

2020年10月14日

西部矿业 (601168.SH)

玉龙投产在即，西部铜矿之星冉冉升起

■国内西部地区大型资源型国企，铜、铅、锌业务三足鼎立。公司主营铅、锌、铜、铁等金属的采选、冶炼、贸易等业务。目前具有铜、铅、锌精矿产能约5万吨、6万吨、13万吨，产量较为平稳；具备冶炼电锌10万吨/年，电铅10万吨/年，阴极铜16万吨/年产能。2019年公司主营收入210.87亿元，其中铜、锌、铅类产品占比分别为61%、12%、5%；2019年公司实现毛利37.25亿元，其中铜、锌、铅类产品占比分别为26%、28%、20%。

■具备持续获取西部优势资源的核心竞争力。一是公司深耕西部地区，具备发现和优先获得西部地区优质资源的优势。二是公司有良好的产业地域布局，具备资源储备的持续性增长机会。公司全资持有或控股并经营13座矿山，主要分布于青海、西藏、四川、新疆、内蒙古、甘肃。截至2020年6月底，公司拥有金属矿产保有储量金属量为：铜623.18万吨，铅182.77万吨，锌329.49万吨，铁29,852万吨，镍26.95万吨，银2,509吨，金12.67吨。三是拥有高海拔环境下开发矿山的优秀团队，主要矿山运营稳健。四是作为西矿集团大铜板块战略执行和运营平台，拥有购买西矿集团资源的优先选择权。2020年10月10日，公司拟对价5.63亿收购西矿集团持有的西部镁业91.40%股权，将再添镁盐矿资源。本次收购有助于新增公司资源储备，由金属矿产向盐湖资源开发领域拓展，增强公司发展动力。

■玉龙铜矿即将投产，盈利能力有望大幅提升，铜产品毛利占比将从2019年的27%提升至2022年的58%。玉龙铜矿项目是我国即将开发最大的铜矿项目之一，项目共分两期，第一期于2016年9月完工，铜金属产能约3万吨；第二期预计将于2020年4季度达到试车条件，2022年有望完全达产，届时可实现采选能力1898万吨/年，年产铜金属量13万吨。考虑到获各琦铜矿2.5万产量（100%权益），公司整体铜矿权益产量有望从现有约3.72万吨提升至10.04万吨，权益产量有望提升170%。据我们测算，随着2020~2022年玉龙铜矿逐步达产，公司铜矿资源自给率将由34%提升至95%；铜产品在公司毛利结构占比将由2019年的27%提升至2022年的58%。

■投资建议：维持“买入-A”评级，6个月目标价13.8元。据我们测算，2020~2022年，在铜价4.8万/吨、5.2万/吨、5.5万/吨的假设下；公司有望实现归母净利8.78亿、16.4亿、22.6亿，对应EPS分别为0.37元、0.69元、0.95元。考虑到疫苗进程加速以及全球逆周期宽松政策进一步加码，需求有望否极泰来，再加上铜矿供应进入低速增长时代，且南美、非洲铜矿在疫情压制下供应释放受限，加工费下跌导致铜冶炼产能被抑制，铜价有望迎来显著反弹。随着玉龙二期的逐渐达产，2020-2022年公司主业将逐步由铅锌转变为以铜为主，公司权益铜产量有望迎来170%的高速增长，前期公司减值压力已大幅释放，公司业绩有望进入高速释放期，估值中枢有望系统性抬升。维持公司“买入-A”评级，6个月目标价13.8元，相当于2021年动态市盈率20x，2022年动态市盈率14.5x。

■风险提示：1) 玉龙二期项目达产进度低于预期；2) 铜价低于预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	28,712.5	30,566.8	28,737.3	29,324.2	29,810.4
净利润	-2,063.1	1,007.1	878.8	1,638.4	2,255.6
每股收益(元)	-0.87	0.42	0.37	0.69	0.95
每股净资产(元)	3.68	4.21	4.48	5.17	6.12
市盈率(倍)	-10.2	20.8	23.8	12.8	9.3
市净率(倍)	2.4	2.1	2.0	1.7	1.4
净利润率	-7.2%	3.3%	3.1%	5.6%	7.6%
净资产收益率	-15.9%	9.3%	7.6%	15.4%	18.9%
股息收益率	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-7.6%	9.1%	5.7%	11.7%	16.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

稀有金属

投资评级 买入-A

维持评级

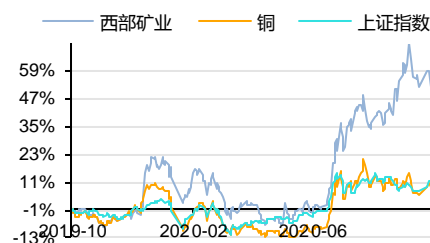
6个月目标价：13.8元

股价(2020-10-13) 8.57元

交易数据

总市值(百万元)	20,422.31
流通市值(百万元)	20,422.31
总股本(百万股)	2,383.00
流通股本(百万股)	2,383.00
12个月价格区间	5.27/9.59元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.66	13.87	40.64
绝对收益	-1.61	11.44	53.63

相关报告

西部矿业：疫情冲击 Q1 业绩，玉龙铜矿有望年底投产/齐丁	2020-04-28
西部矿业：2019 年业绩符合预期，玉龙铜矿扩建工程进入冲刺期/齐丁	2020-03-14
西部矿业：西部铜矿之星冉冉升起/齐丁	2019-12-25

内容目录

1. 国内西部地区大型资源型国企	4
1.1. 拥有完整产业链的综合大型矿企	4
1.2. 2020 年上半年新冠疫情冲击公司业绩	6
2. 资源底蕴深厚，具备持续获取西部地区优势资源的核心竞争力	8
2.1. 玉龙、获各琦为全国第二、第六大铜矿	10
2.2. 铅锌资源禀赋优越	10
2.3. 积极开拓镍矿资源储备	11
2.4. 铁钒资源提升公司盈利能力	12
2.5. 拟收购西部镁业 91.40% 股权，再添镁盐资源	12
3. 冶炼产能资源自给率高，工艺与产能同步提升，盈利能力有望改善	14
4. 西部铜矿之星冉冉升起	18
4.1. 玉龙铜矿即将投产，盈利能力显著提升	18
4.2. 主业逐步以铜为主，估值中枢有望抬升	19
4.3. 轻装上阵，减值压力全面释放	20
4.4. 金属价格全面回暖，助力公司业绩改善	20
5. 业绩测算与估值讨论	22

图表目录

图 1：西部矿业历史沿革	4
图 2：西部矿业股权结构	4
图 3：西部矿业产业链（截至 2019 年底）	5
图 4：西部矿业 2010-2020H1 营业收入及增速	6
图 5：西部矿业 2010-2020H1 归母净利润及增速	6
图 6：西部矿业 2019 年收入构成（分产品）	6
图 7：西部矿业 2015 年-2019 年收入结构趋势（分产品）	6
图 8：西部矿业 2019 年毛利构成（分产品）	7
图 9：西部矿业 2015 年-2019 年分产品毛利率	7
图 10：西部矿业 2015-2020H1 期间费用率	7
图 11：西部矿业 2015 年-2019 年财务费用变化趋势	7
图 12：西部矿业主要矿山分布	8
图 13：公司主要矿山资源储量	9
图 14：公司 2015-2020H1 铜精矿产量	10
图 15：公司 2015 年-2020H1 锌精矿产量	11
图 16：公司 2015 年-2020H1 铅精矿产量	11
图 17：西部矿业主要冶炼产能分布图	14
图 18：公司铜、锌、铅冶炼自给率较高	14
图 19：公司 2015 年-2020H1 电解铜产量	15
图 20：公司 2015 年-2020H1 电铅产量	16
图 21：公司 2015 年-2020H1 锌锭产量	17
图 22：玉龙铜矿改扩建工程	18

图 23: 2017~2022E 公司铜矿资源自给率.....	18
图 24: 2017~2022 年公司铜矿产量变化.....	19
图 25: 2017~2022 年公司权益铜矿产量.....	19
图 26: 2007~2019 年 A 股铅锌、铜公司估值比较.....	19
图 27: 2019 年毛利构成.....	20
图 28: 预计 2022 年毛利构成.....	20
图 29: 公司 2015 年-2019 年扣非归母净利润.....	20
图 30: 公司 2015 年-2019 年资产减值损失.....	20
图 31: 3 月以来国内铜、铅、锌现货价格回暖.....	21
图 32: A 股矿业公司不同口径的估值对比.....	22
表 1: 西部矿业前十大股东（截至 2020 年 6 月 30 日）.....	5
表 2: 公司矿山生产能力一览.....	9
表 3: 公司主要铜矿及储量总览.....	10
表 4: 公司主要铅锌矿及储量总览.....	11
表 5: 哈密黄山南铜镍矿及储量一览.....	12
表 6: 公司主要铁钒矿及储量总览.....	12
表 7: 公司铁精粉及球团产量情况.....	12
表 8: 2020 年 1-6 月冶炼产品计划完成率.....	15
表 9: 公司铜冶炼产能一览.....	15
表 10: 公司铅冶炼产能一览.....	16
表 11: 铅冶炼子公司情况.....	16
表 12: A 股铜上市公司业绩和估值弹性测算.....	22
表 13: 西部矿业盈利关键假设及估值测算.....	23

