

## 西部矿业 (601168) \ 有色金属

### “矿山选冶+盐湖化工”产业布局共驱公司成长

#### 投资要点:

公司是国内第二大铅锌精矿与第五大铜精矿生产商，在巩固传统矿山选冶主业同时切入盐湖化工赛道，“传统+新型”产业布局共驱公司成长。

#### ➤ 传统金属矿山选冶与盐湖资源开发协同发展

公司全资或控股并经营14座矿山，产品涵盖有色、黑色以及盐湖化工多个品种。截至2022年底，保有有色金属资源储量1200万吨、黑色金属资源储量2.61亿吨、镁盐资源量超3000万吨。持续实施升级改造，玉龙铜矿一二选厂以及内蒙古双利铁矿露转地改扩建项目完成后铜精矿产量有望增加至15.5万吨/年并新增铁精粉90万吨/年，将有望贡献更多盈利。同时，公司紧跟国家新能源新材料产业政策，利用雄厚的资源储备和技术优势，顺利切入盐湖提镁提锂赛道，公司由金属矿产向盐湖资源开发领域拓展。

#### ➤ 供需紧平衡及公司盐湖领域优势强化成长性

供应端看，全球新发现金属资源日益稀少，矿山品位下降，资源供应刚性制约了中长期供应释放空间。供需处于紧平衡状态，未来有可能逐步转向供给不足。需求端看，能源转型大势所趋，将拉动以铜为代表的有色商品需求。根据SMM测算，2026年新能源领域耗铜占比有望超过20%。海外紧缩货币政策渐入尾声，国内稳增长政策推出都有望提振商品价格。盐湖化工产品应用前景广阔，公司控股的西部镁业已具备年产15万吨产能、参股的东台锂资源具备年产3万吨电池级碳酸锂潜在产能，强化公司成长属性。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年营业收入分别为367.65/414.87/461.56亿元，对应增速分别为-7.54%/12.84%/11.26%，3年CAGR为5.1%；归母净利润分别为28.15/34.57/39.20亿元，对应增速分别为-18.31%/22.79%/13.42%，3年CAGR为4.4%；EPS分别为1.18/1.45/1.65元。绝对估值法测得公司每股价值14.68元，2023年可比公司平均PE10.8倍。考虑到公司持续布局新型产业并逐步进入收获期，业绩有望持续改善。综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司23年12倍PE，目标价14.16元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**产品价格波动风险、矿产资源量和可采储量估测的风险、矿权到期无法续期的风险、安全与环保风险等。

投资评级:

行业:

工业金属

投资建议:

买入/ (首次评级)

当前价格:

10.80元

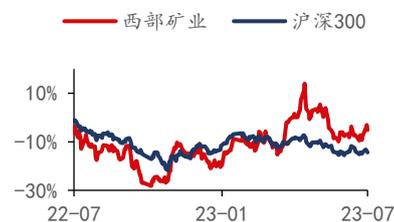
目标价格:

14.16元

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,383/2,383
流通A股市值 (百万元)	25,736
每股净资产 (元)	7.07
资产负债率 (%)	61.13
一年内最高/最低 (元)	14.72/9.11

#### 股价相对走势



分析师: 骆可桂

执业证书编号: S0590522110001

邮箱: luokg@glsc.com.cn

联系人: 胡章胜

邮箱: huzhsh@glsc.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	38500	39762	36765	41487	46156
增长率 (%)	34.27%	3.28%	-7.54%	12.84%	11.26%
EBITDA (百万元)	8020	8348	7592	8733	9538
归母净利润 (百万元)	2932	3446	2815	3457	3920
增长率 (%)	223.32%	17.53%	-18.31%	22.79%	13.42%
EPS (元/股)	1.23	1.45	1.18	1.45	1.65
市盈率 (P/E)	9.0	7.6	9.3	7.6	6.7
市净率 (P/B)	2.0	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.7	5.4	5.9	5.0	4.5

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 7 月 6 日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

公司是中国第二大铅锌精矿与第五大铜精矿生产商，做强做精传统主业同时，顺应时代要求持续布局盐湖提镁提锂以及氟化工等新型产业，加快产业结构转型升级，谋求向科技型矿企转型。展望未来，我们认为，在供需紧平衡格局下金属行业景气度有望回升，主营产品价格重心逐渐上移。且公司在盐湖资源储备、技术积淀以及产能方面具备显著优势，发展前景广阔。“传统+新型”产业协同发展，打开公司成长空间。

### 创新之处

报告详细梳理公司金属板块产能变化趋势以及盐湖化工等领域布局，并对盐湖提镁提锂下游产品市场现状以及产业链等进行阐述。我们认为，公司在盐湖化工领域优势可能尚未被市场充分认知。

### 核心假设

#### ➤ 产量方面：

根据公司资源基础状况，我们假设2023-25年各产品产量如下：

**铜产品：**铜精矿产量分别为13.3/17/17.5万吨，电解铜产量分别为20/20.5/21万吨；

**锌产品：**锌精矿产量分别为11.7/12.5/13.3万吨，锌锭产量分别为11/11/11万吨；

**铁产品：**铁精粉产量分别为155/160/165万吨，球团产量分别为12.4/14/20万吨。

**银锭：**银锭产量分别为200/205/210吨。

**其它产品：**铅精矿产量分别为5.7/6.0/6.4万吨，电铅产量分别为9/9.5/10万吨；精矿含金产量分别为258/260/260千克，金锭产量分别为2300/2300/2300千克，精矿含银产量分别为124/130/135吨；镍精矿产量分别为2100/2300/2500吨；钼精矿产量分别为3500/3600/3600吨；偏钒酸铵产量分别为1800/1850/1900吨；高纯氢氧化镁原粉产量分别为14/14.5/15万吨，高纯氧化镁产量分别为6.4/6.6/6.8万吨。

#### ➤ 价格方面：

供给端来看，矿产资源品位普遍下降及新开发矿山数量减少，供给可能受到制约。需求端来看，能源转型、经济复苏预期以及新能源行业发展前景拉动需求，供需紧平衡格局驱动公司产品价格中枢有望逐步上移。

### 盈利预测、估值与评级

基于上述核心假设，我们预计，公司2023-25年营收分别为367.65/414.87/461.56亿元，对应增速分别为-7.54%/12.84%/11.26%，3年CAGR为5.1%；归母净利润分别为28.15/34.57/39.20亿元，对应增速分别为-18.3%/22.8%/13.4%，3年CAGR为4.4%；EPS分别为1.18/1.45/1.65元。DCF绝对估值法测得公司每股价值14.68元，相对估值法2023年可比公司平均PE10.8倍。考虑到公司持续布局新型产业，盈利状况有望持续改善并提振估值水平。综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司2023年12倍PE，对应目标价为14.16元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

短期看，公司雄厚的资源储备和优异的资源禀赋夯实公司盈利能力。中长期看，公司地处资源丰富的西部地区，并具备持续获取资源储备的优势。顺应时代大趋势，持续布局新型产业，顺利切入盐湖化工赛道，有助于打开公司未来成长新空间。

## 正文目录

1.	<b>立足主业向科技型矿企转型</b> .....	5
1.1	公司植根青海并辐射整个西部地区.....	5
1.2	雄厚的资源基础优势夯实发展根基.....	7
1.3	顺应时代大趋势持续布局新型产业.....	8
2.	<b>传统与新型产业协同发展</b> .....	10
2.1	巩固铜铅锌铁选冶主业.....	10
2.2	新型产业发展前景广阔.....	14
3.	<b>聚焦主业培育公司成长性</b> .....	18
3.1	主要经营指标持续向好.....	18
3.2	盈利能力不断优化提升.....	20
4.	<b>有色与新型产业前景可期</b> .....	21
4.1	供需紧平衡下有色金属景气度有望回升.....	21
4.2	布局新型产业助力公司开启发展新篇章.....	23
5.	<b>盈利预测、估值与投资建议</b> .....	24
5.1	盈利预测.....	24
5.2	估值与投资建议.....	26
6.	<b>风险提示</b> .....	28

## 图表目录

图表 1:	公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 28 日).....	5
图表 2:	公司业务分布.....	6
图表 3:	公司发展大事记.....	6
图表 4:	公司自有在产矿山基本情况 (截至 2022 年底).....	7
图表 5:	公司保有资源储量 (截至 2022 年底).....	7
图表 6:	各在产矿山设计年矿石处理量.....	8
图表 7:	氢氧化镁产业链.....	9
图表 8:	萤石硫酸法氟化工产业链.....	9
图表 9:	东台锂资源股权结构 (截至 2022 年底).....	9
图表 10:	锂电池新材料产业链.....	9
图表 11:	近 5 年玉龙铜业经营状况.....	10
图表 12:	近 5 年西部铜业经营状况.....	10
图表 13:	近 5 年铜产品产量及原料自给率.....	11
图表 14:	铜板块营收占比稳定盈利能力不断增强.....	11
图表 15:	近 5 年鑫源矿业经营状况.....	11
图表 16:	近 5 年会东大梁经营状况.....	11
图表 17:	近 5 年铅锌产品产量.....	12
图表 18:	铅锌产品营收占比以及毛利水平.....	12
图表 19:	近 5 年铁产品产量.....	12
图表 20:	链篦机——回转窑法球团生产工艺流程.....	12
图表 21:	公司其它金属产量 (2022 年).....	13
图表 22:	2022 年各产品计划产量完成率.....	13
图表 23:	公司各类产品营收占比 (%，2022 年).....	13

图表 24: 公司各类产品毛利率水平 (% , 2022 年)	13
图表 25: 西部镁业股权结构	14
图表 26: 西部镁业主要产品及应用	14
图表 27: 盐湖提镁工艺流程	14
图表 28: 西部镁业主要产品产量 (吨)	14
图表 29: 西部镁业毛利率	15
图表 30: 西部镁业经营状况	15
图表 31: 同鑫化工股权结构 (2023 年 4 月增资前)	15
图表 32: 同鑫化工股权结构 (2023 年 4 月增资后)	15
图表 33: 同鑫化工经营状况	16
图表 34: 萤石法无水氢氟酸生产成本和毛利率	16
图表 35: 近 3 年无水氢氟酸价格走势 (元/吨)	16
图表 36: 各类型制冷剂价格偏高位运行 (元/吨)	16
图表 37: 盐湖提锂工艺流程	17
图表 38: 碳酸锂消费结构	17
图表 39: 近 3 年东台锂资源营收状况	17
图表 40: 近 3 年东台锂资源净利润状况	17
图表 41: 泰丰先行股权结构	18
图表 42: 近 3 年泰丰先行经营状况	18
图表 43: 磷酸铁锂产量与新能源汽车销量高度相关	18
图表 44: 99.5% 电池级碳酸锂价格	18
图表 45: 2018-2023Q1 公司营收	19
图表 46: 2018-2023Q1 公司归母净利润	19
图表 47: 有色金属采选冶贡献超 6 成营收	19
图表 48: 有色金属采选冶贡献超 9 成毛利	19
图表 49: 公司研发费用投入不断增加	20
图表 50: 公司期间费用率高位回落	20
图表 51: 公司毛利率与净利率	20
图表 52: 公司资产负债率稳步下降	20
图表 53: 公司经营活动现金流量与净利润	21
图表 54: 公司上市来分红情况 (含税)	21
图表 55: LME 铜铅锌库存 (万吨)	21
图表 56: SHFE 铜铅锌库存 (万吨)	21
图表 57: 全球代表性铜企总资本支出下降	22
图表 58: 精炼铜消费结构	22
图表 59: 电网以及房地产投资拖累铜消费减弱	22
图表 60: 新能源领域耗铜占比逐步上升	22
图表 61: 铅消费结构	23
图表 62: 锌消费结构	23
图表 63: 美国通胀回落, PMI 连续 8 个月低于 50	23
图表 64: 中国央行今年首次下调 MLF、LPR 利率	23
图表 65: 公司 2023 年生产计划	24
图表 66: 公司营收测算汇总 (亿元)	25
图表 67: 基本假设关键参数	26
图表 68: FCFE 估值结果	27
图表 69: FCFE 估值法敏感性测试结果	27
图表 70: 可比公司估值对比	28

