

玉龙量价齐升业绩同比增长，期待盐湖提锂放量

2022 年 07 月 25 日

► **2022 年 7 月 22 日，公司公布 2022 年半年报。**2022H1，公司实现营业收入 170.43 亿元，同比减少 10.85%，归母净利润 16.12 亿元，同比增加 14.22%；单 Q2 看，公司实现营收 83.49 亿元，同比减少 22.16%，环比减少 3.97%，归母净利润 8.61 亿元，同比减少 8.06%，环比增加 14.69%，环比增加 15.93%。业绩略低于我们预期。

► **2022H1 公司铜产品量价齐升，归母净利润同比增长 14.22%。**价格：铜/锌/铅 2022H1 均价分别同比增长 7.80%/19.14%/0.54%。量：2022H1，公司生产铜精矿/锌精矿/铅精矿 6.7/5.7/2.6 万吨，分别同比变化+19.76%/-16.3%/-10.64%，分别完成年中计划产量的 94%/102%/120%。玉龙铜业满产，2022H1 净利润同比增长 43%至 18.04 亿元，贡献绝大多数利润增量。但西部铜业铜矿产量或受原矿品位及处理量低于指标影响有所下降，净利润同比减少 41%至 1.68 亿元。综合来看上半年铜矿产销量略不及年初预期。

► **单 Q2 季度，盐湖放量带来利润环比增长，归母净利润同比减少的原因或为西部铜业铜产量的下降以及冶炼子公司的亏损拖累。**价格：Q2 长江有色铜/锌/铅均价为 7.21/2.63/1.53 万元/吨，同比变化+2.1%/+18.7%/-0.1%，环比变化+0.4%/+4.3%/-0.6%。量：受原矿品位及处理量低于预期、疫情和冶炼厂停产检修影响，铜精矿、电解铜和锌锭产量 Q2 或低于计划产量。铜锌冶炼子公司青海铜业/会东大梁 H1 净利润同比分别减少 632%/39%至-1.7/+0.96 亿元，亏损或集中于 Q2 释放。**投资收益：**锂资源公司 2 万吨碳酸锂产能，二季度开始贡献投资收益，Q2 公司投资净收益为 2.07 亿元，其中对联营企业和合营企业的投资收益为 1.80 亿元，环比增加 2.29 亿元，同比增加 1.88 亿元。锂资源公司 2022H1 净利润为 10.16 亿元，按照 27%的权益，归母净利润贡献为 2.74 亿元。

► **核心看点：玉龙满产+盐湖提锂放量，公司业绩增长可期。**（1）**玉龙二期 2022 年完全满产。**理想状态下公司铜精矿产量或可达到 15 万吨。（2）**锂资源公司项目技术成熟、可快速扩产。**目前锂资源公司及控股子公司—青海锂业（控股 74.5%）已经运营年产 2 万吨碳酸锂、硫酸钾 10 万吨生产线及配套公辅设施。年产 3 万吨碳酸锂已完成备案，锂资源公司可在 1 年内再建设并增加年产 1 万吨碳酸锂产线。

► **盈利预测与投资建议：**公司玉龙铜矿二期 2022 年完全满产；镍、钒项目将相继投产；盐湖提锂项目并表，均将贡献利润增量。但考虑到主要金属价格下跌。我们下调关于公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 31.19 亿元、32.70 亿元、34.06 亿元，对应 7 月 22 日收盘价的 PE 为 9x、8x 和 8x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进度不及预期，铜铅锌锂等金属价格下跌等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	38401	34106	36505	38339
增长率 (%)	33.9	-11.2	7.0	5.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2932	3119	3270	3406
增长率 (%)	223.4	6.4	4.9	4.1
每股收益 (元)	1.23	1.31	1.37	1.43
PE	9	9	8	8
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 07 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.61 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 1.西部矿业 (601168.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报预告点评：“十四五”开门红，期待盐湖提锂带来全新增长点-2022/04/25
- 2.西部矿业 (601168) 动态报告-收购优质盐湖提锂资产，矿业老兵进军新能源-2022/03/01
- 3.【民生金属-公司点评】西部矿业：玉龙投产量价齐升，业绩同比大增-2022/01/26
- 4.【民生有色】西部矿业 (601168) 2016 年年报点评：主业增利，进军锂盐-2017/03/22
- 5.西部矿业 (601168) 年报点评：费用拖累业绩 获各琦增长在即-20120316-2012/03/16

