

中信证券研究部



李超
首席有色分析师
S1010520010001



商力
有色分析师
S1010520020002



敖融
首席周期产业分析师
S1010515020001

核心观点

西部矿业 2021Q2 实现归母净利润 9.36 亿元，同比/环比增长 215.2%/97.1%，与业绩预告相当，创公司单季历史最高业绩，主要受益于玉龙铜矿的投产（已实现设计产能的 75%）和铜价大涨（2021Q2 均价同比+71.4%）。随着项目投产爬坡和铜价的景气，我们预计公司盈利能力有望大幅提升。维持公司目标价 15.60 元（对应 2021 年 13xPE），维持“买入”评级

■ **2021Q2 西部矿业实现归母净利润 9.36 亿元，创公司单季历史最高业绩。**西部矿业 2021 年上半年实现归母净利润 14.1 亿，同比增长 336.4%，环比增长 151.1%，与业绩预告相当；其中 2021Q2 实现归母净利润 9.36 亿元，同比增长 215.2%，环比增长 97.1%。业绩大涨的原因如下：

■ **玉龙二期正式投产，铜矿产量大增显盈利弹性。**2020 年 12 月 25 日，玉龙铜矿改扩建工程投产，2021 年上半年玉龙铜矿实现矿石处理量 740 万吨（达到设计产能的 75%），生产铜金属 4.88 万吨，产量超预期，对应玉龙铜矿实现净利润 12.6 亿元，同比提升近 7 倍。受新增矿山产量提升的影响，西部矿业 2021H1 实现铜精矿产量 5.6 万吨，同比增长 140%，驱动公司业绩爆发式增长。随着新建矿山产能爬坡和贡献完整生产季度，我们预计 2021H2/2022 年实现铜精矿产量 7/14.5 万吨，铜矿的成长逐步兑现。

■ **主要金属品种价格均同比/环比上涨，价格上行大幅增厚利润。**2021Q2 铜/锌/铅均价分别为 9180/2916/2128 美元/吨，同比+71.4%/+48.7%/+27.2%，环比+7.9%/+6.0%/5.5%，成为公司利润增长的主要动力之一。以 2021H1 的铜锌铅产量假设为基准，铜/锌/铅价每上涨 1000 美元/吨，半年净利润增厚 2.6/4.3/1.8 亿元。我们预计铜铅锌的基本面仍处于偏紧状态，产品价格的高位持续性仍将支撑公司的利润释放。

■ **风险因素：**玉龙铜矿产量不及预期；金属价格波动的风险、利率以及汇率波动的风险；安全、环保以及政策的风险。

■ **投资建议：**公司盘踞西部资源重镇，铜铅锌资源储量丰富。随着玉龙铜矿二期项目快速放量，在铜价景气周期下公司盈利能力有望大幅提升。基于上述分析我们调整了公司铜精矿产量和价格假设，从而上调公司 2021-2023 年归母净利润预测为 29.3/31.4/33.4 亿元（原预测为 22.5/23.3/28.6 亿元），对应 EPS 预测为 1.23/1.32/1.40 元。给予公司 2021 年 13xPE，维持公司目标价 15.60 元，维持“买入”评级。