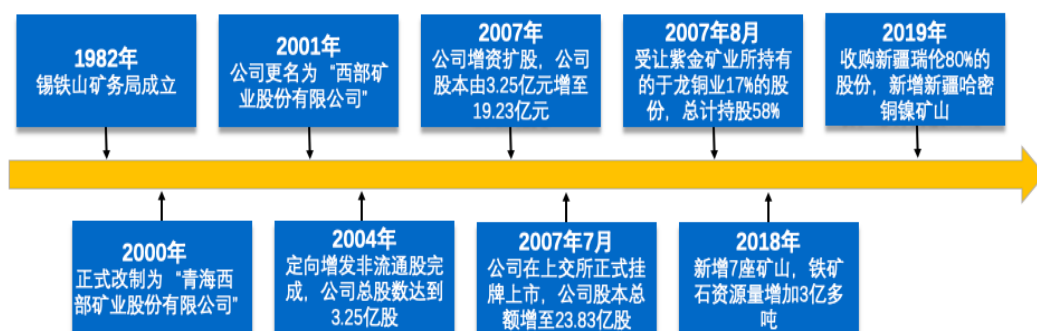
1. 国内西部地区大型资源型国企

1.1. 拥有完整产业链的综合大型矿企

西部矿业是一家以矿产资源综合开发为主业的大型矿业上市公司。公司起源于锡铁山矿务局，于 2000 年正式成立，2007 年挂牌上市。

公司主要从事铜、铅、锌、铁等基本有色金属、黑色金属的采选、冶炼、贸易等业务，分矿山、冶炼、贸易和金融四大板块经营，其中矿山板块主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团等；冶炼板块主要产品有锌锭、电铅、电解铜等。

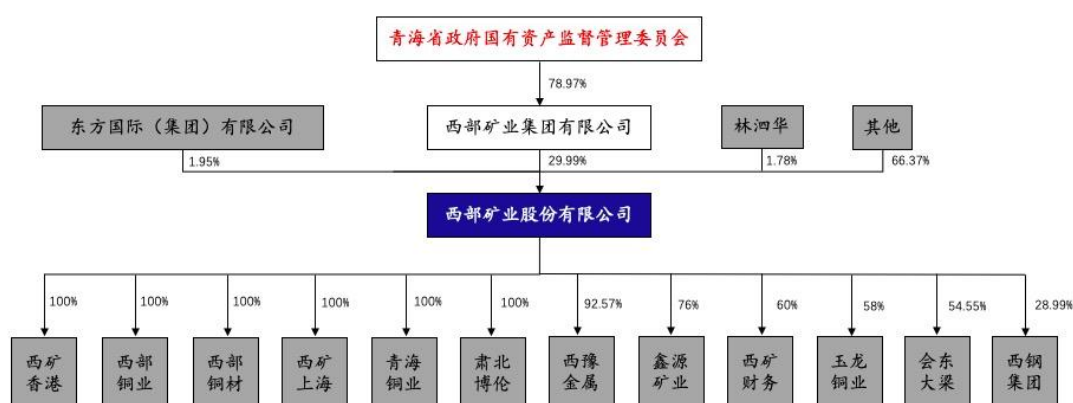
图 1：西部矿业历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司大股东为西部矿业集团，实际控制人为青海省国资委。西部矿业集团持有公司 7.15 亿股，占公司总股本的 29.99%，为公司的第一大股东。公司实际控制人为青海省政府国有资产监督管理委员会。公司现有股本 23.83 亿股，流通股本 23.83 亿股，占比 100%。

图 2：西部矿业股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：西部矿业前十大股东（截至 2020 年 6 月 30 日）

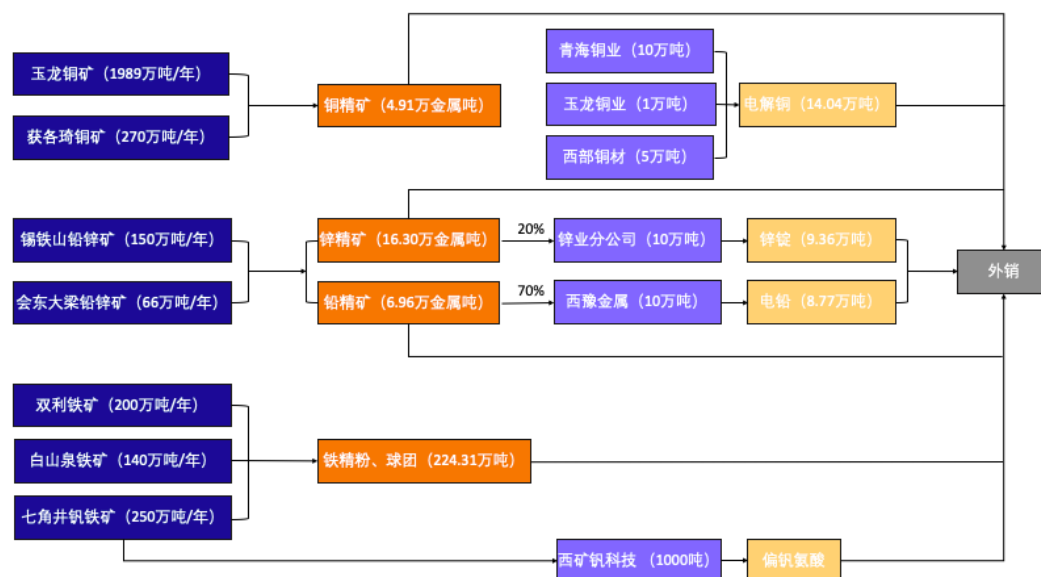
股东名称	持股数量（百万股）	持股比例（%）	较前半年股数变动（百万股）
西部矿业集团有限公司	714.71	29.99	0
东方国际(集团)有限公司	46.35	1.95	0
林泗华	42.40	1.78	0
中央汇金资产管理有限责任公司	35.28	1.48	0
新疆塔城国际资源有限公司	30.00	1.26	0
张武	28.40	1.19	9.158
新疆同裕股权投资有限公司	26.44	1.11	-0.025
海通资管-民生-海通海汇系列-星石 1 号集合资产管理计划	19.42	0.81	2.36
中国对外经济贸易信托有限公司-新股 C1	12.17	0.51	1.20
中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	11.51	0.48	-5.71

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司目前拥有十座运营矿山，掌握西部地区优质资源。公司旗下的青海锡铁山矿山是国内年选矿量最大的铅锌矿之一；内蒙古获各琦铜矿是国内储量第六大的铜矿；四川呷村银多金属矿以银铅锌铜富集一体而著称；玉龙铜矿是国内第二大的单体铜矿。公司目前拥有处理矿石 1497 万吨/年能力，玉龙二期工程投产后，公司将达到处理矿石 3351 万吨/年能力。

公司具备冶炼电铅 10 万吨/年，电锌 10 万吨/年，阴极铜 16 万吨/年产能。公司在电铅冶炼方面采用先进的侧吹冶炼工艺；电锌方面采用国际先进的氧压浸出技术；阴极铜方面采用富氧底吹熔炼-底吹吹炼炼铜工艺。此外公司还具备冶炼金锭 2 万吨/年、银锭 200 万吨/年及钼 1000 吨/年的能力。

贸易金融板块 2019 年营收总额达到 162.71 亿元。公司贸易金融板块主要有四家子公司构成，营销分公司、西矿香港、西矿上海以及西矿财务。其中西矿财务是青海省唯一一家财务公司，连续多年被评为 A 级创新型财务公司。

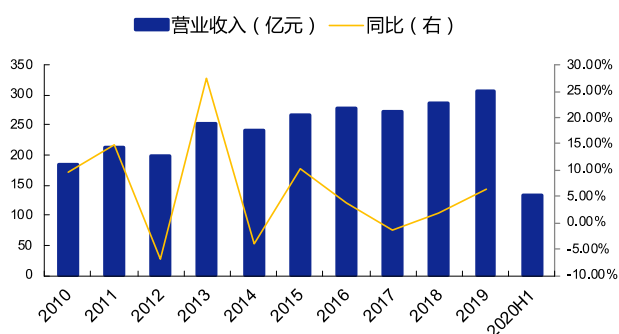
图 3：西部矿业产业链（截至 2019 年底）


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 2020 年上半年新冠疫情冲击公司业绩

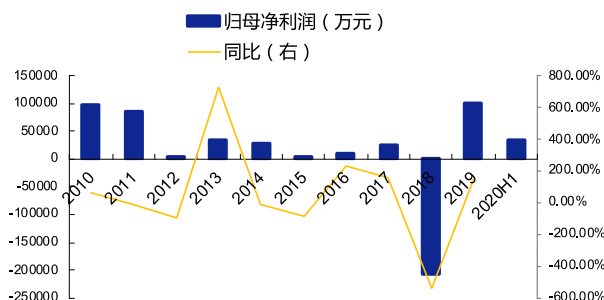
公司 2020 年上半年实现营业收入 133.86 亿元，同比下降 11%；归母净利润 3.46 亿元，同比下降 41%。公司 2020 年上半年实现归母净利润 3.46 亿元，同比下降 41%，下降的主要原因是受新冠疫情冲击，公司的主要产品铅精矿、锌精矿及铜精矿的销售价格比去年同期下降 19%、25%和 5%。

图 4：西部矿业 2010-2020H1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

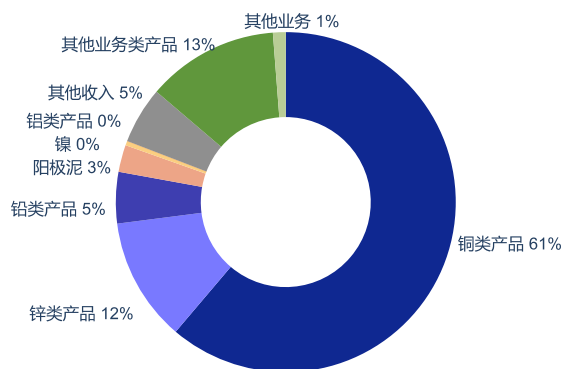
图 5：西部矿业 2010-2020H1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