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	38401	34106	36505	38339
营业成本	30325	26491	28656	30221
营业税金及附加	700	682	694	736
销售费用	33	44	41	44
管理费用	772	1023	1095	1150
研发费用	294	682	730	767
EBIT	6227	5184	5290	5421
财务费用	950	614	619	613
资产减值损失	-60	-11	-41	-41
投资收益	-189	921	1059	1189
营业利润	5036	5497	5718	5984
营业外收支	84	41	25	25
利润总额	5120	5538	5744	6009
所得税	564	665	689	721
净利润	4556	4873	5054	5288
归属于母公司净利润	2932	3119	3270	3406
EBITDA	8282	7489	7799	8097

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6355	7308	9135	11419
应收账款及票据	975	612	706	762
预付款项	116	253	237	240
存货	3201	3121	3332	3483
其他流动资产	3902	4094	4105	4101
流动资产合计	14549	15388	17515	20006
长期股权投资	1059	1019	940	860
固定资产	21194	23808	26163	27867
无形资产	5937	6168	6387	6611
非流动资产合计	35398	38699	41875	44387
资产合计	49947	54087	59390	64393
短期借款	7249	5740	4207	2569
应付账款及票据	2921	2597	2834	2967
其他流动负债	7255	7354	7506	7606
流动负债合计	17425	15692	14546	13142
长期借款	11333	13333	15827	18147
其他长期负债	2916	2916	2916	2916
非流动负债合计	14249	16249	18742	21062
负债合计	31673	31941	33289	34204
股本	2383	2383	2383	2383
少数股东权益	4982	6736	8520	10402
股东权益合计	18273	22147	26101	30189
负债和股东权益合计	49947	54087	59390	64393

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	33.92	-11.18	7.03	5.02
EBIT 增长率	124.85	-16.75	2.04	2.49
净利润增长率	223.38	6.35	4.86	4.14
盈利能力 (%)				
毛利率	21.03	22.33	21.50	21.17
净利润率	11.86	14.29	13.85	13.79
总资产收益率 ROA	5.87	5.77	5.51	5.29
净资产收益率 ROE	22.06	20.24	18.60	17.21
偿债能力				
流动比率	0.83	0.98	1.20	1.52
速动比率	0.62	0.73	0.92	1.20
现金比率	0.36	0.47	0.63	0.87
资产负债率 (%)	63.41	59.05	56.05	53.12
经营效率				
应收账款周转天数	3.63	3.73	3.77	3.74
存货周转天数	38.53	43.28	42.44	42.07
总资产周转率	0.77	0.63	0.61	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.31	1.37	1.43
每股净资产	5.58	6.47	7.38	8.30
每股经营现金流	3.34	2.88	3.11	3.22
每股股利	0.20	0.42	0.46	0.50
估值分析				
PE	9	9	8	8
PB	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.36	5.86	5.52	5.12
股息收益率 (%)	1.72	3.61	3.98	4.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4556	4873	5054	5288
折旧和摊销	2056	2305	2509	2675
营运资金变动	292	-130	88	26
经营活动现金流	7952	6868	7415	7664
资本开支	-3069	-5596	-5778	-5282
投资	-41	40	80	80
投资活动现金流	-3076	-4635	-4640	-4014
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-622	491	960	682
筹资活动现金流	-4309	-1280	-948	-1367
现金净流量	558	953	1827	2284

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026