

# 西部矿业 (601168.SH)

主力矿山盈利能力稳健，玉龙铜矿选厂扩建顺利

买入

## 核心观点

**2023H1 公司业绩同比下降 6.5%**。2023H1 实现营收 226.84 亿元 (+33.1%)，归母净利润 15.07 亿元 (-6.5%)，扣非归母净利润 14.88 亿元 (-6.19%)，经营性净现金流 24.67 亿元 (-58.8%)。其中 2023Q2 营业收入 111.1 亿元 (同比+36.9%，环比-4.0%)，归母净利润 8.27 亿元 (同比-4.0%，环比+21.6%)，扣非归母净利润 8.17 亿元 (同比-4.6%，环比+21.9%)。

**2023H1 公司盈利略有下滑主因有色金属价格下跌，铜矿是主要盈利来源。**

2023H1 铜现货均价 68005 元/吨 (同比-5.3%)，锌现货均价 22134 元/吨 (同比-15%)。2023Q2 业绩环比大幅改善主要是季节因素，一季度是公司高海拔铜矿山及盐湖产量偏低，二季度改善。公司上半年归母净利润 15.1 亿元当中，铜矿板块贡献 11.5 亿元，是盈利主要来源。

**玉龙铜矿扩建顺利进行，布局磷酸铁锂行业。**报告期内，公司启动了玉龙铜矿一二选厂改扩建工程，10 月完工后，玉龙铜矿年处理量从 1989 万吨增加到 2280 万吨，增量近 300 万吨，折铜金属量 1.5 万吨。今年 6 月公司从西矿集团竞买了泰丰先行 6.29% 股权，进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂行业，逐步形成从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链，打造公司新的利润增长点。

**风险提示：**产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

**投资建议：**维持“买入”评级

参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2023-2025 年国内阴极铜现货年均价均为 68500 元/吨，锌锭现货年均价均为 22000 元/吨 (前次假设 23500 元/吨)，铅锭现货年均价均为 15200 元/吨，铅精矿加工费 1200 元/吨，锌精矿加工费 5000 元/吨，铜精矿计价系数 88% (前次假设 90%)。参预计公司 2023-2025 年营收分别为 464/768/492 亿元，同比增速 16.7/3.1/2.8%，归母净利润分别为 35.70/41.44/44.68 亿元 (原预测值 37.36/42.33/45.89 亿元)，同比增速 3.6/16.1/7.8%；摊薄 EPS 分别为 1.50/1.74/1.87 元，当前股价对应 PE 分别为 8.3/7.2/6.6X。公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，具备优先获取我国西部优质矿产资源的优势，将受益于国内新一轮找探矿战略行动，主力矿山玉龙铜矿继续扩建，公司矿山产出持续增长，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	38,401	39,762	46,385	47,825	49,159
(+/-%)	34.5%	3.5%	16.7%	3.1%	2.8%
净利润(百万元)	2932	3446	3570	4144	4468
(+/-%)	223.0%	17.5%	3.6%	16.1%	7.8%
每股收益(元)	1.23	1.45	1.50	1.74	1.87
EBIT Margin	15.5%	16.6%	13.9%	15.1%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	22.1%	21.3%	19.1%	19.2%	18.1%
市盈率 (PE)	10.1	8.6	8.3	7.2	6.6
EV/EBITDA	7.9	7.4	7.1	6.4	5.9
市净率 (PB)	2.23	1.84	1.59	1.38	1.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