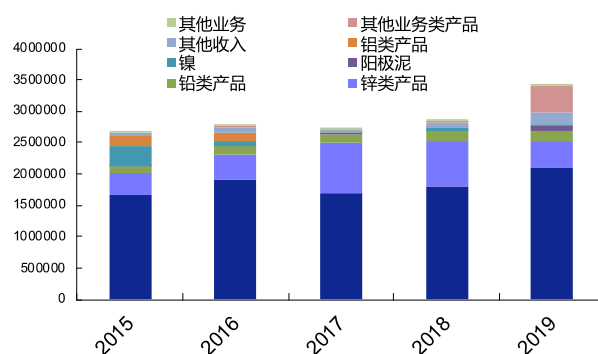
公司铜、铅、锌业务三足鼎立。分产品来看，2019 年公司营业收入主要来源于铜、铅、锌三类产品，合计占比 88%，其中铜类产品近五年占比在 60%以上，占绝对主要地位。2019 年铜类产品、锌类产品、铅类产品营业收入分别为 210.87 亿元、40.59 亿元、16.80 亿元，分别占比 61%、12%、5%。2019 年公司铜类产品、锌类产品、铅类产品分别实现毛利润 9.55 亿元、10.49 亿元、7.36 亿元，分别占比 26%、28%、20%。

图 6：西部矿业 2019 年收入构成（分产品）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

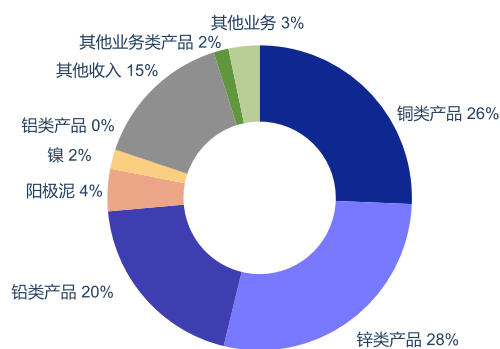
图 7：西部矿业 2015-2019 年收入结构趋势（分产品，万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

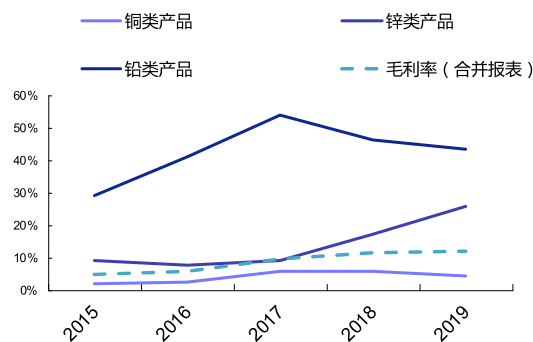
公司 2020 年上半年销售毛利率为 12.2%，从毛利率看，铅、锌类产品毛利率较高，铜类产品毛利率较低。铅类产品毛利率一直维持在较高水平，2019 年铅类产品毛利率达到 43.8%，以 6%的营业收入贡献了公司 20%的毛利润，是公司毛利润的重要支撑点；2019 年锌类产品毛利率为 25.8%，毛利润占比 28%；铜类产品毛利率一致处在较低水准，2019 年铜类产品毛利率达到 4.15%，毛利润占比 26%。

图 8：西部矿业 2019 年毛利构成（分产品）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

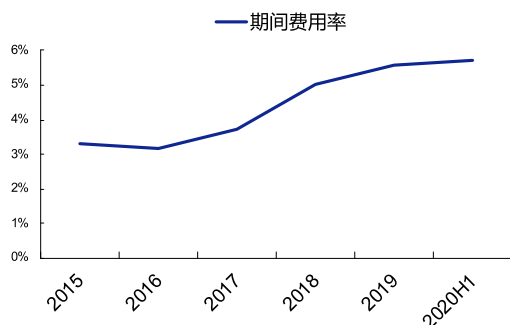
图 9：西部矿业 2015 年-2019 年分产品毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

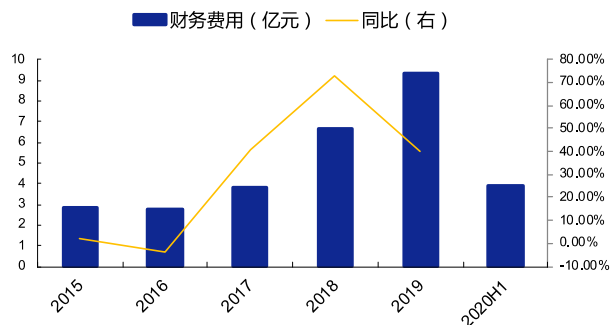
公司 2020 年上半年的期间费用率到 5.71%，比 2019 年整体略微上升 0.11 个百分点，整体增幅可控。公司近五年的期间费用率整体呈上升趋势。期间费用率的上涨主要由于公司财务费用的增长，自 2016 年起，公司财务费用大幅增加，2017 年、2018 年、2019 年同比涨幅分别达到 40.82%、72.79%、40.3%。2019 年公司财务费用为 9.29 亿元，相比 2016 年 2.72 亿元增长了 241.37%。

图 10：西部矿业 2015-2020H1 期间费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11：西部矿业 2015 年-2019 年财务费用变化趋势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 资源底蕴深厚，具备持续获取西部地区优势资源的核心竞争力

西部矿业具备发现和优先获得西部地区优质资源的优势。根据自然资源部的估计，西部蕴藏着我国 59%的锌资源、55%的铅资源和 65%的铜资源。公司作为西部最大的有色金属矿业公司之一，已经树立了在西部有色金属行业中的领先地位和良好的市场声誉，有利于公司优先发现和获得西部优质矿产资源。

公司有良好的产业地域布局，具备资源储备持续增长的机会。公司全资持有或控股并经营 13 座矿山，主要分布于青海、西藏、四川、新疆、内蒙古、甘肃，不仅现有矿山资源储量丰富且有进一步找矿潜力，而且这些矿山的分布以及对周边地区矿产资源的辐射影响将不断构建和完善本公司在西部的产业地域布局，资源储备持续增长的机会。

截至 2020 年 6 月底，公司拥有金属矿产保有储量金属量（非权益储量）为：铜 623.18 万吨，铅 182.77 万吨，锌 329.49 万吨，钼 35.79 万吨，五氧化二钒 59 万吨，铁 29,852 万吨，镍 26.95 万吨，银 2,509 吨，金 12.67 吨。

作为西矿集团大金属板块战略执行和运营平台，拥有购买西矿集团资源的优先选择权。根据与西矿集团签订的《避免同业竞争协议》，公司拥有购买西矿集团未来在锌、铅、铜业务和资源方面股权的优先选择权。这些都使公司拥有显著资源储备的持续性增长机会。

拥有高海拔环境下开发矿山的优秀团队。锡铁山矿作为本公司的核心矿山之一，自 1986 年开始建设生产，三十年来为公司培养了一批能够在高海拔环境下持续生产经营的生产管理队伍和科研队伍，积累了丰富的高海拔环境下的矿山采选技术和生产管理经验，成为公司在西部高海拔地区获取和开采优质矿产资源的中坚力量，并推动公司目前在高海拔地区的其它矿山和选矿厂不断培养出新的队伍。

图 12：西部矿业主要矿山分布



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：公司主要矿山资源储量

矿山名称	主要品种	矿石保有储量 (万吨)	品位	金属保有储量 (万吨)	矿石处理能力 (万吨/年)	资源剩余可开采 年限	矿山权益	权益金属保有储量 (万吨)
铅锌								
1青海锡铁山铅锌矿	铅、锌	1,362	10.06%	137.02	150	10	100%	137.02
2四川会东大梁铅锌矿	铅、锌	659	9.78%	64.45	66	10	55%	35.16
铜								
3内蒙古获各琦铜矿	铅、锌	5,094	2.82%	143.65	270	> 30	100%	143.65
	铜	3,897	0.95%	37.02				37.02
4西藏玉龙铜矿	铜	84,145	0.68%	572.19	1989	> 40	58%	331.87
铁								
5内蒙古双利铁矿	铁	8,110	23.93%	1,941	200	> 40	100%	1,941
6哈密白山泉铁矿	铁	2,710	34.81%	943	140	20	100%	943
7肃北七角井钒铁矿	铁	8,864	31.76%	2,815	250	> 30	100%	2,815
	钒	6,473	0.91%	58.90		> 50		58.90
多金属								
8四川呷村银多金属矿	铜	964	0.39%	3.76	80	> 20	76%	2.86
	铅锌		10.36%	99.87				75.90
	金		0.38g/t	3.66吨				2.78吨
	银		82.45g/t	794.82吨				604.06吨
9新疆瑞伦铜镍矿	镍、铜	8,574	0.32%	27.44	111	> 50	80%	21.95

资料来源：公司公告，安信证券研究中心，截至 2020 年 6 月底

表 2：公司矿山生产能力一览

	年处理矿石量(万吨/年)
铜：	
西藏玉龙铜矿（含改扩建）	1989
内蒙古获各琦铜矿	270
新疆哈密黄山东铜镍矿	111
铜总计	2370
铅锌：	
青海锡铁山铅锌矿，断层沟	170
四川会东大梁铅锌矿	66
四川呷村银多金属矿	80
铅锌总计	316
铁：	
哈密博伦白山泉铁矿	140
内蒙古双利铁矿	200
肃北博伦七角井钒铁矿	250
格尔木拉陵高里河铁多金属矿	75
铁总计	665
总计	3351