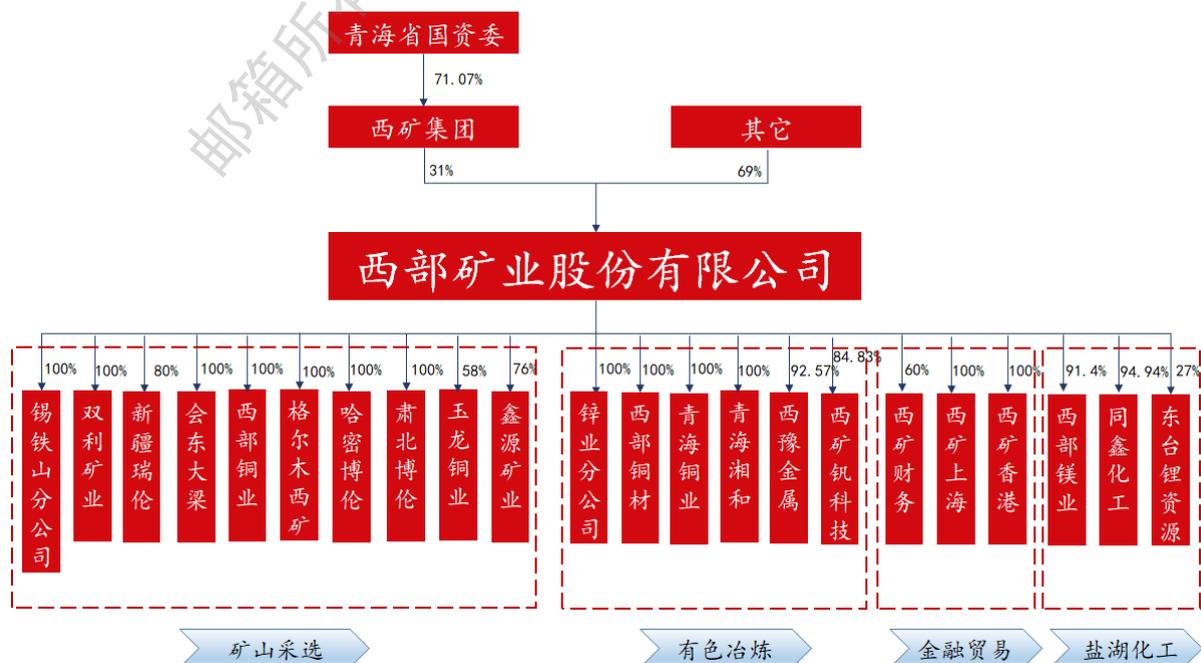
## 1. 立足主业向科技型矿企转型

西部矿业股份有限公司（以下简称“西部矿业”或“公司”）由青海大柴旦锡铁山矿务局改制成立，2007年7月在上海证券交易所挂牌上市。在全国11个省市自治区拥有30余家（分）子公司和控股公司，业务范围涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易、盐湖化工等领域。公司主要从事铜、铅、锌、铁、镍、钒、钼等基本有色金属与黑色金属采选、冶炼、贸易等业务以及黄金、白银等稀贵金属和硫精矿等产品生产及销售，是国内第二大铅锌精矿生产商与第五大铜精矿生产商。

### 1.1 公司植根青海并辐射整个西部地区

控股股东与实控人分别为西矿集团与青海省国资委。1982年8月，为规模开发锡铁山大型铅锌矿资源，中国有色金属工业总公司和青海省委省政府正式设立锡铁山矿务局。2000年5月，锡铁山矿务局改制为西部矿业有限责任公司，直属中国铜铅锌集团公司；8月，划归青海省政府管理；12月，由西部矿业有限责任公司作为主发起人发起设立青海西部矿业股份有限公司；2001年4月，更名为西部矿业股份有限公司。2006年7月，西部矿业有限责任公司更名西部矿业集团有限公司（以下简称“西矿集团”或“集团”）。经过多年发展，由单一铅锌资源开发企业逐步拓展成为集矿山冶炼、盐湖化工、文化旅游、建筑地产、金融贸易、科技信息六大产业为一体的大型现代化企业集团。截至2023年6月28日，西矿集团持有西部矿业31%股权，为公司控股股东；青海省国资委持有西矿集团71.07%股权，为公司实控人。

图表 1: 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 28 日)



来源：公司公告，国联证券研究所

业务范围辐射整个西部地区。公司确立“立足青海、巩固四川、发展内蒙、挺进

西藏”的发展思路，全资持有或控股并经营 14 座矿山，包括有色金属矿山 7 座、铁及铁多金属矿山 6 座、盐湖矿山 1 座。形成电解铜 21 万吨/年、电铅 10 万吨/年、锌锭 10 万吨/年、偏钒酸铵 2000 吨/年的产能，实现选冶一体化发展。

图表 2: 公司业务分布



来源：公司官网，国联证券研究所

**持续布局新型产业。**公司围绕集团“做强矿山主业、做精冶炼产业、做优盐湖资源、做实新型产业”发展战略，立足有色金属资源开发主业，持续增加新能源产业链资源储备。2020 年 10 月，公司收购集团所持西部镁业 91.4% 股权；2022 年 3 月，公司受让集团所持东台锂资源 27% 的股权，实现盐湖提镁、提锂产业协同发展；2023 年 1 月，公司全资子公司青海铜业受让集团所持同鑫化工 67.69% 股权，介入氟化工中下游产业链。4 月，公司对青海铜业增资，持有同鑫化工股权进一步上升至 94.94%。

图表 3: 公司发展大事记



来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

## 1.2 雄厚的资源基础优势夯实发展根基

**资源基础优势雄厚。**公司旗下 12 座在产矿山，主要产品有铅精矿、锌精矿、铜精矿、铁精粉、球团以及镁盐等。截至 2022 年底，公司保有有色金属资源储量 1200 万吨、黑色金属资源储量 2.61 亿吨、氯化镁 3046.25 万吨。

图表 4: 公司自有在产矿山基本情况 (截至 2022 年底)

在产矿山	主要品种	资源量 (万吨)	保有储量 (万吨)	品位 (%)	年处理量 (万吨)	权益比例 (%)
青海锡铁山铅锌矿	铅、锌	1894.95	1679.18	8.04	130	100
青海锡铁山中间沟一断层沟铅锌矿	铅、锌	220.66	154.92	5.32	20	100
内蒙古获各琦铜矿	铜、铅、锌	铜: 3264.64 铅锌: 4869.63	铜: 2842.26 铅锌: 4115.23	铜: 0.9 铅锌: 2.78	铜: 160 铅锌: 90	100
内蒙古双利铁矿	铁	7297.42	6884.65	24.10	340	100
新疆哈密白山泉铁矿	铁	2450.86	1983.15	19.88	140	100
甘肃肃北七角井钒铁矿	钒、铁	铁: 12115.06 钒: 7120.75	铁: 10584.80 钒: 6520.11	铁: 22.32 钒: 0.91	铁: 278 钒: 31	100
四川呷村银多金属矿	铜、铅、锌、金、银	646.00	566.88	铜: 0.22 铅锌: 8.53 银: 48.15	30	76
四川会东大梁铅锌矿	铅、锌	456.58	406.94	5.65	58	100
西藏玉龙铜矿	铜	87779.04	86835.29	0.66	1989	58
新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿	镍、铜	7822.40	6806.77	镍: 0.32 铜: 0.06	60	80
青海格尔木拉陵高里河下游铁多金属矿	铁、铜、铅、锌	1202.03	965.58	25.92	75	80
青海格尔木团结湖镁盐矿	镁盐	3046.25	3046.25	氯化镁: 36.11	50	91.4

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 5: 公司保有资源储量 (截至 2022 年底)

铜金属 (万吨)	铅金属 (万吨)	锌金属 (万吨)	铜金属 (万吨)	五氧化二钒 (万吨)
624.77	161.57	284.37	37.45	64.57
铁 (矿石量, 万吨)	镍 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	氯化镁 (万吨)
26146.75	27.17	13.08	2119.86	3046.25

来源: 公司公告, 国联证券研究所

**矿山具备增产潜能。**2022 年, 公司完成选矿处理量为 3272 万吨, 设计矿石总处理量为 3671 万吨。未来公司可根据各矿山资源和运营情况适时提高矿山产能, 矿产品产量有望进一步增加。

**图表 6: 各在产矿山设计年矿石处理量**

	在产矿山	设计年处理量 (万吨)
铜	西藏玉龙铜矿	1989
	内蒙古获各琦铜矿	450
铅锌	青海锡铁山铅锌矿	150
	青海锡铁山中间沟-断层沟铅锌矿	20
	四川呷村银多金属矿	30
	四川会东大梁铅锌矿	66
铁	肃北七角井钒铁矿	250
	内蒙古双利铁矿	340
	新疆哈密白山泉铁矿	140
	格尔木拉陵高里河铁多金属矿	75
镍	新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿	111
镁	青海团结湖镁盐矿	50

来源: 公司公告, 国联证券研究所

**探矿增储增厚资源储备。**根据自然资源部估计, 西部地区蕴藏着我国 59% 的锌资源、55% 的铅资源和 65% 的铜资源。作为西部最大的有色金属矿业公司之一, 有利于公司优先获得西部优质矿产资源。公司拥有和控制的矿山具有良好的成矿地质条件和勘探增储前景, 同时根据与西矿集团签订的《避免同业竞争协议》, 公司拥有购买集团未来在铜铅锌业务和资源方面股权的优先收购权。公司还通过股权投资方式进行资源并购, 持续加强资源储备和滚动开发, 不断拓宽资源品种, 增强公司发展能力和盈利能力。截至 2022 年底, 公司共有探矿权 7 个, 采矿权 13 个。

### 1.3 顺应时代大趋势持续布局新型产业

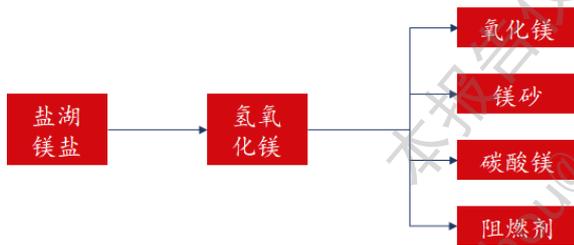
为贯彻落实集团资源发展战略, 新增公司资源储备, 拓展资源开发品种, 公司紧跟国家新能源新材料产业政策, 由金属矿产向盐湖资源开发领域拓展。加快布局新能源赛道, 切入盐湖提镁、提锂和氟化工产业。在延伸矿产资源产业链, 提高公司整体科技含量等方面取得了丰硕成果。

**收购西部镁业进军盐湖提镁产业。**2020 年 10 月, 公司以西部镁业 91.4% 股权对应的评估价值 5.63 亿元, 收购集团持有的西部镁业 91.4% 股权。西部镁业主要从事盐湖提镁和化工镁产品加工业务, 发明了盐湖卤水-氨石灰联合法连续生产高纯氢氧化镁的新工艺, 是国内第一家也是唯一一家生产规模达到 15 万吨以上的盐湖镁资源开发企业, 产能名列世界第三。目前生产规模 15 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、3 万吨/年高纯电熔镁砂、3 万吨/年烧结镁砂。拥有约 25.34 平方公里的富镁卤水矿, 其中氯化镁含量达到 47% 以上, 总储量超过 6000 万吨。

**收购同鑫化工介入氟化工下游产业链。**为完善铜冶炼产业链, 确保铜冶炼副产品硫酸销售渠道, 2023 年 1 月, 公司全资子公司青海铜业以 8827.08 万元受让集团所持同鑫化工 67.69% 股权。青海铜业年产 15 万吨阴极铜项目, 年产副产品硫酸约 46 万吨, 同鑫化工每年可消耗青海铜业副产品硫酸约 27 万吨。本次股权受让后, 同鑫化工在消化硫酸产品的同时, 公司可依托自身资源开发优势介入萤石矿开发领域, 介入

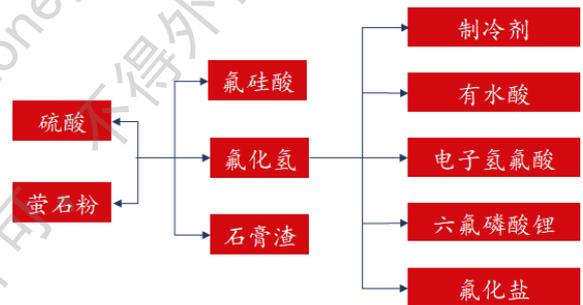
氟化工中下游产业链，从而融入新能源产业发展赛道。氟化工产业链以萤石资源开发为起点，中上游主要为氢氟酸及氟化铝等，终端产品为空调及汽车用的制冷剂、工业含氟新材料、半导体领域中极其重要的电子级氢氟酸等。同鑫化工目前已形成 10 万吨/年无水氢氟酸、4 万吨/年制冷剂生产能力，填补了青海省氟化工领域空白。2023 年 4 月，公司对青海铜业增资 70000 万元，青海铜业同步对其控股子公司同鑫化工增资 70000 万元。增资完成后，青海铜业持有同鑫化工股权由 67.69% 升至 94.94%。