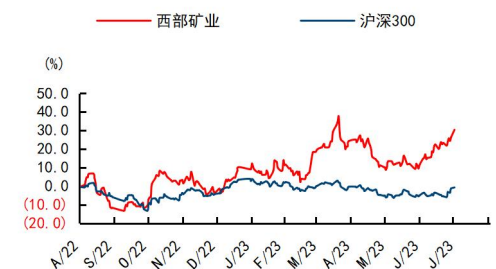
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.29 元
总市值/流通市值	29287/29287 百万元
52 周最高价/最低价	14.72/9.11 元
近 3 个月日均成交额	347.08 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《西部矿业 (601168.SH) - 盐湖提锂贡献业绩，高分红比例回报全体股东》——2023-03-27
- 《西部矿业 (601168.SH) - 铜价下跌拖累业绩，盐湖提锂释放利润》——2022-10-24
- 《西部矿业 (601168.SH) - 铜板块量价齐增，盐湖提锂贡献业绩》——2022-07-25
- 《西部矿业 (601168.SH) - 巩固铜铅锌业务，整合开发盐湖锂镁资源》——2022-05-01
- 《西部矿业-601168-2021 年业绩预告点评：玉龙二期释放产量，公司业绩持续兑现》——2022-01-26

**2023H1 公司业绩同比下降 6.5%。**2023H1 实现营收 226.84 亿元（+33.1%），归母净利润 15.07 亿元（-6.5%），扣非归母净利润 14.88 亿元（-6.19%），经营性净现金流 24.67 亿元（-58.8%）。

其中 2023Q2 营业收入 111.1 亿元（同比+36.9%，环比-4.0%），归母净利润 8.27 亿元（同比-4.0%，环比+21.6%），扣非归母净利润 8.17 亿元（同比-4.6%，环比+21.9%）。

2023H1 公司盈利略有下滑主因有色金属价格下跌。2023H1 铜现货均价 68005 元/吨（同比-5.3%），锌现货均价 22134 元/吨（同比-15%）。2023Q2 业绩环比大幅改善主要是季节因素，一季度是公司高海拔铜矿山及盐湖产量偏低，二季度改善。

表 1: 公司半年度主要产品产量

产品名称	单位	2022H1	2023H1	同比变化
铅精矿	金属吨	26036	31072	19%
锌精矿	金属吨	56858	60328	6%
铜精矿	金属吨	67116	60077	-10%
精矿含金	千克	145	114	-21%
精矿含银	千克	62724	59424	-5%
铁精粉	吨	967279	550319	-43%
球团	吨	220545	129794	-41%
电解铅	吨	39051	39464	1%
电解铜	吨	77967	84340	8%
锌锭	吨	42011	57206	36%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**铜矿是公司盈利主要来源**，如下表所示。公司上半年归母净利润 15.1 亿元，其中铜矿版块贡献 11.5 亿元，是盈利主要来源。铅锌矿方面，主力矿山锡铁山铅锌矿是分公司，两家铅锌矿子公司盈利 0.8 亿元。

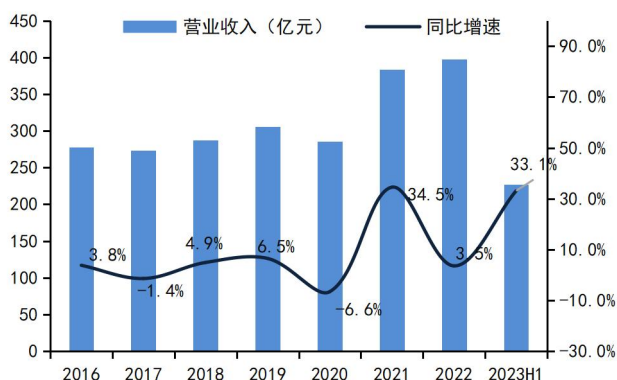
表 2: 2023H1 公司部分子公司和参股公司盈利情况（亿元）

单位	业务	持股比例	净利润	归母净利润
玉龙铜业	铜矿采选冶	58%	16.9	9.8
西部铜业（获各琦铜矿）	铜矿采选	100%	1.7	1.7
会东大梁	铅锌矿采选	100%	0.21	0.2
鑫源矿业（呷村多金属矿）	铅锌矿采选	76%	0.76	0.6
西矿财务	金融服务	60%	0.57	0.3
东台锂资源	参股公司，盐湖提锂	27%	3.3	0.9
<b>铜矿版块</b>				<b>11.5</b>
<b>子公司铅锌版块</b>				<b>0.8</b>
<b>参股公司锂版块</b>				<b>0.9</b>