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目前公司矿石年总处理能力为 1497 万吨/年，玉龙二期顺利投产将提升至 3351 万吨/年。

未来公司将根据各个矿山的资源和运营等情况适时提高各矿山的产能，提升公司业绩。

2.1. 玉龙、获各琦为全国第二、第六大铜矿

公司目前拥有保有资源储量为铜金属量 623.18 万吨，主力矿山为西藏玉龙铜矿以及内蒙古获各琦铜矿。

西藏玉龙铜矿是国内第二大的单体铜矿。矿山位于青藏高原东部山区的昌都地区，由公司控股 58% 的西藏玉龙铜业股份有限公司负责运营。玉龙铜矿矿石保有储量为 84,145 万吨矿石量，铜平均品位为 0.68%。

内蒙古获各琦铜矿是中国铜储量排名第六大的铜矿。矿山位于内蒙古自治区乌拉特后旗东升庙镇西北约 80 公里的狼山，由公司全资子公司巴彦淖尔西部铜业有限公司负责运营。该矿采选铜矿石并生产铜精矿，并由运营公司直接负责运输销售至国内多家冶炼厂。获各琦铜矿铜矿石保有储量为 3,897 万吨，铜平均品位为 0.95%。获各琦铜矿项目目前拥有 270 万吨/年的采选能力，年产铜金属量产能 3 万吨。

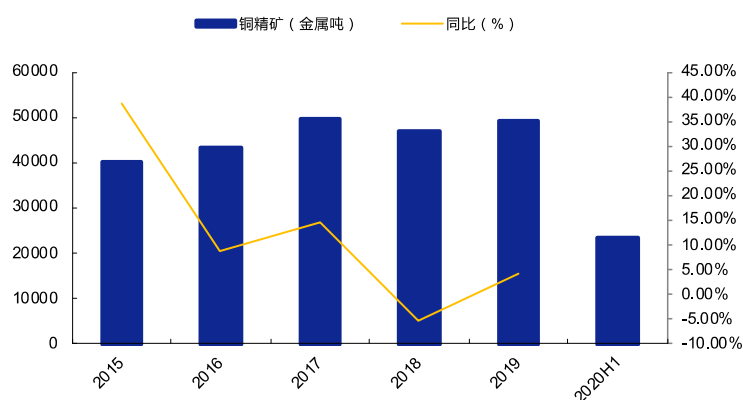
表 3：公司主要铜矿及储量总览

矿山名称	矿石保有储量 (万吨)	品位 (%)	金属保有储量 (万吨)	矿石处理量 (万吨/年)	可开采年限 (年)	权益比例 (%)
玉龙铜矿 (二期投产后)	84,145	0.68	572.19	1989	>40	58
获各琦铜矿	3,897	0.95	37.02	270	>30	100
合计	88,042	-	609.21	2,259	-	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司 2020 年上半年生产铜精矿 23,346 金属吨，同比下降 5.36%。公司上半年生产铜精矿 23,345 金属吨，基本完成原定 23,397 金属吨的计划产量。

图 14：公司 2015-2020H1 铜精矿产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 铅锌资源禀赋优越

公司拥有的资源保有储量为铅金属量 182.77 万吨，锌金属量 329.49 万吨，公司铅锌产品主要来自于锡铁山铅锌矿。锡铁山铅锌矿位于青海省海西州，是我国年采选量最大的铅锌矿之一，公司拥有矿山 100% 权益，矿山由西部矿业锡铁山分公司负责运营。锡铁山铅锌矿矿石保有储量为 1362 万吨，铅锌平均品位为 10.06%。锡铁山矿项目目前拥有 150 万吨/年的采选能力。锡铁山矿生产的铅精矿品位保持在 73% 以上，且含杂少，属于铅精矿中的一级品；锌精矿品位在 48% 以上。锡铁山生产的精矿销往全国多家冶炼厂，部分铅精矿和锌精矿也用

作本公司自身冶炼业务的原料，作为公司选矿业务副产品的硫精矿则销往当地一家硫酸厂。

四川呷村银多金属矿为四川省储量最大的银多金属矿之一，由公司持有 76% 股权的鑫源矿业经营。四川呷村银多金属矿采选多金属矿石并生产含银铜精矿、含银铅精矿和锌精矿。该矿目前的矿石保有储量为 964 万吨，公司权益储量为 733 万吨，铜平均品位 0.39%、铅锌平均品位 10.36%、金平均品位 0.38g/t、银平均品位 82.45g/t。呷村银多金属矿项目拥有 80 万吨/年的采选能力。

会东大梁铅锌矿为四川省储量最大的铅锌矿之一，由公司持有 54.55% 股权的会东大梁经营。会东大梁铅锌矿采选铅精矿和锌精矿，拥有 659 万吨矿石保有储量，公司权益储量 359 万吨，铅锌平均品位 9.78%。会东大梁铅锌矿项目目前已形成 66 万吨/年的采选能力。

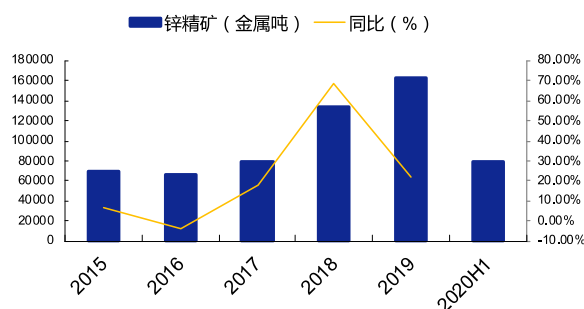
表 4：公司主要铅锌矿及储量总览

矿山名称	矿石保有储量 (万吨)	品位 (%)	金属保有储量 (万吨)	矿石处理量 (万吨/年)	可开采年限 (年)	权益比例 (%)
锡铁山铅锌矿	1,362	10.06	137.02	150	10	100
会东大梁铅锌矿	659	9.78	64.45	66	10	55
四川呷村银多金属矿	3,897	铅锌 10.36	99.87	270	>30	76
		铜 0.39	3.76			
		金 0.38g/t	3.66 吨			
		银 82.45g/t	794.82 吨			
合计	88,042	-	301.34 (铅锌)	486	-	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

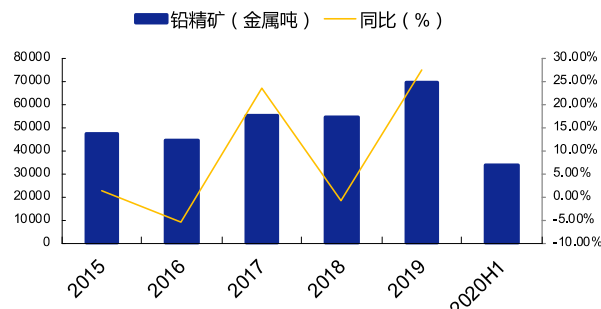
公司 2020 年上半年生产锌精矿 78,659 金属吨，同比下降 2.9%；生产铅精矿 33,765，同比下降 3.77%。公司上半年生产锌精矿 78,659 金属吨，略低于计划产量，完成公司上半年计划产量的 98%，主要由于原矿品位略低于预算；上半年生产铅精矿 33,765 金属吨，完成计划量的 108%。

图 15：公司 2015 年-2020H1 锌精矿产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16：公司 2015 年-2020H1 铅精矿产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 积极开拓镍矿资源储备

公司拥有资源保有储量为镍金属量 26.95 万吨，公司镍产品主要来自于哈密黄山南铜镍矿。该矿由公司控股子公司新疆瑞伦矿业负责运营。公司于 2019 年收购了新疆瑞伦矿业 80% 的股权，成为新疆瑞伦的控股股东，开拓了镍矿新资源品种。截至 2018 年 12 月底，公司黄山南铜镍矿采矿权范围内矿石保有资源储量 8,574 万吨，镍金属量 73,918.49 吨，伴生铜 7,508.74 吨。黄山南铜镍矿项目目前已形成 111 万吨/年的采选能力。

表 5：哈密黄山南铜镍矿及储量一览

矿山名称	矿石保有储量 (万吨)	品位 (%)	金属保有储量 (万吨)	矿石处理量 (万吨/年)	可开采年限 (年)	权益比例 (%)
哈密黄山南铜镍矿	8,574	0.32	27.44	111	>50	80

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.4. 铁钒资源提升公司盈利能力

公司拥有铁资源保有储量 **29,852 万吨**，五氧化二钒 **59 万吨**。公司目前有三座主要运营的矿山，哈密白山泉铁矿、内蒙古双利铁矿以及肃北博伦七角井钒铁矿，除三座运营矿山外，公司还拥有青海格尔木野马泉铁多金属矿、青海格尔木磁铁山铁矿、青海格尔木它温查汉西铁多金属矿等储备矿山。钒资源全部来自于肃北七角井钒铁矿。

哈密白山泉铁矿由公司全资子公司哈密博伦矿业有限公司负责运营，矿石保有储量 **2,710 万吨**，铁平均品位 **34.81%**，该项目目前拥有 **140 万吨/年**的产能。内蒙古双利铁矿由全资子公司双利矿业负责运营，矿石保有储量为 **8,110 万吨**，铁平均品位 **23.93%**，该项目目前拥有 **200 吨/年**的产能。