图表 7: 氢氧化镁产业链



来源：百川盈孚，国联证券研究所

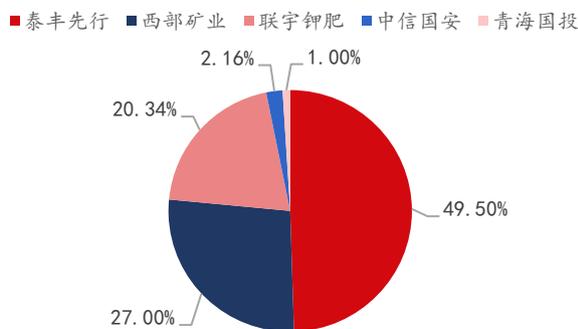
图表 8: 萤石硫酸法氟化工产业链



来源：百川盈孚，国联证券研究所

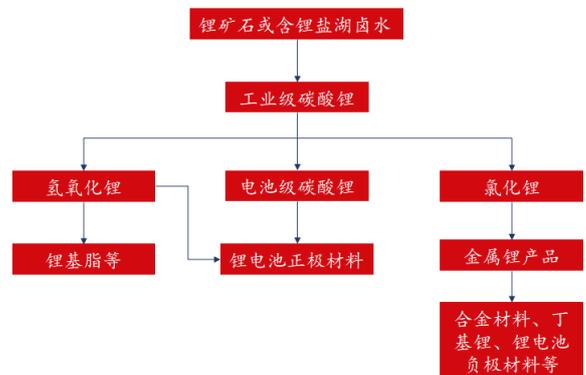
**收购东台锂资源股权布局锂电池新材料产业。**为拓展公司资源开发领域，紧跟国家新能源新材料产业政策，2022 年 3 月，公司以东台锂资源 27% 股权对应的评估价值 33.43 亿元，收购集团持有的东台锂资源 27% 股权。东台锂资源目前主要从事东台吉乃尔盐湖锂资源开发，加工生产碳酸锂产品。东台锂资源锂硼钾综合开发项目于 2016 年 7 月在青海省经信委立项备案，建设规模和内容分别为年产 3 万吨碳酸锂、年产 30 万吨钾肥（硫酸钾）、年产 3 万吨硼酸的生产装置以及配套工程。已自建和运营年产 1 万吨电池级碳酸锂生产线，控股子公司青海锂业运营年产 1 万吨碳酸锂生产线。

图表 9: 东台锂资源股权结构（截至 2022 年底）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 10: 锂电池新材料产业链



来源：天齐锂业招股书，国联证券研究所

## 2. 传统与新型产业协同发展

公司深耕西部地区多年，坐拥雄厚的资源基础和优秀的技术管理团队，具备持续获取优质矿产资源的条件，始终以“做强矿山主业、做精冶炼产业”为发展战略，以铜、铅、锌、铁的采选及冶炼为主要业务，持续增加资源储备。在巩固传统矿山选冶业务同时，布局的新型产业也逐渐步入正轨。从而有助于打造新的利润增长点，提高产业技术含量，助力公司向科技型矿业企业转型升级。

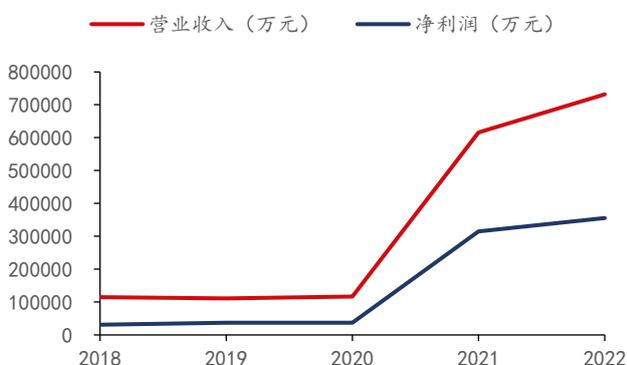
### 2.1 巩固铜铅锌铁选冶主业

矿山开发是支撑公司稳定发展的主业，地采矿山全部实现充填采矿法，大幅提高资源回采率，降低贫化率，减少废石尾矿排放量。冶炼企业已完成冶炼系统循环经济升级改造，金、银等贵金属和有价金属元素综合回收率进一步提升。

#### 1. 铜板块：公司基本盘，高原料自给率保障盈利能力

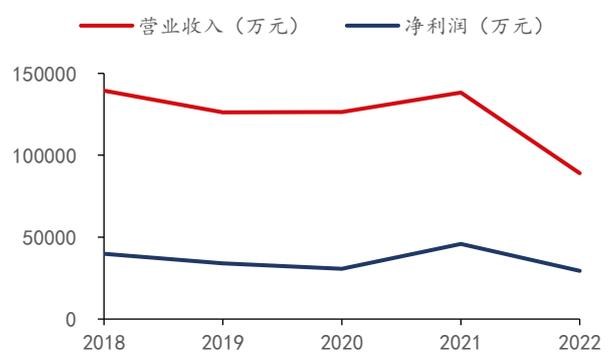
截至 2022 年底公司拥有铜金属量 624.77 万吨，主力矿山为西藏玉龙铜矿以及内蒙古获各琦铜矿。玉龙铜矿是国内第二大单体铜矿，由公司持股 58% 的玉龙铜业负责运营。矿体埋藏浅，资源量大，矿体的贮藏条件和水文地质条件简单，适合大规模露天开采。保有铜资源储量 86835.29 万吨，平均品位 0.66%，年矿石处理量 1989 万吨，具备年生产铜金属量 13 万吨的能力。玉龙铜矿一、二选厂技术提升改造项目于 2023 年 4 月开工建设，目前正在稳步推进。改造完成后，一、二选厂铜矿处理量将增加至 450 万吨/年，玉龙铜业年生产铜金属量有望超过 15 万吨/年。内蒙古获各琦铜矿是中国储量第六大铜矿，由公司持股 100% 的西部铜业运营。从单一的铜矿石露天采矿逐步拓展到铜铅锌共同开发。获各琦铜矿保有铜资源储量 2842.26 万吨，平均品位 0.9%，年处理铜矿石量 160 万吨，年生产铜金属量约 1.5 万吨。随着铜原料自给率提升，对公司利润贡献不断提高。玉龙铜矿技改项目完成后，两大主力铜矿山合计铜精矿产能近 17 万吨。

图表 11: 近 5 年玉龙铜业经营状况



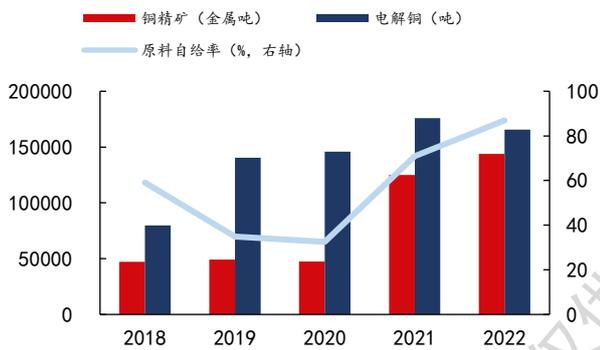
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 12: 近 5 年西部铜业经营状况



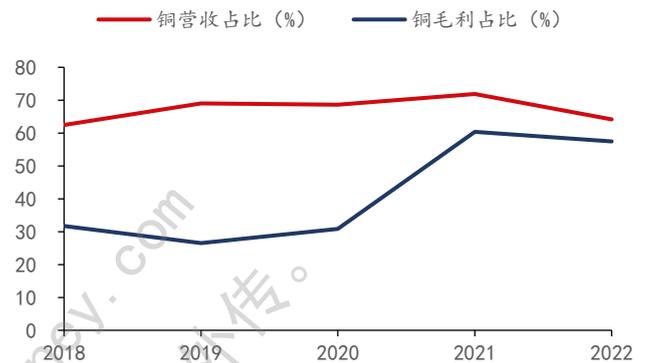
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 13: 近 5 年铜产品产量及原料自给率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 铜板块营收占比稳定盈利能力不断增强

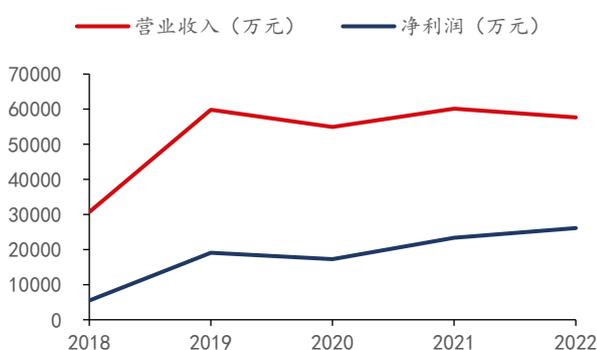


来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 铅锌板块: 公司传统优势领域, 资源禀赋优异

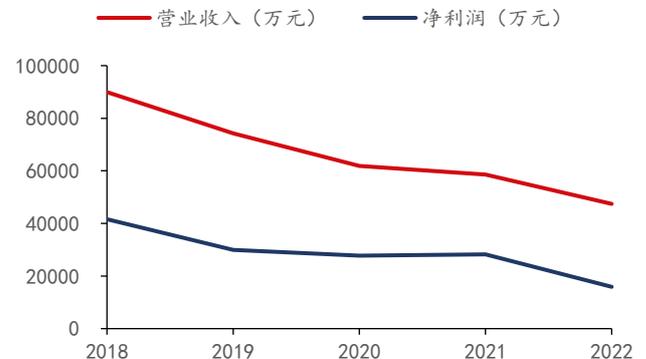
截至 2022 年底拥有铅锌金属量 445.94 万吨, 主力矿山为锡铁山铅锌矿、锡铁山中间沟一断层沟铅锌矿、四川呷村银多金属矿与四川会东大梁铅锌矿。锡铁山铅锌矿 (平均品位 8.04%) 以及中间沟-断层沟铅锌矿 (平均品位 5.32%) 合计铅锌保有储量 1834.1 万吨, 是中国第二大单体铅锌矿, 由锡铁山分公司负责运营, 具备年产铅锌精矿超 13 万吨的产能。四川呷村银多金属矿 (铅锌平均品位 8.53%) 以银铅锌铜富集一体而著称, 由公司持股 76% 的鑫源矿业负责运营, 会东大梁铅锌矿 (平均品位 5.65%) 由公司持股 100% 的会东大梁负责运营。四川呷村银多金属矿与会东大梁铅锌矿分别拥有 30 万吨/年与 66 万吨/年的采选能力, 具备年生产铅锌金属量产能分别约为 2.56 万吨与 3.73 万吨。四大铅锌主力矿山合计铅锌精矿年产能超 19 万吨。此外, 内蒙古获各琦铜矿也具备 90 万吨/年的采选能力, 铅锌平均品位 2.78%, 年铅锌精矿产能约 2.5 万吨。

图表 15: 近 5 年鑫源矿业经营状况



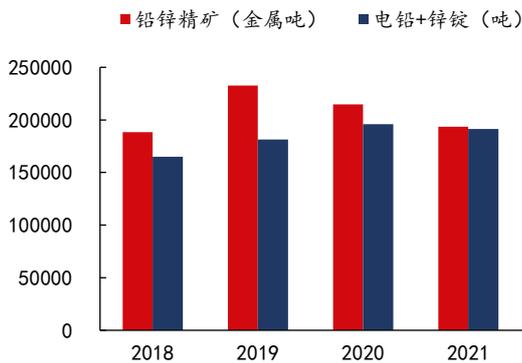
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 16: 近 5 年会东大梁经营状况



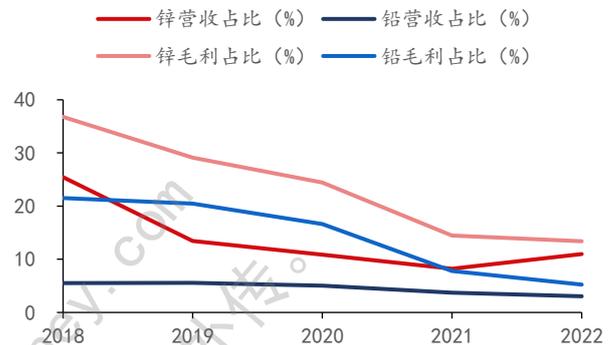
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 17: 近 5 年铅锌产品产量



