 环比 Q2 降低 7.3%、9.6%。EPS 为 0.95 元/股, 同比增长 171%。

点评:

- **公司 Q3 业绩符合预期, 同比增长, 环比略下降。**公司 2021 年 Q1-Q3 营业收入分别为 83.9、107.3、99.4 亿元, 归母净利分别为 4.75、9.36、8.47 亿元, 公司业绩同比去年增幅较大, 但 Q3 环比 Q2 小幅回调, 主要系铜价下滑所致。2021 年 Q1-Q3, 长江有色铜市场均价分别为 6.29、7.06、6.97 万元/吨, 同比分别上涨 40%、60%、35%, 但 Q2 环比上涨 12%, Q3 环比下跌 1.27%。公司铜产品营业收入占比约为 70%, 因此 2021 年前三季度铜价大幅上涨使公司业绩同比增厚 30%以上, 但 Q3 铜价略有下滑使公司业绩不及二季度。公司另外两个主营业务为铅锌板块, 长江有色锌市场价格 Q1-Q3 分别为 2.17、2.27、2.31 万元/吨, 铅市场均价分别为 1.53、1.54、1.54 万元/吨, 价格稳中有升, 我们预计铅锌板块业务 Q3 业绩持稳。
- **玉龙铜矿二期产量或超预期, 支撑公司业绩超预期增长。**公司 2021 年产能增量为玉龙铜矿二期的 10 万吨铜精矿产能, 其他板块产能无明显变化。铜矿金属产能原有 6 万吨 (获各琦 3 万吨+玉龙一期 3 万吨), 玉龙二期投产后, 公司 2021 年铜权益产能达 10.54 万吨, 同比增长 1.22 倍。公司计划 2021 年生产铜精矿 11.63 万吨, 上半年目标为 4.42 万吨, 实际生产 5.6 万吨, 计划完成率达 127%, 侧面反映玉龙二期项目投产顺利, 公司对铜精矿产量释放拥有主动把控权。在铜价处于近 5 年高位现状下, 我们预计公司 2021 年铜矿产量将超 11.63 万吨, 支撑公司业绩超预期增长。
- **能源紧缺及美国 Taper 预期支撑四季度铜价。**10 月以来, 欧洲能源紧张及国内限电导致金属商品供给端收缩预期高涨, 叠加美国 Taper 预期反应充分、美债收益率和美元指数阶段性回落, 铜价冲破三季度横盘波动现状, 超预期上涨至 75000 元/吨以上。目前国内低库存现状导致厂商补库意愿较强, 铜价短期内受供需两方面支撑, 我们预计四季度价格有望维持在 70000 元/吨以上。
- **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 31.18、35.87、37.05 亿元, EPS 为 1.31、1.51、1.55 元/股, 当前股价对应的 PE 为 11.3x、9.9x、9.5x。考虑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	38,759	39,873	40,198
增长率 YoY %	6.2%	-6.6%	35.8%	2.9%	0.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,007	908	3,118	3,587	3,705
增长率 YoY%	148.9%	-9.9%	243.5%	15.0%	3.3%
毛利率%	12.2%	14.0%	22.3%	22.5%	22.9%
净资产收益率ROE%	10.0%	8.3%	22.2%	20.4%	17.4%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.38	1.31	1.51	1.55
市盈率 P/E(倍)	15.76	32.58	11.33	9.85	9.54
市净率 P/B(倍)	1.57	2.70	2.52	2.01	1.66

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月22日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	16,684	14,087	12,307	12,549	12,607	
货币资金	7,219	6,305	3,876	3,987	4,020	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	266	325	442	454	458	
预付账款	521	323	396	406	407	
存货	3,572	3,143	3,860	3,956	3,972	
其他	5,107	3,991	3,734	3,746	3,750	
非流动资产	27,834	33,817	40,904	48,145	50,679	
长期股权投	1,257	1,220	1,220	1,220	1,220	
固定资产(合	13,214	21,087	29,002	35,069	36,431	
无形资产	5,539	5,711	5,884	6,057	6,229	
其他	7,825	5,799	4,799	5,799	6,799	
资产总计	44,517	47,904	53,212	60,694	63,286	
流动负债	18,064	19,018	19,672	21,801	18,863	
短期借款	8,671	6,611	6,031	7,996	5,030	
应付票据	1,203	1,572	1,930	1,978	1,986	
应付账款	1,116	943	1,158	1,186	1,191	
其他	7,074	9,893	10,553	10,640	10,655	
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	
其他	6,191	4,491	4,491	4,491	4,491	
负债合计	30,108	32,264	32,918	35,047	32,110	
少数股东权益	4,376	4,729	6,265	8,032	9,857	
归属母公司	10,034	10,910	14,029	17,615	21,320	
负债和股东权益	44,517	47,904	53,212	60,694	63,286	

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	38,759	39,873	40,198	
同比(%)	6.2%	-6.6%	35.8%	2.9%	0.8%	
归属母公司净利润	1,007	908	3,118	3,587	3,705	
同比(%)	148.9%	-9.9%	243.5%	15.0%	3.3%	
毛利率(%)	12.2%	14.0%	22.3%	22.5%	22.9%	
ROE%	10.0%	8.3%	22.2%	20.4%	17.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.38	1.31	1.51	1.55	
P/E	15.76	32.58	11.33	9.85	9.54	
P/B	1.57	2.70	2.52	2.01	1.66	
EV/EBITDA	7.74	11.07	6.65	6.70	6.58	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	30,567	28,550	38,759	39,873	40,198	
营业成本	26,843	24,542	30,134	30,884	31,009	
营业税金及	371	389	620	542	547	
销售费用	181	41	56	58	58	
管理费用	601	634	861	885	893	
研发费用	123	150	203	209	211	
财务费用	929	814	793	793	764	
减值损失合	-132	-11	3	3	3	
投资净收益	30	-296	-402	40	40	
其他	-13	43	34	35	35	
营业利润	1,404	1,716	5,726	6,578	6,793	
营业外收支	140	-65	-50	-50	-50	
利润总额	1,544	1,651	5,676	6,528	6,743	
所得税	197	305	1,022	1,175	1,214	
净利润	1,347	1,346	4,654	5,353	5,529	
少数股东损	339	438	1,536	1,767	1,825	
归属母公司	1,007	908	3,118	3,587	3,705	
EBITDA	3,669	4,093	7,972	8,187	7,880	
EPS(当	0.42	0.38	1.31	1.51	1.55	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	3,875	3,280	7,755	7,305	6,929	
净利润	1,347	1,346	4,654	5,353	5,529	
折旧摊销	1,265	1,264	1,088	894	400	
财务费用	788	696	994	1,032	1,004	
投资损失	-30	296	402	-40	-40	
营运资金变	380	-477	584	33	3	
其它	126	155	33	32	32	
投资活动现	-3,423	-5,399	-8,610	-8,127	-2,926	
资本支出	-2,767	-4,509	-8,208	-8,167	-2,967	
长期投资	-294	-180	0	0	0	
其他	-362	-710	-402	40	40	
筹资活动现	1,061	993	-1,574	934	-3,970	
吸收投资	2,000	0	0	0	0	
借款	15,622	10,893	-580	1,966	-2,966	
支付利息或	-1,034	-1,326	-994	-1,032	-1,004	
现金流净增	1,514	-1,131	-2,429	111	33	
加额						

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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都不曾与，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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。