表 6：公司主要铁钒矿及储量总览

矿山名称	矿石保有储量 (万吨)	品位 (%)	金属保有储量 (万吨)	矿石处理量 (万吨/年)	可开采年限 (年)	权益比例 (%)
内蒙古双利铁矿	8,110	23.93	1,941	200	>40	100
哈密白山泉铁矿	2,710	34.81	943	140	20	100
肃北七角井钒铁矿	铁 8,864	31.76	铁 2,815	250	>30	100
	钒 6,473	0.91	钒 58.9		>50	
合计	铁 19,684	-	铁 5,699	590	-	-
	钒 6,473	-	钒 58.9			

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 7：公司铁精粉及球团产量情况

	2018	2019	同比 (%)	2020H1	同比 (%)
铁精粉 (吨)	668,949	1,673,469	150.16	795,927	0.98
球团 (吨)	-	569,618	-	229,000	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.5. 拟收购西部镁业 91.40% 股权，再添镁盐资源

2020 年 10 月 10 日，公司拟对价 5.63 亿收购西矿集团持有的西部镁业 91.40% 股权，公司将再添镁盐资源。若按 2019 年西部镁业净利润 125.61 万测算，本次收购 PE 为 490x，估值较高；截至 2020 年 8 月，西部镁业净资产 3.92 亿，本次收购 PB 为 1.57x。目前西部镁业生产线已全面建成，正在试运行，后期将根据市场需求调整产品结构及生产计划，资产价值有望充分体现。

西部镁业主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务，是国内第一家生产规模达到 **10 万吨以上**的盐湖镁资源开发高新企业。西部镁业主要产品有氢氧化镁、高纯氢氧化镁、超细氢氧化镁、高纯氧化镁、电熔镁砂等，各类产品纯度达 99% 以上，广泛应用于阻燃、医疗、军工、航天航空、新能源等领域，多数产品销往国际市场。西部镁业拥有自主知识产权的盐湖卤水-氨石灰联合法连续生产高纯氢氧化镁等多项专利和科技成果，彻底解决了氢氧化镁过滤及洗涤性能这一世界性难题。

西部镁业拥有青海省格尔木市察尔汗团结湖地区镁盐矿采矿权，团结湖地区共有 5 家企业设置 6 个矿权，由于盐湖资源具有流动性，在进行储量核实时 6 个矿权共同进行储量核实。根据《青海省格尔木市察尔汗盐湖老卤排放区-团结湖地区镁盐矿产资源储量核实报告》，团结湖镁盐矿矿床的液体矿产主要有 $MgCl_2$ 、 $LiCl$ 和 B_2O_3 ，固体矿产主要有镁盐（ $MgCl_2$ ）、石盐（ $NaCl$ ）以及低品位钾盐（ KCl ）。液体 $MgCl_2$ 资源储量 122b +333 卤水量总计为 5,265.33 万 m^3 （ $MgCl_2$ 为 2,299.25 万 t），平均品位 32.75%。固体 $MgCl_2$ 资源储量 122b +333 矿石量总计为 14,613.09 万 t（ $MgCl_2$ 为 5,283.83 万 t），平均品位 36.16%。

西部镁业所持矿权证载产能 50 万吨/年，占全区六个矿山核定产能（255 万吨/年）的 19.6%。西部镁业通过技术升级，2019 年 7 月全面建成 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，2020 年 6 月全面建成 5 万吨/年高纯烧结镁砂生产线。

本次收购符合公司作为西矿集团大有色板块战略执行和运营平台的战略定位，有助于新增公司资源储备，由金属矿产向盐湖资源开发领域拓展，增强公司发展动力。

3. 冶炼产能资源自给率高，工艺与产能同步提升，盈利能力有望改善

公司有色金属冶炼业务主要集中于锌、铅、铜等领域，总体看资源自给率高，盈利能力有望改善。一是冶炼产能的资源自给率整体较高。目前公司拥有冶炼电铅 10 万吨/年，电锌 10 万吨/年，阴极铜 16 万吨/年及 1 千吨钼/年的冶炼能力。

2019 年公司电铜、电锌、电铅冶炼自给率分别为 35%、174%和 79%，冶炼自给率较高，其中锌精矿在满足自身 10 万吨/年冶炼产能需求外，还约有 6.9 万吨锌精矿用于出售；随着 2020~2022 年玉龙铜矿逐步达产，公司铜矿资源自给率将由 34%提升至 95%，盈利能力大幅提升。

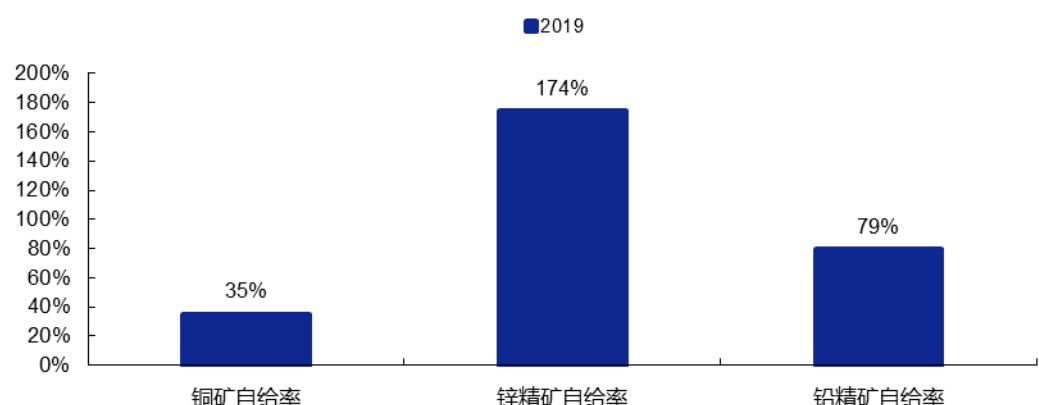
二是受疫情影响，公司冶炼板块上半年开工率有所降低，电解铜计划完成率仅有 75%，产量下降导致单位生产成本上升，随着冶炼生产逐步正常，预计冶炼板块单位成本分摊减少，有助于冶炼资产减亏。同时考虑到冶炼工艺持续升级，降本增效，促使冶炼板块减亏力度逐渐加大。

图 17：西部矿业主要冶炼产能分布图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18：2019 年公司铜、锌、铅冶炼自给率较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：2020 年 1-6 月冶炼产品计划完成率

产品名称	单位	2020 年 1-6 月计划	2020 年 1-6 月实际完成	计划完成率
锌锭	吨	48,640	45,698	94%
电铅	吨	48,607	40,989	84%
电解铜	吨	72,988	54,868	75%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

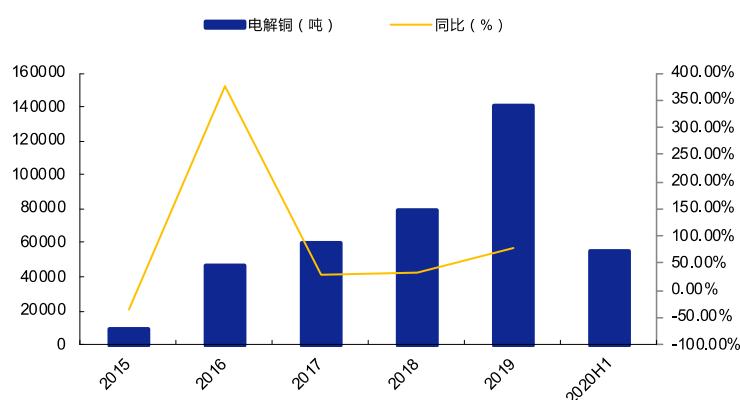
公司铜冶炼业务由三家子公司构成，巴彦淖尔西部铜材、青海铜业以及玉龙铜业。一是巴彦淖尔西部铜材有限公司成立于 2008 年 8 月，集，冶炼、铜材加工于一体，具有年产 5 万吨精炼铜能力。二是青海铜业是公司的全资子公司，主要建设和运营 10 万吨阴极铜项目，该项目于 2016 年 3 月全面开工建设，建设规模为年产阴极铜 10 万吨、硫酸 44 万吨及金、银、铂、钯、碲等贵金属。项目采用了我国自主研发的富氧底吹熔炼-底吹吹炼连吹工艺技术，该工艺具有投资省、操作维护简便、运营成本低、环境好等优点。项目于 2018 年 5 月建设完成，9 月 6 日投料试生产，并于 2019 年正式投产。三是公司控股 58% 的玉龙铜业还拥有一万吨铜冶炼的产能。

表 9：公司铜冶炼产能一览

	产能 (1/年)	股权比例 (%)	技术
西部铜材	5 万吨精炼铜	100	
青海铜业	10 万吨电解铜，44 万吨硫酸	100	富氧底吹熔炼-底吹吹炼连吹工艺技术
玉龙铜业	1 万吨电解铜	58	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司 2020 年上半年生产电解铜 54,868 吨，同比下降 10.22%。公司上半年电解铜生产计划为 72,988 吨，实际完成 54,868 吨，仅完成计划产量的 75%，主要由于上半年电解铜市场价格下跌，公司调整了生产计划。但从整体来看，从 2015 年开始至 2019 年，公司电解铜产量已连续四年保持大幅增长。