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 铅锌产品营收占比以及毛利水平

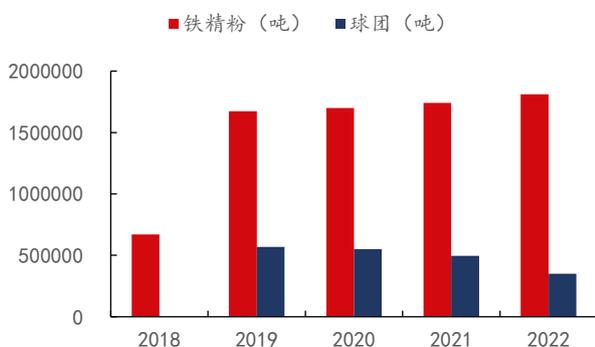


来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 铁板块: 资源保有量大, 发展后劲足

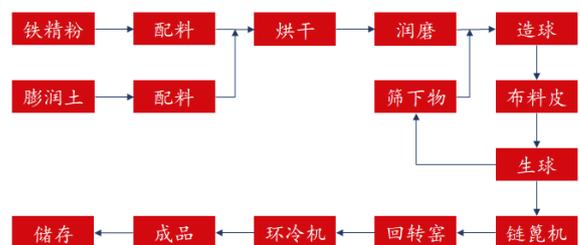
截至 2022 年底, 公司保有铁矿石资源量超 2.6 亿吨, 主力矿山为内蒙古双利铁矿、新疆哈密白山泉铁矿、格尔木拉陵高里河铁多金属矿以及肃北七角井钒铁矿。双利铁矿由公司 100% 控股的双利矿业运营, 年处理量 340 万吨, 平均品位 24.1%, 铁精粉产能超 80 万吨。选矿方法为湿式磁选, 铁精粉品位 TFe62%; 氧化球团采用行业先进的链篦机——回转窑氧化球团烧结工艺, 球团品位 60.5%。双利铁矿 340 万吨/年露转地改扩建项目已开工建设, 建成后预计新增铁精粉 90 万吨。哈密白山泉铁矿由公司 100% 控股的哈密博伦负责运营, 年矿石处理量 140 万吨, 平均品位 19.88%, 铁精粉产能约 28 万吨。格尔木拉陵高里河铁多金属矿由公司 100% 控股的格尔木西矿负责运营, 年矿石处理量 75 万吨, 平均品位 25.92%, 铁精粉产能近 20 万吨。肃北七角井钒铁矿由公司 100% 控股的肃北博伦负责运营, 年矿石处理量 278 万吨, 平均品位 22.32%, 铁精粉产能超 60 万吨。四大铁主力矿山合计铁精粉年产能超过 180 万吨。

图表 19: 近 5 年铁产品产量



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 链篦机——回转窑法球团生产工艺流程



来源: 《球团链篦机散料回收新工艺的研究与应用》<sup>1</sup>, 国联证券研究所

<sup>1</sup> 《球团链篦机散料回收新工艺的研究与应用》, 作者: 张浩、景涛、王春林、蒋林海、李继淦、章裕东, 《金属材料与冶金工程》, 2023 年 2 月, 第 51 卷, 第 1 期。

#### 4. 其它金属板块：下游应用广泛，增厚盈利水平

除铜铅锌铁主要产品外，公司还有镍钒钼等小金属以及金银等贵金属。镍主力矿山为新疆哈密瑞伦黄山南铜镍矿，由公司持股 80% 的新疆瑞伦负责运营。年处理矿石量 60 万吨，平均品位 0.32%，镍精矿产能超 1900 吨，主要应用于不锈钢、合金、电池等。肃北七角井钒铁矿拥有五氧化二钒资源储量 64.57 万吨，年矿石处理量 31 万吨，平均品位 0.91%，产量超 2800 吨，进一步冶炼加工可生产偏钒酸铵，主要用作催化剂、催干剂、媒染剂等。玉龙铜矿保有伴生钼金属资源储量 37.45 万吨，生产成本低，钼精矿毛利率达到 89.1%，产品超过 70% 应用于钢铁工业。西部矿业已成为国内重要的钼精矿生产商，2022 年占国内总产量的 3%，位列钼精矿生产商第 9 位。除此之外，公司旗下部分矿山还伴生金银等贵金属。

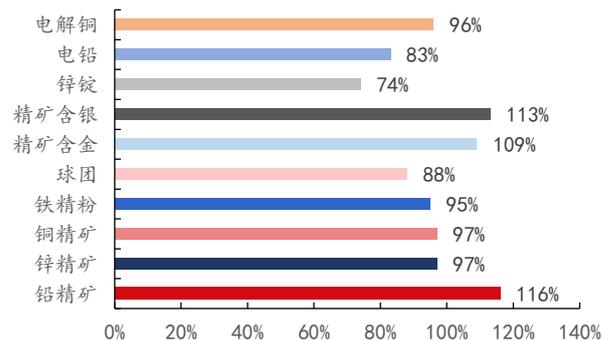
整体来看，2022 年采选环节部分产品未完成计划的主要原因是矿山原矿品位及处理量低于计划指标，冶炼环节部分产品未完成计划的主要原因是原材料供应不足及计划性停产检修影响。随着上述不利因素消除，矿山选冶业务有望贡献更多利润。

图表 21: 公司其它金属产量 (2022 年)



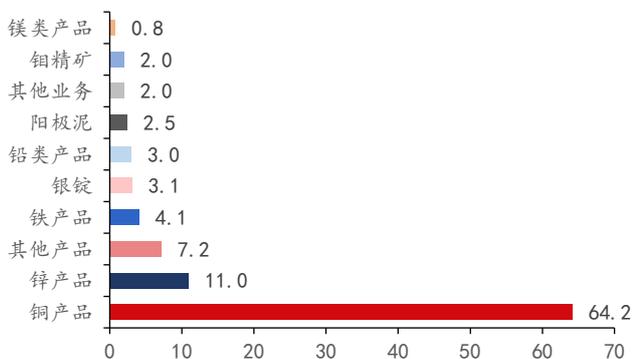
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 22: 2022 年各产品计划产量完成率



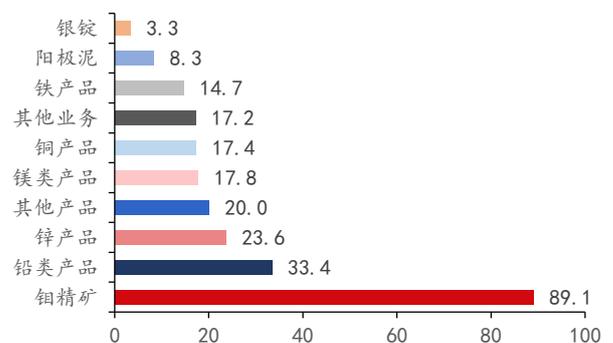
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 23: 公司各类产品营收占比 (%，2022 年)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 24: 公司各类产品毛利率水平 (%，2022 年)



来源：Wind，国联证券研究所

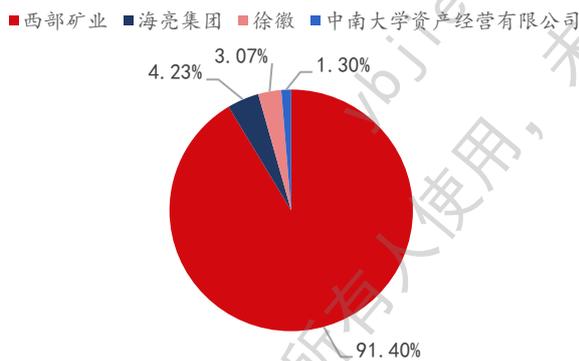
## 2.2 新型产业发展前景广阔

公司紧跟集团“做优盐湖资源、做实新型产业”发展战略，在盐湖提镁提锂、石煤提钒以及氟化工产业链进行广泛布局，新型产业发展势头正劲、前景可期。

### 1. 盐湖提镁：锚定“国内一流、国际知名”目标

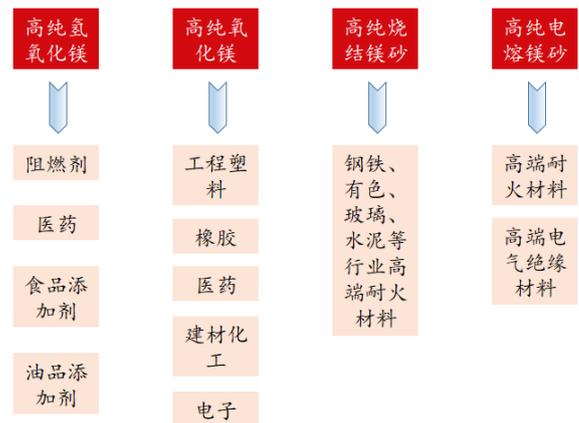
西部镁业拥有青海省格尔木市察尔汗团结湖地区镁盐矿采矿权，根据《青海省格尔木市察尔汗盐湖老卤排放区-团结湖地区镁盐矿产资源储量核实报告》，团结湖镁盐矿矿床的液体矿产主要有  $MgCl_2$ 、 $LiCl$  和  $B_2O_3$ ，固体矿产主要有镁盐 ( $MgCl_2$ )、石盐 ( $NaCl$ ) 以及低品位钾盐 ( $KCl$ )。液体  $MgCl_2$  资源储量控制+推断卤水量总计为 5265.33 万立方米 ( $MgCl_2$  为 2299.25 万吨)，平均品位 32.75%。固体  $MgCl_2$  资源储量控制+推断矿石量总计为 14613.09 万吨 ( $MgCl_2$  为 5283.83 万吨)，平均品位 36.16%。西部镁业所持矿权证载产能 50 万吨/年，截至 2022 年底，公司拥有团结湖镁盐矿区  $MgCl_2$  储量为 3046.25 万吨，品位 36.11%。

图表 25: 西部镁业股权结构



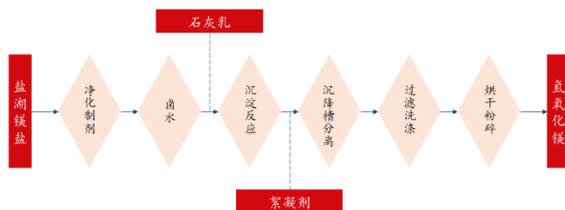
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 26: 西部镁业主要产品及应用



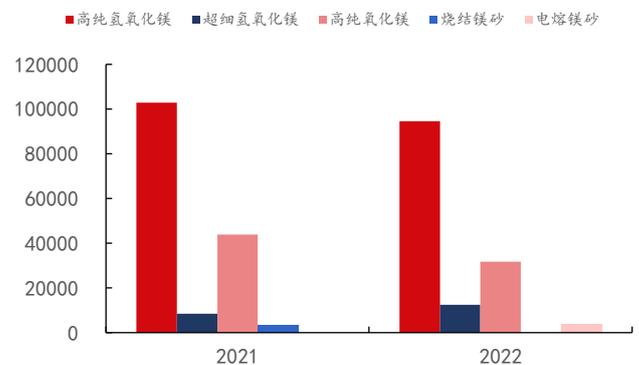
来源：国联证券研究所

图表 27: 盐湖提镁工艺流程



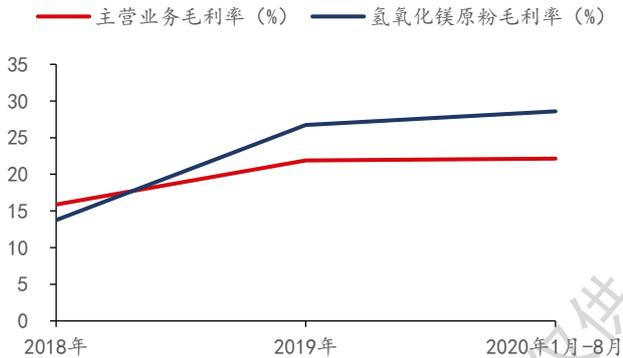
来源：百川盈孚，国联证券研究所

图表 28: 西部镁业主要产品产量 (吨)



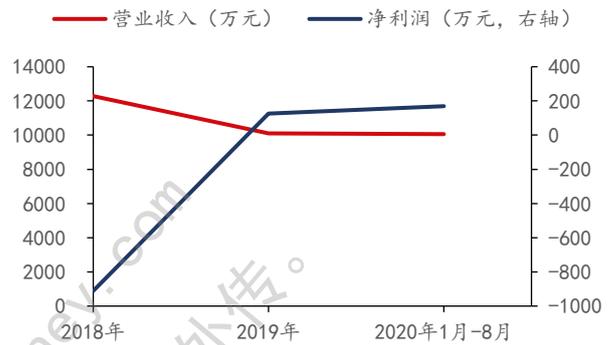
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 29: 西部镁业毛利率