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1: 西部矿业营业收入及增速（单位：亿元、%）

图 2: 西部矿业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）

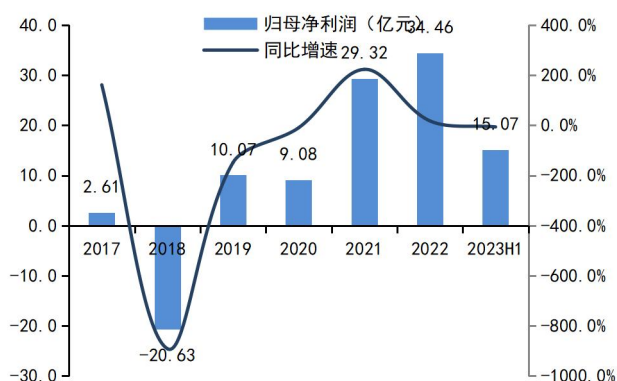


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



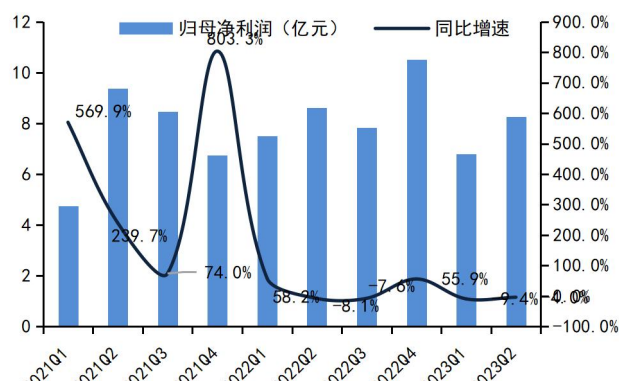
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 西部矿业归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



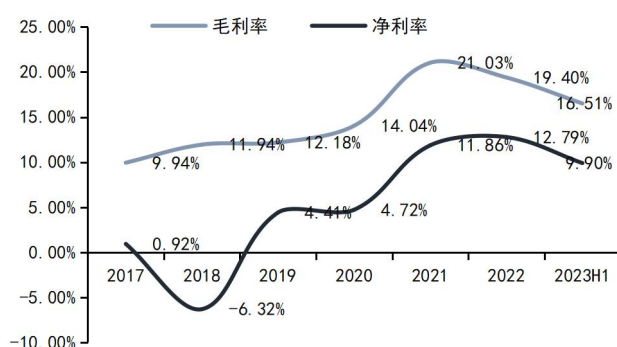
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 西部矿业单季归母净利润 (单位: 亿元)



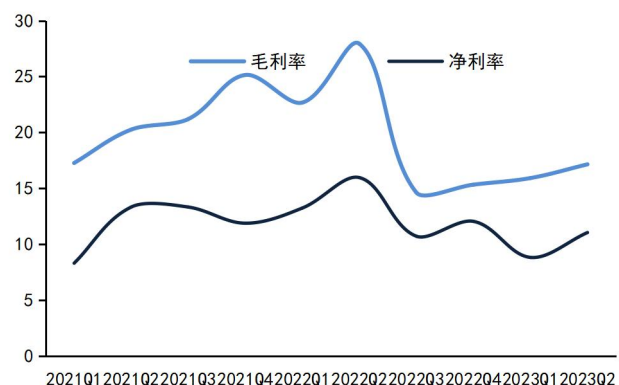
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 西部矿业毛利率、净利率变化情况



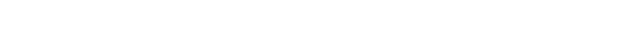
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 西部矿业单季度毛利率、净利率变化情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

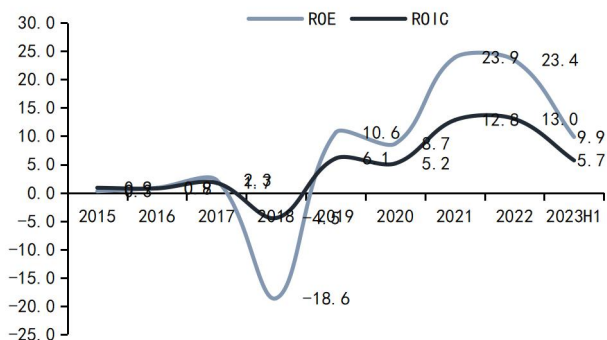
图7: 西部矿业 ROE、ROIC 变化情况 (%)