图 19：公司 2015 年-2020H1 电解铜产量


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

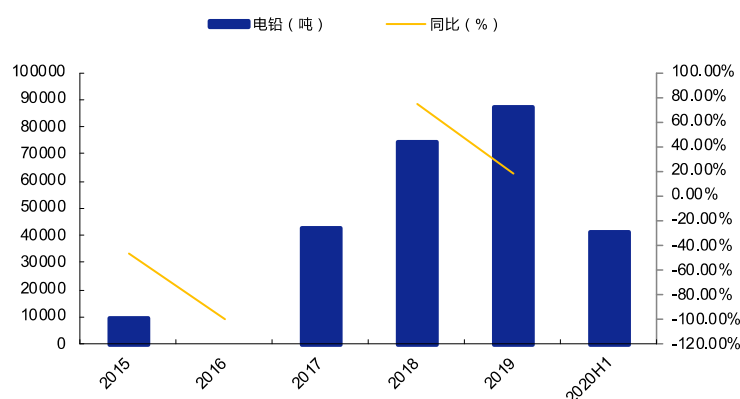
公司拥有电铅产能 10 万吨/年，由公司控股 92.57% 的青海西豫金属负责运营。2016 年公司关停了 5.5 万吨电铅产能，并对原有的 10 万吨粗铅产能进行了升级改造，通过采用先进工艺，将传统底吹冶炼改造为先进的侧吹工艺，提高技术指标的同时，实现各种金属资源的综合回收利用，改造工程已于 2016 年底完成，改造完成后公司形成 10 万吨电解铅生产能力。

表 10：公司铅冶炼产能一览

	产能	股权比例 (%)	技术
西豫金属	10 万吨电铅	92.57	侧吹冶炼工艺

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司 2020 年上半年生产电铅 40,989 吨，同比增长 2.83%。公司上半年电铅生产计划为 48,607 吨，实际生产 40,989 吨，仅完成计划产量的 84%，原因与电解铜产品相同，由于上半年电铅市场价格低迷，公司调整了生产计划。但总体来看，除 2016 年公司进行电铅产能调整外，电铅产能也保持着上涨趋势，由 2015 年的 9,554 吨增长至 2019 年的 87,661 吨，增幅达 817.53%。

图 20：公司 2015 年-2020H1 电铅产量


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司目前主要的锌冶炼设施位于青海省甘河工业区，由锌业分公司实施，产能为 10 万吨/年。项目建设地位于甘河工业园区，项目总投资为 13.70 亿元，设计产能为年产锌锭 10 万吨，硫磺 4.75 万吨，并综合回收铜、铬、铜等伴生有价金属。

该项目引进国际上最先进的“氧压浸出全湿法炼锌工艺”，与国内目前大多数企业采用的常规湿法工艺流程相比，属低污染、低排放的先进冶炼技术，具有十分突出的社会效益和经济效益，对于提高企业节能减排水平，提升市场竞争力具有积极促进作用。

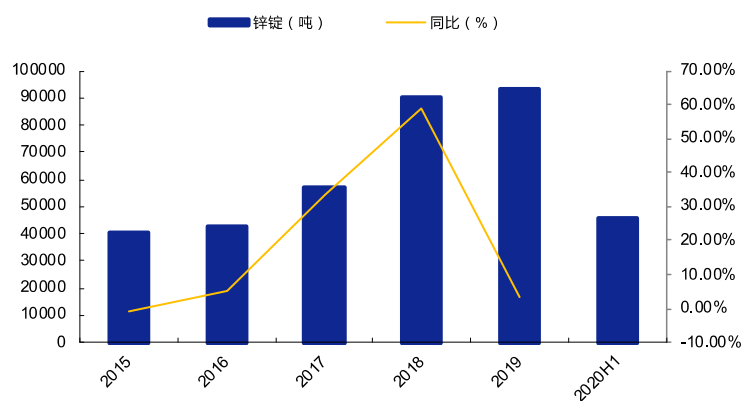
表 11：铅冶炼子公司情况

	产能	股权比例 (%)	技术
锌业分公司	10 万吨锌锭，硫磺 4.75 万吨	100	氧压浸出全湿法炼锌工艺

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司 2020 年上半年生产锌锭 45,698 吨，同比下降 6.9%。公司上半年锌锭生产计划为 48,640 吨，实际生产 45,698 吨，完成计划产量的 94%，原因与电解铜、电铅产品相同，由于上半年锌锭市场价格低迷，公司调整了生产计划。但总体来看，锌锭产能从 2015 年开始也保持了四年的上涨趋势，由 2015 年的 40,530 吨增长至 2019 年的 93,641 吨，增幅达 130.6%。

图 21：公司 2015 年-2020H1 锌锭产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 西部铜矿之星冉冉升起

4.1. 玉龙铜矿即将投产，盈利能力显著提升

玉龙二期达产后，玉龙矿山铜精矿金属产量可达 13 万吨，将成为西部矿业盈利贡献最大的矿山。玉龙铜矿项目是我国即将开发最大的铜矿项目之一，项目共分两期，第一期于 2016 年 9 月完工，已实现湿法及浮选采选能力 230 万吨/年，铜金属产能约 3 万吨；据公司公开资料，第二期将于 2020 年四季度达到试车条件，2022 年二期工程有望完全达产，届时可实现采选能 1989 万吨/年，年产铜金属量 10 万吨。

目前公司持玉龙铜矿 58% 权益，据我们测算，达产后公司铜矿权益产量有望从原有 1.22 万吨提升至 7.54 万吨。

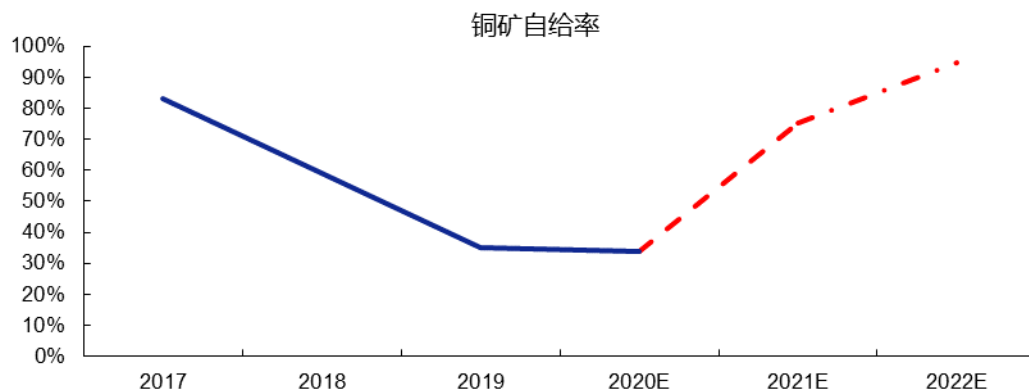
图 22：玉龙铜矿改扩建工程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

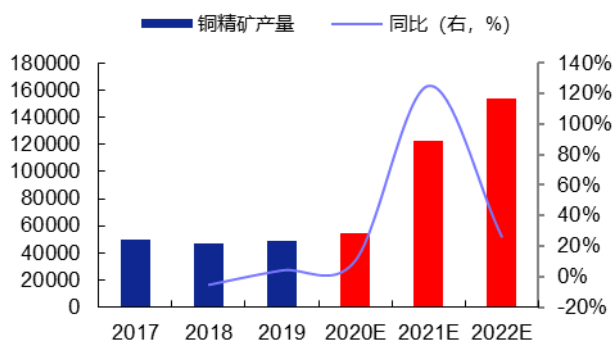
公司铜矿资源自给率将由 34% 提升至 95%，盈利能力大幅提升。考虑到获各琦铜矿 2.5 万产量（100% 权益），公司整体铜矿权益产量有望从现有约 3.72 万吨提升至 10.04 万吨，权益产量有望提升 170%。据我们测算，随着 2020~2022 年玉龙铜矿逐步达产，公司铜矿资源自给率将由 35% 提升至 95%，盈利能力大幅提升。

图 23：2017~2022E 公司铜矿资源自给率



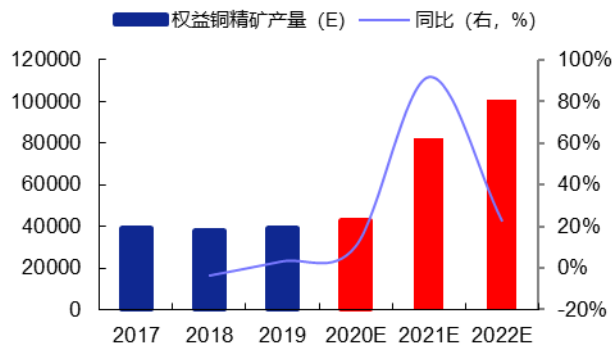
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：2017~2022 年公司铜矿产量变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 25：2017~2022 年公司权益铜矿产量

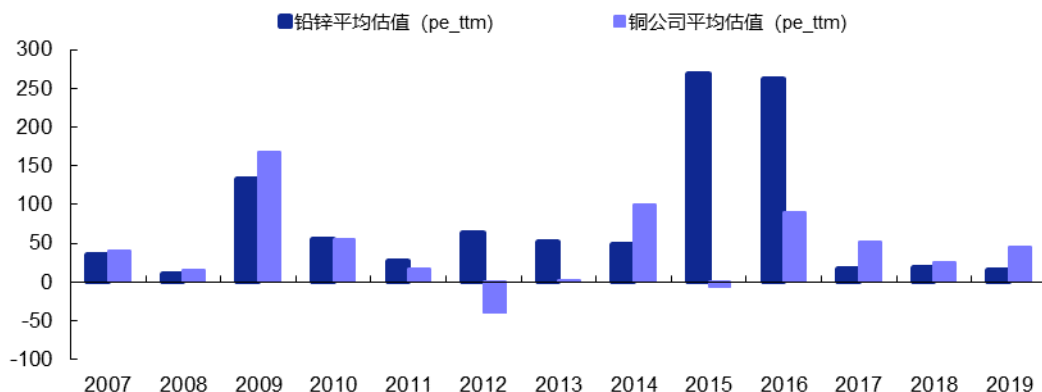


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 主业逐步以铜为主，估值中枢有望抬升

2020-2022 年公司主业将逐步由铅锌转变为以铜为主，公司估值中枢有望系统性抬升。观察 2007~2019 年 A 股铅锌公司和铜公司动态市盈率，金属品种价格的高低会对公司估值水平有较大影响。以 2015~2016 年为例，铅锌行业供给侧出清的节奏领先于其他基本金属，铅锌价格率先回暖，A 股相应的铅锌公司估值水平高于铜公司。展望 2017~2022 年，铜行业供应增速系统性下降，而铅锌行业在 2015~2016 年期间的扩张的资本开支又即将进入释放期，供应压力上行。我们预计 2020~2022 年铜价仍将领涨基本金属，铜公司的估值水平高于铅锌公司估值水平的状态预计将持续维持。截至 2020 年上半年，A 股铅锌公司平均 PE_ttm 估值约 20 倍，铜公司约 27 倍。