来源: 西部镁业审计报告, 国联证券研究所

图表 30: 西部镁业经营状况



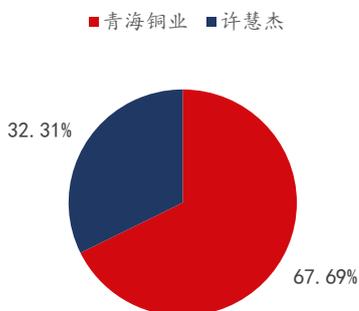
来源: 西部镁业审计报告, 国联证券研究所

**签订业绩承诺彰显集团信心。**公司于 2021 年 3 月 2 日与西矿集团签订《西部镁业股权转让合同》，根据西部镁业经营状况，西矿集团承诺：2021 年-2023 年西部镁业实现净利润合计 6000 万元人民币。截至 2022 年底，西部镁业累计实现净利润 2705 万元。

## 2. 氟化工：填补青海省氟化工领域空白

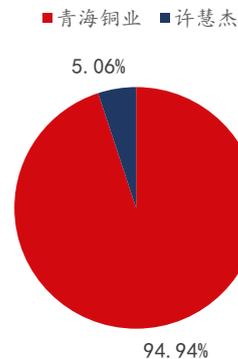
公司全资子公司青海铜业收购同鑫化工股权，将两公司纳入统一管理体系，一方面减少了公司与控股股东之间的日常关联交易，另一方面有助于两单位生产经营实现协同管理，确保青海铜业正常生产经营。同鑫化工产品无水氟化氢和制冷剂主要应用于家电、汽车、轨道交通、新能源等制造领域。通过增资偿还相关债务，有利于降低同鑫化工资产负债率，改善财务结构，确保青海铜业、同鑫化工生产经营稳定。

图表 31: 同鑫化工股权结构 (2023 年 4 月增资前)



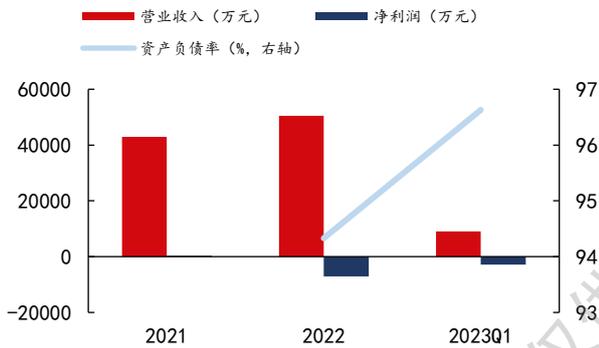
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 32: 同鑫化工股权结构 (2023 年 4 月增资后)



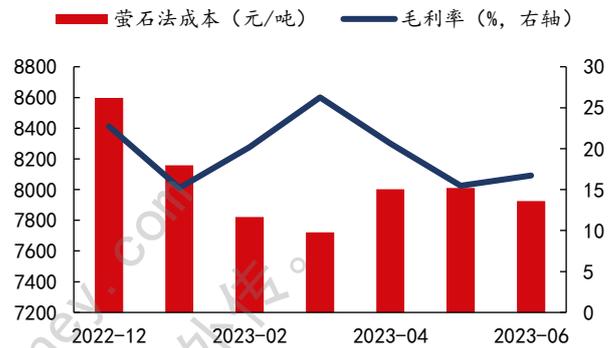
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 33: 同鑫化工经营状况



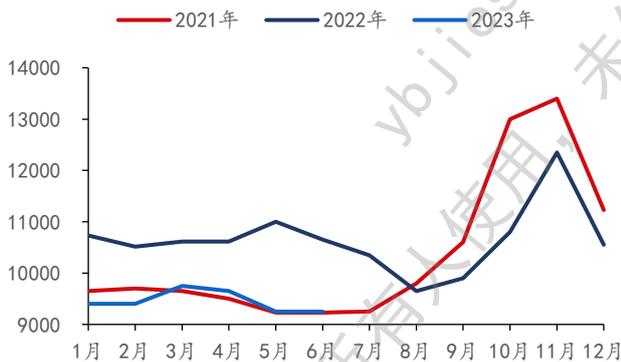
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 34: 萤石法无水氢氟酸生产成本和毛利率



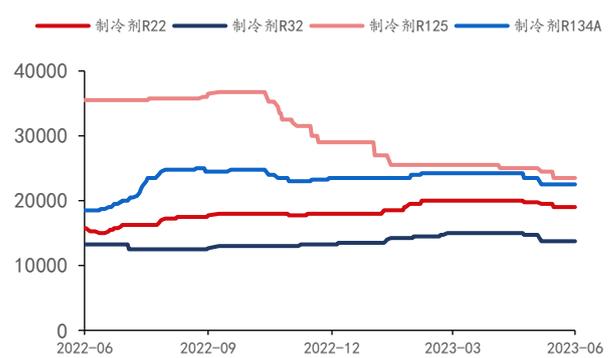
来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 35: 近 3 年无水氢氟酸价格走势 (元/吨)



来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 36: 各类型制冷剂价格高位运行 (元/吨)



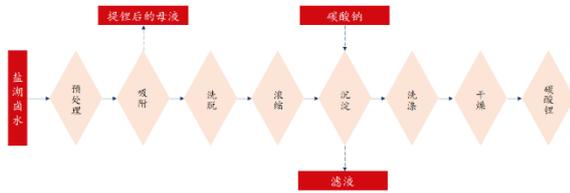
来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

### 3. 盐湖提锂: 布局碳酸锂下游磷酸铁锂行业

碳酸锂是锂行业中最主要的产品, 东台锂资源拥有东台吉乃尔盐湖采矿权, 锂资源储量达到超大型规模, 其生产碳酸锂所需的锂全部“自给自足”, 无需高额成本向外采购。从而使其生产成本低、市场竞争能力强。东台锂资源控股子公司青海锂业已经拥有十余年碳酸锂产品的生产经验, 且东台锂资源及青海锂业已拥有 50 余项碳酸锂生产相关专利技术, 特别是青海锂业是国内最早攻克盐湖提锂“镁锂分离”技术难题的企业之一, 其所生产的碳酸锂产品品质稳定且达到电池级标准。锂资源公司未来扩大产能、对外拓展盐湖锂资源进行生产, 节省了研发周期, 无需再进行大量的研发投入。

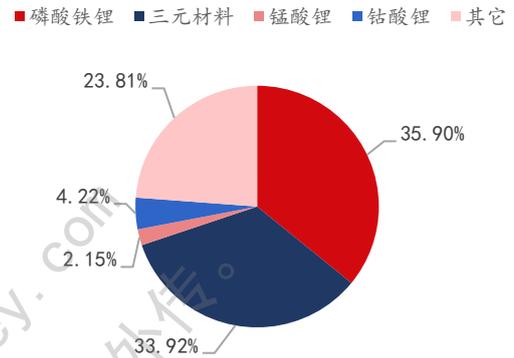
截至 2021 年 11 月 30 日, 东台锂资源所持东台吉乃尔盐湖采矿权范围内保有资源储量为: 卤水量 66748.87 万方; LiCl 孔隙度储量 202.28 万吨, 品位 3030.48 毫克/升; B<sub>2</sub>O<sub>3</sub> 孔隙度储量 123.35 万吨, 品位 1848.05 毫克/升; KCl 孔隙度储量 1213.89 万吨, 品位 1.47%。

图表 37: 盐湖提锂工艺流程



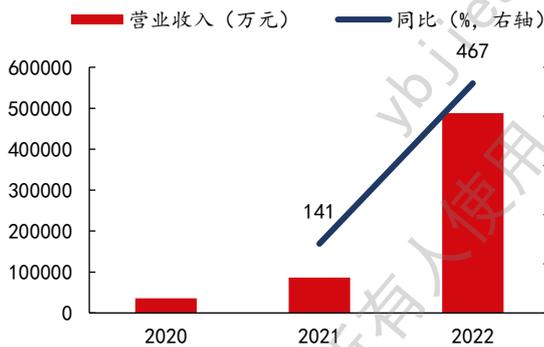
来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 38: 碳酸锂消费结构



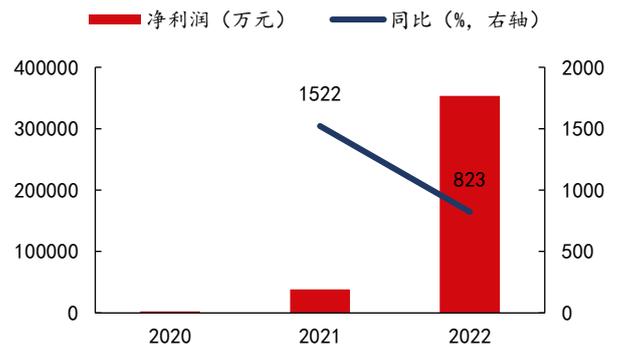
来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 39: 近 3 年东台锂资源营收状况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 40: 近 3 年东台锂资源净利润状况

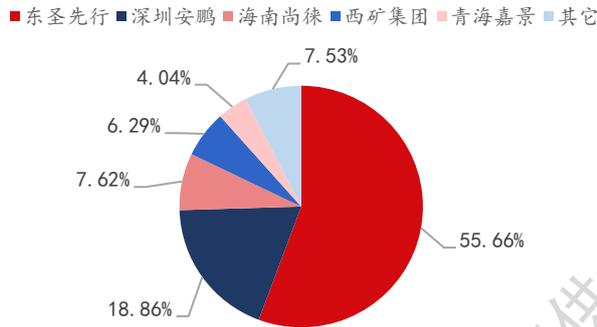


来源: 公司公告, 国联证券研究所

**拟参与竞买控股股东所持青海泰丰先行股权。**2023 年 6 月, 公司发布公告, 拟以 79061.57289 万元挂牌底价参与竞买集团所持泰丰先行 6.29% 股权 (集团于 2020 年通过增资 50000 万元获得)。泰丰先行为锂电池材料生产企业, 已形成磷酸铁锂材料、三元正极材料、电池隔膜、盐湖锂资源开发、碳酸锂生产等锂电池产业链; 同时泰丰先行通过子公司东台锂资源间接持有东台吉乃尔盐湖锂硼钾矿。泰丰先行在青海省西宁市南川工业园区生产加工锂离子电池材料, 包括 18.5 万吨/年磷酸铁锂 (原有 2.5 万吨/年磷酸铁锂、新建一期 16 万吨/年磷酸铁锂项目已于 2023 年 5 月投料试生产)、1 万吨/年钴酸锂、8000 吨/年三元正极材料及 4.2 亿平方米/年隔膜。另外在现有产能基础上, 泰丰先行规划二期建设 14 万吨/年磷酸铁锂项目。

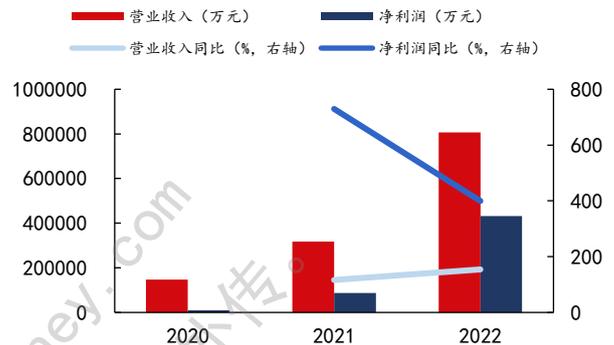
**业绩承诺保障公司利益。**公司于 2022 年 6 月 9 日收到集团业绩承诺函, 东台锂资源 2022 年-2024 年三个会计年度经审计后净利润合计不低于 362040.05 万元, 27% 股权对应的三个会计年度净利润合计不低于 97750.8135 万元。截至 2022 年底, 东台锂资源已实现归母净利润 353476 万元。

图表 41: 泰丰先行股权结构



来源: 公司公告, 国联证券研究所 (注: 青海嘉景未实缴到位)

图表 42: 近 3 年泰丰先行经营状况



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 43: 磷酸铁锂产量与新能源汽车销量高度相关



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 44: 99.5% 电池级碳酸锂价格



来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 聚焦主业培育公司成长性

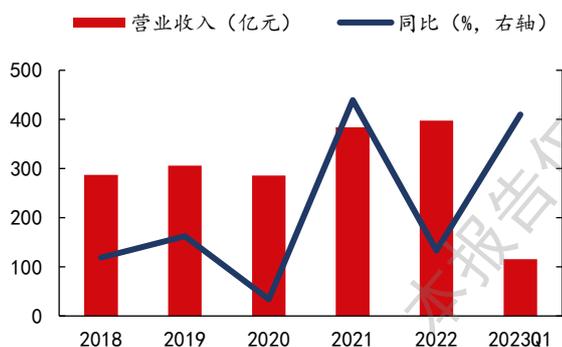
2015年7月,西矿集团新一届领导班子上任,提出“巩固提升、壮大发展、突破创新”三大发展战略,重点在优化机构、提升管理、降本增效、转型升级等方面全面改革。公司坚持做强做精基本有色金属与黑色金属采选冶主业,持续获取资源,保障长期稳定发展。同时,加快布局新型产业,顺应时代要求切入新能源赛道,提高公司产业技术含量,推动不断向高新技术企业、科技公司转型。公司保有资源量、资产规模和盈利能力也快速提升,成长空间进一步打开。