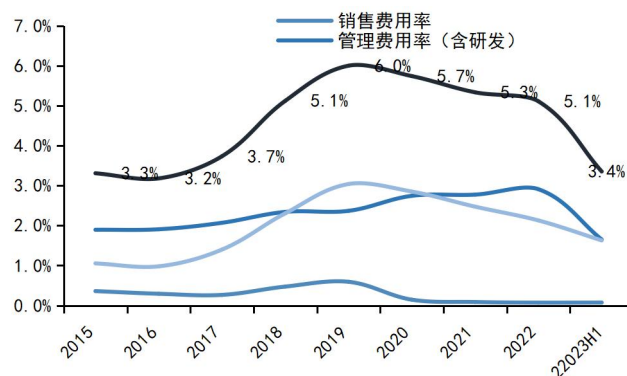
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图8: 西部矿业期间费用率变化 (%)



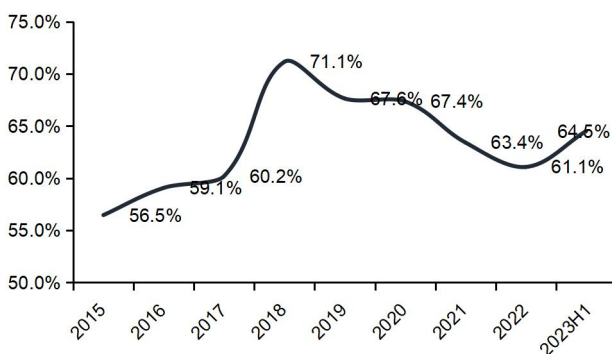


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：西部矿业资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：西部矿业经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

报告期内，公司启动了玉龙铜矿一二选厂改扩建工程，10月完工后，玉龙铜矿年处理量从1989万吨增加到2280万吨，增量近300万吨，折铜金属量1.5万吨。今年6月从西矿集团竞买了泰丰先行6.29%股权，进一步布局碳酸锂的下游磷酸铁锂行业，逐步形成从盐湖锂资源开发到电池正极材料生产的完整产业链，打造公司新的利润增长点。