图 26：2007~2019 年 A 股铅锌、铜公司估值比较

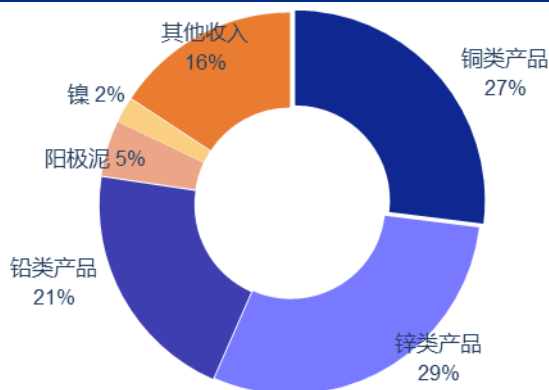


资料来源：wind, 安信证券研究中心

*铅锌样本公司取中金岭南、驰宏锌锗，西部矿业；铜样本公司取云南铜业、江西铜业

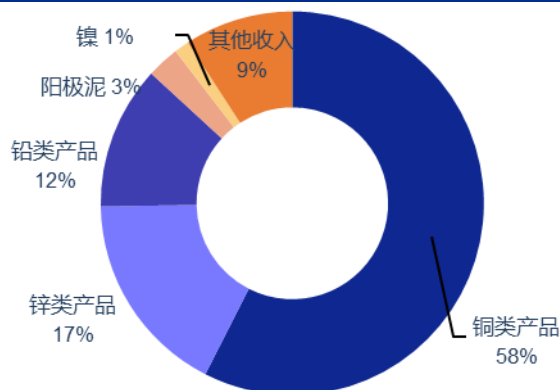
据我们测算，预计 2020~2022 年公司矿产铜权益产量分别为 4.2 万吨、8.3 万吨、10.04 万吨，矿产铜总量分别为 5.2 万吨、12.2 万吨、15.3 万吨，在铜价 4.8 万/吨、5.2 万/吨、5.2 万/吨假设下，铜类产品在公司毛利结构占比中相比将由 2019 年的 27%，提升至 2022 年的 58%，经营主业将逐步转变为铜，公司估值中枢有望系统性抬升。

图 27：2019 年毛利构成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 28：预计 2022 年毛利构成

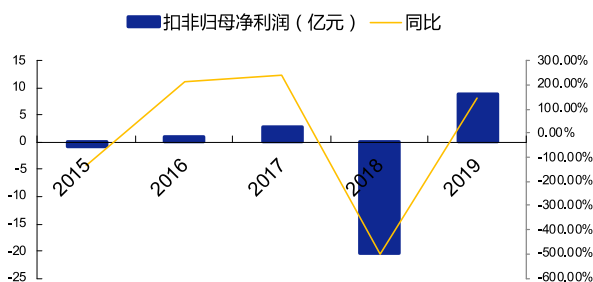


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.3. 轻装上阵，减值压力全面释放

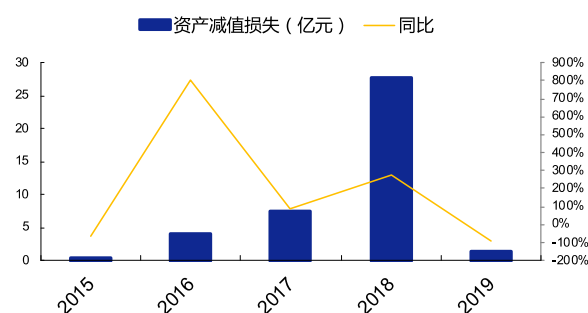
摆脱青投集团减值负面影响，资产质量全面提升。2018 年，由于青投集团财务情况持续恶化，存在较强债务风险，公司对青投集团长期股权投资减值损失 25.22 亿元，减值确认后青投集团不再对公司业绩产生较大影响，随着前期公司减值压力已大幅释放，公司资产质量已全面提升。

图 29：公司 2015 年-2019 年扣非归母净利润



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 30：公司 2015 年-2019 年资产减值损失

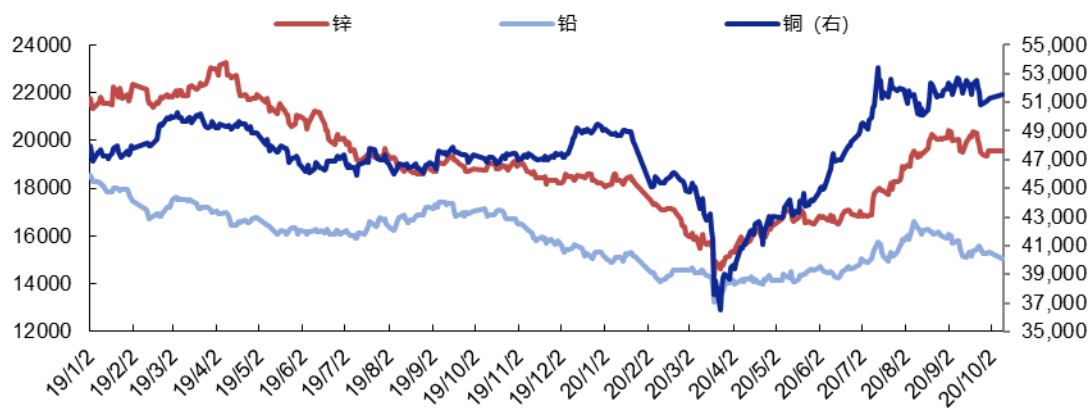


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

4.4. 金属价格全面回暖，助力公司业绩改善

2020 年 3 月 19 日，国内铜、铅、锌现货价格一度跌至 3.76 万/吨、1.33 万/吨、1.43 万/吨，创出近 4 年新低，较低金属价格一度压制公司全年业绩预期。截至 2020 年 10 月 9 日，国内铜、铅、锌现货价格反弹至 5.16 万/吨、1.51 万/吨、1.96 万/吨，由低点回升约 37%、14%、36%，3 月底金属价格大幅回落的影响基本消除。

图 31：3 月以来国内铜、铅、锌现货价格回暖



资料来源：wind，安信证券研究中心

5. 业绩测算与估值讨论

西部矿业属于综合型的有色矿企，包括铜、铅、锌业务等，公司估值与其他品种单纯的有色公司存在差异。截至 2020 年 10 月 13 日，对比西部矿业和 A 股其他有色资源型公司估值水平，从 PE_ttm 角度和 PE(2020)市场一致预期来看，西部矿业的估值水平(pe_ttm 为 26.66，pe2020 为 19.3)，低于以铜为主（pe_ttm 为 33.04，pe2020 为 33.45）和以铅锌（pe_ttm 为 32.75，pe2020 为 28.8）为主的上市公司平均值。从 PB 角度看，西部矿业 PB 为 2.01，属于有色公司 PB 估值区间上沿，或与较好的成长性有关。

从 EV/EBITDA 角度看，既考量了财务杠杆，避免了财务杠杆对估值的干扰，考虑到有色行业是重资产行业，重资产意味着高折旧和高摊销，EBITDA 更近似于有色企业的真实现金流。通过 EV/EBITDA 来衡量企业价值相对现金流的估值，西部矿业属于有色公司估值的中部水平，介于铜公司和铅锌公司的平均水平之间。

图 32：A 股矿业公司不同口径的估值对比

板块	市场	名称	PE(TTM)	PE(2020E)	PB	EV/EBITDA
铜	A股	江西铜业	26.90	27.90	1.00	12.21
		云南铜业	42.52	35.90	2.90	11.89
		铜陵有色	29.27	30.31	1.29	9.20
		洛阳钼业	41.48	39.70	2.09	16.97
铅锌	A股	驰宏锌锗	44.58	36.15	1.37	10.62
		中金岭南	20.92	21.44	1.42	9.31
平均值	铜	A股	35.04	33.45	1.82	12.57
	铅锌	A股	32.75	28.80	1.40	9.96
西部矿业			26.66	19.3	2.01	10.03

资料来源：安信证券研究中心，市值截至 2020 年 10 月 13 日，pe2020e 为 wind 一致预期

我们的测算表明，在我们覆盖的三家以铜矿为主业的上市公司中，西部矿业具备显著的估值优势。西部矿业 2020-2022 年矿产铜的 CAGR 达到 69%，明显高于云南铜业的 4%和江西铜业的 2%；在此基础上，西部矿业 2020-2022 年归母净利润 CAGR 达到 60%，也显著高于云南铜业的 38%和江西铜业的 29%，2020-2022 年的市盈率相比其他两家公司具备显著估值优势。