#### 3.1 主要经营指标持续向好

有色金属采选冶贡献主要营收和毛利。公司近3年营收规模稳步增长,CAGR为9%。特别是2022年,面对宏观经济不确定因素增加、经济下行压力持续加大等重重压力,实现营收397.62亿元,同比增长超过3%。实现归母净利润34.46亿元,同比

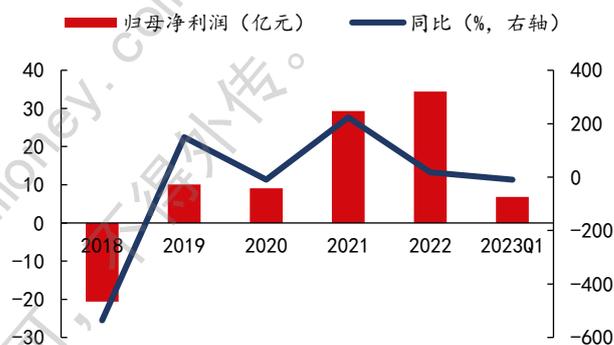
增长 18%。从业务类型看，有色金属采选冶业务贡献超 6 成营收以及超 9 成毛利，是公司主业。贸易业务占比超 3 成，主要进行有色金属贸易及期货套期保值业务，因而整体毛利率较低。

图表 45: 2018-2023Q1 公司营收



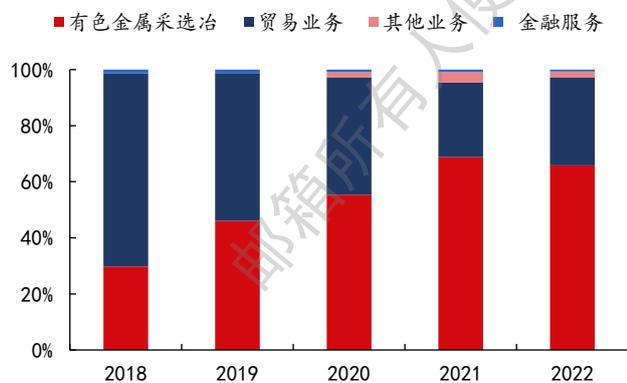
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 46: 2018-2023Q1 公司归母净利润



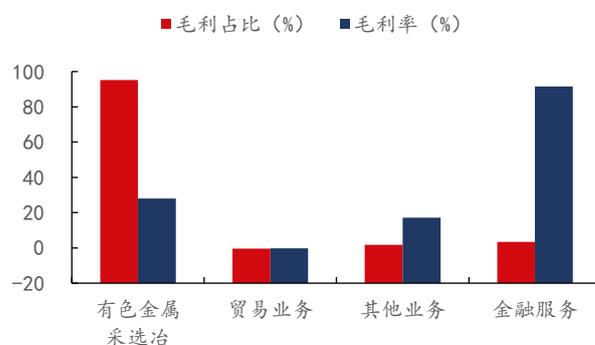
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 47: 有色金属采选冶贡献超 6 成营收



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 48: 有色金属采选冶贡献超 9 成毛利



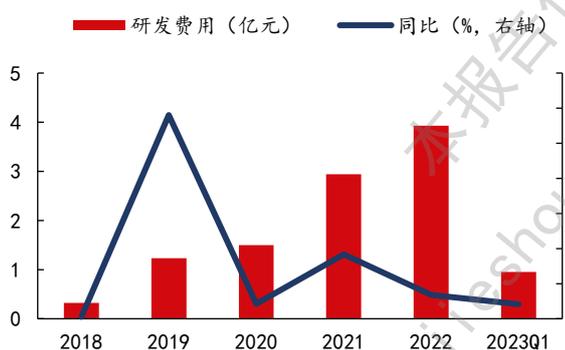
来源: Wind, 国联证券研究所

**加大研发力度提升经济效益。**公司重视研发，投入的研发费用持续上升，近 3 年 CAGR 达 34%。玉龙铜业三选厂开展工艺指标提升，铜、钼回收率较上年提升 1.4%和 4.5%，低品位硫化矿得到综合利用；开展青海铜业铜渣浮选尾矿提铁技术研究，磁选铁精矿产率 44.8%。锡铁山分公司金回收率较上年提高 4.5%，鑫源矿业铜铅锌综合回收率、哈密博伦铁矿全铁回收率分别提高 2.3%、0.7%，西豫金属铅、金、银综合回收率分别提高 0.4%、0.7%、0.6%，青海铜业铜冶炼综合回收率提高 1.2%，金、银综合回收率分别提高 1.1%、1.5%。

### 3.2 盈利能力不断优化提升

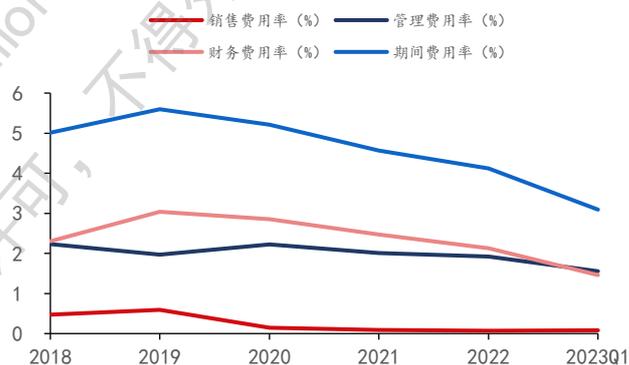
费用管控不断优化，资产负债率持续下降。受资本开支与项目收购需求影响，公司期间费用率 2019 年达到高点，随后缓慢回落，2023 年 Q1 降至 3.1%。从费用结构看，主要为财务费用和管理费用，销售费用则持续保持低位。随着公司收购以及投资的项目陆续投产并贡献营收，预计费用率支出仍有下降空间。资产负债率也降至 2023 年 Q1 的 61.1%，较 2018 年降幅达 10.02 个百分点。

图表 49: 公司研发费用投入不断增加



来源: Wind, 国联证券研究所

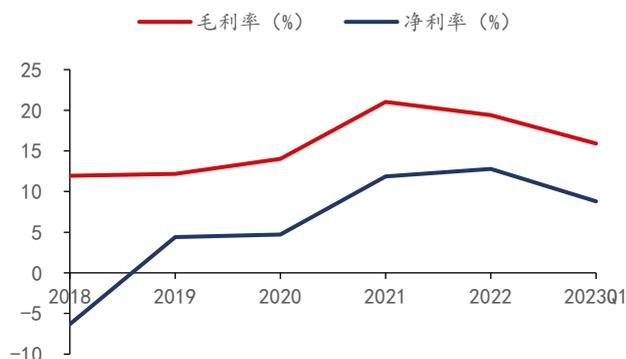
图表 50: 公司期间费用率高位回落



来源: Wind, 国联证券研究所

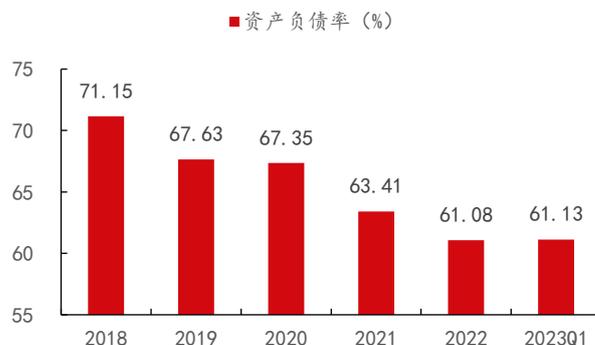
盈利能力较稳定，持续回报投资者。2021 年玉龙铜矿二期改扩建项目投产，伴随着各项费用支出下降，公司盈利能力明显上升。2023 年 Q1，由于公司有色金属贸易增加，整体毛利率与净利率有所下滑。经营活动现金流量净额不断提升，近三年 CAGR 为 38%。自 2007 年上市以来，仅 2018 年因行业因素导致公司亏损未派息外，有 15 年推出派息方案，累计分红超过 71 亿元。

图表 51: 公司毛利率与净利率



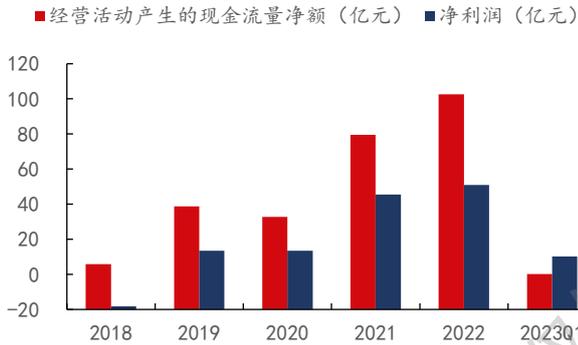
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 52: 公司资产负债率稳步下降



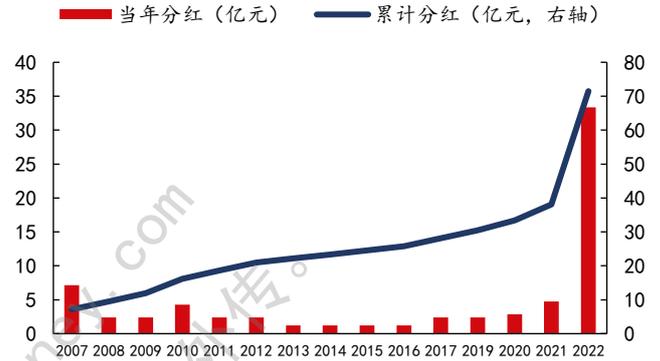
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 53: 公司经营活动现金流量与净利润



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 54: 公司上市来分红情况 (含税)

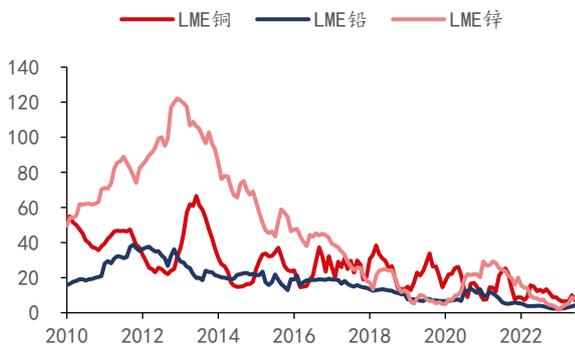


来源: Wind, 国联证券研究所

## 4. 有色与新型产业前景可期

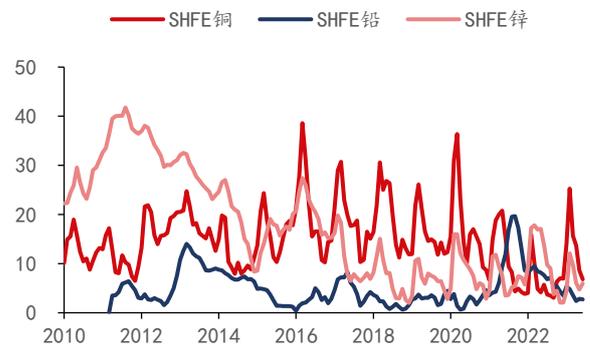
2022年,受疫情反复、俄乌冲突等因素扰动,有色金属市场跌宕起伏,多数品种价格大幅波动,整体呈现冲高回落再反弹的走势。展望未来,随着疫情影响消退以及国内一揽子稳增长政策举措有望出台,将有效扩大国内需求,刺激投资,中国经济有望修复,从而拉动商品需求。海外市场,通胀回落以及经济下行风险不断累积,欧美等发达经济体央行紧缩货币政策渐入尾声,流动性环境改善。从产业角度看,主要有色金属库存处于历史低位,价格具备较强向上弹性。而过去十年全球新发现金属资源日益稀少,矿产资源品位下降,资源民族主义抬头,资源供应刚性制约了中长期供应释放空间。有色金属整体处于供需紧平衡的格局,行业景气度有望回暖上行。

图表 55: LME 铜铅锌库存 (万吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 56: SHFE 铜铅锌库存 (万吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