西部矿业	601168
评级	买入（维持）
当前价	14.26 元
目标价	15.60 元
总股本	2,383 百万股
流通股本	2,383 百万股
总市值	340 亿元
近三月日均成交额	755 百万元
52 周最高/最低价	18.38/7.48 元
近 1 月绝对涨幅	15.49%
近 6 月绝对涨幅	2.65%
近 12 月绝对涨幅	105.15%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	30,567	28,550	43,591	43,982	44,677
营业收入增长率 YoY	6.5%	-6.6%	52.7%	0.9%	1.6%
净利润(百万元)	1,007	908	2,930	3,139	3,341
净利润增长率 YoY	N/A	-9.9%	222.8%	7.1%	6.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.42	0.38	1.23	1.32	1.40
毛利率	12.2%	14.0%	18.2%	18.7%	19.1%
净资产收益率 ROE	10.0%	8.3%	21.6%	19.8%	18.3%
每股净资产（元）	4.21	4.58	5.69	6.64	7.64
PE	34.0	37.5	11.6	10.8	10.2
PB	3.4	3.1	2.5	2.1	1.9
PS	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	16.5	17.0	8.4	7.8	7.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 7 月 16 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	30,567	28,550	43,591	43,982	44,677
营业成本	26,843	24,542	35,643	35,776	36,148
毛利率	12.2%	14.0%	18.2%	18.7%	19.1%
税金及附加	371	389	595	600	609
销售费用	181	41	63	64	65
销售费用率	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	601	634	915	924	938
管理费用率	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
财务费用	929	814	961	1,051	1,022
财务费用率	3.0%	2.9%	2.2%	2.4%	2.3%
研发费用	123	150	228	231	234
研发费用率	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
投资收益	30	(296)	(100)	0	0
EBITDA	3,399	3,291	6,666	7,161	7,551
营业利润率	4.59%	6.01%	11.44%	12.14%	12.71%
营业利润	1,404	1,716	4,989	5,340	5,679
营业外收入	151	52	52	52	52
营业外支出	11	117	117	117	117
利润总额	1,544	1,651	4,924	5,275	5,615
所得税	197	305	739	791	842
所得税率	12.8%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	339	438	1,256	1,345	1,432
归属于母公司股东的净利润	1,007	908	2,930	3,139	3,341
净利率	3.3%	3.2%	6.7%	7.1%	7.5%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,219	6,305	14,813	18,824	22,429
存货	3,572	3,143	4,896	4,895	4,946
应收账款	266	325	497	501	509
其他流动资产	5,628	4,313	4,621	4,627	4,639
流动资产	16,684	14,087	24,826	28,846	32,523
固定资产	13,214	21,087	22,113	21,806	21,624
长期股权投资	1,257	1,220	1,220	1,220	1,220
无形资产	5,539	5,711	5,826	5,942	6,061
其他长期资产	7,825	5,799	5,216	5,278	5,829
非流动资产	27,834	33,817	34,374	34,246	34,734
资产总计	44,517	47,904	59,200	63,093	67,257
短期借款	8,671	6,611	13,077	13,195	13,403
应付账款	1,116	943	1,471	1,446	1,447
其他流动负债	8,277	11,465	11,866	12,062	12,186
流动负债	18,064	19,018	26,415	26,702	27,036
长期借款	5,853	8,755	8,755	8,755	8,755
其他长期负债	6,191	4,491	4,491	4,491	4,491
非流动性负债	12,044	13,246	13,246	13,246	13,246
负债合计	30,108	32,264	39,661	39,949	40,282
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
归属于母公司所有者权益合计	10,034	10,910	13,554	15,814	18,213
少数股东权益	4,376	4,729	5,985	7,330	8,762
股东权益合计	14,410	15,640	19,539	23,144	26,975
负债股东权益总计	44,517	47,904	59,200	63,093	67,257

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,347	1,346	4,186	4,484	4,772
折旧和摊销	1,265	1,264	2,037	2,180	2,346
营运资金的变化	380	-477	-1,422	139	48
其他经营现金流	884	1,147	1,182	1,074	1,028
经营现金流合计	3,875	3,280	5,982	7,876	8,194
资本支出	-2,786	-4,529	-2,284	-1,639	-2,282
投资收益	30	-296	-100	0	0
其他投资现金流	-667	-574	-310	-413	-551
投资现金流合计	-3,423	-5,399	-2,694	-2,052	-2,833
权益变化	2,000	0	0	0	0
负债变化	669	2,320	6,467	117	209
股利支出	0	-238	-286	-879	-942
其他融资现金流	-1,608	-1,089	-961	-1,051	-1,022
融资现金流合计	1,061	993	5,220	-1,813	-1,755
现金及现金等价物净增加额	1,513	-1,126	8,508	4,011	3,605

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	6.5%	-6.6%	52.7%	0.9%	1.6%
营业利润	N/A	22.2%	190.8%	7.0%	6.4%
净利润	N/A	-9.9%	222.8%	7.1%	6.4%
利润率 (%)					
毛利率	12.2%	14.0%	18.2%	18.7%	19.1%
EBITDA Margin	11.1%	11.5%	15.3%	16.3%	16.9%
净利率	3.3%	3.2%	6.7%	7.1%	7.5%
回报率 (%)					
净资产收益率	10.0%	8.3%	21.6%	19.8%	18.3%
总资产收益率	2.3%	1.9%	4.9%	5.0%	5.0%
其他 (%)					
资产负债率	67.6%	67.4%	67.0%	63.3%	59.9%
所得税率	12.8%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	23.7%	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与者主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。