**投资建议：**参照年初以来主要有色金属价格走势，假定2023-2025年国内阴极铜现货年均价均为68500元/吨，锌锭现货年均价均为22000元/吨（前次假设23500元/吨），铅锭现货年均价均为15200元/吨，铅精矿加工费1200元/吨，锌精矿加工费5000元/吨，铜精矿计价系数88%（前次假设90%）。预计公司2023-2025年营收分别为464/768/492亿元，同比增速16.7%/3.1%/2.8%，归母净利润分别为35.70/41.44/44.68亿元（原预测值37.36/42.33/45.89亿元），同比增速3.6%/16.1%/7.8%；摊薄EPS分别为1.50/1.74/1.87元，当前股价对应PE分别为8.3/7.2/6.6X。公司是国内领先的铜、铅、锌精矿生产企业，具备优先获取我国西部优质矿产资源的优势，将受益于国内新一轮找探矿战略行动，主力矿山玉龙铜矿继续扩建，公司矿山产出持续增长，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6355	6522	10850	15004	19998	营业收入	38401	39762	46385	47825	49159
应收款项	1246	982	1146	1181	1214	营业成本	30325	32048	38032	38707	39332
存货净额	3201	3465	4044	4102	4156	营业税金及附加	700	768	896	924	950
其他流动资产	2427	3839	4478	4617	4746	销售费用	33	28	33	34	35
<b>流动资产合计</b>	<b>14549</b>	<b>15602</b>	<b>21312</b>	<b>25699</b>	<b>30909</b>	管理费用	772	764	1139	1167	1192
固定资产	22630	22428	22642	22686	22572	研发费用	294	393	459	473	486
无形资产及其他	5937	6191	5943	5696	5448	财务费用	814	950	696	478	492
投资性房地产	5772	3927	3927	3927	3927	投资收益	(189)	650	346	428	513
长期股权投资	1059	4668	4668	4668	4668	资产减值及公允价值变动	58	336	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>49947</b>	<b>52817</b>	<b>58493</b>	<b>62676</b>	<b>67524</b>	其他收入	(590)	(681)	(164)	(178)	(192)
短期借款及交易性金融负债	10455	10229	10679	10454	10454	营业利润	5036	5509	5770	6764	7479
应付款项	2921	3717	4338	4400	4458	营业外净收支	84	153	0	0	0
其他流动负债	4049	5490	6468	6563	6653	<b>利润总额</b>	<b>5120</b>	<b>5662</b>	<b>5770</b>	<b>6764</b>	<b>7479</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17425</b>	<b>19436</b>	<b>21486</b>	<b>21418</b>	<b>21565</b>	所得税费用	564	578	589	691	764
长期借款及应付债券	11333	9951	9951	9951	9951	少数股东损益	1624	1638	1611	1929	2248
其他长期负债	2916	2871	2871	2871	2871	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2932</b>	<b>3446</b>	<b>3570</b>	<b>4144</b>	<b>4468</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>14249</b>	<b>12822</b>	<b>12822</b>	<b>12822</b>	<b>12822</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>31673</b>	<b>32258</b>	<b>34307</b>	<b>34239</b>	<b>34387</b>	净利润	2932	3446	3570	4144	4468
少数股东权益	4982	4415	5542	6892	8466	资产减值准备	(3)	158	7	(1)	(2)
股东权益	13291	16144	18643	21544	24672	折旧摊销	1836	1715	2526	2705	2864
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49947</b>	<b>52817</b>	<b>58493</b>	<b>62676</b>	<b>67524</b>	公允价值变动损失	(58)	(336)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	814	950	696	478	492
每股收益	1.23	1.45	1.50	1.74	1.87	营运资本变动	(1540)	2784	225	(77)	(70)
每股红利	0.73	1.12	0.45	0.52	0.56	其它	668	217	1120	1352	1575
每股净资产	5.58	6.77	7.82	9.04	10.35	<b>经营活动现金流</b>	<b>3836</b>	<b>7983</b>	<b>7448</b>	<b>8123</b>	<b>8835</b>
ROIC	17%	16%	17%	19%	20%	资本开支	0	(1706)	(2500)	(2500)	(2500)
ROE	22%	21%	19%	19%	18%	其它投资现金流	(514)	526	0	0	0
毛利率	21%	19%	18%	19%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(353)</b>	<b>(4789)</b>	<b>(2500)</b>	<b>(2500)</b>	<b>(2500)</b>
EBIT Margin	15%	17%	14%	15%	16%	权益性融资	(9)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	21%	19%	21%	22%	负债净变化	2579	(1383)	0	0	0
收入增长	35%	4%	17%	3%	3%	支付股利、利息	(1731)	(2658)	(1071)	(1243)	(1340)
净利润增长率	223%	18%	4%	16%	8%	其它融资现金流	(5119)	5054	451	(225)	(0)
资产负债率	73%	69%	68%	66%	63%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3433)</b>	<b>(3027)</b>	<b>(620)</b>	<b>(1468)</b>	<b>(1340)</b>
息率	5.8%	9.0%	3.6%	4.2%	4.5%	<b>现金净变动</b>	<b>50</b>	<b>167</b>	<b>4328</b>	<b>4154</b>	<b>4994</b>
P/E	10.1	8.6	8.3	7.2	6.6	货币资金的期初余额	6305	6355	6522	10850	15004
P/B	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2	货币资金的期末余额	6355	6522	10850	15004	19998
EV/EBITDA	7.9	7.4	7.1	6.4	5.9	企业自由现金流	5577	8730	6056	6631	7450
						权益自由现金流	3037	12401	6507	6406	7450

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032