### 4.1 供需紧平衡下有色金属景气度有望回升

能源转型催化铜需求。从供给角度看,受大型铜矿资源逐渐枯竭、矿石品位下降

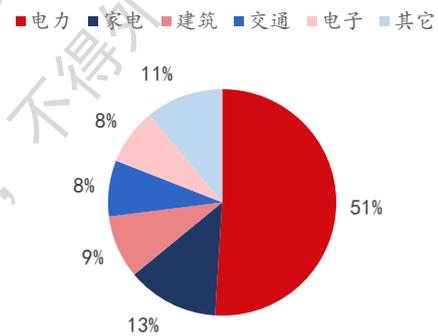
以及全球主要铜企资本支出下降等因素制约，铜供需结构逐步转向供不应求。从消费角度看，电力行业耗铜占比约 51%，家电与建筑耗铜占比合计超过 20%。电网建设以及房地产相关的家电行业对铜需求的拉动作用减弱，以新能源汽车为代表的新兴产业对铜的需求保持良好韧性。中长期看，能源转型是不可逆转的趋势。这将有有望重塑铜供需结构，驱动铜价中枢不断上移。新能源已成为铜的重要需求来源，2022 年新能源领域铜需求占比已到 10%。SMM 预计到 2026 年，该比例有望上升至 21%。

图表 57: 全球代表性铜企总资本支出下降



来源: 紫金矿业年报, 国联证券研究所

图表 58: 精炼铜消费结构



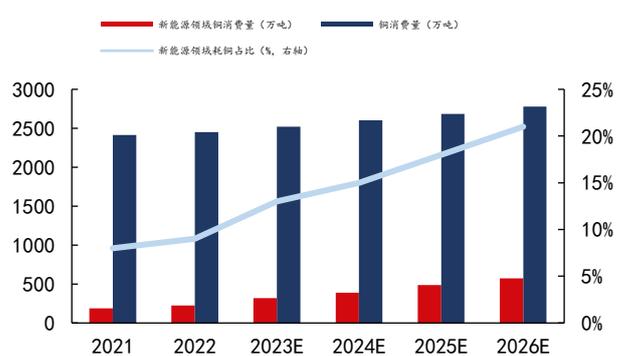
来源: 百川盈孚, 国联证券研究所

图表 59: 电网以及房地产投资拖累铜消费减弱



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 60: 新能源领域耗铜占比逐步上升



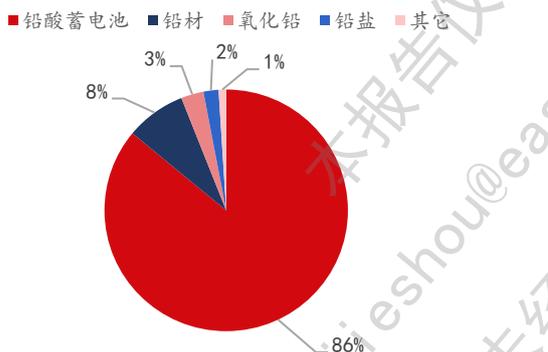
来源: SMM, 国联证券研究所 (新能源领域包括光伏、风电、新能源汽车)

**铅锌需求有望回升。**从消费结构看，铅主要应用于铅酸电池，在电动自行车行业得到广泛应用。2021 年来，铅价总体趋降，与锂、镍等价格比在不断走低，其成本优势不断突显。与之相对比，锂电池主要原材料磷酸铁锂供应短缺越发明显，锂电池因原材料价格上涨，生产成本迅速增加，部分抵消锂电池规模化所带来的成本下降，磷酸铁锂、铅蓄电池采购明显的价格差距，使得需求者更倾向于铅蓄电池。锌主要用于生产镀锌板，下游主要包括建筑、汽车、家电等。中长期看，新能源领域对锌的需求也不容忽视。根据紫金矿业 2022 年年报，10MW 海上风机需消耗 4 吨锌，100MW 光伏

发电站需消耗 240 吨锌，也将拉动锌需求。

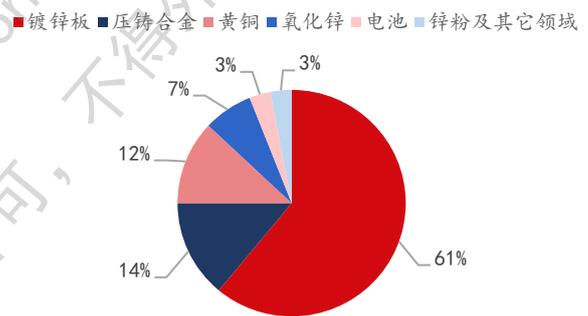
**政策共振提振有色金属价格。**从海外看，随着通胀压力回落，以及经济放缓压力不断累积，制约政策紧缩空间，预计主要经济体紧缩货币政策进入尾声，对有色金属价格约束有所下降。从国内看，为刺激经济复苏，与有色金属高度相关的行业，如房地产、汽车、家电等，利好政策不断，有助于进一步稳定市场预期，有色金属消费有望得到提振，从而为价格提供支撑。

图表 61: 铅消费结构



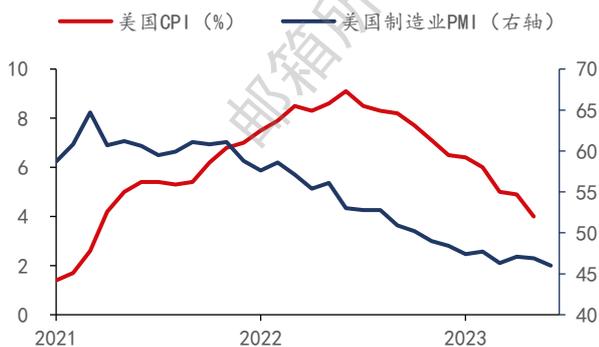
来源：中国有色金属工业协会，国联证券研究所

图表 62: 锌消费结构



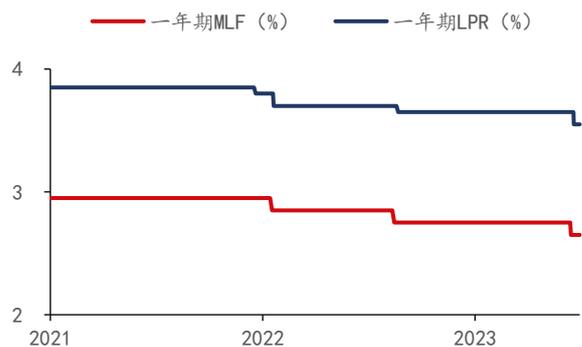
来源：中国有色金属工业协会，国联证券研究所

图表 63: 美国通胀回落，PMI 连续 8 个月低于 50



来源：Wind，国联证券研究所

图表 64: 中国央行今年首次下调 MLF、LPR 利率



来源：Wind，国联证券研究所

## 4.2 布局新型产业助力公司开启发展新篇章

**地理优势得天独厚。**根据自然资源部地质调查局统计数据显示，我国锂资源主要以盐湖卤水、锂辉石和锂云母为主，分别占我国锂资源总量的 82%、11%和 7%，其中盐湖卤水主要分布在西藏和青海等地，锂辉石主要分布在四川和新疆等地，锂云母则主要集中在江西。镁主要来自海水、天然盐湖卤水、白云岩、菱镁矿、水镁石和橄榄石等。4 大盐湖区镁盐矿产资源的远景储量达数十亿吨。公司地处青海，在镁、锂资源

储备以及获取方面拥有得天独厚的地理优势。

**技术积淀基础深厚。**目前西部镁业及其子公司镁业新材料持有专利共5项，分别为：以盐湖氯镁石为原料制取高纯镁砂的方法；耐老化沥青用锌基掺杂层状双氢氧化物紫外阻隔材料；采用旋转液膜反应器制备层状水滑石PVC热稳定剂的方法；从卤水中提取镁锂同时生产水滑石的工艺方法；从除镁卤水中提取锂并制备电池级碳酸锂的方法。

**政策支持锂盐产业发展。**青海省人民政府、工信部联合印发了《青海建设世界级盐湖产业基地行动方案（2021—2035年）》，明确了产业升级方向，并从产业政策、税收政策、财政金融等方面对建设盐湖产业基地给予大力支持，行动方案的实施将全力推动青海盐湖产业转型升级，提高盐湖资源综合利用水平。我国盐湖资源中，锂含量低、杂质较多，尤其是镁锂因化学性质类似而难以分离。加之我国盐湖分布的地方自然环境较为恶劣，交通运输不便，因而扩产难度大。在此背景下，锂盐行业整体呈现寡头竞争的特征，市场集中度较高，头部企业资源集中，那些拥有资源、产能、技术优势的龙头企业的资源优势和成本优势在行业高速发展阶段更加凸显。

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1 盈利预测

根据公司年报中披露的2023年各类产品生产计划，假设顺利完成。

图表 65: 公司 2023 年生产计划

产品	2023 年计划产量	2022 年实际产量	变化幅度 (%)
铅精矿 (金属吨)	56612	51466	10.0
锌精矿 (金属吨)	117349	112028	4.7
铜精矿 (金属吨)	133003	143951	-7.6
镍精矿 (金属吨)	2144	1707	25.6
钼精矿 (金属吨)	3541	3373	5.0
铁精粉 (吨)	1548198	1810484	-14.5
球团 (吨)	124100	350176	-64.6
精矿含金 (千克)	258.72	257	0.7
精矿含银 (千克)	123970	129725	-4.4
电铅 (吨)	90000	74662	20.5
锌锭 (吨)	110000	86593	27.0
电解铜 (吨)	200045	165539	20.8
金锭 (千克)	2300	未披露	—
银锭 (千克)	200000	未披露	—
偏钒酸铵 (吨)	1800	1202	49.8
高纯氢氧化镁原粉 (吨)	140000	107005	30.8
高纯氧化镁 (吨)	64000	35761	79.0

来源：公司公告，国联证券研究所

**核心假设：**

**1. 铜产品：**2023 年玉龙铜矿一二选厂改扩建工程完工后，在其它铜矿产量维持稳定前提下，假设公司 2023-25 年铜精矿产量分别为 13.3/17.0/17.5 万吨，电解铜产品分别为 20/20.5/21 万吨。铜产品营收分别为 206.48/234.25/252.00 亿元，增速分别为-19.12%/13.45%/7.58%，对应毛利率分别为 16.0%/20.4%/20.8%。

**2. 锌产品：**假设公司 2023-25 年锌精矿产量分别为 11.7/12.5/13.3 万吨，锌锭产品分别为 11/11/11 万吨。锌产品营收分别为 41.80/45.93/50.34 亿元，增速分别为-4.33%/9.86%/9.61%，对应毛利率分别为 25.6%/26.4%/26.8%。

**3. 其它产品：**假设公司 2023-25 年铅精矿产量分别为 5.7/6.0/6.4 万吨，电铅产量分别为 9/9.5/10 万吨，精矿含金产量分别为 258/260/260 千克，金锭分别为 2300/2300/2300 千克，精矿含银产量分别为 124/130/135 吨，偏钒酸铵产量分别为 1800/1850/1900 吨，高纯氢氧化镁原粉产量分别为 14/14.5/15 万吨，高纯氧化镁产量分别为 6.4/6.6/6.8 万吨。营收分别为 45.76/54.92/64.80 亿元，增速分别为 60%/20%/18%，对应毛利率分别为 25.4%/16.8%/14.0%。

**4. 铁产品：**内蒙古双利铁矿 340 万吨/年露转地改扩建项目已开工建设，在其它铁矿山产量维持稳定前提下，假设公司 2023-25 年铁精粉产量分别为 155/160/165 万吨，球团产量分别为 12.4/14/20 万吨。营收分别为 16.13/17.95/27.00 亿元，增速分别为-1.48%/11.29%/50.38%，对应毛利率分别为 12%/14.4%/16.8%。

**5. 银锭：**假设公司 2023-25 年银锭产量分别为 20/20.5/21 吨，营收分别为 13.75/14.60/15.47 亿元，增速分别为 10.78%/6.16%/5.97%，对应毛利率分别为 10%/8%/8%。

**6. 其他业务：**假设公司 2023-25 年其它业务营业收入分别为 43.72/47.22/51.94 亿元，增速分别为 6%/8%/10%，对应毛利率分别为 35%/30%/30%。

**图表 66：公司营收测算汇总（亿元）**

	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入合计</b>	<b>385.00</b>	<b>397.62</b>	<b>367.65</b>	<b>414.87</b>	<b>461.56</b>
<b>YOY</b>	<b>34.27%</b>	<b>3.28%</b>	<b>-7.54%</b>	<b>12.84%</b>	<b>11.26%</b>
<b>毛利率</b>	<b>20.98%</b>	<b>19.40%</b>	<b>20.12%</b>	<b>20.98%</b>	<b>20.87%</b>
<b>铜产品</b>					
收入	276.03	255.29	206.48	234.25	252.00
YOY	40.95%	-7.51%	-19.12%	13.45%	7.58%
毛利率	17.66%	17.35%	16.0%	20.4%	20.8%
<b>锌产品</b>					
收入	31.56	43.70	41.80	45.93	50.34
YOY	1.56%	38.47%	-4.33%	9.86%	9.61%
毛利率	37.05%	23.64%	25.6%	26.4%	26.8%
<b>其它产品</b>					
收入	29.44	28.60	45.76	54.92	64.80
YOY	32.25%	-2.86%	60%	20%	18%
毛利率	37.50%	20.04%	25.4%	16.8%	14.0%
<b>铁产品</b>					