表 12：A 股铜上市公司业绩和估值弹性测算

公司	市值(亿)	产品产量					归母净利润（亿元）				PE		
		产品	2020E	2021E	2022E	CAGR	2020E	2021E	2022E	CAGR	2020E	2021E	2022E
西部矿业	204.2	矿铜（万吨）	5.4	12.2	15.4	69%	8.8	16.4	22.6	60%	23.2	12.5	9.1
云南铜业	244.8	矿铜（万吨）	12.6	13.1	13.7	4%	7.0	10.3	13.3	38%	35.2	23.7	18.5
江西铜业	514.2	矿铜（万吨）	23	23	24	2%	20.1	28.7	33.4	29%	25.6	17.9	15.4

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测，市值截至 2020 年 10 月 13 日

当前铜价具备大幅反弹空间且持续性强，A 股铜矿板块存在较大重估动能。截至 10 月 13 日，三大交易所铜库存合计 29.1 万吨，国内保税区库存 28.22 万吨，基本处于近 5 年新低的位置。我们的测算表明，如果考虑新能源车的需求增量，预计 2020~2022 年全球铜供需平衡分别为-13.6、-15.4、-47.2 万吨。考虑到 2020 Q4 开始疫苗和财政刺激有望逐步落地，本就存在供需地域错配的铜基本面将进一步趋紧，再加上美联储鼓励通胀超调，导致货币宽松收紧的阈值抬高，我们认为铜价具备大幅反弹空间且持续性强，A 股铜矿上市公司存在较大重估动能。

维持“买入-A”评级，6个月目标价13.8元。据我们测算，2020~2022年，在铜价4.8万/吨、5.2万/吨、5.5万/吨的假设下；公司有望实现归母净利8.78亿、16.4亿、22.6亿，对应EPS分别为0.37元、0.69元、0.95元。考虑到随着全球新冠疫情逐渐被控制，需求有望否极泰来，再加上铜矿供应进入低速增长时代，加工费下跌导致铜冶炼产能被抑制，全球流动性或出现过剩，铜价有望迎来显著反弹；再加上随着玉龙铜矿二期的逐渐达产，2020-2022年公司主业将逐步由铅锌转变为以铜为主，公司权益铜产量有望迎来170%的高速增长，再加上前期公司减值压力已大幅释放，公司估值中枢有望系统性抬升。维持公司“买入-A”评级，6个月目标价13.8元，相当于2021年动态市盈率20x，2022年动态市盈率14.5x。

表 13：西部矿业盈利关键假设及估值测算

关键假设	单位	2020E	2021E	2022E
铜价	元/吨	48,000	48,000	48,000
锌价	元/吨	17,800	17,800	17,800
铅价	元/吨	16,000	16,000	16,000
产量				
铜精矿	吨	54,244	122,278	153,949
锌精矿	吨	163,779	163,779	163,779
铅精矿	吨	63,846	63,846	63,846
当前市值（1013）	亿	204.2		
归母净利	亿	8.79	16.38	22.56
PE		23.21	12.45	9.04

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

- 风险提示：**
- 1) 受宏观经济影响，铜、铅、锌价格低于预期；
 - 2) 玉龙二期投产进度不及预期；
 - 3) 公司主要冶炼产品产量不及预期；
 - 4) 冶炼加工费不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	28,712.5	30,566.8	28,737.3	29,324.2	29,810.4	成长性					
减:营业成本	25,282.8	26,842.9	25,080.0	23,911.3	23,025.4	营业收入增长率	4.9%	6.5%	-6.0%	2.0%	1.7%
营业税费	358.3	370.8	356.3	366.6	372.6	营业利润增长率	-556.6%	-169.9%	-6.1%	132.7%	43.9%
销售费用	135.8	181.2	258.6	205.3	208.7	净利润增长率	-891.5%	-148.8%	-12.7%	86.4%	37.7%
管理费用	641.0	600.8	718.4	733.1	745.3	EBITDA 增长率	-143.9%	-728.6%	-6.8%	46.9%	25.0%
财务费用	662.3	929.2	172.4	117.3	119.2	EBIT 增长率	-266.0%	-298.3%	-9.8%	69.9%	32.2%
资产减值损失	2,767.8	-131.7	-100.0	-100.0	-100.0	NOPLAT 增长率	-357.6%	-261.2%	-36.6%	116.2%	42.6%
加:公允价值变动收益	25.1	0.1	9.9	-	-	投资资本增长率	35.5%	0.8%	5.1%	-0.7%	-6.6%
投资和汇兑收益	-930.2	30.2	32.9	-17.8	-17.8	净资产增长率	-11.3%	26.4%	6.8%	14.2%	17.3%
营业利润	-2,010.1	1,404.3	1,318.3	3,067.8	4,415.0	利润率					
加:营业外净收支	73.2	139.6	2.4	2.4	2.4	毛利率	11.9%	12.2%	12.7%	18.5%	22.8%
利润总额	-1,936.8	1,543.9	1,320.7	3,070.2	4,417.4	营业利润率	-7.0%	4.6%	4.6%	10.5%	14.8%
减:所得税	-123.0	197.4	158.5	368.4	530.1	净利润率	-7.2%	3.3%	3.1%	5.6%	7.6%
净利润	-2,063.1	1,007.1	878.8	1,638.4	2,255.6	EBITDA/营业收入	-2.2%	12.9%	12.8%	18.4%	22.6%
						EBIT/营业收入	-4.8%	8.9%	8.6%	14.3%	18.6%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	129	154	171	178	172
货币资金	5,095.8	7,218.8	8,795.2	11,930.2	17,543.1	流动资产周转天数	8	10	16	34	30
交易性金融资产	5.3	456.4	562.1	562.1	562.1	流动资产周转天数	160	181	214	231	276
应收账款	322.3	586.1	574.7	586.5	596.2	应收账款周转天数	5	5	7	7	7
应收票据	79.0	-	-	-	-	存货周转天数	38	46	48	48	45
预付账款	262.5	520.8	501.6	478.2	460.5	总资产周转天数	450	495	567	584	618
存货	4,213.7	3,571.8	4,012.8	3,825.8	3,684.1	投资资本周转天数	245	266	291	291	276
其他流动资产	4,006.0	4,330.0	3,066.8	2,714.8	2,714.8	投资回报率					
可供出售金融资产	467.9	-	-	-	-	ROE	-15.9%	9.3%	7.6%	15.4%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-4.6%	3.0%	2.5%	5.5%	7.3%
长期股权投资	937.5	1,256.8	1,215.4	1,215.4	1,215.4	ROIC	-7.6%	9.1%	5.7%	11.7%	16.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	12,881.1	13,213.6	14,095.1	14,866.6	13,638.1	销售费用率	0.5%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%
在建工程	3,597.0	5,268.2	5,268.2	5,268.2	5,268.2	管理费用率	2.2%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
无形资产	5,221.8	5,538.6	5,262.1	4,985.6	4,709.1	财务费用率	2.3%	3.0%	0.6%	0.4%	0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.0%	5.6%	4.0%	3.6%	3.6%
资产总额	39,511.4	44,517.5	45,957.3	49,238.4	53,170.1	偿债能力					
短期债务	8,709.2	8,671.3	9,000.0	9,000.0	9,000.0	资产负债率	71.1%	67.6%	59.4%	57.5%	55.0%
应付账款	2,632.2	3,148.9	1,003.2	956.5	921.0	负债权益比	246.6%	208.9%	178.8%	161.8%	142.4%
应付票据	890.1	1,203.1	1,254.0	1,195.6	1,151.3	流动比率	0.75	0.92	1.23	1.43	1.82
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.52	0.73	0.95	1.15	1.56
长期借款	4,480.0	5,853.1	7,433.1	8,433.1	9,433.1	利息保障倍数	-2.08	2.94	14.31	35.72	46.47
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	28,111.9	30,107.7	27,514.1	28,414.8	29,339.9	DPS(元)	-	0.10	-	-	-
少数股东权益	2,620.5	4,376.2	4,702.9	5,243.2	6,020.7	分红比率	0.0%	23.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0	2,383.0	股息收益率	0.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	6,197.4	7,423.3	8,063.6	9,702.0	11,957.6						
股东权益	11,399.5	14,409.8	15,387.4	17,566.1	20,599.2						

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-1,813.9	1,346.5	878.8	1,638.4	2,255.6
加:折旧和摊销	782.0	1,265.2	1,208.4	1,208.4	1,208.4
资产减值准备	2,767.8	182.9	-100.0	-100.0	-100.0
公允价值变动损失	-25.1	-0.1	9.9	-	-
财务费用	658.4	787.7	172.4	117.3	119.2
投资损失	930.2	-30.2	-50.7	-	-
少数股东损益	249.2	339.4	283.5	1,063.4	1,631.8
营运资金的变动	-1,828.4	1,636.6	-4,006.2	451.2	74.9
经营活动产生现金流量	585.4	3,875.0	-1,603.9	4,378.7	5,189.8
投资活动产生现金流量	-4,941.2	-3,422.9	1,670.9	-201.7	26.5
融资活动产生现金流量	3,952.0	1,061.1	-4,986.7	-4,130.1	-5,177.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	-0.87	0.42	0.37	0.69	0.95
BVPS(元)	3.68	4.21	4.48	5.17	6.12
PE(X)	-10.2	20.8	23.8	12.8	9.3
PB(X)	2.4	2.1	2.0	1.7	1.4
P/FCF	331.5	13.4	-7.5	8.1	4.3
P/S	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	-43.9	7.2	9.3	6.0	4.2
CAGR(%)	-214.2%	42.4%	66.3%	-214.2%	42.4%
PEG	0.0	0.5	0.4	-0.1	0.2
ROIC/WACC	-0.9	1.0	0.7	1.4	1.9
REP	-1.4	1.2	2.2	1.0	0.7

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚、王政、王建润声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuux1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034