收入	0	16.38	16.13	17.95	27.00
YOY	—	—	-1.48%	11.29%	50.38%
毛利率	—	14.69%	12.0%	14.4%	16.8%
<b>银锭</b>					
收入	6.16	12.41	13.75	14.60	15.47
YOY	-9.68%	101.60%	10.78%	6.16%	5.97%
毛利率	5.48%	3.34%	10%	8%	8%
<b>其他业务</b>					
收入	41.81	41.25	43.72	47.22	51.94
YOY	35.96%	-1.35%	6%	8%	10%
毛利率	21.39%	33.85%	35%	30%	30%

来源：iFinD，国联证券研究所预测

基于以上假设，我们预计，2023-25 年公司营收分别为 367.65/414.87/461.56 亿元，同比增速分别为-7.54%/12.84%/11.26%，3 年 CAGR 为 5.1%；归母净利润分别为 28.15/34.57/39.20 亿元，同比增速分别为-18.31%/22.79%/13.42%，3 年 CAGR 为 4.4%；EPS 分别为 1.18/1.45/1.65 元。

## 5.2 估值与投资建议

### 1. 绝对估值法

我们采用 FCFE 方法进行估值。无风险收益率采用十年期国债收益率，市场收益率采用 10 年沪深指数平均收益。第二阶段为 5 年，增长率 2%，之后的长期增长率为 1.7%。根据以上关键参数，FCFE 估值法测得每股合理价值为 14.68 元。

图表 67：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.64%
市场预期回报率 Rm	5.67%
第二阶段年数	5
第二阶段增长率	2%
长期增长率	1.7%
有效税率 Tx	14%
Ke	9.00%
Kd	4.94%
WACC	6.89%

来源：iFinD，国联证券研究所预测（数据来源日期为 2023 年 7 月 6 日）

**图表 68: FCFE 估值结果**

FCFE 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比 (%)
第一阶段	10253.65	26.02
第二阶段	8505.29	21.58
第三阶段 (终值)	20651.37	52.40
<b>总股权价值</b>	<b>39410.31</b>	
减: 少数股东权益	4435.61	11.25
股权价值	34974.70	88.75
除: 总股本(股)	2383000000	
<b>每股价值(元)</b>	<b>14.68</b>	

来源: iFinD, 国联证券研究所预测

**图表 69: FCFE 估值法敏感性测试结果**

敏感性测试结果	永续增长率											
	1.06%	1.16%	1.28%	1.40%	1.55%	1.70%	1.87%	2.06%	2.26%	2.49%	2.74%	
<b>Ke</b>												
<b>5.59%</b>	24.43	24.87	25.37	25.96	26.66	27.48	28.46	29.64	31.10	32.93	35.27	
<b>6.15%</b>	21.75	22.08	22.47	22.91	23.43	24.04	24.76	25.62	26.66	27.94	29.55	
<b>6.76%</b>	19.40	19.66	19.95	20.29	20.68	21.13	21.66	22.29	23.05	23.96	25.08	
<b>7.44%</b>	17.34	17.54	17.76	18.02	18.31	18.65	19.05	19.51	20.06	20.72	21.51	
<b>8.18%</b>	15.53	15.68	15.85	16.04	16.26	16.52	16.82	17.16	17.56	18.04	18.61	
<b>9.00%</b>	13.92	14.04	14.17	14.32	14.48	14.68	14.90	15.15	15.45	15.80	16.22	
<b>9.90%</b>	12.50	12.59	12.69	12.80	12.93	13.07	13.24	13.43	13.65	13.91	14.21	
<b>10.89%</b>	11.24	11.30	11.38	11.47	11.56	11.67	11.79	11.94	12.10	12.29	12.51	
<b>11.98%</b>	10.11	10.16	10.22	10.28	10.36	10.44	10.53	10.64	10.76	10.90	11.06	
<b>13.18%</b>	9.11	9.14	9.19	9.24	9.29	9.35	9.42	9.50	9.59	9.69	9.81	
<b>14.50%</b>	8.21	8.23	8.27	8.30	8.34	8.39	8.44	8.50	8.57	8.64	8.73	

来源: iFinD, 国联证券研究所

## 2. 相对估值法

选取与西部矿业主营业务类似的紫金矿业、江西铜业、驰宏锌锗、云南铜业、铜陵有色、中金岭南, 采用 PE 估值法, 2023 年可比公司均值为 10.8 倍。考虑到公司持续布局新型产业, 盈利能力有望持续改善并提振估值水平, 结合绝对估值法与相对估值法, 给予公司 2023 年 12 倍 PE, 对应目标价为 14.16 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**图表 70: 可比公司估值对比**

股票代码	证券简称	市值 (亿元)	股价 (元)	PE (X)		
				2023E	2024E	2025E
601899	紫金矿业	2383.0	11.61	13.0	11.3	9.5
600362	江西铜业	397.0	19.13	8.87	8.90	8.12
600497	驰宏锌锗	302.9	5.95	14.31	9.38	8.22
000878	云南铜业	227.2	11.34	9.42	7.85	6.70
000630	铜陵有色	315.8	3.00	9.64	8.04	6.86
000060	中金岭南	177.5	4.75	9.5	6.5	5.2
平均值				10.8	8.7	7.4
601168	西部矿业	257.4	10.80	7.28	6.31	5.67

来源: iFinD, 国联证券研究所 (股价为 2023 年 7 月 6 日收盘价, 可比公司 PE 为 iFinD 一致预期)

## 6. 风险提示

**1) 产品价格波动风险:** 公司主要产品铜铅锌价格受宏观经济形势影响较大, 还受到汽车、建筑、电气及电子等行业的周期活动影响。若上述因素变化导致基本金属价格持续下跌, 对公司财务状况和经营业绩不利。

**2) 矿产资源量和可采储量估测的风险:** 公司通过勘查技术对矿产资源量和可采储量进行估测, 并据此判断开发和经营矿山的可行性和进行工业设计, 实际情况可能与估测结果存在差异。若未来本公司的实际矿产资源量和可采储量与估测结果有重大差异, 则将会对公司的生产经营和财务状况造成不利影响。

**3) 矿权到期无法续期的风险:** 若在矿权许可期届满后无法办理延期, 将对公司生产经营带来重大不利影响。

**4) 安全与环保风险:** 矿产选冶属于高风险行业, 若因出现安全事故或造成环境破坏将导致公司减产甚至停产, 影响公司业绩。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6355	6527	11030	12446	13847	营业收入	38500	39762	36765	41487	46156
应收账款+票据	1016	1498	1088	1228	1366	营业成本	30423	32048	29368	32781	36522
预付账款	116	203	239	270	300	税金及附加	700	768	627	708	788
存货	3201	3524	3387	3781	4212	营业费用	33	28	32	37	41
其他	3861	3780	3517	3969	4415	管理费用	1066	1157	1039	1172	1304
<b>流动资产合计</b>	<b>14549</b>	<b>15532</b>	<b>19261</b>	<b>21693</b>	<b>24141</b>	财务费用	950	846	799	751	635
长期股权投资	1059	4668	4844	5020	5196	资产减值损失	-60	-218	-91	-103	-114
固定资产	23196	24335	23773	23810	24570	公允价值变动收益	-2	119	0	0	0
在建工程	1436	945	1756	2400	2711	投资净收益	-189	650	55	55	55
无形资产	5937	6212	5597	4982	4366	其他	-41	44	-3	-9	-14
其他非流动资产	3771	1848	1841	1834	1827	<b>营业利润</b>	<b>5037</b>	<b>5509</b>	<b>4861</b>	<b>5983</b>	<b>6793</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>35399</b>	<b>38008</b>	<b>37811</b>	<b>38045</b>	<b>38669</b>	营业外净收益	84	153	58	58	58
<b>资产总计</b>	<b>49948</b>	<b>53540</b>	<b>57073</b>	<b>59739</b>	<b>62810</b>	<b>利润总额</b>	<b>5121</b>	<b>5662</b>	<b>4919</b>	<b>6040</b>	<b>6851</b>
短期借款	7249	6487	11417	12971	14261	所得税	564	578	689	846	959
应付账款+票据	2921	3806	3145	3510	3911	<b>净利润</b>	<b>4557</b>	<b>5084</b>	<b>4231</b>	<b>5195</b>	<b>5892</b>
其他	7255	9709	9894	10713	11605	少数股东损益	1625	1638	1416	1738	1971
<b>流动负债合计</b>	<b>17425</b>	<b>20002</b>	<b>24456</b>	<b>27195</b>	<b>29777</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2932</b>	<b>3446</b>	<b>2815</b>	<b>3457</b>	<b>3920</b>
长期带息负债	12605	10981	7185	3584	71	<b>财务比率</b>					
长期应付款	422	564	564	564	564		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	1222	1338	1338	1338	1338	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>14249</b>	<b>12882</b>	<b>9087</b>	<b>5485</b>	<b>1972</b>	营业收入	34.3%	3.3%	-7.5%	12.8%	11.3%
<b>负债合计</b>	<b>31673</b>	<b>32884</b>	<b>33543</b>	<b>32680</b>	<b>31750</b>	EBIT	146.9%	7.2%	-12.1%	18.8%	10.2%
少数股东权益	4983	4436	5851	7589	9561	EBITDA	113.1%	4.1%	-9.1%	15.0%	9.2%
股本	2383	2383	2383	2383	2383	归母净利润	223.3%	17.5%	-18.3%	22.8%	13.4%
资本公积	5474	5373	5373	5373	5373	<b>获利能力</b>					
留存收益	5434	8464	9923	11713	13744	毛利率	21.0%	19.4%	20.1%	21.0%	20.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>18274</b>	<b>20656</b>	<b>23530</b>	<b>27059</b>	<b>31061</b>	净利率	11.8%	12.8%	11.5%	12.5%	12.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49948</b>	<b>53540</b>	<b>57073</b>	<b>59739</b>	<b>62810</b>	ROE	22.1%	21.2%	15.9%	17.8%	18.2%
<b>现金流量表</b>						ROIC	18.5%	16.2%	13.0%	15.9%	17.2%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	4557	5084	4231	5195	5892	资产负债	63.4%	61.4%	58.8%	54.7%	50.5%
折旧摊销	1949	1840	1873	1942	2052	流动比率	0.83	0.78	0.79	0.80	0.81
财务费用	950	846	799	751	635	速动比率	0.49	0.41	0.51	0.51	0.52
存货减少	26	-323	137	-394	-432	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	292	3121	297	169	246	应收账款周转率	90.93	46.96	52.60	52.60	52.60
其它	73	-386	-172	358	396	存货周转率	9.50	9.10	8.67	8.67	8.67
<b>经营活动现金流</b>	<b>7847</b>	<b>10182</b>	<b>7164</b>	<b>8021</b>	<b>8789</b>	总资产周转率	0.77	0.74	0.64	0.69	0.73
资本支出	-4095	-1521	-1500	-2000	-2500	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-41	-3353	-88	-88	-88	每股收益	1.23	1.45	1.18	1.45	1.65
其他	1059	1250	-53	-53	-53	每股经营现金流	3.29	4.27	3.01	3.37	3.69
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3076</b>	<b>-3625</b>	<b>-1641</b>	<b>-2141</b>	<b>-2641</b>	每股净资产	5.58	6.81	7.42	8.17	9.02
债权融资	2278	-2386	1135	-2047	-2223	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	9.0	7.6	9.3	7.6	6.7
其他	-6587	-3344	-2156	-2417	-2525	市净率	2.0	1.6	1.5	1.4	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4309</b>	<b>-5729</b>	<b>-1021</b>	<b>-4464</b>	<b>-4748</b>	EV/EBITDA	6.7	5.4	5.9	5.0	4.5
<b>现金净增加额</b>	<b>452</b>	<b>843</b>	<b>4502</b>	<b>1416</b>	<b>1401</b>	EV/EBIT	8.9	7.0	7.6	6.3	5.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年7月6日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 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；韩国市场以柯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指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

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

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695